



T.C.

ALTINBAŞ ÜNİVERSİTESİ

Lisansüstü Eğitim Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

**DÖVİZ KURU VE FAİZ ORANLARININ BİST100
ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

Atahan HACISALİHOĞLU

Yüksek Lisans Tezi

Danışman

Prof. Dr. Emre ALKİN

İstanbul 2021



T.C.

ALTINBAŞ ÜNİVERSİTESİ

Lisansüstü Eğitim Enstitüsü

İşletme Ana Bilim Dalı

**DÖVİZ KURU VE FAİZ ORANLARININ BİST100
ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

Atahan HACISALİHOĞLU

Yüksek Lisans Tezi

Danışman

Prof. Dr. Emre ALKİN

İstanbul, 2021

DÖVİZ KURU VE FAİZ ORANLARININ BİST100 ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Atahan HACISALİHOĞLU

İşletme

Yüksek Lisans Tezi

ALTINBAŞ ÜNİVERSİTESİ

2021

Atahan HACISALİHOĞLU tarafından hazırlanmış olan bu çalışma 08/12/2021 tarihinde sunulmuş “DÖVİZ KURU VE FAİZ ORANLARININ BİST100 ÜZERİNDEKİ ETKİSİ” başlıklı tez İşletme Anabilim Dalında Yüksek Lisans Tezi olarak **oy birliği** ile kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Emre ALKİN
Danışman

Tez Savunma Sınavı Jüri Üyeleri:

Prof. Dr. Emre ALKİN İktisadi, İdari ve Sosyal Bilimler Fakültesi,
Ayvansaray Üniversitesi

Prof. Dr. Saim KILIÇ İşletme Fakültesi,
Altınbaş Üniversitesi

Prof. Dr. Argun KARACABEY İşletme Fakültesi
Altınbaş Üniversitesi

Bu tezin Yüksek Lisans tezi olarak bütün şartları sağladığını beyan ederim.

Lisansüstü Eğitim Enstitüsü kabul tarihi:

___/___/___

Bu tezdeki tüm bilgilerin akademik kurallara ve etik davranışlara uygun olarak edinildiğini ve sunulduğunu beyan ederim. Ayrıca, bu kuralların ve davranışların gerektirdiği şekilde, bu çalışmada, orijinal olmayan tüm materyalleri ve sonuçları tamamen alıntı yaptığımı ve referans gösterdiğimi de beyan ederim.

Atahan HACISALİHOĞLU



ÖNSÖZ

Döviz Kuru ve Faiz Oranlarının Bist100 Üzerindeki Etkisi isimli yüksek lisans tez çalışmasını hazırlarken desteğini benden hiçbir zaman esirgemeyen danışman hocam Prof. Dr. Emre ALKİN'e teşekkürlerimi sunuyorum. Son olarak bugünlere gelmemde büyük emekleri olan anne-babama ve tüm aile bireylerime teşekkür ediyorum.

Atahan HACISALİHOĞLU



ÖZET

DÖVİZ KURU VE FAİZ ORANLARININ BİST100 ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

HACISALİHOĞLU, Atahan

Yüksek Lisans, İşletme Anabilim Dalı, Altınbaş Üniversitesi

Danışman: Prof. Dr. Emre ALKİN

Aralık, 2021

Sayfa: 89

Faiz olgusu; iktisadi faaliyetlerin tüm zamanlarında önem arz eden kavramlardan birisi halinde bulunmuştur. Faiz; iktisatçıların bir çoğu tarafından ele alınmıştır ve faizlerin ekonomik etkisiyle ilgili bir çok çalışma yapılmıştır.

Merkez Bankası; iktisadi göstergelerin göstermiş olduğu sonuçlardan hareketle faizlere müdahale etmektedir ve bununla beraber dolaylı yoldan diğer ekonomik unsurların tamamına da müdahalede bulunarak iktisadi süreci yönetmektedir. Faizlere yönelik tercihlerin ne olacağı Merkez Bankası'nın para politikası toplantılarında almış olduğu kararlarla belirlenmektedir. Alınan kararların sonucunda yatırımlar, tasarruflar, enflasyona yönelik hedefler, milli gelirin düzey durumu, dış ticaret hacminin seviyesi gibi iktisadi faktörlerde değişkenlik gösterebilmektedir. Faiz kavramı; tüm merkez bankaları için oldukça önem arz eden bir politika aracıdır.

Türkiye'de 2001 yılındaki ekonomik krizin ardından enflasyona yönelik hedeflemeye geçilmiş ve faiz kavramı, temel politika araçlarından biri olarak kabul edilmiştir. Ekonomik durumda yaşanabilecek her türlü gelişmede Merkez Bankasının almış olacağı faiz kararları, direkt olarak mali faktörlerin üstüne etkilidir. Bu çalışmada faiz kararlarının ve döviz kurunun Bist100 üzerindeki etkisi incelenmiş ve konuyla ilgili ekonometrik analiz yapılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Faiz, Faiz Oranı, Döviz, Döviz Kuru, BIST100.

ABSTRACT

**EFFECT OF EXCHANGE RATE AND INTEREST RATES ON
BIST100**

HACISALİHOĞLU, Atahan

M.Sc, Business Administration Department, Altınbaş University

Supervisor: Prof. Dr. Emre ALKİN

December, 2021

Pages: 89

The phenomenon of interest has been found to be one of the concepts that are important at all times of economic activity. Interest has been discussed by many economists, and many studies have been conducted on the economic impact of interest rates.

Based on the results of economic indicators, the central bank interferes with interest rates and, with this, indirectly manages the economic process by interfering with all other economic elements. What will be the preferences for interest rates is determined by the decisions taken by the Central Bank at monetary policy meetings. As a result of the decisions taken, investments, savings, inflation targets, the level of national income, the level of foreign trade volume can vary in economic factors such as. Concept of interest; it is a very important policy tool for all central banks.

After the economic crisis in Turkey in 2001, inflation targeting was switched and the concept of interest was accepted as one of the main policy tools. In any development that may occur in the economic situation, the interest rate decisions that the Central Bank will take are directly effective on top of financial factors. In this study, the effect of interest rate decisions and exchange rate on Bist100 was examined and econometric analysis was performed on the subject.

Keywords: Interest, Interest Rate, Foreign Currency, Exchange Rate, BIST100.

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZET	iv
ABSTRACT	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
TABLO LİSTESİ.....	iiix
ŞEKİL LİSTESİ	ix
1. GİRİŞ.....	1
2. BÖLÜM: FAİZ KAVRAMI VE FAİZ TEORİLERİ	3
2.1. FAİZİN TANIMI.....	3
2.2. FAİZ ORANI KAVRAMI	5
2.3. FAİZ ÇEŞİTLERİ	6
2.4. FAİZ OLGUSUNU AÇIKLAMAYA YÖNELİK TEORİLER.....	10
2.5. FAİZ ORANINI AÇIKLAMAYA YÖNELİK TEORİLER	14
2.6. FAİZ ORANINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER	21
3. BÖLÜM: DÖVİZ KURU KAVRAMI.....	30
3.1. DÖVİZ KURU KAVRAMI	30
3.2. DÖVİZ KURU TÜRLERİ VE SİSTEMLERİ	31
3.2.1. Döviz Kuru Türleri	31
3.2.2. Döviz Kuru Sistemleri	34
3.3. DÖVİZ KURLARININ DEĞİŞİMİNİ AÇIKLAMAYA YÖNELİK TEORİLER	40
3.3.1. Geleneksel Teoriler	41
3.3.2. Modern Teoriler.....	42
3.4. DÖVİZ KURUNU ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....	43
3.5. TÜRKİYE’DE FAİZ ORANINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER	45
3.6. DÖVİZ KURU VE FAİZ ORANI İLİŞKİSİ	47
3.6.1. Türkiye’de 1980 Sonrası Döviz Kuru-Faiz Politikası İlişkisi	49
4. BÖLÜM: DÖVİZ KURU FAİZ ORANLARININ BİST100 ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ: EKONOMETRİK BİR ANALİZ.....	56
4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI	56

4.2. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ VE EKONOMETRİK ANALİZ.....	56
4.3. EKONOMETRİK YÖNTEM VE METODOLOJİ.....	61
4.4. ARAŞTIRMANIN BULGULARI VE SONUÇLARI	66
4.4.1. Değişkenlere Ait Tamamlayıcı İstatistikler.....	66
4.4.2. Ekonometrik Bulgular	68
4.4.2.1. ADF-PP Birim Kök Testleri.....	68
4.4.2.2. Zivot-Andrews Birim Kök Testi.....	70
4.4.2.3. ARDL Sınır Testi	70
4.4.2.4. Vektör Otoregresyon (VAR) Analizi	71
4.4.2.4.1. Varyans Ayırıştırma Analizi.....	74
5. SONUÇ	77
KAYNAKÇA.....	83

TABLO LİSTESİ

	Sayfa
Tablo 3.1: Türkiye’de Döviz Kuru ve Faiz Oranları (2003-2019)	52
Tablo 4.1: Değişkenler ve Katsayıları.....	55
Tablo 4.2: Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri.....	56
Tablo 4.3: ADF Birim Kök Test Sonuçları.....	58
Tablo 4.4: PP Birim Kök Test Sonuçları.....	59
Tablo 4.5: Zivot-Andrews Birim Kök Testi Sonuçları.....	59
Tablo 4.6: Gecikme Sayısının Tespit Edilmesi.....	60
Tablo 4.7: Sınır Testi Sonuçları.....	61
Tablo 4.8: Otokorelasyon LM Testi.....	62
Tablo 4.9: Değişen Varyans Testi.....	63
Tablo 4.10: Döviz Kurunun Varyans Ayırıştırması.....	64
Tablo 4.11: Faiz Oranının Varyans Ayırıştırması.....	65
Tablo 4.12: Borsanın Varyans Ayırıştırması.....	66

ŞEKİL LİSTESİ

	Sayfa
Şekil 4.1: Yıllara Göre Borsa Endeksi.....	56
Şekil 4.2: Yıllara Göre Faiz Değişkeni.....	56
Şekil 4.3: Yıllara Göre USD/TRY.....	57



1. GİRİŞ

Faiz; sermaye sahiplerinin elinde olan paraları, üretim ve yatırım etkinliklerinde kullanılması amacıyla fon ihtiyacı olan bireylere devretmesiyle sahip olduğu gelirlerin bütünüdür. Bir diğer ifadeyle paraların kiralanmasıyla ele geçen bedellerin tamamıdır. Faiz kavramı; fon arz etmekte olan bireyler bakımından gelir kaynakları oluşturmaktayken, fon talebi olan bireyler bakımından da sermaye oluşturduğundan ötürü iktisadi faaliyetlerin tamamında önem arz eden bir noktadadır. Bunun dışında faiz olgusu, para politikalarının en önemli araçlarından biridir. İktisadi hedeflerin ulaşılabilir olmasında direkt ya da dolaylı yoldan faizlerin kullandığı bilinmektedir. Faiz kavramının tarihi gelişimine bakıldığında faizlerin iktisadi faaliyetin başladığı zamanlardan itibaren farklı biçimlerde karşımıza çıktığı bilinmektedir. Faizlerin başlangıç zamanı; paraların icadının henüz gerçekleşmediği, bundan dolayı da paralara dayanan iktisadi etkinliklerin henüz başlamadığı döneme dayanmaktadır. Kişilerin temel ihtiyacını takaslarla elde ettiği dönemlerde bile faiz sistemi, çeşitli şekillerde uygulanmakta idi.

Faiz kavramı, iktisatta her zaman varlığını hissettirdiğinden ötürü, iktisatçıların her zaman ele aldığı bir kavram olmuştur. Bunun dışında iktisatçıların birçoğu faiz teorisi üstünde de önem arz eden çalışmalar gerçekleştirmişler ve bekledikleri sonuçları da ele almış oldukları teori çerçevesinde değerlendirmişlerdir. Ayrıca iktisadi okullarda faiz kavramını kendi bakış açısına göre değerlendirmiş ve sonuçları da aynı pencereden değerlendirmişlerdir.

Faizin değişim göstermesi halinde iktisadi yaşantıda birçok değişim meydana gelmektedir. Meydana gelebilecek değişimlerin etkileri piyasalara direkt olarak yansımaktadır. Küresel faktörler, siyasi durumlar, iktisadi otoritenin aldığı kararların tamamı ve mevcuttaki iktisadi politikaların neticesinde ekonomik alanda faiz haddi belirlenmektedir. Belirlenmiş olan faizlerse devletin harcama dengesi, fon talepleri, döviz kuru, yatırımlar ve milli gelirin seviyesi üstünde etkilidir.

Türkiye’de faiz; Merkez Bankası’nın her zaman odağında yer alan ekonomik değişkenlerden bir tanesidir. Faizler ilk olarak Merkez Bankası’nın kurulmuş olduğu dönemde anayasayla tayin edilmiştir. İktisadi koşulların gelişmesi ve piyasaların ekonomik faktörlerde mevcut bulunan oynaklık durumundan dolayı ilerleyen süreçte faizler, çeşitli yöntemler ile tayin edilmiştir.

Fiyatlama mekanizmaları olarak bilinen faiz oranları ve döviz kuru değişkenleri ülkelerin makroekonomik görünümelerini en iyi şekilde ifade eden değişkenlerdir. Faiz oranları, finansal piyasada oluşan ulusal paranın değerini, mal ve hizmetlerin fiyat düzeylerini ve döviz kuru, yabancı paranın alış-satış değerini göstermektedir. Bu değişkenlerden birinde yaşanan aksaklık ekonomide olumsuz sonuçlara sebep olmaktadır. Ortaya çıkan bu olumsuz sonuçların üstesinden gelebilmek için ise oluşan sorunun kaynağını doğru bir şekilde analiz etmek gerekmektedir. Ayrıca globalleşen dünyada ortaya çıkabilecek muhtemel gelişmeleri öngörebilmek ve bu doğrultuda ekonomi politikalarını etkili bir şekilde ayarlamak gerekmektedir.

Faiz oranları ve döviz kuru değişkenlerinin birbirine uyumlu olarak hareket etmesi ülke ekonomisi için oldukça önemlidir. Değişkenlerden birinde meydana gelen değişiklik diğer değişkenler üzerinde de etkili olabilmektedir. Makroekonomi çerçevesinden bakıldığında, ekonomik denge ve sağlıklı bir büyüme adına faiz oranları ve döviz kuru artışlarının birbirine yakın ve uyumlu olması gerekmektedir.

Her ülkenin ekonomik yapısının birbirinden farklı olması sebebi ile bu değişkenler kullanılarak uygulanan politikalar da farklılık göstermektedir. Aynı zamanda fiyatlama mekanizmaları arasında oluşan duyarlılık oranları da değişebilmektedir. Bu doğrultuda çalışmada Türkiye ekonomisi için değişkenlerin etkileşimi incelenmiştir.

2. BÖLÜM: FAİZ KAVRAMI VE FAİZ TEORİLERİ

2.1. FAİZİN TANIMI

İlkçağda henüz paranın bulunmasından önceki dönemlerde de kredi işlemleri yapılır ve bu işlemlere faiz uygulanırdı. İlk borç verme işlemleri aynı kredi niteliğinde olmuştur. İlkçağda kredi işlemleri tapınakların tekelinde kalmış ve Mezopotamya'nın güç erkleri ticaret ve tefecilikle uğraşmışlardır. Ortaçağ ve sonrasındaki süreçte ise A.Smith'e göre Avrupa'da; 15. yüzyıl sonrası coğrafi keşifler sonucu ilerleyen merkantilizm, feodal yapının ortadan kalkmasında etkin olmuştur. İleri ortaçağdan itibaren, ticaretin artması ile oluşan imtiyazlı tüccar sınıfı ile birlikte para, faiz, finansman gibi yeni kavramlar ortaya çıkmıştır.

16. asırda J. Bodin paranın miktar teorisinin sade bir şeklini ortaya koyarken, kilisenin adil olarak adlandırılan faiz mantığı dışında faiz hesaplamaları oluşturulmuştur (Smith 2006, s. 10). St. Thomas d'Aquin faiz kavramını, zamanın kirası olarak tanımlar ve bu süreyi de sadece Tanrı'nın malı olarak belirtmiştir. 16.yy'a kadar din adamları ve filozofların, değinilen bu tanımlamaya benzer görüşleri vardır. Ayrıca bu döneme kadar ekonomi daha çok çiftçilik ve hayvancılığa dayanır, ticaret yerel pazarlarda takas usulüne göre gerçekleşmiştir. Devletler vergi toplar ve ekonomi savaş ganimetine dayanmıştır. 16. yy' dan sonra, dinde oluşan reform sayesinde sını, ticari ve bankacılık faaliyetleri ilerlemiş, bu da faizin yolunu açmıştır. Feodal Avrupa'da ve Osmanlı İmparatorluğu'nda merkezi ve yerel yönetimlerin, orduların oluşturulması için gerekli olan finansmanı ve daha sonraları özel giderlerini karşılamak için tüccarlardan kredi aldıkları bilinmektedir. Buna rağmen, 18. yy ve öncesinde işletme sahipleri aynı zamanda sermaye sahibi olduklarından, faiz ve kredi ticari hayatta büyük öneme sahip değildir. Bunun sebebi, geçmişte üretim potansiyelinin artırılması için yeni doğal kaynakların bulunması ekonomik büyümenin temeli kabul edilmiş ve faiz kavramı ticari hayatta ağırlıkta bir yer bulmamıştır.

19. yy'dan itibaren teknik bilimlerdeki hızlı gelişme yeni üretim teknolojilerinin yaratılmasına imkan sağlamıştır. Böylece makinelerin işgücünün yerini alması ile daha hızlı ve fazla üretim yapılabilmiştir. Ancak, yeni teknolojilerin üretim aşamasına sokulabilmesi, emek yoğun üretime göre daha pahalı yatırımlar gerektirmektedir. Bu teknolojiye sahip olanlar rekabet güçlerini arttırarak emek yoğun üretim yapan rakiplerine göre ticari avantajlar sağlamışlardır. Diğer taraftan, yeni teknolojik üretim araçlarının üretimi de büyük sermaye gerektiren yatırımlara neden olmaktadır. Ayrıca bir bilimsel gelişmeyi yeni bir

teknolojiye çevirmek ve bunu üretime sokmak, yeni gelişmeleri de birlikte getirmekte ve bilimsel gelişme ile teknolojik gelişmenin hızını artırıcı bir etki yaratmaktadır. Bütün bu nedenlerden dolayı sermaye birikiminin önemi artmış ve dolayısıyla bankacılık sektörü gelişmeye başlamıştır.

Anne Robert Jacques Turgot'a göre, toprak rant geliri sağlamaktadır ve toprağın satın alınması amacıyla kullanılması muhtemel olarak paralar borç şeklinde verildiği takdirde, rant gelirlerinden mahrum kalınacağından ötürü, faiz oranının belirlenmesinde devletin bu rant kaybına karşılık, müdahale etmesi gerektiğini belirtmektedir (Pıçak 2012, ss. 74-75).

Keynes'in Genel Teori eserinde faiz meselesi tüm bölümlerde analiz edilmiştir. Paranın salt değişim araçları görevine değil, değer birikim işlevinin de bulunması gerektiği faiz teorisinin içerisinde yer almaktadır. Bu açıdan, Keynes, faizi tasarruf tercihi değil likidite tercihiyle ilgili olarak belirlenen faiz oranını, belli bir zaman için likiditeden vazgeçmenin karşılığı şeklinde tanımlamaktadır (Akdiş 2011, s. 205).

Modern ekonomide çeşitli faiz tanımları içinde sık sık basit faiz ile bileşik faiz ayrımı yapılır. Basit faiz yöntemi, borcun sadece orijinal anaparası üzerinden faiz tahakkukuna dayanır. Bileşik faiz ise hem anaparaya hem de kazanılan faize faiz uygulamasını içerir ki bu, ödenecek faizin belirlenen dönemlerde anaparaya eklenerek birikmesini gerekli kılan bir süreçtir (El Diwany 2003, s. 29).

Arapça kökenden gelen faiz kavramı paranın fiyatı, kar gibi anlamlara gelmektedir. Faiz ekonomide önemli yere sahip değişkenlerdendir. Faiz oranları kişilerin ya da firmaların alacağı kararlarda oldukça etkilidir. Bireyler ya da firmalar alacakları kararlarda öncelikli olarak faiz oranlarına dikkat ederler. Faizin önemli dört temel unsuru vardır (Erdoğan ve Sekmen 2017, s. 84);

- Faiz üretim faktörlerinden sermayenin karşılığıdır.
- Faiz maliyet unsuru olmakla beraber akım değişkendir.
- Faiz makro dengeyi sağlamakta olan önemli değişkendir.
- Faiz alınacak kararları etkileyen önemli değişkendir.

Faizler tasarruf düzeyini de etkilemektedir. Faiz ve tasarrufları birlikte ele alırsak faiz ve tasarruf arasında olumlu ilişki bulunmaktadır. Faiz oranları sadece tasarruflar üzerinde değil

yatırımlar üzerinde de etkili olmaktadır. Yüksek faiz oranları yatırımları olumsuz etkilemektedir. Uzun vadede yüksek faiz oranları yatırımlarda daralmalara neden olmaktadır (İşcan 2018, s. 34).

İlk çağda faize baktığımızda Eflatun ve Aristo'nun düşünceleri önem taşımaktadır. Eflatun faizin ahlaka aykırı olduğunu, insanların kar elde etme amacının olmaması gerektiğini savunmuştur. Aristo'da hocası Eflatun gibi faize karşı çıkmış ve faizin doğal olmayan yollarla elde edildiğini toplum fakirleşirken belli kesimin zenginlemesine neden olması bu yüzden paradan para elde edilmemesi gerektiğini savunmuştur (Karakuş 2006, ss. 11-12).

Orta çağda faize baktığımızda yine dini eğilimlerin ağır bastığını görmekteyiz. Orta çağda din adamlarına getirilen faiz yasağı ilerleyen zamanlarda herkes için uygulanır hale gelmiştir. Orta çağda paradan para kazanmak için emek harcanılması gerektiği savunulmuştur (Karakuş 2006, s. 3).

Cumhuriyet döneminde faize baktığımızda kanuni prensipler ağırlıklı ve irade serbestisi ağırlıklı dönem olarak ikiye ayrılmıştır. Kanuni prensipler ağırlıklı dönemde ticari ilerde serbestlik getirilmiş ve toplam faizin anaparayı geçemeyeceği ilkesi savunulmuştur. İrade serbestisi ağırlıklı dönemde ise hem ticari hem de adi ilerde serbestlik getirilmiştir (Demir 2010, s. 7).

2.2. FAİZ ORANI KAVRAMI

Ekonomi bakımından faiz oranı, en önem arz eden konuların başında gelmektedir. Faizin belirlenebilmesi ve değişimler, ülkenin iktisadi faaliyetleri için en önemli değişkenlerden bir tanesidir. Tüketimler, tasarruflar, yatırımlar, ev ya da tahvillerin alınması, fonun vadeli hesaplara yatırılması gibi bireysel kararlarda faiz oranları etken unsurlardan bir tanesidir. Faiz oranları, kamu borçlanma maliyetleri ve para politikası için önem arz eden faktörlerden bir tanesidir.

Bireyler, yatırım kararlarının alınmasında, sermayenin marjinal olarak etkin olması ve faiz oranına dikkat edilmektedir. Eğer ki sermayenin marjinal etkin etkinliğiyle faiz oranı arasındaki farklar, yatırımcıları tatmin eden bir seviyedeysen yatırım yapılma kararı almaktadırlar. Cari faiz oranının kar beklentilerinden daha fazla olması, maliyeti arttırmakta olduğundan dolayı yatırım kararı alınmamakta ve ellerindeki faiz getirisi sağlama amacı ile kullanılmaktadır.

Faiz oranları, belli bir vadede borcu olan bireyin ödemiş olduğu faiz miktarlarının ve alacaklıların vermiş olduğu borç kara karşın, faiz miktarının anaparaya oranı şeklinde açıklanabilir. Bir diğér ifade ile; faiz kavramı, paranın kirası, faiz oranıysa anaparanın belli bir yüzdesidir.

2.3. FAİZ ÇEŞİTLERİ

Faiz türleri 8'e ayrılmaktadır. Bunlar (Demir 2010, ss. 36-43);

- Basit faiz-Bileşik faiz
- Brüt faiz-Net faiz
- Mevduat faizi-Kredi faizi
- Sabit faiz oranı-Değişken faiz oranı
- Serbest faiz oranı-Kanuni (Kontrollü) faiz oranı
- Öz sermaye faizi-Ödünç sermaye faizi
- Temerrüt faizi
- Nominal faiz-Reel faiz.

İşletmelere göre faiz türleriye; banka faizi, devlet faizi ve TCMB faizi olarak 3'e ayrılmaktadır. Banka faizi, mevduat faizleri, ve kredi faizlerinden oluşmaktayken, devlet faizi; devlet iç borçlanma senedi (DİBS) faiz oranı ve gösterge faizleri oranlarından meydana gelmektedir. TCMB faizisiyse bir hafta vadesi olan repo işlemlerine uygulanmakta olan faizler, gece işlemlerinde uygulanmakta olan faizler, geç likidite faizi, reeskont kredileri ve avans faizleri son olaraksa ihracat reeskont kredileri faizlerinden meydana gelmektedir.

Basit Faiz- Bileşik Faiz

Basit faiz ve bileşik faiz, hesaplanabilme bakılımdan ayırım yapılmasına olanak sağlayan faiz türleridir. Basit faiz, salt belli düzeyde ana paraya işletilmekte olan faizlerdir (Bahtiyar 2013, s. 60). Paranızı belirli bir vadede tutup faizini anaparaya eklemeyen kullanıyorsanız vadenin sonunda tutarını hesaplamak için aşağıdaki formül kullanılır.

$$I = P \times i \times n$$

I = Basit faiz tutarını

P = Anapara

İ= Faiz oranı

n = Süre(vade)

Kiralanmış olan ana paraların faiz bedellerinin dönemin bitişinde satıcılara ödendiği faiz türüne basit faiz denilmektedir. Basit faiz temel olarak kısa vadesi bulunan işlemlerin tamamında ya da en çok bir senelik dönem için kullanılmaktadır. Basit faizler, dönemler için ayrı ayrı biçimde hesaplanmaktadır. Basit faize göre faizler sadece bir kez hesaplanır ve bu bedeller faizleri kullanmakta olan taraftan istenmektedir. Faizin tutarları üstünden ikinci bir faiz oranı işletilememektedir (Ercan vd. 2014, s. 63).

Bileşik faizdeyse belli dönemlerde elde edilmiş olan faiz gelirleri, ana paralara eklenmektedir. Bir sonraki dönemde faiz hesaplarındaki anaparalar ve faiz bedelleri üstünden tekrardan hesaplar yapılmaktadır. Yani bileşik faizlerde faizlerin faizi oluşmakta ve anaparalar giderek artış gösterecektir. Bileşik faizler genel olarak bir yıldan daha çok uzun sürmekte olan işlemlerde tercih edilmektedir (Kıyılar 2010, ss. 4-6).

$F = A \times (1 + \dot{I})^n$ bir yıllık bileşik faiz istendiğinde

$F = A \times (1 + \dot{I} \div 4)^4$ çeyrek dönem istendiğinde

$F = A \times (1 + \dot{I} \div 12)^{12}$ aylık olarak istendiğinde bu formül yardımı ile hesaplanmaktadır (Karaca ve Kanışlı 2015, s. 84-89).

Bileşik faizin formülü yukarıda yazıldığı gibidir. Basit faizde olduğu şekilde a anapara, i faiz oranı ve n de faiz dönemini göstermektedir. Denklemde dikkat edilmesi gereken husus ise faiz oranı türüyle dikkate alınmakta olan dönemin aynı zaman aralığında olmasının gerekliliğidir (Yıldırım vd. 2009, s. 70).

Brüt Faiz-Net Faiz

Brüt faizler temel olarak tarafların aralarında anlaşmış olduğu faiz oranlarıdır. Faiz işlemlerinde bazı durumlarda çeşitli masraflar ortaya çıkabilir. Bu ek masraflar, ilave vergi, reklam ve komisyon maliyeti, damga vergileri olabilir. Bankaların anlaşmış oldukları faiz türü brüt faizdir. Ancak bankanın eline geçen faiz, brüt faiz olmayacaktır. Gerçek gelirin

saptanabilmesi için yapılacak masrafların da çıkartılması gereklidir. Brüt faizden yapılmış masrafin çıkartılmasının sonunda oluşan faizse net olarak isimlendirilmekte ve bankanın reel gelirlerini göstermektedir (Öztürk 2014, s. 317). Bu denklemin formülü ise şu şekilde gösterilmektedir;

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

Mevduat Faizi-Kredi Faizi

Mevduat faizleri, hem kişilerin hem de bankanın ödünç olarak verilmekte olan ve vadesi bulunan mevduatlar için uyguladıkları faizdir. Mevduat faizleri, bankaya yatırılan paranın büyüklüğü ve vadenin süresine göre değişkenlik gösterebilmektedir. Vadenin sonucunda banka, belirtilen stopaja dair kesintileri düşükten sonraki süreçte ana para ve faizin getirisini tarafların tamamına aktarmaktadır (Güler 2016, s. 386).

Kredi faiziye alınmış krediler sebebiyle kredi arzı oluşturan bankaya ödenmekte olan kredi kullanımından doğan faizdir. Banka, piyasanın imkan sağladığı miktarda kredi faizlerinin oranını düşük düzeyde tutmak için çaba göstermektedir. Bunun sonucunda da hizmet ve ürün sektörlerinin gelişiminden ötürü kaynağın etkili şekilde kullanılmasının önü açılacaktır. Kredi faizi, piyasalarda rekabet şartlarına göre belirlenmektedir (Sandalcılar ve Altınar 2014, s. 10).

Sabit Faiz Oranı-Değişken Faiz Oranı

Sözleşme süreci döneminde borcu alanlar ve borcu verenler için faizlerin değişim göstermediği duruma sabit faiz oranı denilmektedir. Böyle bir anlaşma, sözleşmenin süresi ve dönemine bakılmadan uzun ya da kısa dönem için en başından anlaşılan faiz oranları geçerlidir. Değişken faiz oranıysa, kısa ya da uzun dönemde borcu alan ve borcu veren taraf açısından faiz oranının değiştiği durumdur. Değişken faizde tarafların arasındaki sözleşmeden önce belli endekslere göre faizin değişim göstermesi mümkündür. Bu endekslere bakıldığında; beyaz eşya, altın ve döviz piyasaları, enflasyon gibi endeksler karşımıza çıkmaktadır. Bundan dolayı değişken faizlerde faiz oranları devamlı olarak değişkenlik göstermektedir. Sözleşmenin sonundaki faiz oranıyla ilerleyen süreçteki faiz oranının aynı olması beklenmemelidir. Anlaşılmış olan endekse göre faiz oranı oluşmaktadır (Mishkin 2011, s. 45).

Serbest Faiz Oranı-Kanuni (Kontrollü) Faiz Oranı

İktisatta faiz oranı, borcu alanlar ve borcu verenler tarafından iktisadi ya da makro ekonomik değişkenlere bakılmaksızın belirlenebilmektedir. Tarafların kendi arasında serbest olarak belirmiş olduğu faiz oranlarına serbest faiz denilmektedir. Serbest faiz, tamamen sözleşmenin sağlandığı durumlardaki talep ve arzın kesişiminin sonunda oluşmaktadır. Kanuni faiz oranındaysa tarafların özgür iradesinin dışında kanun tarafından belirlenir (Demir 2010, s. 40).

Öz Sermaye Faizi-Ödünç Sermaye Faizi

Firma sahiplerinin işletme içerisindeki paylarına öz sermaye denmektedir. Firmanın öz sermayesi, temelde firmanın ortaklarının firmaya başlangıç aşamasında ya da daha sonraki süreçte vermiş olduğu sermayeyle karın firmaya bırakılmasının ortaklara dağıtılmadan firmada bırakılmakta olan kardan meydana gelmektedir (Atabey 2016, s. 90).

Öz sermaye faiziyse, girişimcinin elde edilmesi muhtemel gelirlerle yatırımın yapılması amacıyla kullanmış olduğu faizlerdir. Öz sermaye faizleri, bir diğer deyimle sermayenin alternatif maliyetleridir. Faiz oranının seviyelerine göre girişimciye 2 adet alternatif sunulmaktadır. Bunlardan ilki, sermayenin yatırımlara dönüşmesidir. Buradan elde edilmesi muhtemel gelirler, girişimci için fazlasıyla önem arz etmektedir. Bir diğer alternatifse, girişimcinin elindeki sermayeleri diğer bireylere faiz gelirleri karşılığında vermesidir. Bu nedenle öz sermaye faizleri girişimcinin yatırım kararı aşamalarında önemlidir.

Ödünç sermaye faizleriyse, girişimcinin sahibi olduğu sermayeyi, kendisinin kullanmayarak başka girişimciye üretim ya da yatırım etkinliğinde kullanılması için verdiği faizlerdir. İşletmelerin piyasalara tahvillerini arz etmesi ya da bankanın verdiği faizlerin tamamı ödünç sermaye faizi olarak adlandırılmaktadır. Ödünç sermaye faizi de öz sermaye faizindeki gibi girişimcinin yapmayı düşündüğü yatırımların karar verilmesi aşamasında ana faktörlerden bir tanesidir.

Nominal Faiz-Reel Faiz

Faiz oranları denildiğinde nominal faiz mi ya da reel faiz mi olduğu önemlilik arz etmektedir. Nominal faiz oranıyla reel faiz oranlarını birbirinden ayıran temel özellik enflasyondur. Yani enflasyondan arındırılmamış faiz nominal faizken, enflasyondan arındırılmış faiz reel faiz

olarak kabul edilmektedir. Reel faiz oranını Fisher denklemiyle açıklamak mümkündür (İşcan 2018, s. 44).

$R = N - E$ bu denklemde R reel faiz oranını, N ise nominal faizi, E ise beklenen enflasyon oranını göstermektedir. Örneğin nominal faiz oranı %20 beklenen enflasyon oranı %5 ise reel faiz oranı %15 olmaktadır. Reel faiz hesaplamalarında ciddi sorunlarla karşılaşmaktadır. Nominal faiz oranından reel faizi bulabilmek için gelecek dönemdeki enflasyon oranını bilmek gerekir. Fakat gelecek dönem enflasyonunu bilmek mümkün olmadığı için tahmin olarak kalacaktır (Ünsal 2009, s. 50).

2.4. FAİZ OLGUSUNU AÇIKLAMAYA YÖNELİK TEORİLER

Faiz insanlık tarihinden beri sıcak bakılmayan bir kavram olmuş ve din adamları tarafından uygun görülmeyip yasaklanmıştır. Faiz İngiltere’de 1545 yılında IV. Henry tarafından onaylanmıştır. Faiz uzun yıllar yasaklanmış ve 16.yy’dan sonra kabul edilmiştir. Faizin kabul edilmemesinin nedenine baktığımızda o dönemde ekonomik yaşamın fazla gelişmemesine bağlanmaktadır. Yaşanılan dönemde insanlar tüketim amacıyla borçlanmaktadır. Doğa koşullarına bağlı ekonomi sistemlerinde doğa koşullarında yaşanabilecek olumsuzluklarda borç almalarını fazlaştırmaktaydı. Böyle bir durumda din adamları ve filozoflar bir araya gelip faizi haram kılmış ve faizi yasaklamışlardır (Dinler 2006, s. 445).

Faiz olgusunun ne olduğunu ve faizi nelerin belirlediğini anlamak için birçok kuramsal teori ortaya atılmıştır. Bu kuramsal teorilerden bazıları; verimlilik kuramı, kullanma kuramı, çift faiz kuramı, nemalandırma kuramı, sömürü kuramı, imsak kuramı, acyo kuramı, Gibson paradoksu ve Fisher özdeşliğidir (Demirgil ve Türkay 2017, s. 137).

Nemalandırma Kuramı

Nemalandırma kuramına yönelik ilk yaklaşımlar Fizyokratlardan gelmiştir. Fizyokratın temsilcisi Robert Jacques Turgot (1727-1781) nemalandırma kuramını ilk kez açıklamış, Böhm-Bowerk ise geliştirmiştir.

Turgot, faizi toprağın üretkenliğine bağlamıştır. Yani tek verimli olan ey tarımdır. Bir miktar paranın ölçütü olarak bir parça toprak eş değer kabul edilmiştir. Yani para biçiminde düşünülen her sermaye bir gayrimenkulün eş değeri kabul edilmektedir. Bir bireyin fabrikatöre borç para vermesi ve vadesi geldiğinde ek gelir elde edeceğini bilmesinden

kişinin verdiği ödünç paranın kişiye topraktan sağlayacağı ranta eşit tutulmaktadır. Bu sayede sermaye toprağa, faizde toprağın getirisine dayanmaktadır (Akdiş 2011, s. 117). Kısaca nemalandırma kuramına göre para, ödünç verilen paranın sağlayacağı ranta göre faize hak kazanır. Turgot bu sayede faiz ile rantı eş değer tutarak faiz gelirini haklı ve meşru göstermiştir (Pıçak 2012, s. 75).

Verimlilik Kuramı

Lauderdale, Say, Thünen, Malthus ve Roscher tarafından savunulmaktadır. Verimlilik kavramını tam olarak açıklamanın mümkün olmadığı söylene de Roscher tarafından kolay ve anlaşılır şekilde açıklanmaktadır. Verimlilik kuramına göre sermaye mallarının verimli olduğu savunulmuştur. Sermayeli üretim ve sermayesiz üretim karşılaştırıldığında sermayeli üretimin verimli olduğu savunulmuştur. Roscher bu görüşünü elle balık tutma örneği ile açıklamaktadır. Elle balık tutmanın, verimi azaltacağını ağ, olta, zıpkın vs. gibi üretim araçlarının verimi artıracaklarını ortaya koymaktadır. Bugün tüketiminden vazgeçilen şeyin gelecekte mükafatının fazla olacağı anlatılmıştır. Sermaye malları da verimliliği artırdığından sermaye sağlayan kişilere üretimden pay verilmelidir. Bu da ancak faiz ile mümkündür. Sermayenin üretimden pay alması gerektiğine Marksistler tarafından karı çıkmıştır. Marksistlere göre üretken olan tek şey emektir ve sermayenin karşılığında elde edilen faiz işçilerin emeklerinin sömürü haline getirdiğini savunmuşlardır (Akdiş 2011, s. 117-118).

Verimlilik kuramına göre faiz olgusunun var olmasındaki ana faktör, sermayelerin üretken bir görünümde olmasından dolayıdır. Faiz kavramının ilişkilendirilmiş olduğu iktisadi iddiaların en başlarında verimlilik bulunmaktadır. Üretim faktörünün artışı sonucunda verimlilik ve ürünün miktarları artış göstermektedir.

İstismar Teorileri

Sömürü kuramının savunucusu Karl Marx için temel etmen üretim ilişkileridir. Klasik iktisatçılar toplumu toprak sahipleri, işçiler, kapitalistler olarak üç gruba ayırmaktadır. Marx ise işçiler ve kapitalistler olarak iki gruba ayırmaktadır. Üretim araçlarından sermaye ve iş gücünün değer haline gelmesi ücret ve karı temel etmen haline getirmektedir. Marx için temel etmen artık değer oranıdır. Bu oran kapitalistler ve işçi sınıfının gelirden aldıkları payları göstermektedir. Marx'ın hareket noktası olan değerden hareketle, artık değere ve

artık değerden hareketle kara ulaşılmaktadır. Bunların sonucunda kardan hareket ederek değerlerle fiyatlar arasındaki ilişkinin nasıl olduğuna açıklık getirilmiştir (Öztürk 2014, s. 320).

Marx için değer emek demektir. Malların değerini emek eden kişilerin belirlediğini ve sermayenin tüm emeklerin sonucunda ortaya çıktığını savunmaktadır. Yani sermaye, işçilerin emekleri karşılığında verilmeyen artık kazançlarından meydana gelmektedir (Gücün 2019, s. 19).

Artık değer, sabit sermayenin değerinin kendiliğinden artmaması işgücünün ise değişir sermayeyi ifade etmesi sonucu aralarındaki fark emekten alınan değeri ifade etmektedir (Marx 2000, ss. 224-225). Sabit sermaye bina, makine vs. iken değişir sermaye ise işgücünü ifade etmektedir. Marx için önemli olan değişir sermayedir. Makinalar işgücü olmadan değer yaratamaz. Değişir sermaye (v) Sabit sermaye (c) ile ifade edildiğinde firmanın toplam sermayesi $C = c + v$ olmaktadır. Artık değer ise, sadece işgücü yani emekten sağlanmaktadır. Kar ise değişir sermaye ve sabit sermayeden alınan pay ile sağlanmaktadır (Marx 2000, ss. 200-210).

Kullanma Teorileri

Bu kuramın savunucusu C. Menger'e göre, üretimde temel olgu emek, zaman ve üretim maliyeti değil, taleptir. Ürünün değerini belirleyen emek ya da miktar değil, o ürünün faydasının ölçütüdür. Bir diğer ifade ile değeri faydayla açıklamak istemiştir. Bunu da sağlayan tüketicilerdir (Savaş 2007, s. 542).

Menger, faizi kullanma kuramına göre açıklarken, sermayenin varlığından daha önemli olanın sermayenin kullanımı olduğuna dikkat çekmiştir. Sermaye almak isteyen bireyler hem sermaye için hem de sermaye kullanımı için ücret verirler. Bu sermaye kullanımı için ödenen ücret faizi oluşturmaktadır. Örneğin bir ev tüketilmiş olsa bile bireye bir fayda sağlamakta bu da sermaye üzerinden tasarruf olarak görülmektedir. Tüm bunların sonucunda yapılan ödemeye ise faiz denilmektedir (Akdiş 2011, s. 120). Servetin kullandırılması ve faydalandırılması sonucu alınan kira ile sermayenin üretim için verilmesi karşılığında alınan faiz kullanma kuramında karıştırılmamalıdır.

Acyo Kuramı

Eugen von Böhm-Bawerk tarafından savunulan Acyo kuramı İtalyancadan gelen bir kelimedir. Orijinal ismi *aggio*'dur. Acyo kelime olarak ücreti ifade etmektedir. Böhm-Bawerk Acyo Faiz Teorisinde zaman boyutunu kredi veya ödünç verme operasyonu yönünde kullanmıştır. Böhm- Bawerk, Acyo Faiz Teorisinde zamanı ön planda tutmuştur. Onun için zaman, faizde en önemli unsur olmuştur. Bireyler çoğu zaman günlük ihtiyaçlarını önemserler ve geleceği hafife alırlar. Günlük ihtiyaçlarını önemsemelerinin nedenlerinden en önemlisi geleceğin iyi olacağına ilişkin inançlarıdır. Önem verdikleri bugünün fırsatı, yarın kazanacakları paradan daha büyük önem taşımaktadır. Bireyler için bugünün parası gelecekteki belirsizlikten çok daha kıymetlidir. Bu nedenle, bugünün parası ile gelecekteki belirsiz para arasında bir acyo mevcuttur. Bu da zaman tercihidir. Acyo kuramına göre, faiz bugün mevcut malların gelecekte kazanılacak mallarla mübadelesinden doğacak farka eşittir. Bu kuram 20. yy'da ilk parasal olmayan faiz olarak yer almıştır.

Böhm-Bawerk bir örneğinde, bireylerin ellerindeki kuşu çalılıktaki kuştan daha çok önemsediklerini belirtmektedir. Yani bugünkü malın gelecekteki mala göre daha değerli olduğunu söylemektedir. Bireylerin böyle bir tercihte bulunmaları karşılığında aradaki farkı ortadan kaldırmak için bir şey ödenmesi gerektiğini savunmuştur. Bu ise faizdir. Kısaca faiz zamanın fiyatı olarak görülmektedir (Akdiş 2011, s. 123). Böhm-Bawerk faiz teorisinde ayrıca sermaye verimliliğine dikkat çekmektedir. Sermaye verimliliği için zaman boyutunu gerekli görmektedir. Zamanı en iyi şekilde kullanabilmek için dolaylı üretim yani sermaye kullanılmalıdır. Sadece emek ile fazla üretim mümkün değildir. Burada önemli olan zamandır. Dolaylı üretimde aynı miktar emekle daha çok üretim sağlanmaktadır. Farklı yollarla sağlanan bu üretim ise kapitalist üretim olmaktadır (Ekelund ve Hebert 1997, s. 310).

Gibson Paradoksu

1920 yılında Gibson tarafından savunulmuştur. Gibson paradoksuna göre artan para arzı faiz oranlarını düşürmemekte aksine artan para arzı enflasyon nedeniyle faiz oranlarını yükseltmektedir. Keynes bu ilişkiyi Gibson paradoksu olarak ifade etmektedir (Şimşek ve Kadılar 2008, ss. 115-117). Keynesyen likidite tercihinin tamamen tersini savunan bir paradokstur. Likidite tercihi artan para arzı karşısında faizlerin düşeceğini savunurken Gibson Paradoksu artan para arzı karşısında faiz oranlarının da yükseleceğini

savunmaktadır. Buna bağılı olarak enflasyon yükselecektir. Gibson Paradoksunda yüksek para arzı karşısında düşük faiz veyahut düşük para arzı karşısında yüksek faiz aynı dönemlerde yaşanmasının söz konusu olmayacağını dile getirmektedir. Gibson'a göre fiyat artıları ile faiz aynı yönde olmaktadır. Yüksek fiyat karşısında yüksek faiz oranları yaşanmakta, düşük fiyat artışlarında ise düşük faiz söz konusudur (Öztürk 2014, s. 330). Gibson Paradoksu ile likidite tercihi tamamen zıt kuramlardır.

2.5. FAİZ ORANINI AÇIKLAMAYA YÖNELİK TEORİLER

Faiz kavramı ile ilgili geçmiş dönemlerde birçok görüşe yer verilmiştir. İlk dönemlerde faizin varlığı ve meşruiyetinin etkileri yoğun incelemelere neden olmuştur. Sanayi devriminden sonraki dönemde düşünürler faizin ahlaki yönü ile ilgilenmemiş, ekonomik yaşamdaki etkilerini inceleyip nedenlerini araştıran çalışmalarda bulunmuşlardır. Tarihsel sürece baktığımızda faiz oranları ile ilgili pek çok teori vardır. Faiz oranlarını açıklayan teorilere bakıldığında iki farklı teori bulunmaktadır. Bunlardan ilki klasik kuramdır. Klasik kurama göre faizin sermaye piyasasında tasarruf ve yatırıma göre belirleneceğidir. İkinci teori ise Keynesyen teoridir. Keynesyen teoride ise faizin parasal unsurlarla belirleneceği iddia edilmektedir. Diğer teoriler bu iki teori yaklaşımına göre görüşlerini ortaya koymaktadır. Faiz oranlarını açıklayan teoriler; Klasik Faiz Kuramı, Keynesyen Faiz Oranlarını Yaklaşımı: Likidite Tercihi Teorisi, Neoklasik Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi, Neo-Keynesyen Hicks- Hansen Faiz Oranları Teorisi, Tobin'in Portföy Kuramı, Faiz Strüktürü Kuramlarından oluşmaktadır (Demirgil ve Türkay 2017, ss. 142-143).

Klasik Faiz Kuramı

Klasik iktisadın başlangıcı olarak Adam Smith'in Ulusların Zenginliği adlı eseri görülmektedir. Faizle ilgili görüşlerde Adam Smith'in düşüncelerinden yola çıkarak hareket edilmiştir. Adam Smith faizi açıklarken faizi kardan farklı bir yere koymuştur. Tasarrufu kullanamayan bireyler başka birine ödünç olarak verebilirler. Malını kendisi kullanmayıp başka birine ödünç olarak veren kişi, bunun sonucunda elde ettiğine Adam Smith tarafından faiz veya ribh olarak adlandırılmıştır. Borcu alan birey borcu veren kişiye kar etme fırsatını tanınması karşılığında ödeme yapmaktadır. Elde edilen bu karın bir miktarı borçluya diğer miktarı ise borç veren kişiye ait olmaktadır (Smith 2006, ss. 60-61).

Adam Smith'e göre faiz ve kar birbirini izlemektedir. Herhangi bir ülkede yeni sermayelerin kullanılması bazen karın artmasına ve bununla beraber faizin artmasına neden olmaktadır, bazen yeni sermayeleri kullanmak ülkenin sermaye varlığının ya da emek için ayrılan kaynakların azalmasına ve emek ücretlerinin düşmesine neden olmaktadır. Bu durum beraberinde karın düşmesine ve faiz oranında azalmaya neden olmaktadır (Erim vd. 2011, s. 5).

Klasik iktisadın temsilcilerinden N. Senior'un faiz ile ilgili görüşleri daha düzenlidir. Senior'a göre faiz oranını belirleyen şey reel tasarruf arzı ile sermaye talebidir. Reel tasarruf arzı ile sermaye talebi birbirlerini etkilemektedir. Yani Senior'un düşüncelerinden yola çıkarak faiz, tasarruf sahibi kişinin, sermayedara borç vermesi ile tasarrufun karşılığını almasıdır. Tasarruf sahibi kişinin tasarruf bedeli ile sermayedarın karlılık düzeyi faiz oranını belirler.

Klasik iktisat teorisinde faizle tasarruf arasında doğru yönlü ilişki bulunmaktadır. Fakat yatırımlarla faiz arasında ters ilişki vardır. Kısaca faizi, yatırım talebi ve tasarruf arzı belirlemektedir. Yatırım ve tasarruf arasındaki ilişkide bozulma meydana geldiğinde faiz oranlarındaki değişmelerle denge seviyesine yeniden gelmektedir. Klasik teorinin benimsediği tam istihdam dengesindeki bozulmalara karşı faiz, yatırım ve tasarrufa endekslenip tam istihdam seviyesinde oluşabilecek aksaklıkların önüne geçilmektedir.

Keynes'in Likidite Tercihi Teorisi

Likidite tercihi kuramı J. M. Keynes tarafından savunulmaktadır. Keynes klasik iktisat kuramının savunduğu reel etkenler yerine parasal unsurlara vurgu yapmaktadır. Keynes, parasal unsurların çok önemli bir etken olduğuna dikkat çekmekte ve faiz olgusunda reel etmenlere yer vermemektedir (Demirgil ve Türkay 2017, s. 147).

Keynes'ten önce düşünürler, faiz oranlarını sermaye talebi ile tasarruf arzının dengeye geldiği veya ödünç verilebilir fon arzının ve ödünç verilebilir fon talebinin dengeye ulaştığı noktada oluştuğunu savunmaktaydılar. Keynes ise bunu reddedip, faiz oranlarının sermaye talebi ve tasarruf arzının dengeye geldiği veya ödünç verilebilir fon arzının veya ödünç verilebilir fon talebinin denge noktasında oluşmadığını, likidite tercihi ve para arzına bağlı olarak belirleneceğini savunmaktadır. Faiz kişilerin, ceplerinde tutmak istedikleri para miktarı ile mevcut para miktarını dengeleyen işleve sahip olarak görülmektedir.

Keynes'e göre faizi belirleyen para arzı ve para talebidir. Para arzını belirleyen parasal otoritelerdir. Para talebi ise muamele, ihtiyat, spekülasyon saikleri ile belirlenmektedir. Muamele saiki para talebi kişilerin günlük gereksinimlerini gidermek için ellerinde tuttıkları para talebidir. İhtiyat saiki para talebi ise, kişilerin yaşanabilecek olağanüstü durumlara karşı ellerinde tuttıkları para talebidir. Spekülasyon saiki para talebi de bireylerin paradan para kazanmak amacıyla ellerinde para tutmalarıdır.

Bireylerin daima ceplerinde para bulundurmak istemeleri parayı en likit değer aracı kılmaktadır. Bireylerin parayı likit aracı olarak bulundurmak istemeleri mal ve hizmet alımlarında avantaj sağlamaktayken, para dışında döviz, altın gibi paraya dönüşmesi zaman alan işlemlerde dezavantaj olarak görülmektedir. Parayı ellerinde likit olarak tutmanın en önemli dezavantajı ise bireylerin faizin getirisinden habersiz kalmalarıdır. Likidite tercihi teorisine baktığımızda faiz oranları yüksek olduğunda, likidite tercihi düşük olmaktadır, faiz oranları düşük olduğunda likidite tercihi yüksek olmaktadır. Nedenine baktığımızda faiz oranlarının yüksekliği karşısında bireyler parayı likit olarak tutmak istediklerinde maliyet düşecektir. Aksine faiz oranlarının düşmesi sonrası bireyler ellerinde likit tutma maliyetini artıracaklardır. Bu nedenden likidite tercihi teorisi grafiği soldan aşağıya doğru azalarak çizilmektedir. Likidite tercihinde en önemli noktalardan biri faiz oranının belli bir alt sınırının olmasıdır. Yani bireyler uzun süre el altında likidite tutmak isteseler dahi faiz oranının belli bir seviyeye gelmesi sonrası maliyetlerin pahalılaşmasına dayanamayıp likit varlıklarını ödünç vereceklerdir. Para arzı para otoriteleri tarafından belirlenmekte ve faiz oranlarını para arzı ile likidite tercihi eğrisi belirlemektedir. Bu ise denge noktasında gerçeklemektedir. Para talebini sabit tutarak para arzını artırıp azaltabiliriz. Para arzını artırdığımızda faiz oranlarında düşüş gerçekleşecektir. Ancak para arzı ne kadar artırılırsa artırılsın faiz oranlarının düşeceği belli bir alt sınır vardır. Faiz oranları bu alt sınır noktasının daha altına indirilemez. Bu duruma literatürde likidite tuzağı adı verilmektedir (Öztürk 2014, s. 183).

Keynes'in savunmuş olduğu görüş, klasik faiz teorisinin tam tersi olması nedeniyle klasikçiler tarafından eleştiriye maruz kalmasına neden olmuştur. Klasikler faiz oranlarını tasarrufların ve yatırımların kısaca reel etkenlerin dengeleyeceğini savunurken, Keynes aksine yatırımların ve tasarrufların etki edeceğini fakat bu duruma bağlı olarak faiz oranının etkisinin olmayacağını savunmuştur. Klasiklere göre yatırımların artışı tasarrufların artışına

bağlı iken, Keynes, tasarruf artışının geliri azaltacağını ve buna bağlı olarak yatırımlara olumsuz etki edeceğini savunmaktadır.

Neoklasik Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi

D. H. Robertson ve Bertil Ohlin gibi iktisatçılar faizi ödünç verilebilir fonlar kuramı ile açıklamakta, Keynes'in faiz hakkındaki görüşlerini eleştirmektedirler. Ödünç verilebilir fonlar kuramı, faiz olgusunda parasal unsurları önemsemektedir. Kurama göre, faiz oranları ödünç verilebilir fonların arzı ile talebinin kesiştiği noktada oluşmaktadır. Ödünç verilebilir fonlar kuramında, Keynes'in ve klasik faiz kuramının teorilerinden yola çıkarak hareket edilmektedir. Teoride Keynes'in likidite tercihi, klasik faiz kuramından da yatırım ve tasarrufların denge noktasındaki eşitliğinden yola çıkarak kuram ortaya atılmıştır (Hiç 2002, s. 409). Ödünç verilebilir fonlar kuramında, klasik faiz teorisinin yatırım ve tasarruf denge noktasının birleştirilmesini yaklaşım olarak kabul etmekle beraber faiz oranlarında parasal faktörlerin de etkili olabileceğini ancak reel olayların daha önemli olduğuna dikkat çekmektedir. Bu nedenle ödünç verilebilir fonlar kuramı parasal faktörlerle ve reel faktörlerle birlikte ele alınmalıdır (Şahin, 2002: 476). Ödünç verilebilir fonlar kuramının da faiz oranlarını ödünç verilebilir fon arzı ve ödünç verilebilir fon talebi belirlemekte ödünç verilebilir fon arzı ve talebinin nelerden oluştuğunu bilmekte fayda vardır.

Ödünç verilebilir fonlar talebini hane halkı, firmalar, hükümet ve yabancılar oluşturmaktadır. Ödünç verilebilir fon talebi ile faiz arasında negatif yönlü bir ilişki söz konusudur. Ödünç verilebilir fon arzına bakıldığında hane haklarının net ödünçleri, firmaların fon arzı, hükümet kesiminin ve yabancıların fon arzıdır. Fon arzı ile faiz arasında pozitif ilişki mevcuttur.

Enflasyon da ödünç verilebilir fon arz ve talebine etki etmektedir. Örneğin, enflasyonun artacağı beklentisi durumunda hane halkları, mal ve hizmet alışverişini artırmaktadır. Bu durum fon arzını sola kaydırmaktadır. Örneğin, hane halkı fiyatların artacağı beklentisi karşısında daha fazla borçlanmaya gidebilir. Bu durum fon talebini sağa kaydıracaktır. Bu iki durumun sonucu faiz oranlarındaki artışı gösterecektir (Demir 1993, s. 92-93).

Neo-Keynesyen Hick-Hansen'in Faiz Oranları Teorisi

Keynes klasik faiz teorisinin açıklamalarını yeterli bulmadığını dile getirmekte, meşhur eseri Genel Teori'nin yayınlanmasından sonra J. Hicks ve A. Hansen tarafından yeni bir kuramın

ortaya çıkmasına neden olmaktadır. J. Hicks ve A. Hansen Keynes'in yaklaşımını klasik yaklaşımla değerlendirmektedir. Klasik teorinin görüşüne bakıldığında tasarruf ve yatırım eşitliği faiz oranlarında belirleyici olmaktadır (Demirgil ve Türkay 2017, s. 150).

Tasarrufun ve yatırımın birbirine bağlı olması faiz oranlarında belirsizliğe neden olmaktadır. Ödünç verilebilir fonların teorisine bakıldığında faiz oranının ödünç verilebilir fon arzı ve talebinin kesitiği noktada oluşmaktadır. Bu da belirsizliklere neden olan bir teori olmaktadır. Likidite tercihi teorisinde de bu belirsizlikler devam etmektedir. Bakıldığında her iki teori de kalıcı bir çözüm getirememektedir.

J. Hicks ve A. Hansen klasik teori, Keynes'in genel teorisi ve ödünç verilebilir fonlar teorisindeki belirsizliği ortadan kaldırmak amacıyla yeni bir kuram geliştirmişlerdir. Bu kuram klasik faiz kuramını ve Keynes'in teorisine benzer özellikte olsa da bazı açılardan farklılık göstermektedir (Keyder ve Ertunga 2012, s. 416). Hicks ve Hansen'in kuramı likidite tercihi ve ödünç verilebilir fon kuramı ile benzerlik göstermektedir. Klasik faiz kuramından yatırım ve tasarruf eşitliği, Keynes'in likidite tercihi ve para arzı fonksiyonlarını denklem olarak alırsak IS-LM eğrilerini elde etmiş oluruz (Erim vd. 2011, s. 4). Tüm bunların sonucuna baktığımızda IS-LM denklemlerinde faizin belirleyici unsurları hem parasal unsurlar hem de reel etkenlerdir.

IS-LM modeli John Hicks ve Alvin Hansen'in katkıları ile geliştirilmiştir. IS-LM modelinde, mal ve para piyasalarında dengenin sağlanmasıyla faiz ile gelir düzeyi arasındaki ilişki incelenmektedir. Makroekonomik politikaları daha kolay kavrayabilmek adına Keynes'in "Genel Teori" adlı eserindeki görüşlerini para ve maliye politikası analizinde geometrik olarak ortaya koymaktadır. Yatırım tasarruf eşitliği durumunda faiz oranı ile gelir düzeyi arasındaki ilişkiyi açıklayan eğriye IS denilmektedir (Parasız 2009, s. 400).

IS eğrisinin negatif eğimli olmasının sebebi, faiz oranının artmasıyla gelir seviyesinin düşmesi, faiz oranı düştükçe gelir seviyesinin artmasıdır. LM eğrisi ise para arzının para talebine eşit olduğu durumda gelir seviyesi ile faiz oranları arasındaki ilişkiyi açıklamaktadır. IS-LM eğrisinin kesime noktası para ve mal piyasalarındaki faiz oranını göstermektedir. Maliye politikasının uygulanması ile IS sağa veya sola kaymakta, para politikası uygulanmasıyla LM eğrisi sağa veya sola kaymaktadır. Uygulanılan politikalar neticesinde faiz oranı ve gelir düzeyi değişmektedir (Aslan 2009, s. 638).

Portföy Kuramı

James Tobin, Keynes'in savunmuş olduğu Likidite Tercihi kuramını daha yoğun inceleyerek portföy kuramını ortaya koymaktadır. Portföy kuramı aslında likidite tercihi kuramının devamı niteliğindedir. Likidite tercihinde para ve tahvile ek olarak finansal ve reel aktiflere de bu kuramda yer verilmektedir. Tobin'in asıl amacı kişilerin ellerindeki paraları faizden uzak neden nakit olarak tuttuklarının cevabını aramaktadır. Portföy kuramı bu sorunun cevabına yanıt olarak bireylerin beklenen getiri ve riskleri göz önüne alarak portföylerini finansal ve reel aktiflerden oluşturmalarıdır. Beklenen getiri, mal ve hizmetlerin elde edilmesi ile bu varlıklardan elde edilecek olan parayı ifade etmektedir. Bir varlığın beklenen getirisinin artması o varlığın talebinde artışa neden olacaktır. Böylelikle beklenen getiri ile talep arasında doğru yönlü ilişki mevcuttur. Risk, mal ve hizmetlerin getirilerinde zarar veya karı ifade etmektedir. Bireylerin riskli varlıklardan uzak durmaları sonucu risk ile talep arasında ters yönlü ilişkiye neden olmaktadır. Riskle getiri arasındaki ilişkiye bakıldığında bireyler riski düşük veya riski aynı fakat getirisi yüksek olanı tercih edeceklerdir. Riski yüksek bir varlığın alınabilmesi için getirisinin de yüksek olması gerekmektedir (Ramachandran 2004, s. 985).

Riskin aynı kalması ve faizlerin yükselmesi durumunda ise yatırımlarda artışa neden olmaktadır. Bu bağlamda para talebi ile faiz arasında ters yönlü ilişki olduğu görülmektedir (Aslan 2009, s. 206).

Tobin portföy kuramında finansal ve reel aktifleri daha derin incelemesi ile para politikasında önemli yer edinmiştir. Kurama göre, finansal veya reel aktiflerin arzındaki değişimler tek bir faiz oranına fonksiyonu değil, birden fazla faiz oranının fonksiyonu olarak görülmektedir. Bu bağlamda Tobin'in portföy kuramında faiz oranlarının belirlenmesinde sadece para arzı ve para talebini etkili olarak görmemiş tahvil, sermaye, menkul kıymet gibi yatırım araçlarının da etkili olduğunu kuramında belirtmiştir (Özbilen 2015, s. 269). Yatırım araçlarının ikame derecesine göre faiz politikaları değişiklik gösterebilmektedir. Para arzında yaşanan değişim sadece yatırım araçlarının talebinde değişikliğe neden olmaz ayrıca harcamalar üzerinde de etkisini göstermektedir.

Tobin'in düşüncelerine göre faiz oranı, paranın arzında meydana gelen artışların sonucunda gelirin artmasına bağlı olarak tekrardan eski düzeyine dönmekte, aksine daha da artış göstererek başladığı seviyenin de üstüne çıkmaktadır. Faiz oranı belirlenmekteyken sadece

arz ve talep edilmekte olan paranın miktarı değil, yatırımlar için kullanılmakta olan diğer araçların miktarları da önem arz eden bir husus olarak karşımıza çıkmaktadır (Karacan 2010, s. 14).

Kişiler, yatırım portföyünü sadece tahvile değil, diğer yatırımsal araçları da eklemleyerek oluşturmaktadır. Buna dair karar verirken yatırım araçlarında oluşabilecek riskleri de göz önünde bulundurmaktadır. Portföyler oluşturulurken yatırımsal araçlar için gerçekleştirirken talepler de faiz oranının belirlenmesinde önemlidir (Parasız 2009, s. 450).

Taylor Kuralı

Taylor'a göre, fiyatlar negatif yönünde esnek değildir ve bundan dolayı da merkez bankası, kısa dönem faiz oranını değiştirmek suretiyle iktisadi etkinliklere müdahale edebilmektedir. Taylor'un kurallarına göre politika faizleri, hem cari enflasyonlardaki artışlara göre hem de gerçekleşmekte olan enflasyon farklarına duyarlı biçimde yükselmektedir. Yani politika faizi, enflasyon durumundaki faizlerden daha da çok yükselmektedir.

Taylor Kuralı Taylor'a göre fiyatlar aşağı yönlü esnek olmadığından, merkez bankaları kısa dönemli faiz oranlarını değiştirerek ekonomik faaliyetlere müdahale edebilmektedirler. Taylor Kuralı'na göre politika faizi, hem cari enflasyondaki artışa göre hem de beklenen ve gerçekleşen enflasyon farkına duyarlı bir şekilde artmaktadır. Yani politika faizi enflasyon durumundaki faizden daha fazla artmaktadır (Parasız 2009, s. 450).

Tek Faiz Teorisi

Bu teoriye göre faizler, uluslararası sermaye akımları tarafından belirlenmektedir. Sermaye girişi ulusal para biriminin gerçek değer seviyesini yükselttiğinden ötürü dış ticaret açığı da yükselmektedir. Devletin iktisadi şartlarına göre belirlenmekte olan risk primlerinde bir yükselme meydana geldiğinde, ulusal faiz oranıyla uluslararası faiz oranları arasındaki fark da yükselmektedir. Ulusal faiz oranıyla yabancı devlet faiz oranları arasında da risk primleri kadar fark meydana gelmektedir. Bu noktada devletlerin uygulamış oldukları politikaya duyulmakta olan güven de önem arz etmektedir.

Devletler, döviz kurunu düşük tutup, reel faiz oranını da yükselmek suretiyle yabancı piyasalardan yüklü oranda sermaye çekmektedir. Fakat hiçbir devlet uzun süreli biçimde faiz oranını, uluslararası faiz oranından farklı tutamamaktadır. Durumlar bu biçimde olduğunda,

Dış açığı yükselmekte ve cari işlem açıkları da uluslararası piyasadan daha üst miktarlarda borç alarak karşılanmaktadır. Günümüzde küresel piyasada devletler, ticari ortaklarının uygulamış olduğu iktisadi politikaları da yakinen takip etmektedirler.

2.6. FAİZ ORANINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER

Faiz oranları ekonomide yatırımlar, tüketim harcamaları gibi birçok değişkeni etkilediği gibi faiz de birçok değişken tarafından etkilenmektedir.

Fon Arzı-Fon Talebinin Faiz Oranlarına Etkisi

Faiz oranının etkilenmiş olduğu en önem arz eden faktörlerden ilki fon arz ve talepleri gelmektedir. Faizler, paraların fiyatlarıdır. Mal ve hizmet piyasalarında tüm fiyatlar, arzlar ve taleplerle doğru orantılı olduğundan dolayı faizler, fonun arzı ve talebine göre değişkenlik gösterebilmektedir.

Para Arzındaki Değişmelerin Faiz Oranlarına Etkisi

Para, bir şey satın alınırken kullanılmakta olan evrensel olarak kabul edilen bir araçtır. Paranın temel olarak 3 adet fonksiyonu bulunmaktadır. Bunlar;

- Paranın bir hesap birimi olması,
- Paranın mübadelelerde kullanılması,
- Paranın değer saklama araçlarından bir tanesi olmasıdır.

Hesap birimi olarak para, piyasalardaki ürünlerin fiyatını belirleyen en temel unsurdur. Mübadele aracı olarak paraysa, geçmişte olan ürün mübadelelerinin yerini almış ve herhangi bir ürünün para karşılığı satın alınmasını oluşturmaktadır. Paranın değer saklama aracı fonksiyonuysa, tasarrufun yapılabildiğinin göstergesidir. Ancak paraların değerleri enflasyon ile her dönemde azaldığından ötürü, saklama aracı olarak para ile alınmakta olan diğer varlıkların, yatırımlarda aracı rolünü üstlenmesine neden olmaktadır (Hashemzadeh ve Taylor 1988, s. 1603).

Para arzları, piyasalarda dolaşımda olan tüm para seviyesini belirtmektedir. Daha farklı bir ifadeyle para arzları, piyasalardaki bütün kağıt paraların ve bankadaki bütün mevduatın bir araya gelmesi ile oluşmakta olan bir olgudur. Para arzının açıklanmasında kullanılmakta olan bazı tanımlar bulunmaktadır. En dar para arzı tanımı M_0 'dır (Sarı 2009, s. 20).

M_0 =dolaşımdaki yerli para

$M_1=M_0 + \text{vadesiz mevduat}$

$M_2=M_1 + \text{vadeli mevduat}$

$M_3=M_2+\text{Repo ve Para piyasası fonları} + \text{İhraç edilen menkul kıymetler}$

Para Talebindeki Değişmelerin Faiz Oranlarına Etkisi

Likidite tercihi teorisine göre para arzı ve talepleri eşit olduğu durumda denge faiz oranı ortaya çıkmaktadır. Bundan dolayı faiz oranları, para arzının dışında para taleplerinden de etkilenebilmektedir. Para talebi genellikle kişilerin kazandığı meblağ ve fiyatların genel seviyelerine bağımlı haldedir. Ekonomilerde iktisadi faaliyetlerde ve buna bağımlı şekilde toplum çıktı miktarlarında yükselme olursa, kişilerin eline daha çok nakit geçmeye başlayacaktır. Paranın artması sonucunda genel harcamasının eğilimi de yükselecek ve kişilerin elinde daha da çok nakit bulunduracaklardır. Kişilerin gelirleri yükselecek ve para talebi eğrisi sağ tarafa kayacaktır. Fiyatlardaki genel seviye artmaya başladığındaysa, kişiler elindeki parayla ihtiyacını karşılayamaz duruma gelecek ve gelirlerde ortaya çıkan bu kayıplar, kişileri daha da çok nakit talep etme arzusuna sürükleyip para talep eğrisinin sağ tarafa kaymasına neden olacaktır (Kara 2015, s. 3).

Faizlerin etkilenmesi konusunda para talepleri, paranın arz miktarı kadar önem arz etmektedir. Para, üretim ve fiyatların arasında bir bağ halindedir. Merkez bankası, paranın arz seviyesinde değişiklikler yaparak yada fiyata müdahalelerde bulunarak kişilerin gelir seviyelerinde istediği değişiklikleri gerçekleştirebilmektedir. Bundan dolayı merkez bankası, para talebinin gelir düzeyi ve fiyatların genel seviyesiyle bir bütün içerisinde olmasını beklemektedir (Georgopoulos 2006, s. 514).

Kamu İç Borçlanmasının Faiz Oranına Etkisi

Borçlanma olgusu, mevcutta bulunan kaynağın yetersizliğinin ortadan kaldırılması amacıyla birey ya da kurumlardan ödünç olarak alınmakta olan ve belirli bir zaman zarfında ödenmesi planlanan kaynak olarak ifade edilmektedir. Kamu borçlanması kavramıysa, devetlerin belirli bir hedef dahilinde yerli ve yabancı kaynaklardan borçlanmasıdır (Ekinci 2015, s. 3).

Devletler, kamu harcamalarının finansı amacıyla almış oldukları vergileri kullanmaktadırlar. Vergilerden elde edilen gelirlerin kamuya dair harcamaları karşılama konusunda eksik

kalmış olduğu zamanlarda kamu borçlanması, kamu harcamalarının finansı için başvurulmakta olan araçlardan bir tanesidir (Doğanalp 2005, s. 72). Kamu borcunun; kamuya dair harcamaları arttırmak, savaş harcamasının finansı, önceki dönemden kalan borcu bir diğerk yerden borç alarak kapatmaya çalışmak, bütçede oluşan açıkların kapatılması ve çeşitli yatırım projelerinin finans gibi hedefleri bulunmaktadır (Kalaycı, 2004, s. 81).

Borçlanma olgusuna iktisat okullarından farklı bakış açıları getirilmiştir. Klasik iktisatçıların başı kabul edilen Hume, Smith ve Ricardo, kamu borcuyla ilgili kendi fikirlerini iletmişlerdir. Hume, borçlanmanın olumsuz etkisinin bulunduğunu ve devletlerin borçlanmak yerine olağan dışı durumlarda kullanabileceği kaynakları, bir önceki dönemde elde edebileceği bütçe fazlasından karşılanması gerektiğini belirtmektedir. Hume'a göre, kamu borçlanmasının faizlerini ödenebilmesi için devletler vergi oranını yükseltecek ve bu durum da geliri az olan kesim üstünde daha da çok baskı unsuru olacaktır. Nihai olarak Hume, kamu borçlanmasının oluşturacağı kamu harcamalarına dair yükün, sonraki kuşaklara aktarılacağını düşünmüş ve bu yükleri de gelecek kuşakların finanse etmek zorunda olacağını belirtmektedir. Adam Smith de Hume'a benzer biçimde borçlanma kavramının gelecek kuşaklar üstüne borç yükü oluşturacağını ancak şu andaki zaman için vergilendirmek yerine borçlanmanın halk üstünde daha az yükü olacağını belirtmektedir. Ricardoya, vergileme ve borçlanmanın aralarında bir farklılık bulunmadığını belirtmektedir. Ricardo'ya göre her iki durumda da ülkenin varlığı aynı düzeyde azalış göstermektedir. Vergileme, direkt olarak halkın üstünde bir baskı unsuru olarak bulunmakta ve halkın üstündeki vergiye dair yükü de yükseltmektedir. Borçlanmaya gidildiğindeyse, ileriki zamanlarda bu borçların faizlerinin ödenebilmesi amacıyla vergiler yükselecek ve benzer durumlar da sonraki gelecek zamanlarda da yaşanacaktır (Paya 2002, s. 149).

Klasik iktisatçıların dışında Keynesyenci okul iktisatçıları da kamu borçlanması ile alakalı kendi fikirlerini belirtmişlerdir. Keynesyen görüşe sahip olanlar, klasiklerden farklı biçimde devletlerin ekonomilere müdahale etmesinin gerekliliğini savunmakta ve ekonomilerde oluşmakta olan talebin yetersizliğini borçlanmayla bertaraf edip, borçlanma yoluyla ele geçen gelirlerin de kamu harcaması şeklinde kullanılması gerektiğini belirtmişlerdir. Keynesyen görüşe sahip olanlar, borçlanma olgusunun bir gerekliliği olduğunu belirtmiş ve klasik iktisatçılardan farklı biçimde borçlanma olgusunun korku oluşturmaması gerektiğini bildirmişlerdir (Şimşek ve Kadılar 2006, s. 100).

Kamu borçlarına bakıldığında süresine göre kısa ve uzun vadeli borç olarak ayrıldığı görülmektedir. Ancak literatüre bakıldığında bir ile beş yıl aralığında bulunan borçlanmaya da orta vadeli borçlanmalar denildiği de görülmektedir. Orta vadeli borçlarsa, kısa vadeli borçlara dahil edilmektedir. Kısa vadeli borçlar, vadenin bir yıldan olduğu borç çeşididir. Bu borç çeşidinin faiz oranları daha düşüktür ve bu durum da devletlerin borca dair yükümlüğünün daha düşük olmasını sağlamaktadır (Hanifi 2009, s. 418).

Uzun vadesi bulunan kamu borçlarıysa, beş seneden daha uzun vade ile alınan borçlar olarak tanımlanmaktadır. Uzun vadeli borçları devletler genel olarak sermaye piyasasından elde etmektedir. Uzun vadeli borcun faiz oranı, kısa vadeli borcun faiz oranına oranla daha yüksektir. Kısa vadeli borçların vadeleri geldiklerinde süre uzatımıyla uzun vadeli borç şekline dönüştürülebilmektedir. Bu duruma borcun konsolide edilmesi denilmektedir (Rudiger ve Fisher 1998, s. 24).

Kaynaklarına göre borçlarsa ikiye ayrılmaktadır; iç borç ve dış borçlar. Devletlerin piyasalara sürmüş oldukları tahviller, yerli paralarla alınmaktaysa buna iç borçlanma, yabancı paralarla alınmaktaysa dış borçlanma denilmektedir. Tahvillerin vadeleri geldiklerinde devletler borçlarını kendi para birimi ile ödemekteyse bu duruma iç borçlanma, yabancı para birimiyle ödemekteyse bu duruma da dış borçlanma denilmektedir. Bunun dışında iç ve dış borç ayrımlarında yerli ve yabancı piyasadan alınmış borç ve yerli ve yabancı insanlardan alınmış olan borçlarda dikkate alınabilmektedir. Uyruklarına göre borçların alınmasında eğer devletin vatandaşı tahvil almaktaysa, yurtdışında olmuş olsa dahi bu iç borçlanma olarak kabul edilmektedir. Ancak yabancı devlet vatandaşlarının Türkiye’den tahviller almasıysa dış borçlanma olarak sayılmaktadır (Barışık ve Çetintaş 2008, s. 117).

İç borçların alınmış olduğu kaynaklara bakıldığında; özel bireyler ve kurumlar, sosyal güvenlik kuruluşları, iktisadi kuruluşlar ve merkez bankaları olarak göze çarpmaktadır. Özel birey ve kurumlardan borç almak; bireylerin ellerinde bulundurdıkları nakitleri faiz getirisi elde edebilmek amacıyla devletlerin piyasalara vermiş olduğu tahvillere yatırım yapmalarıdır. Sosyal güvenlik ve iktisadi kuruluşlardan borç almaksa, devletin çalışan bireylerin sigortaları için belli primler yatırması ve bu yolla devletlerin hem primi ödenen bireylerin mağduriyetleri giderilmekte hem de devletlerin kanunlar yolu ile borç alabilmesine imkan sağlamaktadır. Bankalarsa, kamu borçlanmalarındaki en güven duyulan

kaynakların başında gelmektedir. Bankalar, istedikleri sürece devletin piyasaya sunduğu tahvillerden alabilmekte ve devletlerin vermiş olduğu faizlerden yararlanabilmektedirler. Bu durum da kamu borçlanmasına katkı sunmaktadır.

Enflasyonun Faiz Oranına Etkisi

Enflasyon kavramı, ürün fiyatlarının her dönemde yükseliş göstermesini ve bu durumun sonunda da ülkenin para birimindeki değer kaybını ifade etmektedir. Bir diğer düşünce şeklinde göreyse enflasyon, iktisadi süreçlerde artış göstermekte olan taleplerin arz ile karşılanamamasından ötürü fiyatların genel düzeyinin artış göstermesidir. Enflasyon kavramı, 2. Dünya Savaşı'nın öncesinde iktisadi literatürde nadir olarak kullanılmakta olan bir kavramken, savaşın ardından enflasyon kavramının önem seviyesi artış göstermiş ve literatürde enflasyon ile ilgili çalışmaların sayısında artış başlamıştır. O döneme kadar enflasyon kavramına önem verilmemesinin temel nedeniyse, o dönemlerde hakim durumda bulunan iktisadi teorilerin, para ve parasal gelişimleri göz ardı etmesindendir (Alsu 2006, s. 8).

Enflasyonun sınıflandırılması; iktisadi süreçlerde meydana gelen enflasyon türüne göre çeşitli politikaların uygulanmasına olanak sağlamaktadır. Enflasyon, kaynak ve hızına göre iki gruba ayrılmaktadır. Kaynaklarına göre enflasyon; talep, maliyet ve ithal enflasyon olarak üçe ayrılmaktadır. Hızına göre enflasyonsa; ılımlı, yüksek ve hiper enflasyon olarak gruplandırılmaktadır. Talep enflasyonuna bakıldığında; ekonomilerde toplam taleplerin toplam arzlardan fazla olduğu zamanlardan meydana geldiği görülmektedir. Üretimin yeterli düzeyde bulunmaması fiyat seviyesinin artış göstermesine neden olmaktadır (Dinler, 2013:450). Bu durumun geçerli olması için ekonomilerde üretim seviyeleri tam kapasitede olmak zorundadır. Hizmet ve mallara olan talebe karşın üretim seviyesinin düşük olması, piyasalarda dengesizlik oluşturmakta ve bu durumun sonunda da fiyat seviyeleri yukarı yönlü oluşmaya başlayacaktır. Piyasalarda denge durumun daha yüksek fiyatlarda oluşması ve bu artışların devamlı hale gelmesine talep enflasyonu denilmektedir (Seyidoğlu 2013, s. 85).

Üretimin maliyetinin artış göstermesinin sonucunda, bu artışların ürünlerin fiyatına yansımaları ile oluşan enflasyon türüne maliyet enflasyonu denilmektedir. Üretimin maliyetlerine; üretimleri dolaylı ya da direkt olarak etkilemekte olan faktörlerin tamamı etki edebilmektedir. Üretimlerde çalışmakta olan çalışanların ücretlerinin artış göstermesi veya

Üretimlerde kullanılmakta olan hammaddelerin fiyatlarının yükselmesi üretimlerdeki maliyetleri artırmakta olan esas faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır. Maliyet enflasyonu, kar ve ücret enflasyonu olarak ikiye ayrılmaktadır. cret enflasyonu, ücretlerin yükselmesine karşın, ürün kalitesinin aynı oranda artış göstermemesi nedeniyle üretim maliyetlerini arttırmakta ve bu durumun sonucunda ücretlerden doğmakta olan enflasyon meydana gelmektedir. Kar enflasyonuysa, üreticinin karını daha da yükseltebilmek hedefiyle ürün fiyatlarını arttırmasının sonucunda meydana gelmektedir.

İthal enflasyon; genel olarak ürün ithal eden devletlerde oluşmaktadır. İthal edilmekte olan ürünlerin fiyatında yaşanmakta olan artışlar, ürünü ithal etmekte olan devletlerde de fiyatların artmasına neden olmaktadır. lke dışından hammaddenin ithal edildiği zamanlarda, ithal edilen hammaddenin fiyat seviyesinin yükselmesi, maliyetleri de yükseltmekte ve dolaylı yoldan fiyatlar da yükselerek maliyet enflasyonuna sebep olmaktadır (Özsağır 2007, s. 47).

Ekonomilerde fiyat seviyelerinin yavaş yavaş yükselmesinin sağlayıcısı olarak enflasyon türüne ılımlı enflasyon denilmektedir. İlimli enflasyon oranları, ülkeden ülkeye değişkenlik gösterebilir. Ancak genellikle kabul gören teoriye göre gelişmekte olan devletlerde bu oran yıllık %6, gelişmiş devletlerdeyse bu oran %4'den düşük olduğu takdirde ılımlı enflasyon kavramı gerçek olmaktadır. İlimli enflasyon döneminde fiyatta yaşanmakta olan artışlar, ücrete yapılan artışlardan daha düşük seviyelerdedir ve bu durumun sonucunda da tüketicilerin gelirlerine fiyatların artışları yansımamaktadır. Bu durum da ülkenin para birimine olan güven duygusunun artmasına neden olmaktadır.

Yüksek enflasyon, ekonomilerdeki yıllık bazda fiyatların artış seviyesinin 10 ve 100'den yüksek olması durumudur. Aylık olarak fiyat seviyelerinin %5-%15 arasında değiştiği bilinmektedir. Yüksek enflasyon döneminde halk, ülkenin para birimine güven duymamakta ve elinde nakit olarak ülkesinin parasını tutmamaktadır. Paralar, enflasyondan daha çok faiz getirisi vermekte olan kaynağa yatırılmaktadır.

Hiperenflasyon, ekonomilerde yıl bazında fiyat artışının %1000'in üstünde olmasıdır. Hiperenflasyon, çok yüksek seviyelere yükselmekte ve ülkenin iktisadi faaliyetlerini de ciddi seviyede tehdit etmektedir. Ulusal para biriminin aşır derecede değersiz hale gelmesine neden olan hiperenflasyon, çoğunlukla yeni param birimlerinin oluşmasına sebep olmaktadır. Hiperenflasyonun ana nedeniyse, kamunun açıklarının çok yükselmesidir.

Kamu kesimi açığını kapatabilmek amacıyla para bastığında da enflasyon artış göstermektedir. Hiperenflasyon halinde, günlük olarak fiyat değişimleri olmaktadır (Fukuyama 2005, s. 140).

Finansal Aracıların Faiz Oranlarına Etkisi

Finansal aracılık, elinde fazla fon bulunan kişilerle fon talep etmekte olan kişiler arasında fonların aktarılmasının sağlanmasına yönelik kurulan bir model olarak karşımıza çıkmaktadır. Finansal aracılar, elinde fazla fon bulunan kişilerle fon ihtiyacı olan bireylerin karşılaşmalarından başlayarak fon transferlerinin yapılması sürecinin sonuna kadar olan bütün süreçlerin tamamında bulunmaktadır. Finansal aracılar ilgi duydukları tasarruf araçlarına baktığımızda sigorta poliçeleri ve fonlar karşımıza çıkmaktadır. Elinde fazla fon bulunan kurum ya da kişiler, finansal aracılara ulaşım sağlamaktadır. Öte yandan fon talep etmekte olan bireyler de finansal aracılara başvuru yapmakta ve bu durumda da finansal aracılar, bir noktadan diğer noktaya fonların transferinin sağlanmasını gerçekleştirmektedirler (Allen ve Santomero 1998, s. 1462).

Tasarruf gerçekleştirmek isteyen tarafla tasarrufunu borç şeklinde veren tarafın aralarında tam olarak bilginin iletilmesi durumu hiçbir zaman gerçekleşmemektedir. Daha çok asimetrik bilgiler bulunmaktadır. Finansal aracılar, zaten piyasalarda faaliyetlerine devam ettiklerinden ötürü, taraflar arası asimetrik bilgileri ortadan kaldırmaktadır. Finansal aracılar bunların dışında işlemlere dair maliyetleri de düşürebilmektedirler (Mishkin 2011, s. 199).

Finansal aracılar; ihtiyacın dışındaki bütün rezervin ekonomilere eklenmesini gerçekleştirmektedir. Bunun sonucunda da ekonomilerde kaynak dağılımları etkin olarak oluşmaktadır ve atıl durumdaki fonların sayısı azalmaktadır. Piyasalarda fon arzı fazla olduğunda da faiz oranları, aracılık hizmetinin sonuçlarından birini olarak azalmaya doğru gitmektedir. Ekonomilerde yatırım ve büyümelerin artışına katkı sağlanmaktadır (Parasız 2009, s. 63).

Asimetrik Bilginin Faiz Oranlarına Etkisi

Asimetrik bilgi; taraflar arasında yapılan ticari işlemlerde taraflardan herhangi birinin ya da her ikisinin de istenilen bilgiye sahip olmadığı durumdur. Asimetrik bilgide tarafların tamamı bilginin tamamını bilmediği gibi, yanlış bilgilere sahip olabilmektedir. Bu

durumlarda ticari ilişki içerisinde bulunan tarafların arasında bilgi sorunu oluşmaktadır (Engle 2010, s. 465).

Asimetrik bilgi, tarafların aralarında yanıltıcı amaç ile de kullanılabildiği gibi gerçek düzeyde bilgi eksikliğinden de oluşabilir. Bundan dolayı taraflardan herhangi birinden ötürü oluşabilecek işlemlerde haksız kazanç ya da rant durumuna neden olabilecek ve iktisadi ilişkilerdeki tarafların aralarındaki denge de bozulabilmektedir. Öte yandan asimetrik bilgi işlemi, makro iktisatta da negatif yönde etkisini göstermektedir. Asimetrik bilginin sonunda paraların etkinlik seviyesi düşmekte ve finansal verimsizlik durumu oluşmaktadır bu durum da makro iktisadi problemlere neden olmaktadır (Aras ve Müslümov 2004, s. 57).



3. BÖLÜM: DÖVİZ KURU KAVRAMI

3.1. DÖVİZ KURU KAVRAMI

Uluslararası pazarlarda yapılan hizmet ve mal alışverişlerinde ödemeler her ülkenin kendi para cinsinden değeri ile yapılmaktaydı. Ancak günümüzde ülkeler bunu tercih etmeyip ortak bir birim kullanma kararı almıştır. Kısa tanımıyla döviz kuru bir devletin parasının diğer devletin parası türünden ederi eklinde açıklanmaktadır (Cergibozan 2011, s. 3).

Uluslararası ilişkilerde ülkeler hizmet ve mal alışverişlerini gerçekleştirirken ters ve paralel para akımlarına sebep olmaktadır (Ertürk 2010, s. 279). Ülkelerin kendi aralarında gerçekleştirdikleri bu akımlar da birine para girişi olurken diğerine o para karşılığı hizmet ve mal girişine neden olmaktadır (Özçelik 2018, s. 4).

Örneğin Türkiye ile Almanya arasında yapılan hizmet ve mal ticaretinde ithalat yapan ülke Türkiye iken, bu ticarete Türkiye’den Almanya’ya para akımı gerçekleştirmektedir. Bunun gibi gerçekleşen mal ve hizmet akımlarına döviz denilmektedir (Çufadar 2010, s. 6). Dövizin uluslararası ödemelerde kullanılan araç niteliğinde olması veya ülkelerin kendi ellerindeki madeni ve kağıt paraları dövizî temsil ederken diğer taraftan uluslararası ödemelerde paranın yerini tutan poliçe, bono, kredi mektubu havale ve benzeri varlıklar ödeme yapılması durumunda alacaklı ülkenin kabul edeceği türden olmalıdır (Singhateh 2016, s. 3). Dünyada tek bir ortak para birimi kullanılıyor olsaydı döviz piyasasına ihtiyaç duyulmazdı ancak günümüzde her ülke kendi egemenliği altında farklı bir para birimine sahiptir. Bu açıklamalardan yola çıkarsak döviz piyasası dış dünya ile bağlantı kurmasından dolayı dünyanın en eski ve yoğun piyasası olarak bilinir (Seyidoğlu 2007, ss. 103-104). Döviz piyasasının işlevlerini bilmek uluslararası finans açısından büyük önem taşır. Döviz piyasasında ithalatçı ve ihracatçı ticaret adamları, şirketler ve kamu kuruluşları yer alırken, banka ve mali kuruluşlar ve bazen Merkez Bankası da zaman zaman piyasada alım-satım işlemi (Açık piyasa işlemleri) yapmaktadır. Döviz piyasasının bir diğer özelliği ise, yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde (Türkiye, Arjantin vb.) ulusal paraların enflasyon sebebiyle sürekli değer kaybetmesi sonucu o ülke bireylerinin ellerindeki varlıklarını yabancı paraya dayalı kağıt eklinde ya da nakit olarak saklamalarına neden olmaktadır. Döviz piyasasında karşılaşılabilecek risklere ve yüksek enflasyona karşı ekonomik ajanlar döviz piyasasında işlem yaparak geleceği öngörüp ona göre piyasada işlem yapmaktadırlar.

Döviz piyasasının temel işlevlerinin yanında özelliklerini de ortaya koymak gerekir. Bunlar; döviz piyasalarında alıcı ve satıcı genellikle yüz yüze gelmemekte aracı kurumlar ile işlemlerini yapmaktadırlar. Döviz piyasaları belirli bir bina ve örgütsel yapıya sahip olmayan, evrensel nitelikte 24 saat boyunca açık piyasalardır (Seyidoğlu 2007, s. 69-70).

Döviz piyasasında da diğer piyasalarda olduğu gibi dengeyi arz ve talep belirlemektedir. Kurdaki değişimler sonucunda arzda ve talepte kaymalar meydana gelmektedir. Döviz kurunda artılar ulusal paranın değer kaybetmesine yabancı paranın değer kazanmasına neden olmakla beraber döviz kurunda meydana gelen düşüş ulusal paranın değer kazanmasına yabancı paraların değer kaybetmesine neden olmaktadır (Arslan 2005, s. 30-31). Döviz piyasasında devlet müdahalesi yoksa; denge, döviz arz ve talebinin birbirine eşitlenmesi sonucu oluşacaktır. Arz ve talebin eşitlenmesi denge döviz kuru olarak ifade edilmektedir. Ancak bu durum statik bir anlam taşımakla beraber döviz arz ve talebi çeşitli etkenlere bağlı olarak değişmekte bunun sonucu olarak döviz dengesi de değişecektir (Singateh 2016, s. 6). Cari döviz kurunun denge döviz kuru olan f_0 'ın altında olduğu varsayılırsa ülke malları dış ülkelerde pahalı olacağından dolayı ihracat azalacak ithalat artacak bu durum dış ticaret bilançosunun açık vermesine neden olacaktır (Dinler 2006, s. 547).

3.2. DÖVİZ KURU TÜRLERİ VE SİSTEMLERİ

3.2.1. Döviz Kuru Türleri

Nominal Döviz Kuru

Nominal döviz kuru bir birim yerli paranın yabancı para türünden karşılığı veya yabancı bir ülkenin parasının bir biriminin yerli para türünden değeridir (Karluk 1998, s. 293). Her ülkenin kendine özgü para birimi olmasına rağmen ülkelerarası ticari ilişkiler veya seyahat etmek için kişiler paralarını diğer uluslararası para birimine çevirmek zorundadır. Ülkelerin büyük bir kısmı dolaysız kotasyon yöntemini benimsemektedir. Örneğin; 1 ABD (\$) = 2 Türk Lirası (TL) \$ = 2TL örnek gösterilebilir. Bu çevirme durumu nominal döviz kuru olarak adlandırılmaktadır (Ayhan 2016, s. 6).

Genel olarak; bir birim yabancı ülke parasının ulusal para türünden değerine ya da bir birim ulusal paranın yabancı ülke parası türünden değerine nominal döviz kuru ya da çift taraflı nominal döviz kuru (Bilateral Nominal Exchange rate) denilmektedir.

Nominal döviz kurlarının artışı (1\$=3TL'den 1\$=4 TL'ye artış göstermesi) yurtdışında üretilen malların fiyatının artmasına neden olurken yurt içinde üretilen malların yabancılar açısından ucuzlamasına bunun sonucunda nominal değer kaybına neden olmaktadır. Nominal döviz kurlarının düşüşü (1\$=3 TL'den 1\$= 2TL'ye düşmesi) yurt dışında üretilen malların yerli tüketiciler için ucuzlamasına ve yurt içinde üretilen yerli malların yabancı tüketiciler için pahalılaşmasına neden olmaktadır.

Özetle ulusal paranın değer kaybetmesi ithal malların fiyatının artmasına ve yerli malların ucuzlamasına bunun sonucunda ihraç fiyatlarının düşmesine sebep olmaktadır. Nominal döviz kurlarında fiyat artılarının (enflasyonun) belirtilmemesi döviz kurunun gerçeği yansıtmamasına ulusal paranın fiyat artılarından dolayı (enflasyondan) değerinin düşmesi veya artması durumunda reel döviz kurlarının hesaplanması gerekmektedir.

Nominal döviz kuru parasal olarak ifade edilmekte DKD= 1DKF'dir. DKD yerli paranın bir biriminin, DKF yabancı para türünden değeridir (Özkan, 2003: 5-6).

Reel Döviz Kuru

Bir ülkenin mallarının ve hizmetlerinin başka ülkelerin malları ve hizmetleri ile değiştirilebileceği oranı gösteren döviz kuruna reel döviz kuru denir ve genellikle ticaret haddi olarak adlandırılır (Bulut 2005, s. 35). Reel döviz kurları nominal döviz kurlarının enflasyondan arındırılmış halidir.

Reel döviz kurunu hesaplama yöntemi ülkeler arasında farklılık göstermesine rağmen ülke içi ve ülke dışı fiyat düzeyleri hesaplama yönteminde ortak payda olarak kabul görmektedir. Nominal döviz kurlarının ülke içi ve dışı enflasyon oranlarından arındırılmasıyla reel döviz kurları hesaplanmaktadır. Reel döviz kurlarının matematiksel gösterimi aşağıdaki gibidir (Sanjar 2007, ss. 10-11).

$$R = E \times P_f / P_d$$

R= Reel Döviz Kuru

E= Nominal Döviz Kuru

P_f= D₁ Enflasyon Oranı

P_d= Yurtiçi Enflasyon Oranı

Reel döviz kurlarının düşmesi veya yükselmesi önemlilik arz etmektedir. Reel döviz kurunun aşırı değerlenmesi yurt içindeki malların ucuzlamasına yurt dışındaki malların pahalılaşmasına neden olmakta, yabancı tüketicilerin ise yerli malların ucuzlamasıyla taleplerinin artmasına neden olmaktadır. Ülke vatandaşları yabancı malların pahalılaşmasından dolayı ithalatı kısararak ihracatı artıracaktır. Tam tersi durumda yani reel döviz kurlarının düşmesiyle yurt içindeki malların pahalılaşmasına neden olmakta, yabancı tüketicilerin yerli malların pahalılaşmasından dolayı taleplerini azaltmalarına neden olmaktadır. Ülke vatandaşları ucuzlayan yabancı mallara taleplerini artırmakta bunun sonucunda ithalatta artı yaşanmaktadır. Kısaca özetlersek; reel döviz kurlarındaki artış net ihracatı olumlu etkilerken reel döviz kurlarında yaşanan düşüş net ihracatı olumsuz etkilemektedir (İşcan 2018, s. 7).

Efektif Döviz Kuru

Birçok ülkede sabit ya da esnek döviz kurlarının kullanılmasıyla beraber döviz kurlarında farklı oranlarda düşüş ve artı yaşanması reel efektif döviz kuru ve nominal efektif döviz kurunun hesaplanmasını başlatmıştır. Ülkelerin birçok yabancı ülke paraları ile karşılımları ticaret rekabetinde önemli rol oynamaktadır. Ulusal paralar bazı yabancı paralar karşısında değer kazanırken diğer yabancı paralar karşısında değer kaybetmektedir. Bu durumda efektif döviz kuru hesaplamalarını zorunlu kılmaktadır.

Nominal efektif döviz kuru hesaplanırken herhangi bir temel yıl seçilmekte ve bu yılın kur değeri baz olarak 100 kabul edilmektedir (Seyidoğlu 2013, s. 80). Nominal efektif kur; dış ticarete ağırlıklı paya sahip ülkelerin parasının oluşturduğu sepette, TL'nin ağırlıklı ortalamasıdır (Özatay 2011, s. 132). Nominal döviz kurunun aksine reel efektif döviz kuru dış ticarete birden fazla ülkeyi ele almaktadır.

Çapraz Kur

Uluslararası piyasalarda kurlar belirlenirken genellikle ABD doları değer olarak seçilmektedir. Genellikle her ülkede ticaret ile uğraşan kurumlar ABD doları ile kendi ulusal parasını döviz kurunu belirlemede değişim aracı olarak kabul etmektedir. Doların döviz piyasalarında önemli yere sahip olması dünya döviz piyasasında değer esası olarak kabul edilmektedir. Kurların dolar cinsinden belirlenmesi ülkelerarasında büyük kolaylık sağlamaktadır. Ülkelerin ABD doları ile ulusal paralarını değişim esası olarak kabul etmeleri

dolar dışındaki iki ulusal paraların hesaplanmasında kolaylık sağlamaktadır. Örneğin; İstanbul’da A piyasasında geçerli olan kur 1\$= 1,60 TL aynı tarihte Frankfurt piyasasında kur 1\$= 0.50€ ise Euro’nun Türk Lirasına karşı çapraz kuru 1€=3.2’dir (Seyidoğlu 2013, s. 85).

Kur Marjı

Kur marjı alış ve satış olarak tanımlanmakta, alış ve satış kurları arasında ortaya çıkan fiyat farklılıklarına da kur marjı denilmektedir (Seyidoğlu 2013, s. 88).

Döviz alış kuru döviz satış kurundan küçük olmaktadır. Büyüklük ve küçüklük bir çok faktöre bağlı olmaktadır. Bu faktörler arasında zaman, dövizin cinsi ve miktarı, müşteri niteliği etkilidir. Yoğun işlem gören döviz cinslerinde kur marjı düşük olurken, yoğun işlem görmeyen döviz cinslerinde kur marjı büyüktür (Singateh 2016, s. 5).

3.2.2. Döviz Kuru Sistemleri

Döviz kurunda meydana gelen değişimlerin ve döviz kurlarında alınan kararların nasıl gerçekleştiğine ilişkin sistemlere döviz kuru sistemleri denilmektedir (Yapraklı 2007, s. 1). Döviz kuru sisteminde alınan kararların serbest kararlarla ya da resmi kararlarla gerçekleşip gerçeklemeyeceği veyahut hangi ölçüde gerçekleşeceği öngören sistemler bütünü olarak tanımlamak mümkündür (Baltaoğlu 2008, s. 46). Döviz kuru sistemleri temelde farklı açılardan sınıflandırılrsa da literatürde “Serbest Döviz Kuru” ve “Sabit Döviz Kuru” iki uç sistemi farklı açılardan içeren “Karma Döviz Kuru” olarak üçe ayrılmaktadır. Gelişmiş, gelişmekte ve az gelişmiş ülkelerin en önemli problemlerinden biri hangi döviz kurunun uygulanacağıdır. Bu konuda farklı görüşlerin olmasına karşın ekonomistlerin genel görüşü olarak tek bir döviz kuru sisteminin her ülkede uygulanamayacağı ve farklı döviz kuru sistemlerinin belli kurallar çerçevesinde uygulanabileceği sonucuna varılmıştır (Özdemir 2010, s. 22). Döviz kurları uygulamasında ülkelerin birçok kriterleri göz önünde bulundurularak belirlenmektedir. Ancak ülkelerin tümünde ortak olan tek kriter “imkansız üçleme” hipotezinin geçerli olmasıdır. Kısaca ülkelerin ekonomik hedeflerinde istikrar, finansal serbestlik ve bağımsız para politikası aynı anda gerçekleşemez.

Sabit Döviz Kuru

Sabit döviz kuru sistemi, Merkez Bankasınca ulusal paranın değerini korumak amacıyla önceden belirlenen ve bu belirlenen kurları belirli süre koruyan ortaya çıkabilecek herhangi

duruma karşın arz ve talep farklılıklarını döviz rezervlerince karşılayan sistem olarak tanımlanmaktadır. Döviz kurları belirli para sepetine göre hesap edilmekte ve kurlardaki değişimler resmi müdahalelerle sağlanmaktadır (Karluk 2007, s. 550). Sabit kur sisteminde en önemli faktör kurların piyasadaki etkileşim sürecinde değişmesine izin verilmeksizin aynı seviyede kalmasıdır. Bunun en eski örneği olarak altın standardı sistemi gösterilmektedir (Seyidoğlu 2007, s. 732). Sabit kur sisteminin bir diğer önemli faktörü ise istikrar sağlamak amacıyla para politikasının kullanılamamasıdır.

Sabit kurlar ikiye ayrılmaktadır. Birincisi tek paraya bağlı sabit kur sistemidir. Tek paraya bağlı sabit kur sistemi özellikle gelişmekte olan ülkelerin kendi uyguladığı para politikası ile güven sağlayamaması durumunda ülke ekonomisinin ve siyasi ilişkilerinin daha yoğun olduğu parası sağlam ülkelere milli parasını bağlamasıdır. Buna en iyi örneklerinden biri olarak ülkelerin paralarını Amerikan dolarına bağlamalarıdır.

Sabit kur sisteminde ikinci olarak bir para sepetine bağlı sabit kur sisteminin benimsenmesidir. Bu sistemi uygulayan ülkeler tek bir yabancı para birimini kabul etmeksizin müttehit (birlik olan) para sepetlerine milli paralarını bağlamaktadır. Ülkelerin birden fazla ülkeler ile ticari ilişkilerinin olması durumunda bir para sepeti belirlenmekte bu para sepeti ulusal paraların ağırlıklı ortalamasının alındığı para sepeti olmaktadır (Karayazı 2004, s. 21).

Tam sabit döviz kuru sistemine baktığımızda; tam dolarizasyon, para kurulu ve para birliği olarak 3'e ayrılmaktadır.

Dolarizasyon; bir ülkenin kendi para biriminden vazgeçerek güçlü ekonomiye sahip ülkenin para birimini benimsemesi ve ülke para birimi olarak kabul etmesidir. Örneğin, Türkiye kendi para birimi olan TL'yi ABD dolarına çıpalamış ve ödeme aracı olarak ABD dolarını kabul ettiğini ilan etmiştir. Dolarizasyon uygulaması iki taraflı olabileceği gibi tek taraflı karar (gayri resmi) ile de gerçekleştirilebilir (Kaya ve Güçlü 2005, s. 10). Dolarizasyon'un ülke bağımsızlığını tehlikeye düşürecek sistem olarak görülmesinin nedeni paranın tek bir ülkenin parasına sabitlenmesi ve o ülkenin enflasyon ve faizine bağımlı kalınması en önemli göstergelerindendir.

Fed'in faiz artışı kararı gelişmekte olan ülkeleri küresel likidite arzı açısından olumsuz etkileyecektir. Faiz artışının ekonomiye en önemli etkilerinden birisi şüphesiz tüketimin

azalmasıdır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde iç tasarruflar ve dış finansman ihtiyacını azaltmak için yabancı yatırımlar artırılmalıdır. Dolarizasyon sistemini benimseyen ülkeler para birimini benimsediği ülkenin ekonomisinde sıkı ilişki içerisinde olmalı bunun yanında dünya ekonomisini de yakından takip etmelidir. Yoksa ülke çıkarlarına aykırı uygulamaların olması durumunda ülke tehlike ile karşı karşıya kalabilir.

Dolarizasyon uygulaması 1904'te Panama'nın ABD dolarını resmi olarak kabul etmesiyle başlamış, Ocak 1999'da on bir Avrupa ülkesi tarafından kabul edilen tek paraya (Euro) geçiş ile daha ilgi çekici sistem olarak görülmüştür. Bu sistem günümüzde benzer düşüncelere kaynaklık etmiş ve ülkelerin yeni para bulması yerine ABD dolarını benimsemesine kaynaklık etmiştir (DeRosa 2006, s. 219).

Para Kurulu; Para kurulu sistemi ülkenin yerli parasını sabit kur sistemine bağlı kalarak yabancı para birimine dönüştürmesidir. Para kurulu 19. yy da İngiltere'de ortaya çıkmış, 1849'da Mauritius'da uygulanmıştır (Aklan 2001, s. 31). II. Dünya savaşından sonra birçok ülke para kurulunu terk ederek Merkez Bankacılığı sistemini benimsemiştir.

Yaşanılan ekonomik krizler nedeniyle para kurulu sistemi uygulamasında bazı değişikliklere gidilmiş kendine özgü uygulama koşullarına geçilmiştir. Sistemin güçlü ve zayıf yönlerinin olması durumunda zayıf yönlerinin azaltılabilmesi için ekonominin yapısı ve yapısal sorunların giderilmesi gerekmektedir (Carlson ve Valev 2001, s. 582). Para kurulunda temel faktör, Merkez Bankası veya hükümetin istediği her anda sabit oranda rezerv para olarak borç senedi, altın gibi çapa para birimlerini ulusal paraya konvertibil sağlamasıdır. Merkez Bankacılığı sistemini benimsemiştir.

Para Birliği; bu kur rejiminde ülkenin diğer ülkeler ile beraber ortak para birimini kullandığı birliğe üye olmasıdır (Müslümov vd. 2003, s. 28). Parasal birlikler politik birlikler ve para birlikleri olarak ikiye ayrılmakta politik birlikler ortak yasa ve paralara sahipken, parasal birlikler yalnızca ortak para politikası otoritesine sahip ülkeler birliğidir. Para birliğinin avantajlarına bakıldığında;

- Yabancı ülkenin para politikasının benimsenmesi,
- Döviz işlemleri maliyetlerinin düşmesi,
- Faiz giderlerinin düşmesidir.

Tüm bu avantajlarının yanında bağımsız para politikasının uygulanamaması ve devalüasyon da rekabetin engellenmesi sakınca olarak görülen iki nedendir. Sabit kur sisteminde kur riski azaldığı için yabancı yatırımlar artı göstermektedir. Sabit kur sisteminde belirsizliklerin azalması faizlerin düşmesini, para arzında beklenmedik değişimlere karşın direnç özelliği göstermesini ve kur düzeyini göz önünde bulundurarak ücret ve fiyat artışları enflasyonun düşmesine olanak sağlamakta kısaca sabit döviz kurunda bu etkenler avantaj sağlamaktadır (Karluk 2007, s. 551).

Sabit kur sisteminin dezavantajlarına bakıldığında ekonomide yaşanabilecek herhangi bir güven problemi ülkeyi krize açık hale getirecektir. Bir diğer dezavantajı yerel paranın yabancı ülkenin parasına sabitlemesi o ülkede yaşanabilecek ani değişimler karşısında ekonomiyi olumsuz etkileyecektir. Sabit kur sistemini benimseyen ülkeler dış ve iç şoklara karşı açık hale gelmekte, ülkelerde yaşanabilecek enflasyon ve deflasyonda olumsuz etkilere karşı korumasız hale gelmektedir. Resmi otoriteler tarafından belirlenen kurların başlangıç düzeyinde aynı kalamaması beraberinde arz ve talepte yaşanan değişiklikler kurlarda gerçek değeri yansıtmamaktadır. Sabit kur sistemini benimseyen ülkelerde ülke parası aşırı değerlenmekte ihracattaki azalış beraberinde ithalattaki artışa neden olmakta ve cari işlemler dengesinde açık meydana gelmektedir (Seyidoğlu 2007, s. 736).

Esnek Döviz Kuru

Milton Friedman'ın 1950'de ortaya attığı tezi 1973'te Bretton Woods Sisteminin çökmesi ile sabit kur sistemini benimseyen ülkelerin sabit kur sistemini terk etmesine neden olmuştur. Esnek kur sistemi Bretton Woods Sisteminin çöküşüyle beraber birçok ülkede uygulanmaya başlamış ve bugüne kadar süregelmiştir.

Esnek kur sistemi sabit kur sistemine karşı görüşte yer alan döviz kuru sistemidir. Esnek kur sistemi “Tam esnek kur” ve “Yönetimli esnek kur” şeklinde 2'ye ayrılmaktadır. Tam esnek kur sisteminde hiçbir devlet müdahalesinin olmayışı döviz kurlarının tamamının piyasalardaki arz ve talebe göre belirlenmesi sistemin temelini oluşturmaktadır (İyiboçkurt 2005, s. 298). Tam esnek döviz kuru sisteminde dış ödemeler dengesinin açık vermesi veya dış ödemeler dengesinin fazla vermesi söz konusu olmayacaktır. Mesela dış ödemeler dengesinde açık yaşıyorsa yani ithalat ihracattan fazla ise döviz kuru yükselecektir. Döviz kurundaki yükseliş dış açığın kapanmasına kadar devam edecektir (İnan 2002, s. 4). Tamamen esnek kur sistemini ülkelerin kullanabilmesi için arz ve talep dengesinin çok iyi

işlemesi gerekmekte ve ülkede enflasyon ya da deflasyona yol açacak durumlarla karşılaşıldığında o ülkeye Merkez Bankası tarafından müdahale edilmesi gerekecektir.

Yönetimli esnek kur sistemine baktığımızda günümüzde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin uyguladığı bir sistemdir. Merkez Bankası'nın kontrolü altında yürütülen kurlar serbest dalgalanmaya bırakılır. Yönetimli serbest kur sisteminin temel faktörü kurların arz ve talebe göre belirlenmesi fakat kurlarda istenilen istikrarın ölçüsüne göre Merkez Bankasının müdahalelerde bulunabilmesidir. Ülkelerin piyasa istikrarından yana olmaları durumunda Merkez Bankası müdahaleleri maksimum düzeyde yoğunlaşırken piyasa mekanizmasından yana olan ülkelerde Merkez Bankası müdahaleleri minimum düzeydedir. Yönetimli serbest kur sisteminde uzun dönemli dalgalanmanın aksine kısa dönemli kur dalgalanmalarının giderilmesi amaçlanır. Esnek kur sisteminin avantajları aşağıda kısaca tanımlanmıştır:

- *Dış Ödemeler Dengesi:* Esnek kur sisteminde dış ödemeler dengesinde yaşanabilecek açık ve fazlalık durumunda kurların serbest dalgalanmaya bırakılması dış dengenin kendiliğinden dengeye gelmesini sağlar (Demir 2007, s. 21).
- *Bağımsız Para Politikası:* Esnek kur sisteminde hedefin kur istikrarı olmaması Merkez Bankası'nın daha etkin para politikası uygulamasına imkan tanıyacaktır (İnan 2002, s. 4).
- *Dış Rezervlere İhtiyacın Azalması:* Sabit kur sisteminde devlet belli miktarda rezerv bulundurması gerekirken esnek kur sisteminde kurları serbest dalgalanmaya bırakmaları rezerv ihtiyacını ortadan kaldırılmıştır. Ödemeler dengesi döviz arz ve talebi arasında sağlanacağından rezerv gereksinimini ortadan kaldırmıştır (İşgülen ve Akyüz 2000, s. 115).
- *Dışsal Şoklara Karşı Direnç:* Eğer bir ülke dışarıda yaşanan şoklardan etkileniyorsa bu sistemi uygulaması avantaj sağlayacaktır. Tam anlamıyla esnek kur sistemi uygulaması yurt dışından kaynaklanan enflasyon ve deflasyon karşısında kurlar hızlı ve tam anlamıyla uyum sağlayacaktır (İnan 2002, s. 4).
- *Bürokrasiye Gerek Duyulmaması:* Esnek kur sisteminde döviz kurlarını belirleme ve kurlarda değişiklik yapma kararını hükümetin almaması ve hükümetin döviz

kurlarını piyasanın işleyişine bırakması bu sistemin etkin kullanılmasını sağlayacaktır.

- *Ani ve Büyük Kur Değişikliklerinde Korunma*: Döviz kurlarındaki arz ve talep dengesinde yaşanan gelişmelere göre değişiklik göstermesi ekonomi üzerinde uzun süreli şok etkisini ortadan kaldırmaktadır (Parasız 2009, s. 361).

- *Ulusal Paranın Gerçek Değerini Kazanması*: Sabit kur sisteminde hükümetlerin kurları belirlemesi ulusal paranın aşırı değerlenmesine neden olmakta o ülkeye ait kaynaklar dünya piyasasında pahalı hale gelmekte bunun sonucu da ithalatın artıp ihracatın azalmasına neden olmakta fakat esnek kur sisteminde bu söz konusu değildir. Ulusal para gerçek değerine yakın olmaktadır (Seyidoğlu 2013, s. 319).

Esnek kur sisteminin dezavantajlarına baktığımızda aşağıda tanımlamak mümkündür:

- *İstikrar Bozucu Spekülasyon*: Esnek kur sisteminin uygulanmasına karşı olanlar ulusal paranın değerinde bir düşme yaşanması sonucunda ileride daha büyük kayıplara uğramamak için ulusal parayı satın güvenilir paralara yatırım yaparlar. İstikrar bozucu spekülasyon paranın değeri düştüğünde satılması paranın değeri arttığında satın alınmasıyla söz konusudur. Spekülatörlerin günlük kur değişimlerine göre hareket etmeleri istikrarsızlığı daha çok tetiklemekte oysaki spekülatörlerin hesaplarını uzun vadede yapmaları istikrarsızlığı giderecektir. Neticede uzun dönemde ulusal paranın değerinin vade değerinin altına düşmesi spekülatörleri bu parayı satın almaya, denge değerinin üzerine çıkması durumunda spekülatörlerin bu parayı satmalarını sağlayacaktır (Salvatore 1998, s. 668-670).

- *Dış Ticaret ve Mali Akımları Caydırma*: Esnek kur sisteminde kurların belirsizliği ticaret ve yatırımları olumsuz etkilemektedir. İş adamları sermayedarlar kurların belirsizliğinden dolayı dış ticaret ve sermaye yapmaktan caymaktadırlar (Karluk 2002, s. 116).

- *Yurt içi Enflasyonu Arttırma*: Kurların yükselmesi ham madde ve gıda maddelerinin fiyatını yükseltmekte maliyetlerin artmasına neden olmaktadır. Kurların düşmesi ücretlerde ve öteki girdilerde düşme meydana getirmemekte enflasyonu hızlandırmaktadır.

- *Esnekliklerin Düşük Olması*: Döviz kurlarında değişiklik olduğunda dış dengenin sağlanması için esnekliğin yüksek olması gerekir. Esnekliğin yüksek olmadığı durumlarda dış dengesizliği giderebilmek için büyük kur değişimleri yapmak gerekir.

Karma Sistemler

Döviz kurları sistemi, esnek kur ve sabit kur olarak ikiye ayrılrsa da uygulamada ikisinin de özelliklerini taşıyan karma sistemler uygulanmaktadır. Esnek kur sisteminde az da olsa resmi otoritelerin müdahalesine maruz kalmaktadır. Sabit kur sistemini benimseyen ülkelere bakıldığında kurlarda az da olsa dalgalanmalar yaşandığı görülmektedir. Karma sistemler bu iki kur sisteminin özelliklerini taşımaktadır.

Gözetimli dalgalanma sisteminde döviz kurları esnek kur sistemindeki gibi döviz piyasasındaki arz ve talebe göre belirlenir. Ancak bunun yanında devlet müdahalesini de kapsamaktadır. Fakat devlet otoriteleri bu müdahaleyi önceden belirlemeyip ekonomik tablolar doğrultusunda o anda karar vermektedir. Müdahalelerin ölçüsüne ve kontrolüne göre ikiye ayrılmaktadır:

Temiz Dalgalanma; Hükümet otoritelerinin döviz piyasasında kısa dönemde yaşanan istikrarsızlığı ve düzensiz dalgalanmaları önlemek amacıyla Merkez Bankası kurların döviz piyasasında serbestçe dalgalanmasına izin verir (Dinler 2006, s. 558).

Kirli Dalgalanma; Bu uygulamada hükümetler ülkenin rekabet gücünü korumak amacıyla döviz alım satım işleminde bulunurlar. Döviz kurlarında resmen belirlenmiş sınırların olmaması hükümetin para alıp satarak işlemleri gerçekleştirmesi kirli dalgalanmaya neden olmaktadır (Karayazı 2004, s. 23).

3.3. DÖVİZ KURLARININ DEĞİŞİMİNİ AÇIKLAMAYA YÖNELİK TEORİLER

1973 yılında bazı sanayileşmiş ülkelerin dalgalanmaya bıraktıkları paralarının ardından uluslararası parasal ekonomide döviz kurlarının oluşumunu açıklamak önemli bir hal almıştır. Bu ilgi temelde döviz kurlarını açıklamanın yanı sıra ulusal hasıla, çalışma düzeyi, fiyatlar ve faiz oranları gibi değişkenlerle döviz kuru arasındaki ilişkileri açıklamaya dayanmaktadır. Ayrıca döviz kurlarını açıklamaya yönelik yaklaşımlar gelecekteki değişmelere yönelik tahminler açısından da önem taşımaktadır (Seyidoğlu 2013, s. 378). Bu bağlamda döviz kurlarındaki değişimi açıklamaya yönelik teoriler Geleneksel ve Modern Teoriler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

3.3.1. Geleneksel Teoriler

Geleneksel teoriler kendi içinde Dış Ticaret Akımları Yaklaşımı ve Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı olmak üzere iki başlık altında incelenmektedir.

Dış Ticaret Akımları Yaklaşımı

Dış ticaret akımları yaklaşımına göre, ulusal paranın değerini o ülkenin mal ithalatı ve ihracatı etkilemektedir. İthalatın, ihracattan küçük olması durumunda dış ticaret bilançosunda fazla oluşmakta ve ulusal paranın dış değeri yükselmektedir. Aksi durumda ise ulusal para değer kaybetmektedir. Bu teori kapsamında bir ülkenin ithalat ve ihracatını etkileyen bütün faktörler paranın dış değerini de etkilemektedir. Bu faktörler arasında iç ve dış ekonomilerde gerçekleşen reel gelir artışları, malların göreceli fiyatları, tüketici tercihlerinin yön değiştirmesi, faktör stokundaki artışlar ve teknolojik gelişme yer almaktadır. Dış ticaret akımları yaklaşımına göre, dış ticaret bilançosunun açık vermesine bağlı olarak ulusal paranın değer kaybetmesi gerekmektedir. Fakat böyle bir durumda ulusal paranın değer kaybetmediği aksine ülke parasının değer kazandığı görülmektedir. Bu çelişki ise yaklaşımın eksikliğini ortaya çıkartmaktadır. Dış ticaret akımı yaklaşımlarında sermaye akımlarının kuvvetli etkisi ihmal edilmektedir (Seyidoğlu 2013, ss. 379-380).

Satın Alma Gücü Paritesi (SGP) Yaklaşımı

İsveçli iktisatçı Gustav Cassel tarafından ortaya atılan satın alma gücü paritesi yaklaşımı bilinen en iyi ve eski döviz kuru teorisidir. Bu yaklaşım, ülke paralarını alabildiği mal ve hizmete göre değerlendiren bir yaklaşımdır. Bir başka tanımlama ile bu yaklaşım, iki ülkenin fiyatlar genel düzeyinin ortak bir para birimiyle ölçülmesi durumunda eşit olduğunu savunan bir görüşü ifade etmektedir. SGP yaklaşımının mantığı, her ülkenin parasının belirli bir miktarda mal ve hizmete yönelik satın alma gücünün olacağıdır. Bu güç, o ülkenin sahip olduğu mal ve hizmete karşılık gelmektedir. Dolayısıyla bir paranın gücü, o ülkede satın alınabilen ürünlere göre değerlendirilmektedir.

Fiyatlar genel düzeyi ve döviz kuru arasındaki ilişkiyi bu yaklaşım, mutlak satın alma gücü paritesi ve nispi satın alma gücü paritesi olarak iki şekilde açıklamaktadır. Mutlak SGP, belirli bir zamanda iki ülke parası arasındaki fiyatlar genel düzeyi oranının ve döviz kurunun birbirine eşit olduğunu ifade etmektedir. Nispi SGP ise, iki ülke arasındaki fiyatlar genel seviyesindeki yüzde değişiminin, döviz kurundaki yüzde değişmeye eşit olduğunu ifade

etmektedir. SGP yaklaşımının uygulanmasında yaşanan bazı sorunlar vardır. Bunlar fiyat endeksi ve temel yıl seçimi olarak bilinmektedir. SGP teorisi uygulanırken, fiyat endeksi seçiminde maliyetler ve fiyat hareketleri açısından hangi göstergenin kullanılacağı tartışma konusu olmaktadır. Bunun yanı sıra Parite hesaplaması için alınacak baz yılının ülkelere göre farklılık göstermesi de önemli bir sorun olmaktadır (Yıldırım 2019, ss. 210-211).

3.3.2. Modern Teoriler

Modern teoriler, Parasalcı Yaklaşım ve Portfolyo Dengesi Yaklaşımı olmak üzere iki başlık altında incelenmektedir.

Parasalcı Yaklaşım

Bu yaklaşım, 1970’li yıllarda Robert Mundell, Jacop Frenkel ve Harry Johnson tarafından geliştirilmiştir. Bu model esnek kur sistemini açıklamak amacıyla ortaya çıkmakta ve sistemin üstünlüklerini ortaya koymaktadır. Parasalcı yaklaşım, para ikamesi ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi açıklamaktadır. Ayrıca bu yaklaşıma göre, bir ülkenin fiyat düzeyi, para talebi ve para arzına göre belirlenmektedir. Dolayısıyla parasal araçlar ve döviz kuru arasında da bir ilişki vardır. Teorinin temel dayanağı SGP teorisi iken döviz kurunun ise para dengesidir. Ayrıca döviz kurunun oluşumunda tam sermaye hareketliliği ve beklentiler oldukça etkilidir. Parasalcı modelde, ücret ve fiyatların tam esnek olduğu durumda ekonomide tam istihdam söz konusudur. Uluslararası piyasalarda ise tek fiyat yasası geçerlidir. Çünkü işlem maliyetleri sıfırdır (Gedik 2014, s. 43).

Parasalcı yaklaşıma göre, para politikası aracılığı ile döviz kuru dengesizliği giderilmektedir. Fakat bu görüş uygulamada gerçeği yansıtmamaktadır. Bu durum ise para talebinde kararlılık olmamasından aynı zamanda SGP teorisinin eksikliklerinden kaynaklanmaktadır (Çağlar 2003, s. 93-94). Parasalcı yaklaşım akım ve stok değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemesi açısından ekonomiye ve portföy dengesi yaklaşımının geliştirilmesine katkı sağlamıştır (Öztürk ve Bayraktar 2010, s. 168).

Portfolyo Dengesi Yaklaşımı

Portfolyo dengesi yaklaşımı, yabancı menkul değerlerde gerçekleşen arz ve talep değişimleriyle döviz kurlarında ortaya çıkan günlük dalgalanmaları açıklamaya çalışan bir teordir. Genel olarak portfolyo dengesi yaklaşımının parasalcı yaklaşımında kapsadığı düşünülse de risk unsuru bakımından birbirlerinden ayrılmaktadırlar. Parasalcı yaklaşımda

bireyler için yerli ya da yabancı menkul değer tutmanın risk açısından hiçbir farkı yoktur. Fakat portfolyo dengesi yaklaşımına göre, bireyler servetlerini, bugünkü alım gücünü geleceğe aktarmak aynı zamanda servetlerini büyültmek arzusu ile çeşitli menkul değerler arasında dağıtmaktadır. Bireyler bu dağıtımı yaparken, kabul edilebilir bir risk seviyesinde portfolyosundan elde etmeyi umduğu maksimum geliri kazanmaya çalışmaktadır. Maksimum gelir kazanma güdüsü ile yatırımcı her menkul değeri risk ve beklenen gelir açısından teker teker karşılaştırmaktadır. Bu bağlamda yatırımcıların gelir-risk dengesi konusunda farklı davranışları söz konusudur (Seyidoğlu 2013, ss. 387-388).

3.4. DÖVİZ KURUNU ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Döviz kurunu belirleyen faktörlerin ortaya konması ekonomide üzerinde çok araştırmaların yapıldığı konulardan biridir. Çünkü reel döviz kuru ve ekonomik kalkınma arasındaki ilişki, tanımsal olarak ve politik kararlar bakımından önemlidir. Reel döviz kurunun istikrarı ve nominal döviz kuru değeri, kalkınmada başarılı performans sergileyen ülkelerin yükselişlerinde önemli etkenlerden biri olarak kabul edilmektedir (Şimşek 2004, s. 113).

Enflasyon Oranı

Fiyatlar ile döviz kurları arasında bir sebep sonuç ilişkisi olduğunu varsayan Satın alma Gücü Paritesi (SGP) yaklaşımına göre, etki fiyatlardan döviz kuruna doğrudur. Örneğin, dış şoklardan kaynaklanan bir fiyat hareketi, gerekli önlemlerin alınmadığı durumlarda ekonominin tamamını etkileyebilir. Bununla birlikte yaşanan bir enflasyon farkı kurlara yansıtılırsa herhangi olumsuzluk olmayacaktır (Akçacı 2006, s. 22-23). Döviz kurları, enflasyon gibi temel makro ekonomik değişkenlerde görülen değişimlerden önemli ölçüde etkilemektedir (Yılmaz 2002, s. 30).

Sosyo-Ekonomik Faktörler

Ekonomik (faiz oranları, enflasyon oranları, ödemeler dengesi vb.) ve politik (politika uygulayıcılarının döviz piyasalarına müdahalede bulunmaları) riskler gibi diğer faktörler de döviz kurunu etkileyebilir. Yatırımcıların riski az olan varlıkları elde tutmak istemelerinden dolayı ekonomileri istikrarlı olan ülkelerin paralarına olan talep dolayısıyla da bu ülkelerin para birimlerinin değerleri artar. Bu gibi davranışlar insanların gelecekle ilgili beklentilerine göre hareket etmelerinde veya geçmişte yaşanan olaylara karşı hareket etmelerinde de görülebilmektedir (Yılmaz 2002, s. 31; Uzunoğlu 2007, ss. 14-15).

Dış Ticaret Politikası

Dış ticaret politikası önemli bir istikrar aracıdır. Ticaret politikaları ile ülkeler yerli endüstrilerini yabancı rekabetten korumayı hedeflemektedirler. Fakat korumacı dış ticaret politikaları cari işlemleri etkilememektedir. Dış ticaret açığı cari işlemler açığının temelini oluşturduğu için reel döviz kuru ile dış ticaret açığı arasındaki fark yeniden sorgulanmaya başlanmıştır. Ülkemizde reel döviz kurunun dış ticareti önemli derecede etkilediğine dair genel bir inanış vardır. Reel döviz kurunun meydana gelen bir artış neticesinde ulusal paranın değer kazanmasıyla başlayan dönemlerde ülkenin uluslararası alanda rekabet gücü zayıflamakta, ihracatı düşmekte, ithal malların ucuzlamasından dolayı ithalatı artmaktadır. Özetle reel döviz kuruyla ithalat arasında pozitif, ihracat arasında ise negatif yönlü bir ilişki mevcuttur. Dış ticaret dengesinde görülen açık veya fazla ya da dış ticaret politikasındaki himayeci veya rekabetçi bir politika değişikliği ülkedeki döviz miktarını etkilemekte ve kurun fiyatını etkilemektedir.

3.5. TÜRKİYE’DE FAİZ ORANINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER

Ülkemizde faiz oranlarını iki önem arz eden ekonomik unsur etkilemektedir. Bu unsurlardan birincisi temel faktörler olarak adlandırılmaktadır. Temel faktörlere bakıldığında; paranın arz edilmesindeki değişimler, paranın talep edilmesindeki değişimler ve enflasyon olduğu görülmektedir. Merkez bankasının bu 3 ekonomik faktör için yaptığı müdahaleler sonunda ülkedeki faiz oranları direkt olarak değişim göstermektedir. Belirtilen üç faktörün dışında ikincil faktörlerde mevcuttur. Bu faktörlere bakıldığında, faizle direkt olarak bir ilişki içerisinde olmadığı ancak dolaylı yoldan faizi etkilediği görülmektedir. Döviz kurundaki değişim, kamunun borçlanmaları ve uluslararası sermaye akımları da ikincil faktörlerdir (Masatçı ve Darıcı 2006, s. 17).

Temel Faktörler

Para Arzındaki Değişmeler

Diğer devletlerde olduğu şekilde Türkiye’de de merkez bankalarının temel işlevleri, iktisadi istikrarın sağlanması ve gerekli durumda para politikaları aracılığı ile fonların arz edilmesinin sağlanmasıdır. Ülkemizin ekonomisindeyse, faizlerin seviyesinin belirlenmesinde paranın arz edilmesi, faizi etkilemekte olan ana faktörlerden bir tanesidir. Türkiye’de paranın arz edilmesini merkez bankası ayarlamaktadır. Paranın arz edilmesinde

oluşabilecek artışlar ve azalışlar, faiz oranlarını direkt olarak etkilemektedir. Bu değişimlerin sonucunda da yatırımların seviyesi değişim göstermektedir. Paraya olan talebin değişim göstermediği durumlardaysa reel paranın arzında oluşan artışlar, ülkedeki faizlerin oranlarını aşağıya çekmektedir. Düşmüş olan faizlerin sonucunda da yatırımların maliyet seviyesi düşeceğinden dolayı, yapılan yatırımların miktarı artış gösterecek ve bu durum da ülkenin gelirlerini olumlu yönde etkileyecektir. Türkiye’de 2000 yılından önceki süreçte Merkez bankası, finansmanın gerekli olduğu durumlarda para basıp finansman sağlamaktayken günümüzde bu durum geçerli değildir (Ekinci 2015, s. 7).

Para Talebindeki Değişmeler

Türkiye’de faizleri etkilemekte olan temel faktörlerden bir diğeryse para talebi olarak karşımıza çıkmaktadır. Hem kişilerin hemde yatırımcının paraya olan talepleri, zaman içerisinde devamlı olarak artış göstermiştir. Bu durumun sonucunda da ülkemizde finansal yatırım araçları gelişim göstermiş ve çeşitlilik artmıştır. Çeşitliliğin artmasının sonucunda da ülkemizde para talepleri raharlıkla karşılanabilir düzeye gelmiştir. Bu durumun sonucundaysa faiz oranının piyasalarda daha düzgün şartta değer kazanmasına neden olmuştur (Algan ve Gencer 2011, s. 197).

Enflasyon

Enflasyon kavramı, ülkelerin ekonomileri üstündeki en önemli hakim güçlerden bir tanesidir. Türkiye’de geçtiğimiz senelerden beridir mevcut olan enflasyonun yüksekliği, faiz oranlarını her zaman etkilemektedir. Faiz ve enflasyon kavramlarının devamlı olarak etkileşim içerisinde olduğu her zaman göze çarpmaktadır. Türkiye’de 2002 yılının sonrasındaki süreçte uygulamaya konan enflasyonu hedeflemeye yönelik politikalarla düşük enflasyon seviyeleri ve bununla ilişkili olarak da düşük faiz oranına ulaşmak hedeflenmektedir (Atgür ve Altay 2013, s. 522).

İkincil Faktörler

Faiz oranlarını etkilemekte olan üç temel faktörün dışında faiz oranlarını dolaylı yoldan etkilemekte olan ikincil faktörler de mevcuttur.

Döviz Kuru

Ekonomilerde etkin durumda bulunan ve bundan dolayı da faiz oranlarını etkileyebilme gücü olan faktörlerden en önemlisi döviz kurudur. Döviz kurunda arz ve talebe dair denge durumu, serbest piyasalarda kendiliğinden oluşmaktadır. Küresel düzeyde oluşabilecek herhangi bir değişim dövizin ülkemizdeki dengesini de değiştirebilmektedir. Faiz oranındaki oluşabilecek değişimlerin tamamı da dolaylı olarak döviz kurunu etkilemektedir. Faiz haddinin yükselmesi nedeniyle Türkiye'ye daha çok miktarda döviz girdisi olacaktır. Bu durumda da Türk lirasına olan talep artış gösterecektir. Tüm bu durumların sonucunda ise Türk lirası değer kazanacak ve yabancı para birimlerinin değerleri de düşüş eğiliminde olacaktır (Şentürk ve Dücan 2014, s. 70).

Ülkemizde artış gösteren döviz kurunun kontrol altına alınması ve ani yükselmelerin önlenmesi için faiz oranlarının yükseltildiği görülmektedir. Faiz oranlarının artış göstermesinin sonucunda Türkiye'de portföy yatırımlarının artış göstereceğine dair beklenti ve bundan dolayı da döviz kurunun düşmesine yönelik bir hedefleme bulunmaktadır (Sever ve Mızrak 2007, s. 270).

Kamu İç Borçlanması

Dolaylı faktörlerden bir diğeriye kamunun borçlanmasıdır. Türkiye'de devletin yapmış olduğu harcamaların artış göstermesinin sonunda finans kaynağı olarak iç borçlanma yapılmaktadır. 2000 yılından önceki süreçte iç borçlanma seviyesi yükseldikçe, faiz oranında yükselmiş ve ödemeye dair vade sayıları azalmaya başlamıştır. 2000'li yıllardan sonraki süreçte ise iç borcun azalmaya başlamasıyla beraber ülkede faiz haddi düşmeye başlamış ve vade süreleri de artmaya başlamıştır (Demir ve Sever 2008, s. 180).

Uluslararası Sermaye Akımları

Türkiye'de faiz oranlarını dolaylı şekilde etkilemekte olan bir başka ekonomik faktörse uluslararası sermayenin akımıdır. Belli süreçlerde yaşanmakta olan iktisadi krizler, ekonomi içindeki toplam talebin daralmasına neden olmakta ve piyasalarda risk durumunun artış göstermesine neden olmaktadır. Bu dönemde karların azalmasından ötürü yabancı yatırımcı, Türkiye'de sürdürmekte olduğu faaliyetleri sonlandırmıştır. Türkiye'den çıkış yapılması nedeniyle likiditenin yetersiz olması durumu oluşmuş ve bu durumun sonucunda da faiz oranları artış göstermiştir.

3.6. DÖVİZ KURU VE FAİZ ORANI İLİŞKİSİ

Döviz kuru ve faiz oranı bir ülke ekonomisinin finansal ve reel yapısına etki eden en önemli makroekonomik göstergelerdendir. Çünkü faiz oranları üretici ve tüketicilerin aldığı kararları yakından etkilerken, döviz kuru ise bir bütün olarak ülke ekonomisinin, dış dünya ile olan ekonomik ilişkilerini etkilemektedir. Dolayısıyla ekonomik büyüme, fiyat düzeyi, dış ödemeler dengesi gibi pek çok unsur döviz kuru ve faiz oranı düzeyinden etkilenmektedir. Bu bağlamda bir ülkenin makroekonomik performansları açısından bu ikilinin önemi oldukça artmaktadır (Karahana ve Çolak 2017, s. 984).

Döviz kuru ve faiz oranları arasında önemli bir etkileşim olmaktadır. Bundan dolayı iktisat literatüründe bu ilişkiye yönelik çalışmalar ve yaklaşımlar bulunmaktadır. Parasalcı modeli açıklayan yaklaşımlara göre, döviz kuru ile faiz oranı arasındaki ilişkide farklılıklar bulunmaktadır. Bu yaklaşımlardan ilki, esnek fiyat modeli diğeri ise katı fiyat modelidir. Esnek fiyat modeli yaklaşımı aynı zamanda Chicago teorisi olarak adlandırılmaktadır. Chicago teorisi, döviz kuru ile nominal faiz oranı arasındaki ilişkinin pozitif yönlü bir ilişki olduğunu öngörmektedir. Bu süreç sermayenin tam serbest, fiyatların ise tam esnek olduğu varsayımında işlemektedir. Teoriye göre, nominal faiz oranında meydana gelen değişimler beklenen enflasyon oranında ortaya çıkan değişimi yansıtmaktadır. Yerli faiz oranının, yabancı faiz oranında yüksek olması durumunda ulusal para değer kaybetmektedir (Dülger ve Cin 2002, s. 50). Dolayısıyla yerli paraya olan talep düşmekte ve ulusal para anında değer kaybetmektedir. Bu durumda döviz kuru yükselmektedir. Sonuç olarak döviz kuru ve nominal faiz arasında pozitif yönlü bir ilişki gerçekleşmektedir.

Bir diğeri yaklaşım katı fiyat modeli yaklaşımıdır. Bu yaklaşım, kısa dönemli bir model ya da Keynesyen teori olarak bilinmektedir. Süreç fiyatların katılığı varsayımında işlemektedir. Teoriye göre, nominal faiz oranlarında oluşan değişiklikler, sıkı para politikasında ortaya çıkan değişiklikleri yansıtmaktadır. Yerli faiz oranının yabancı faiz oranlarına göre artış göstermesi durumunda, fiyatlar seviyesinde bir düşüş yaşanmamaktadır. Yurtiçindeki paranın arz edilmesi, paraya olan talebi karşılamaktadır. Faiz oranının daha üst düzeyde olması ülkeye sermaye girişini sağlamaktadır. Dolayısıyla ülke parası değer kazanmaktadır. Bu açıdan bakıldığında döviz kuruyla faiz oranları arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır (Dülger ve Cin 2002, s. 50).

Döviz kuruyla faiz oranları arasındaki ilişki bir ülkenin ekonomik kesimine dair tüm makroekonomik değişkenleri etkilediği için, olağanüstü durumlarda Merkez Bankası faiz oranlarını kullanarak döviz kurunu kontrol edebilmektedir. Döviz kuruyla faiz oranının aralarındaki etkileşim teorik olarak üç kanalda gerçekleşmektedir. İlk kanala göre, bir ülkedeki faizlerin yüksek olması o ülkedeki finansal varlıkların talebini artırmaktadır. Dolayısıyla döviz arzı artmakta ve ulusal para değer kazanmaktadır. Bu gibi durumlarda yatırımcılar, faiz oranları paritesi sağlanıncaya dek yerli yatırım araçlarına yönelmektedirler. İkinci kanala göre, artan faiz oranları, bankaların ve firmaların faiz yükünü artırmaktadır. Böylece kârlılık oranları azalmaktadır. Bu gibi durumlarda firmaların borç yükü artmakta, nakit akışı yavaşlamakta ve bankaların verdikleri kredilerin geri ödenememesi banka bilançolarını bozmaktadır. Bu sebeple ekonomik aktiviteler yavaşlamakta ve beklentiler kötümser bir hal almaktadır. Sonuç olarak ise ulusal para değer kaybetmektedir. Üçüncü kanalda ise faiz oranlarında gözlenen artış, kamu maliyesinde faiz yükünü arttırmaktadır. Ayrıca yüksek faiz oranları enflasyonist bekleyiş ile birlikte risk algısını da arttırmaktadır. Böylece ulusal para değer kaybetmektedir (Karacan 2010, s. 73).

Döviz kurlarının faiz oranlarında meydana getirdiği etki dolaylı yolla gerçekleşmektedir. Bu etkiye sebep olan ise ithalat ve ihracattır. Döviz kurundaki artışlar, esnek kur rejimi uygulayan ülkelerde ihracatı artırmaktadır. Böylelikle milli gelirde bir artış görülmektedir. Buna bağlı olarak para talebi artmakta ve faiz oranları yükselmektedir. Diğer taraftan döviz kurunda görülen azalışlar ihracatı azaltmaktadır. Buna paralel olarak milli gelirde de azalmalar yaşanmaktadır. Milli gelirin azalması ise para talebini azaltmaktadır. Bu durumda faiz oranları düşmektedir (Demirgil ve Türkay 2017, s. 911).

3.6.1. Türkiye’de 1980 Sonrası Döviz Kuru ve Faiz Politikaları İlişkisi

1980 yılına krizle giren Türkiye ekonomisi, bu yıla kadar ithal ikamesine dayalı bir ekonomi politikası uygulamaktadır. Fakat 1980 yılında yürürlüğe giren yeni istikrar programı ile birlikte ithal ikamesine dayalı ekonomi politikasını terk ederek, ihracatı ön plana çıkarmıştır. 24 Ocak 1980 yılında alınan kararlar Türkiye ekonomisi için değişim tarihi olmakla birlikte, alınan kararlar doğrultusunda Türkiye’nin ekonomik anlamdaki anlayışı da değişerek serbest piyasa ekonomisine geçilmiştir. Bununla birlikte oluşturulan politikalar ile fiyat sisteminin serbestleştirilmesi, faizlerin serbest bırakılması, ihracatın ve yabancı sermaye girişinin artması amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda 1980 yılının Temmuz ayında faiz oranları

serbest bırakılmıştır. Bu karar döviz kuru üzerinde dolaylı olarak etki göstermiştir. Böylece faiz ve döviz kuru ilişkisi Türkiye ekonomisinde etkili bir biçimde çalışmaya başlamıştır (Mutlu 2006, s. 25-26).

1981 ve 1982 yıllarında yüksek pozitif değerlere ulaşan reel faiz oranları ve TL'nin yabancı paralar karşısında yaşadığı değer kaybı para talebinin artmasına sebep olmuştur. Parasal genişlemenin kontrol edilmesi şeklinde uygulanan para politikası ise bu yıllarda yaşanan fiyat artışlarının yavaşlamasına katkı sağlamıştır.

1983 yılından itibaren yaşanan siyasi olaylar sonucunda ortaya çıkan negatif faiz seyri ile birlikte yabancı para talebinin artması 1988 yılında yeni önlemlerin alınmasını gerekli kılmıştır. Bu önlemler ile Türk Lirasından kaçışı önlemek ve yabancı para talebini azaltmak için Merkez Bankası piyasaya dolar sürmüştür. Ayrıca faiz oranlarını serbest bırakarak belirleyen Merkez Bankası döviz mevduatına uygulanan zorunlu (munzam) karşılık oranını da yükseltmiştir (Karaçor 2012, ss. 116-117).

1989'da TL'nin 32 Sayılı Karar ile konvertibl hale gelmesi, döviz kuru sisteminin esnekliğini artırmış ve gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye hareketlerini alışılmadık şekilde serbestleştirmiştir. Ayrıca 32 Sayılı Karar, hükümetin faiz ve döviz kuru üzerindeki kontrolünü yitirmesine sebep olmuştur. 1989'dan sonra Türkiye ekonomisinde faiz oranlarının döviz kurunda meydana gelen değişim oranından daha fazla olması sebebiyle kısa dönemli sermaye girişinde artışlar yaşanmıştır. Bu artış ise TL'nin aşırı değer kazanmasının yanı sıra ödemeler bilançosunun açık vermesine yol açmıştır. İthalatta artış yaşanırken, ihracatta azalma gözlemlenmiş ve 1993'te dış ticaret açığı en yüksek düzeye ulaşmıştır (Hepaktan vd. 2011, s. 65).

1994 yılında kamu açıklarının yüksek olmasına rağmen faiz oranlarının düşük tutulması, devlet iç borçlanma senetlerine yönelik talebin düşmesi ve piyasada oluşan fazla likiditenin dövizde yönelerek kur üzerinde aşırı bir baskı oluşturmasıyla sonuçlanmıştır. Bu gelişmeler ise döviz rezervlerinde büyük bir azalmayı beraberinde getirmiştir. Merkez Bankası'nın yalnızca açık piyasa işlemlerini kullanarak döviz kuru ve faiz oranı ilişkisini istikrara kavuşturamaması sebebiyle 1994 yılının başlarında Türkiye ekonomisi kriz ile karşı karşıya kalmıştır (Yıldırım 2003, s. 90).

1994 yılında yaşanan krizde, kamu borçlanma gereğinin arttığı sırada faizlerin düşürülmesi, TL'den kaışı başlatmıştır. Bu durum ise dövize karşı bir hücum başlatıp TL'nin değeri kaybetmesi ile sonuçlanmıştır. Döviz kurunda yaşanan yükselmeler sebebiyle krediler geri ödenmeyip batık kredilerde yükselmeler görülmüş ayrıca ithalata dayalı işlem yapan birçok şirketin iflasına sebep olmuştur (Toprak 2010, s. 3). Sonuç olarak yaşanan bu krizle birlikte, döviz fiyatları ve faiz oranları yükselmiş, beklentiler olumsuz etkilenmiş ve kısa vadeli sermaye hareketleri ekonomik dengeyi bozmuştur (Cinel 2018, s. 59).

1997 yılında yaşanan Güney Doğu Asya Krizi ve 1998 yılında yaşanan Rusya Krizi, Türkiye ekonomisinde sıcak para tedirginliğine yol açmıştır. Ayrıca 1999 yılında yaşanan siyasi belirsizlikler ise ekonomik dengeye olumsuz bir biçimde yansımıştır (Işık vd. 2006, s. 251). Bu yıllarda Merkez Bankası rezervleri belirli ölçüde gerilemiş ve faiz oranlarında sıçramalar görülmesine rağmen finansal kriz olarak nitelendirilecek şekilde büyük dalgalanmalar görülmemiştir (Uysal vd. 2008, s. 53).

Türkiye ekonomisi 1999 yılının sonunda döviz kuru çapasına dayalı yeni bir istikrar programı uygulamaya başlamıştır. Bu program kamu dengesi performans kriterlerine olumlu yansımış aynı zamanda bankacılık alanında da yapısal reformları beraberinde getirmiştir. Bu durum ise bankaları açık pozisyonlarını kapatmaya zorlamıştır. Dövizdeki talep karşılamak adına Türk Lirasına olan talep artmıştır. Faizler artış seyri göstermiştir. Artan faizler ellerinde DİBS (Devlet İç Borçlanma Senetleri) olan bankaların likidite bulma sorunlarına neden olmuştur. Yaşanan likidite sıkışıklığı Kasım 2000 Krizi'ni ortaya çıkarmıştır (Alacahan 2011, s. 108-109).

2000 yılında yaşanan krizi Merkez Bankası faizleri yükselterek, döviz satarak ve IMF'nin sağlamış olduğu Ek Rezerv Kolaylığı sayesinde atlattır. Böylece Merkez Bankası sabit kuru sürdürme sözüne bağlı kalmıştır. Sonuç olarak yüksek faiz oranları ile sağlanan bu durum ciddi bir maliyete sebep olmuş gerek kamu gerekse özel bankaların ciddi düzeyde zararları ortaya çıkmıştır (Kansu ve Baydur 2008, s. 36).

Türkiye ekonomisinde özellikle 2001 krizi öncesinde özel sektörün açık pozisyonları, enerji fiyatlarının yükselmesi, kuru sürdürmenin maliyetini yüksek faizler yüzünden sürekli olarak artırmıştır. Yükselen faizler bir taraftan maliyetleri arttırırken diğer taraftan yerli paranın değerlenmesi ile ithalatın artıp ihracatın azalmasına sebep olmuştur (Karacan 2010, s. 82).

2001 Krizinde, faiz oranları temel değişken olarak önemli bir rol oynamıştır. IMF'nin destek verdiği döviz kuru çapasına dayalı programların uygulandığı bazı ölkelerde de tecrübe edildiği gibi bu programın terk edilmesiyle yüksek faizler ve baskılanan kur, kısa vadeli sermaye giriş çıkışlarının kontrolsüz olması 2001 yılının şubat ayında yaşanan krizi de beraberinde getirmiştir (Kahraman 2012, s. 199).

21 şubat 2001 tarihinde gerçekteşen krizin, Kasım 2000'de yaşanan krize kıyasla Türkiye ekonomisi üzerindeki etkisi daha derin olmuştur. 21 şubat 2001'de ortalama gecelik faizlerin artması ve Merkez Bankasının yüksek miktarda döviz rezervi kaybetmesiyle beraber uygulanan kur ve para politikalarından vazgeçilerek dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının hazırlanması ve IMF ile yeni bir anlaşmanın yapılması 2001 Mayıs itibari ile faiz oranları üzerinde olumlu etki göstermiştir. Ayrıca faiz oranları üzerinde yaşanan düşüş 2002 yılı boyunca devam etmiştir.

2003 yılında Türkiye ekonomisinde pozitif yönde önemli gelişmeler meydana gelmiştir. ABD Merkez Bankası dış ticaret açığına kısıtlamak ve büyümeye teşvik etmek adına faiz oranını düşürmüştür. Bunun sonucunda ise Dolar karşısında Türk Lirası değer kazanmıştır. Türk Lirasına olan güven artmıştır. Dolayısıyla Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının rezervlerinde artış görölmüştür (Turan 2015, s. 227).

Türkiye'de 2003-2008 dönemlerine bakıldığında faiz oranları dönem başında %44 seviyelerinde görölürken dönem sonunda %15'e düşmüştür. 2003, 2005 ve 2008 yıllarında Merkez Bankası faiz silahını az oranda fakat sık sık kullanırken 2004, 2006 ve 2007 yıllarında pek fazla faiz değişimine gitmemiştir. Yine aynı dönem için döviz kurları incelenecek olursa, 2005 yılına kadar Türkiye'de döviz kurunda ciddi bir değerlenme görölmüştür. Reel kur yaklaşık olarak %42 civarında değerlenmiştir. Fakat AB ile alınan müzakere tarihi ve Türk Lirasından atılan altı sıfır sonucunda yabancı sermaye hareketlerinin hız kazanması ve yerli aktörlerin Türk Lirasına dönüşü döviz kurunda bir gerileme meydana getirmiştir (Karaçor ve Alptekin 2006, s. 314-319). 2006 yılında döviz kurunun piyasa arz ve talebi tarafından belirlenmesi hedeflenmiştir. Arz ve talebin belirleyicileri ise uygulanan politikalar, bekleyişler ve yapısal reform sürecindeki ekonomik temeller olarak nitelendirilmiştir. Bu doğrultuda Merkez Bankası 2006 yılında kurda meydana gelen aşırı oynaklıklar üzerine döviz alım satımı yaparak doğrudan müdahale etmiştir. 2007 yılında reel

kur önemli ölçüde artış gösterirken 2008 yılında ise reel efektif döviz kur düzeyi istikrarsız bir seyir göstermiştir.

2008 yılında yaşanan küresel kriz Türkiye ekonomisinde likidite akışında sorunlara neden olmasının yanı sıra güven ortamının bozulması gibi bazı olumsuzlukları da beraberinde getirmiştir. Bu sebeple TCMB Kasım 2010'dan itibaren finansal istikrar çerçevesinde faiz politikasını geliştirmiştir.

2010 ve 2011 yıllarında Merkez Bankası toplam yurt içi talebi kısıtlamak adına faiz koridorunu yukarı yönde genişletmiştir. Bunun sonucunda ise döviz kurunda düşüş yaşanmıştır. Dolayısıyla dış ticaret açığı azalmıştır. 2012 yılında ise yurt içi talebin azalmasına yönelik yaşanan endişe ile Merkez Bankası önceki yıllarda yukarı yönde genişlettiği faiz koridorunun üst seviyesini tekrar daraltmıştır. Döviz kuru yükselmiş ve dış ticarete beklenen gelişmeler yaşanmıştır (Sümer 2020, s. 57).

2013 yılında TL'nin değer kaybının devam etmesi Merkez Bankasının da sıkı para politikası uygulamasına devam etmesini gerekli kılmıştır. Ayrıca yaşanan bu olumsuzluk 2014 yılında da varlığını sürdürmüştür. TL'nin değer kaybetmesiyle risk priminde artış gözlemlenmiştir. Merkez Bankası TL'nin değer kaybını önlemek için parasal sıkılaştırma yapmaya devam etmiştir. Bu doğrultuda bir haftalık repo faiz oranları artırılarak ekonomik dengeye tekrardan ulaşılması hedeflenmiştir (Duramaz ve Dilber 2015, s. 35-36).

2015 yılında TCMB ekonomide izleyeceği politikaları 'Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası' ile net bir şekilde açıklamıştır. Bu yol haritasında üç ana nokta esas alınmıştır. Bunlardan biri finansal istikrara yöneliktir. Bu çerçevede TL'nin yabancı paralar karşısında değerinin artırılması hedeflenmiş ve yabancı para cinsinden tutulan fonlara ekstra faiz tedbirleri uygulamaya konulmuştur (Doruk 2019, s. 118).

Türkiye ekonomisi 15 Temmuz 2016'da yapılan darbe girişimi sebebiyle olumsuz etkilenmiştir. Bu süreçte kendi iç dinamiklerinde yaşanan olumsuzlukların yanı sıra küresel anlamdaki gelişmeler de ülke ekonomisi üzerinde etki göstermiştir. Amerika Merkez Bankası'nın faiz artırımı sürecine girmesine yönelik beklentiler gelişmekte olan piyasalarda negatif bir algı yaratmıştır. Dolayısıyla bu durum doların diğer para birimleri karşısında değerinin artmasına sebep olmuştur. Türk Lirası da bu genel trend içinde yer alarak değer

kaybetmiştir. Döviz kurunda yaşanan artış dış ticareti olumsuz etkilemiştir. İhracat ve ithalatta gerileme yaşanmıştır.

Döviz kurunda görülen artış eğiliminin 2017’de de devam etmesi, TCMB’nin faiz koridorunu yukarı yönde genişletmesini gerekli kılmıştır. Bunun sonucunda kurda düşüş yaşanmış ve dış ticaret açığı kapanmıştır. Fakat üretimin gerçekleşmesinde ara malı payının yüksek olması genel olarak 2010-2017 dönemlerinde faiz koridorunun dış ticaret üzerindeki etkisini kısıtlamıştır (Sümer 2019, s. 63).

2018 yılı Türkiye ekonomisinde, parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini artırmak ve döviz kurunda yaşanan aşırı oynaklıkları gidermek için önemli adımlar atılmıştır. Bu doğrultuda TCMB para politikasının operasyonel çerçevesinde sadeleşme sürecini tamamlamıştır. Yeni çerçeveye göre bir haftalık repo faiz oranları politika faizi olmuştur. TL’nin hızlı bir şekilde değer kaybetmesi sonucunda TCMB finansal ve fiyat istikrarını desteklemek amaçlı parasal sıkıştırmaya giderek bir haftalık repo faiz oranlarını yükseltmiştir. 2018’in Eylül ve Ekim aylarında TL’de görülen oynaklık gerilemiştir. Ayrıca Eylül ayında parasal sıkılaşmaya gidilmesinden sonra uzun vadeli faiz oranlarında da belirgin bir düşüş yaşanmıştır.

Son olarak Türkiye ekonomisinde özellikle 2019 Ağustos’ta 1\$=5,47 TL ile dip yapan döviz kuru, bazı iç ve dış etkenlerin yanı sıra Merkez Bankasının 400-500 baz aralığında faizleri indireceği söylentisinin yayılması ardından yeniden yükselişe geçerek aynı ayın sonunda 5,83 ile zirve yapmıştır. Sonrasında iç ve dış etkenler sebebiyle inişli çıkışlı bir trend gözlemlense de kurun genel eğilimi düşüş yönünde olmuştur. Bu dönemde ABD ile ilişkilerin olumlu yönde ilerlemesi ve buna Merkez Bankasının 250-300 civarında faiz indirimine gitme beklentisi kurda bir gerileme yaşanmasına sebep olmuştur.

Tablo 3.1: Türkiye’de Döviz Kuru ve Faiz Oranları (2003-2019)

Yıllar	TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru	3 Aya Kadar Vadeli Mevduat Faiz Oranı
2003	101,23	38,79
2004	102,28	22,41
2005	119,46	17,05
2006	109,85	17,08
2007	127,72	18,26
2008	111,15	18,28
2009	113,68	11,65
2010	120,22	8,93
2011	103,56	9,01
2012	111,17	9,82
2013	101,09	7,74
2014	105,86	9,86
2015	99,16	10,55
2016	93,58	11,10
2017	86,32	12,32
2018	76,37	18,04
2019	76,22	18,71

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi.

4. BÖLÜM: DÖVİZ KURU VE FAİZ ORANLARININ BİST100 ÜZERİNE ETKİSİ

4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Sermaye yönetimi ve sermaye artırımı(yatırım) konularında finansal kurumlar önem arz etmektedir. Birey ve tüzel kişilikler kendi araştırmalarına dayanarak ya da finansal kurum ve kuruluşların tavsiyelerine dayanarak sermayelerini finansal piyasalarda değerlendirebilmektedirler. Bu sermayenin bir bölümü Borsa İstanbul'da işlem görmektedir. Özellikle yastık altı diye tabir edilen bireysel yatırımcıların sermayelerinin borsalarda işlem gören hale gelmesi ülke ekonomisi için büyük önem arz etmektedir. Bu sayede işlem görmeyen bir kesim likidite açığa çıkmış olacak ve ülke ekonomisine katkı sağlayacaktır. Bununla da kalmayıp şirketlere yaratılan likidite, yeni yatırımlara ve istihdama sebep olacaktır.

Makro ekonomik göstergelerdeki değişimler ve aşırı dalgalanmalar Borsa İstanbul'a akredite firmaları ve yatırımcılarını olumlu ya da olumsuz olarak etkilemektedir. Döviz kuru, faiz oranları, GSYH ve cari denge gibi değişkenlerdeki değişimler Borsa İstanbul'u olumlu ya da olumsuz etkileyebilmektedir.

Çalışmanın amacı bireysel ve kurumsal BIST100 yatırımcılarına, Döviz ve Faiz oranlarının belirli süre zarfında endekse etkisini ekonometrik analiz yöntemi ile açıklamaktır.

4.2. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ VE EKONOMETRİK ANALİZ

Çalışmada, temel makroekonomik değişkenler olarak adlandırdığımız döviz kuru ve faiz oranlarının belirli bir süre zarfında BIST100 endeksi ile ilişkisi analiz edilmektedir. Analiz için Eviews11 adlı ekonometrik analiz programı kullanılmaktadır. Analiz için kullandığımız zaman serimiz 2009:01-2019:09 dönemidir. Analimiz için Faiz oranı (FAİZ), Döviz kuru (DÖVİZ) ve BIST100 endeksi (BORSA) kullanılmaktadır. Ana değişken olan BIST100 endeksinin logaritması alınıp birim kök testleri uygulanacak olup, faiz ve döviz değişkenlerine düzey değerlerinde sınamalar yapılacaktır. (Dirican ve Canoz, 2017: 383).

Belirlenen hipotez altında analizlerde kullanılan temel model şu şekilde belirlenmiştir;

$$\ln \text{BORSA}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{FAİZ}_t + \beta_2 \text{DÖVİZ}_t + \varepsilon_t$$

Analiz için Tablo 4.1’deki gibi lnBORSA, FAİZ ve DÖVİZ değişkenleri kullanılmış ve tüm veri setleri Borsa İstanbul, TCMB ve TÜİK veri tabanlarından alınmıştır. Resmi kurumlardan temin edilen verilen güvenilirliği aynı zamanda ekonometrik analiz sonuçlarının güvenilirliğini de temsil etmektedir.

Temel hipotezi test etmek için öncelikle ADF (Augmented Dickey Fuller), PP (Phillips-Peron) ve Zivot-Andrews birim kök testleri ardından değişkenler ile zaman serisi arasındaki ilişkiyi kavrayabilmek için ARDL sınır testi ve son olarak değişkenler arasındaki etkileşimi anlayabilmek için VAR (Vektör Otoregresyon) analizi yapılmıştır.

Tablo 4.1. Değişkenler ve Katsayıları

Değişkenler	Açıklama	Kaynaklar
lnBORSA	Borsa Endeksi	Borsa İstanbul
FAİZ	Faiz Oranı	TCMB
DÖVİZ	Döviz Kuru	TÜİK

4.3. EKONOMETRİK YÖNTEM VE METODOLOJİ

Analiz kısmında, faiz ve döviz değişkenleri ile BİST100 endeksinin belirli süre zarfındaki ilişkisi test edilmektedir. Metodoloji;

- Hipotezin uygulanacağı değişkenlerin veri seti tanıtılmakta,
- Hipotezin uygulanacağı model tanıtılmakta,
- Değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri belirlenmekte,
- Belirtilen birim kök testleri sırası ile yapılmakta,
- Değişkenler ile zaman serisi arasındaki korelasyona ARDL sınır testi ile bakılmakta,
- Son olarak değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin tespiti için VAR(Vektör Otoregresyon Analizi) analizi gerçekleştirilmektedir.

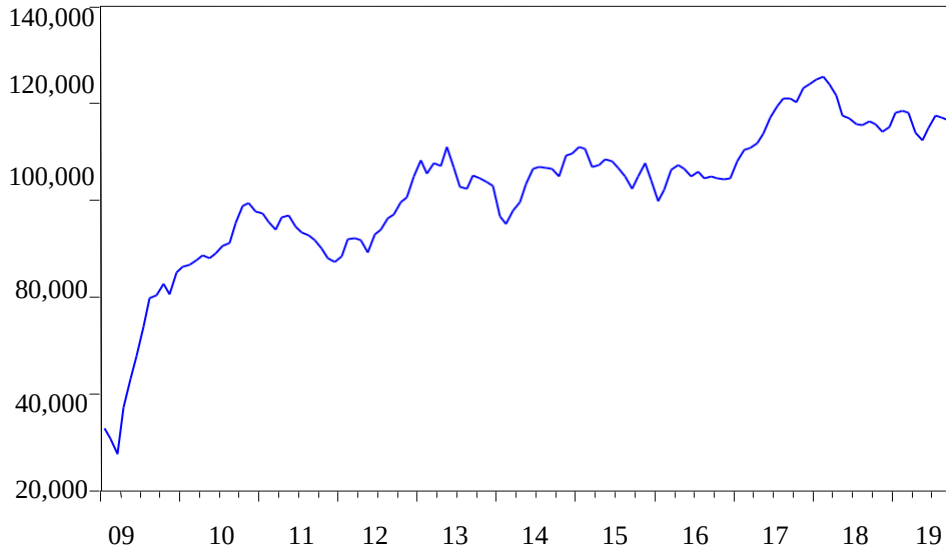
4.4. ARAŞTIRMANIN BULGULARI VE SONUÇLARI

4.4.1. Değişkenlere Ait Tamamlayıcı İstatistikler

Analiz için kullandığımız verilerimiz InBORSA, FAİZ ve DÖVİZ olup bu verilerin normalliği Jarque-Bera'ya göre tespit edilmiştir. Tablo 4.2'deki sonuçlar, literatürde kabul edilen 3 değerine göre, kullanılan seri sağa çarpık ve sivridir. (Kapusuzoğlu ve Karan, 2010:61-62).

Tablo 4.2. Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri

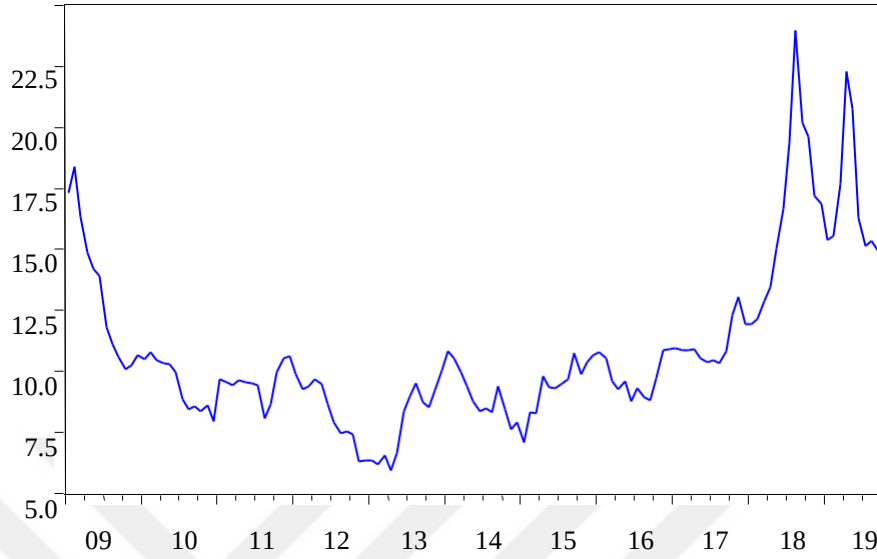
	Gözlem	Ortalama	Maksimum	Minimum	Std. Sp.	Çarpıklık	Basıklık	Jarque-Bera
InBORSA	129	11.29	11.71	10.15	0.29	-1.23	5.28	60.85
FAİZ	129	9.96	23.98	5.95	3.45	1.53	5.20	76.60
DÖVİZ	129	2.38	6.53	1.16	1.08	1.45	4.98	68.01



Şekil 4.1. Yıllara Göre Borsa Endeksi

Değişkenlerimiz arasında en kırılgan olan BİST100 (Borsa endeksi) uzun vadeli bakıldığında genel olarak yükseliş trendinde olsa da ara ara kırılmalar yaşamaktadır. Her türlü makroekonomik, siyasi ve coğrafi tüm etkenlerden en çok etkilenen değişkenimizdir.

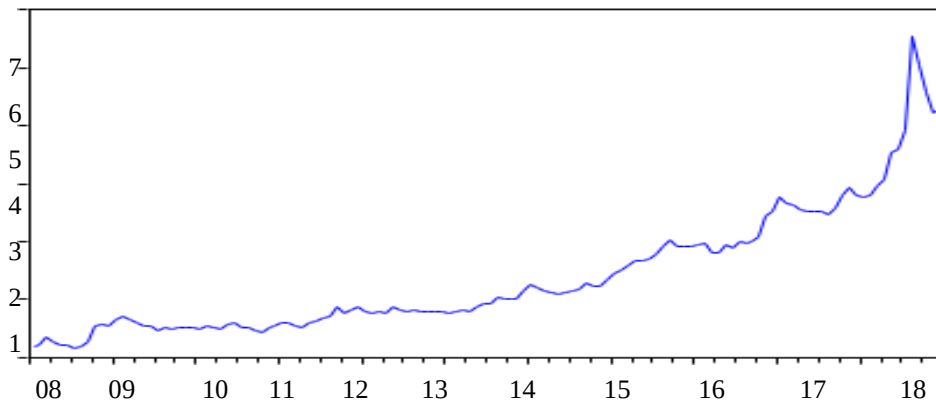
Endeksin yaşadığı kırılmalar aslında yatırımcılara sürekli olarak yeni fırsatlar doğurmaktadır.



Şekil 4.2. Yıllara Göre Faiz Değişkeni

2009-2019 arası faiz değişkeni grafiğine baktığımızda küresel krizden çıkılan dönem (2009) ve başkanlık sistemine geçiş (2018) arası dönem düşük faiz oranları göze çarpıyor. Düşük faiz beraberinde istikrarlı büyüme rakamlarını getirse de bu süreç çok uzun sürmemiş ve 2018 sonrası radikal bir yükselişle faiz oranları 20 bandına kadar yükselmiştir.

Amacı ekonomik istikrarı sağlamak olan TCMB'nin piyasalara müdahale etmek için en sık kullandığı enstrüman olan faiz, en kırılgan değişkenimizdir.



Şekil 4.3. Yıllara Göre USD/TRY

Şekil 4.3. incelendiğinde ilk göze çarpan, döviz kuru değişkeninin kriz yılı olan 2008'den başlayarak 2018 yılı ilk çeyreğine kadar sürekli olarak artan bir trend içerisinde olmasıdır.

4.4.2. Ekonometrik Bulgular

Değişkenler arasında bir ilişkinin varlığından söz edebilmemiz için öncelikle birim köke ulaşmamız (durağanlığı test etmemiz) gerekir. Birim köke ulaşabilmek adına ADF-PP ve Ziwot-Andrews birim kök testleri uygulanmıştır.

4.4.2.1. ADF-PP Birim Kök Testleri

Tablo 4.3.'de görülen ADF birim kök testinin sabitli ve sabitli trendli model sonuçlarına göre; iki modelde de değişkenler genel olarak düzey değerlerinde birim köklü iken birinci dereceden farkları alındığında durağan hale geldiği görülmektedir.

ADF birim kök test sonuçlarına göre;

- Borsa değişkeni; düzey değerinde sabitli modelde birim köklü iken birinci dereceden farkı alındığında %1 düzeyinde durağan hale gelmiştir. Sabitli ve Trendli modelde ise düzey değerinde %5 düzeyinde durağan iken birinci dereceden farkı alındığında %1 düzeyinde durağanlaşmıştır.
- Faiz değişkeni; hem sabitli hem de sabitli-trendli modelde düzey değerlerinde birim köklü iken birinci dereceden farkı alındığında sabitli modelde %1 düzeyinde sabitli-trendli modelde ise %5 düzeyinde durağanlaşmıştır.
- Döviz kuru değişkeni, sabitli modelde düzey değerinde %5 düzeyinde durağan iken birinci dereceden farkı alındığında %1 düzeyinde durağanlaşmaktadır. Ayrıca sabitli ve trendli modelde düzey değerinde birim köklü iken birinci dereceden farkı alındığında %1 düzeyinde durağanlaşmaktadır.

Tablo 4.3. ADF Birim Kök Test Sonuçları

Sabitli					Sabitli ve Trendli			
Düzy			Birinci Fark		Düzy		Birinci Fark	
	T-istatistiği	Olasılık Değeri	T-istatistiği	Olasılık Değeri	T-istatistiği	Olasılık Değeri	T-istatistiği	Olasılık Değeri
lnBORSA	-2.14(12)	0.2274	-4.09(11)	0.0014*	-3.51(12)	0.0427**	-4.20(11)	0.0060*
FAİZ	-1.08(10)	0.7207	-3.74(9)	0.0046*	-1.87(10)	0.663	-3.70(9)	0.0259**
DÖVİZ	-3.07(1)	0.0314**	-8.88(2)	0.0000*	-3.12(1)	0.104	-9.03(2)	0.0000*

Tablo 4.4’de görülen PP birim kök testin sabitli ve sabitli trendli model sonuçlarına göre; sabitli ve sabitli trendli modellerde değişkenler genel olarak düzey değerlerinde birim köklü iken birinci dereceden farkları alındığında durağan hale geldiği görülmektedir. PP birim kök test sonuçlarına göre;

- Borsa değişkeni; düzey değerinde sabitli modelde %1 düzeyinde durağan iken birinci dereceden farkı alındığında (daha yüksek oranda) %1 düzeyinde durağan hale gelmiştir. Sabitli ve Trendli modelde ise düzey değerinde %5 düzeyinde durağan iken birinci dereceden farkı alındığında %1 düzeyinde durağanlaşmıştır.
- Faiz değişkeni hem sabitli hem de sabitli-trendli modelde düzey değerlerinde birim köklü iken birinci dereceden farklı alındığında her iki modelde de %1 düzeyinde durağanlaşmıştır.
- Döviz kuru değişkeni, sabitli modelde düzey değerinde birim köklü iken birinci dereceden farkı alındığında %1 düzeyinde durağanlaşmaktadır. Ayrıca sabitli-trendli modelde düzey değerinde %5 düzeyinde durağan iken birinci dereceden farklı alındığında %1 düzeyinde durağanlaşmaktadır.

Tablo 4.4. PP Birim Kök Test Sonuçları

	Sabitli				Sabitli ve Trendli			
	Düzy		Birinci	Fark	Düzy		Birinci	Fark
	T- istatistiği	Olasılık Değeri	T- istatistiği	Olasılık Değeri	T- istatistiği	Olasılık Değeri	T- istatistiği	Olasılık Değeri
lnBORSA	-3.50(1)	0.0093*	-8.23(1)	0.0000*	-3.58(2)	0.0348**	-8.49(1)	0.0000*
FAİZ	-2.23(5)	0.1955	-9.13(10)	0.0000*	-3.05(9)	0.1268	-9.31(12)	0.0000*
DÖVİZ	-3.84(4)	0.0032	-22.0(17)	0.0000*	-3.80(3)	0.0195**	-29.76(2)	0.0000*

4.4.2.2. Zivot-Andrews Birim Kök Testi

Son olarak yapısal kırılmalara izin veren Zivot-Andrews birim kök testi uygulanmıştır. Zivot-Andrews birim kök testi sonuçlarına göre;

- Model A’da; sadece döviz kuru değişkeni birim köklü çıkmıştır. Borsa değişkeni %10 düzeyinde durağandır. Faiz değişkeni ise düzey değerlerinde %1 anlamlılık seviyesinde durağandır. Döviz kuru ve borsa değişkenlerinin birinci dereceden farkı

aldığında ise her iki değişkenin de %1 anlamlılık seviyesinde durağanlaştığı görülmektedir.

- Model C’de ise; tüm değişkenlerin durağan olduğu söylenebilir. Döviz değişkeni %1 düzeyinde durağan iken borsa ve faiz değişkenlerinin %10 düzeyinde durağan olduğu fakat birinci dereceden farkları alındığında ise %1 düzeyinde durağanlaştığı söylenebilir.

Tablo 4.5. Zivot-Andrews Birim Kök Testi Sonuçları

	Model A		Model C	
Değişkenler	Min. t stat.	Kırılma 1	Min. t stat	Kırılma 1
lnBORSA	-4.87***	2012:06	-5.01***	2017:05
FAİZ	-5.42*	2018:02	-4.95***	2018:02
DÖVİZ	-4.44	2011:04	-5.68*	2011:05
ΔlnBORSA	-8.99*	2010:11	-9.35*	2012:01
ΔDÖVİZ	-9.17*	2016:12	-9.28*	2016:04

4.4.2.3. ARDL Sınır Testi

Birim kök testleri ile durağanlık değerleri tespit edildikten sonra ARDL sınır testi uygulanarak değişkenler arasındaki ilişkinin varlığına ve değişkenler ile zaman serisi arasında bir otokorelasyon sorunu olup olmadığına bakılması gerekir.

Tablo 4.6. Gecikme Sayısının Tespit Edilmesi

p	AIC	SC	LM İstatistiği	Olasılık Değeri
1	4.985041	5.447155*	24.78025	0.0738***
2	4.725905	5.557711	24.37909	0.0857***
3	4.617818*	5.819315	20.99516	0.1865*
4	4.837350	6.308538	26.25143	0.0533***
5	4.860704	6.801584	13.92074	0.6121*
6	4.982093	7.292664	19.27464	0.2648*
7	4.884473	7.564735	15.27790	0.5189*
8	4.853329	7.903282	19.36173	0.5189*

Gecikme sayısı tespit edilirken zaman serisi ve gecikme uzunluğu 8 olarak belirlenmiştir. Gecikme sayısı Akaike kriterine bağlı olarak 3 olarak alınmıştır. Uygulanan LM istatistik testinde herhangi bir otokorelasyon problemine rastlanmamıştır.

Belirlenen gecikme sayısı ile eşbütünleşme ilişkisinin varlığını incelemek üzere ARDL sınır testi uygulanmıştır.

Uygulanan ARDL sınır testine göre, %1 önem düzeyinde iken f istatistik değerinin 5.28 olduğu tablo 4.7’de görülmektedir. ARDL sınır testi sonuçlarına göre üst sınır değeri (4.66) f istatistik değerinden (5.28) küçükse eşbütünleşme ilişkisinin varlığından söz edebiliriz.

Tablo 4.7. Sınır Testi Sonuçları

k	F İstatistiği	Alt Sınır (%1)	Üst Sınır (%1)
3	5.28	3.65	4.66

4.4.2.4. Vektör Otoregresyon (VAR) Analizi

Sims tarafından 1980’de ortaya atılan vektör otoregresif modeli (VAR), çoklu zaman serileri analizlerinde kullanılan en başarılı modellerden biri olarak bilinmektedir. Model dinamik zaman serileri için tek değişkenli otoregresif modelin doğal bir uzantısı olmaktadır. Ayrıca VAR modeli finansal ve ekonomik zaman serilerinin dinamik davranışlarını açıklamada oldukça başarılı bulunmaktadır (Yıldırım vd., 2019, s. 23).

Ekonometrik analizlerde VAR modellerinin kullanılmasının temel sebebi parametre yorumunun aksine, ön raporlama ve değişkenler arasında ortaya çıkan etkileşimi belirlemektir. Modelde serilerin durağan olmaları gerekmektedir. Bunun nedeni; durağan zaman serilerinde şokların geçici olmasıdır. Yani sisteme verilen rastlantısal şokun etkisi zamanla yok olmakta ve seriler uzun dönem denge düzeylerine tekrar dönmektedir. Zaman serilerinin durağan olmaması durumunda ise şoklar kalıcıdır. Zaman serileri seviyelerinde durağansa VAR modeli kullanılmaktadır (İşcan, 2018, s. 83).

Genel olarak ekonometrik modellerde sıklıkla karşılaşılan sorunlardan birisi bağımlı değişkenin bağımsız değişkenden etkilenirken aynı zamanda onu etkilemesidir. Bu şekilde kurulan model anlamsız olmaktadır. Bunun yanı sıra bazı durumlarda bağımsız değişkeni görmek teorik olarakta yeterli olmamaktadır. Ortaya çıkan bu sorunlar VAR modelinde giderilmektedir. Var modeline göre tüm değişkenler bir önceki değerleriyle birlikte birbirlerini etkilemektedir (Özel, 2000, s. 125). Bu modelde, zaman serilerinin belirli bir dönem içindeki seyrinin analizi yapılmaktadır (Yılmaz, 2016, s. 44).

VAR analizi sonunda elde edilen sonuçların sağlıklı olması için değişkenlerin dışsaldan içsele doğru sıralanması gerekmektedir. Bu bağlamda modelde öncelikli olarak gecikme uzunluklarının tahmini yapılmaktadır (Sever ve Mızrak, 2007, s. 273).

VAR analizinin geçerli olabilmesi için gerekli varsayımları sağlaması gerekmektedir. Bu varsayımlar otokorelasyon ve değişen varyans sınamaları sonucunda sorunun olmaması ve ters köklerin çember içinde olması olarak sıralanmaktadır.

Otokorelasyon sorunu, belirli bir dönemdeki hata teriminin bir önceki dönemin hata teriminden etkilenmesi olarak tanımlanabilmektedir. Bu sorun genel olarak verilerin sıklaştığı durumlarda görülmektedir. Çünkü kısa dönemde etkilenme uzun döneme kıyasla nispeten azalmaktadır. Ayrıca otokorelasyon sorununa modelin matematiksel şeklinin yanlış seçilmesi, bağımlı değişkenin ölçme hatalı olması ve modele dâhil edilmesi gereken değişkenlerin dâhil olmaması gibi etkenler sebep olabilmektedir. Otokorelasyon sorunun olduğu durumlarda elde edilen değerlerde sapmalar yaşanmakta ve bağımlı değişkenler güvenilirliğini kaybetmektedir (İşcan, 2018, s. 84-85). Dolayısıyla otokorelasyon sorununun olmaması VAR analizinin geçerliliği açısından oldukça önemlidir.

VAR modelindeki hata terimlerinin aralarındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla yapılan Otokorelasyon LM testinin sonuçları Tablo 4.8’de verilmiştir. Buna göre ele alınan 5 gecikme düzeyinde de prob değerleri 0.05’den büyük olduğu için otokorelasyon sorunu olmadığı görülmektedir.

Tablo 4.8. Otokorelasyon LM Testi

Lags	LM-Stat	Prob
1	5.445014	0.7939
2	6.899838	0.6475
3	4.739686	0.8564
4	9.827894	0.3646
5	2.651446	0.9765

Değişen varyans, hata terimi varyansının farklı olması durumunda ortaya çıkmakta ve istenmeyen durum olarak görülmektedir. Değişen varyans sorunu kesit, panel ve zaman serilerinde görülebilmektedir. Bu sorunun ortaya çıkmasının bazı nedenleri olmaktadır. Bu

nedenlerden bazıları; önemli değişkenlerin model dışında tutulması, bağımlı değişkenin tanımının ya da ölçümünün yanlış yapılması, mevsimsellik gösteren zaman serilerinin bağımlı değişken olarak kullanılması şeklinde sıralanabilmektedir. Değişen varyans sorununun varlığı yapılan analiz sonuçlarını olumsuz yönde etkilemekte ve güvenilir olmayan testlere sebep olmaktadır. Ayrıca modelle gerçekleştirilen öngörüler etkinliğini yitirmektedir (Albayrak, 2008, s. 113-115).

Hata terimlerinin varyansının farklı olup olmadığını tespit edebilmek için yapılan değişen varyans testi sonuçları Tablo 4.9’da gösterilmektedir. Tablo 4.9’a göre prob değerinin 0,05’ten büyük olması değişen varyans sorununun olmadığını ifade etmektedir.

Tablo 4.9. Değişen Varyans Testi

Chi-sq	df	Prob.
136.2453	144	0.6649

4.4.2.4.1. Varyans Ayırıştırma Analizi

Varyans ayırıştırma, her değişkenin öngörü hata varyansını, diğer değişkenlere paylaştırarak şokların değişkenler üzerinde oluşturduğu etkileri yüzde olarak ifade etmektedir. Varyans ayırıştırma, bir değişkendeki değişimin yüzdesel olarak ne kadarının kendinden, ne kadarının diğer değişkenlerden kaynaklandığını belirlemek için kullanılmaktadır. Bu sebeple, varyans ayırıştırması değişkenleri etkileyen her raslantısal şokun nispi etkisini göstermektedir. Değişken üzerinde oluşan değişimlerin tamamı kendisinde meydana gelen şoktan kaynaklanıyorsa değişken dışsal olarak hareket etmektedir. Eğer ki değişken üzerinde oluşan değişimler diğer değişkenlerden kaynaklanıyor ise değişken içsel olarak hareket etmektedir.

Modelde yer alan faiz oranı, enflasyon ve döviz kuru değişkenlerinin kendilerinin ve diğer değişkenlerin şoklarından dolayı yaşadıkları değişimlerin birbirine oranını göstermek adına varyans ayırıştırma analizi yapılmıştır. Bu analiz sonucu elde edilen bulgular Tablo 4.10, Tablo 4.11 ve Tablo 4.12’de gösterilmektedir.

Tablo 4.10. da döviz kurunun varyans ayrıştırma sonuçları verilmektedir. Tabloya göre birinci dönemde döviz kurunda meydana gelen değişimin tamamı kendisinden kaynaklanmaktadır. Bu durum en dışsal değişkenin döviz kuru değişkeni olduğunu göstermektedir. Kısa dönemde döviz kuru, diğer değişkenlerden etkilenmemektedir. İkinci ve daha sonraki dönemlere bakıldığında döviz kurunda meydana gelen değişimin oransal olarak giderek azaldığı görülmektedir. Bir başka ifadeyle, döviz kurundaki değişimin bir kısmı borsa ve faiz oranı değişkenlerinden kaynaklanmaktadır. Değişkenlerde meydana gelen değişimleri yüzdesel olarak ifade edecek olursak ikinci dönemde döviz kurundaki değişimin % 98.82'si kendinden, %1.17 si faiz oranından % 0.006'sı borsadan kaynaklıdır. Onuncu dönemde ise döviz kurundaki değişimlerin % 88.50'si kendinden, % 2.85'i faiz oranlarından ve % 8.64'ü borsadan kaynaklıdır. Kısa dönemde döviz kuru üzerinde faiz oranı etkili olurken uzun dönemde değişken üzerindeki en etkili değişken borsadır.

Tablo 4.10. Döviz Kurunun Varyans Ayrıştırması

Period	S.E.	D(EXC) (Döviz Kuru)	D(R) (Faiz Oranı)	D(BORSA) (BORSA Endeksi)
1	0.063574	100.0000	0.000000	0.000000
2	0.064568	98.82030	1.173309	0.006392
3	0.067135	94.22519	1.256678	4.518128
4	0.068734	92.25179	1.266302	6.481904
5	0.070049	91.75813	1.628088	6.613779
6	0.070108	91.69375	1.648318	6.657935
7	0.070715	90.55981	2.062234	7.377959
8	0.071536	88.56350	2.829021	8.607474
9	0.071565	88.49516	2.857578	8.647261
10	0.071596	88.50124	2.857367	8.641390

Tablo 4.11.'de faiz oranı varyans ayrıştırma sonuçları verilmektedir. Tabloya göre birinci dönemde faiz oranındaki değişimin %98.09'u kendinden, %1.90'ı döviz kurundan kaynaklanmaktadır. Kısa dönemde faiz oranı döviz kurundan etkilenmektedir. Ayrıca birinci dönemde faiz oranının borsadan etkilenmediği görülmektedir. Dönemler ilerledikçe faiz oranının kendinden kaynaklı değişimini açıklayan oran % 67'lere düşmektedir. Onuncu döneme bakıldığında faiz oranındaki değişimin %67.38'i kendinden, %28.45'i döviz kurundan, %4.15'i ise borsadan kaynaklandığı görülmektedir. Böylece faiz oranı üzerinde kısa ve uzun dönemlerdeki en önemli değişken döviz kurudur.

Tablo 4.11. Faiz Oranının Varyans Ayrıştırması

Period	S.E.	D(EXC) (Döviz Kuru)	D(R) (Faiz Oranı)	D(BORSA) (BORSA Endeksi)
1	1.482643	1.901684	98.09832	0.000000
2	1.795025	24.84030	73.14978	2.009925
3	1.797131	24.92339	73.05786	2.018746
4	1.834162	25.16833	72.21507	2.616604
5	1.850456	24.77265	72.40413	2.823213
6	1.965431	27.95344	68.80899	3.237567
7	1.967641	27.95864	68.68912	3.352232
8	1.976553	27.80159	68.07549	4.122918
9	1.980460	28.00903	67.84263	4.148339
10	2.002158	28.45898	67.38369	4.154621

Tablo 4.12.'de borsanın varyans ayrıştırma sonuçları verilmektedir. Tabloya göre birinci dönemde borsada meydana gelen değişimin %69.34'ü kendinden, %25.10'u faiz oranından, %5.54'ü döviz kurundan kaynaklanmaktadır. Borsa kısa dönemde döviz kuru ve faiz oranından daha fazla etkilenmektedir. Onuncu döneme gelindiğinde ise Borsada meydana gelen değişimin %54.54'ü kendinden, %28.76'sı faiz oranından, %16.68'i ise döviz kurundan kaynaklandığı görülmektedir. Tablo 4.12.'de verilen sonuçlardan hareketle, Borsa üzerinde döviz kurunun oranının etkisinin faiz oranına kıyasla daha fazla olduğunu söylenebilmektedir.

Tablo 4.12. Borsanın Varyans Ayrıştırması

Period	S.E.	D(EXC) (Döviz Kuru)	D(R) (Faiz Oranı)	D(BORSA) (BORSA Endeksi)
1	0.142734	5.542674	25.10740	69.34992
2	0.153256	11.12301	24.61363	64.26336
3	0.154113	11.48596	24.96238	63.55165
4	0.163488	10.97048	24.16139	64.86813
5	0.178263	9.299253	31.12832	59.57242
6	0.187212	15.77611	28.83795	55.38594
7	0.187455	15.77060	28.81546	55.41394
8	0.196321	14.53246	28.36753	57.10001
9	0.198549	14.59444	29.57598	55.82959
10	0.201768	16.68561	28.76774	54.54665

5. SONUÇ

Dışa açık olan ülke ekonomileri, yurt içinde ve yurt dışında ortaya çıkan gelişmelerin etkisinde kalabilmektedir. Politika yapıcılar ortaya çıkan bu etkinin getirdiği olumsuzlukları en aza indirmek adına faiz oranlarını kullanmaktadır. Faiz oranlarında yaşanan bir değişim ise döviz kurlarını da değiştirebilmektedir. Döviz kuru ve faiz oranları ilişkisine yönelik yapılan yaklaşımlar sonucunda ilişkinin iki yönlü olduğu ortaya çıkmaktadır. Bir başka ifade ile bazı yaklaşımlar faiz oranları ve döviz kurları arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu savunurken, bazıları ise negatif yönlü bir ilişki olduğunu savunmaktadır. Bu ikili arasındaki etkileşime dair önemli bir yaklaşım da Mundell Fleming'e aittir. Mundell Fleming Modeli para politikaları ve maliye politikalarının etkinliğini çeşitli döviz kuru sistemlerinde faiz oranları ve milli geliri nasıl etkilediğini açıklamaktadır. Bu bağlamda sabit kur sisteminde maliye, esnek kur sisteminde de para politikası etkindir.

Türkiye ekonomisi 1980 yılından günümüze kadar çeşitli politikalarla faiz oranı ve döviz kuru değişkenlerini denge düzeylerinde tutmaya çalışmıştır. Özellikle 1980 yılı Türkiye ekonomisi için değişim yılı olmuş ve dışa açılmayla ekonomik anlayış değişmiştir. Bu dönüşüm yılından günümüze kadar yaşanan süreçte Türkiye ekonomik anlamda pek çok kriz geçirmiş buna bağlı olarak istikrar tedbirleri alınmış, bankacılık alanında düzenlemeler yapılmış, politika değişimleri yaşanmış ve yapısal reformlar uygulanmıştır. Bu doğrultuda Türkiye ekonomisinin hedefi fiyat ve finansal istikrarı sağlamak olmuştur. Dolayısıyla söz konusu makroekonomik değişkenlerin etkileşimi de oldukça önemli bir yere sahip olmuştur.

Tüm dünya ekonomilerinde olduğu gibi ülkemizde de Merkez Bankası para politikası ve döviz kuru politikalarının belirlenmesinde ve yürütülmesinde oldukça önemli bir role sahiptir. Özellikle makro değişkenler olarak ifade ettiğimiz faiz, döviz ve enflasyon arasındaki ilişkinin uyumlu olması, makro ekonomik performansın etkilenmesine ve buna bağlı olarak ekonomik faaliyetlerin büyümesine veya azalmasına neden olabilmekte, toplumsal refahın olumlu yönde ya da tersi yönde gerçekleşmesine sebep olabilmektedir. Merkez Bankası para politikalarını belirlerken en birincil amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu kapsamda ulusal ve uluslararası alandaki ekonomik ve siyasi gelişmelerle birlikte fiyatlama davranışlarını, ekonomik altyapıyı ve beklentileri dikkate almak suretiyle para politikasını belirlemekte ve gelişmeler bağlamında ilgili politika değişiklikleriyle yönetmektedir. Dikkate alması gereken bir diğer hususta makro ekonomik istikrarın ve

sürdürülebilir büyümenin sağlanması noktasında gerekli olan finansal istikrardır. Bu sorumlulukta Merkez Bankasının uhdesinde bulunmakta olup, ekonomik istikrar açısından kaçınılmaz derecede önemlidir.

Borsa genel olarak dolar döviz kurunun yukarı yönlü hareketlerinde genel olarak düşüş yani aşağı yönlü hareketler sergiler, birde ters döngü kurmak gerekirse dolar kuru aşağı yönlü yani düşüş yönlü hareket etmeye başladığında genel olarak borsa yukarı yönlü hareket etmeye başlamaktadır. Borsa endeksi ise dolar kurundaki değişim beklentilerine göre reaksiyon göstermektedir. Borsa endekslerinde dolar kurundaki değişimlere göstereceği reaksiyonlar, dolar kurundaki beklenti ve dolar kurundaki oynaklıklar veya dolar kurundaki hacimlere göre değişebilmektedir.

Doların güçlenmesi Türk lirasında değer kaybı yarattığı için borsada satış baskısına neden olmaktadır. Doların güçlenmesi küçük ölçekli dolar yatırımcılarını da ateşlemekte ve Türkiye'deki dolara yatırım oranını arttırabilmektedir. Dövizde meydana gelen kur değişikliklerinin oluşması öncesinde dövizle borç almak değişik problemleri beraberinde getirmektedir. Örnek vermek gerekirse; 2010 yılında %5 faiz oranıyla on milyar dolara on yıl süreyle tahvil çıkararak borçlanma yoluna giden Türkiye'deki bir şirketi, tahvillerin vade sonuna kadar ödeyeceği miktar yirmi iki buçuk milyon Türk lirasıyken, Türk Lirasının dolara karşı değerindeki %43'lere varan düşme, ödenmesi gereken tutarın otuz dokuz milyon Türk Lirasına yükselmesi söz konusu olabilmektedir. Türkiye açısından doların yükselmesinin diğer olumsuz yansıması da dışarıya olan borçlarda olabilmektedir.

Bankaların elde ettiği karlar, oluşan döviz kuru ile faiz oranı ve milli paraya ilişkin değerler arasındaki ilişki oldukça sıcak bir ilişkidir. Aynı şekilde borsa endekslerinde bir ilişki mevcuttur. Net olarak söylemek gerekir, milli para biriminin değerlendirildiği durumlarda başka bir ifadeyle döviz kurunun düşüş sergilediği durumlarda milli para biriminin sağlayacağı kazanç olarak faiz oranının yurt dışında oluşan faizlerden yukarıda bulunmasıyla bankaların uzun olmayan bir süreçte açık pozisyondan artı değer elde etmektedirler. Tamamen aksi söz konusu olduğunda da milli para biriminin değerinde oluşan kaybın faizdeki aşağı yönlü eğilim ve kazançların ortadan kalkması manasına gelmektedir. Borsada oluşan endekste de artış ve azalışlar koşut değişiklik göstermektedir.

Borsanın güçlenmesi ise dolar karşısında satışa neden oluyor bunun nedeni Türk lirasının değerlendirilmesi Türk şirketlerinin döviz cinsinden borçlarının Türk lirası karşılığının azalması

demektir, bu doğrultuda borsa güçlendikçe yatırımlar artar dolar ve faizlere satış gelir ve yatırım süreci başlar. Bu yüzden düşük dolar kuru hem Türkiye borsaları açısından önemlidir hem de Türkiye ekonomisi açısından büyük önem taşımaktadır.

Birim kök testleri ile elde edilen ampirik bulgulara göre, serilerin düzey seviyesinde birim kök içerdiği yani durağan olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Serilerin düzeyde durağan olmaması hem piyasalar hem de çalışmamız için önemli bir bulgudur. Çünkü serilerdeki hareketin ve yönün öngörülemez olması değişkenler üzerindeki şokların etkisinin devam ettiği ve kalıcı olduğunu göstermiştir. Çalışmamızda ayrıca birim kök testleri aracılığıyla kırılma tarihleri belirlendikten sonra bu yapısal kırılmaları dikkate alan eşbütünleşme testleri uygulanmıştır. Yapılan testlerin sonucunda seçilmiş değişkenlerin eşbütünleşik olduğu sonucuna varılmıştır. Böylece serilerin uzun dönemde birlikte hareket ettiği ve denge değerlerine yakınsadığı söylenilebilir. Son olarak, değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi Fourier Toda-Yamamoto testi ile analiz edilmiştir. Modelin bağımlı değişkenini, BİST oluştururken bağımsız değişken olarak faiz oranı ve döviz kuru, değerleri kullanılmıştır. Kullanılan serilerde tam logaritmik dönüşüm yapılarak belirlenen yöntemlerle analiz edilmiştir. Ayrıca, çalışmada eşbütünleşme testinin kullanılmasının nedeni bu değişkenlerin hareketlerinin uzun vadede ilişkili olup olmadığını test etmektir. Yani eşbütünleşme testi ile uzun vadede iki ya da daha fazla değişken arasındaki sahte ilişki olasılığını ortadan kaldırmak ve sistemik olarak birlikte hareket etmesini doğrulamaktır. Çalışmamızda, döviz kuru dışındaki tüm değişkenlerin altın ile istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç bulunması değişkenler arasında eşbütünleşmenin varlığının bir göstergesi olduğunu kanıtlamıştır.

Çalışmanın sonuçları aşağıda değerlendirilmiştir.

İlk olarak serilerin durağanlığını saptamak adına ADF (Genişletilmiş DickeyFuller) testi yapılmıştır. Böylece serilerin birinci farkları alınarak seriler durağan hale getirilmiştir. Daha sonra varyans ayrışım tablosu oluşturulmuştur. Tabloya göre ilk dönemde döviz kurunda meydana gelen değişimin %100'ünün kendisinden kaynaklandığı bu durumda en dışsal değişkenin döviz kuru değişkeni olduğu sonucuna varılmıştır. İlk dönemde döviz kuru, diğer değişkenlerden etkilenmemektedir. Ayrıca kısa dönemde döviz kuru üzerindeki en etkili değişken faiz oranı olurken uzun dönemde ise borsadır.

Faiz oranı varyans ayrıştırma sonuçlarına göre, birinci dönemde faiz oranındaki değişimin %98.09'u kendinden, %1.90'ı döviz kurundan kaynaklanmaktadır. Kısa dönemde faiz oranı,

döviz kurundan etkilenmektedir. Ayrıca birinci dönemde faiz oranının borsadan etkilenmediği görülmektedir. Dönemler ilerledikçe faiz oranının kendinden kaynaklı değişimi giderek azalmaktadır. Faiz oranı üzerinde kısa ve uzun dönemlerdeki en önemli değişken döviz kurudur.

Bir ülkenin ekonomik performansı, o ülkeye ait makroekonomik görünümle ilişkilendirilmektedir. Özellikle dışa açık ekonomilerde yaşanan ekonomik değişimler, ilişkili ülkelerin makroekonomik durumunu kolay bir şekilde etkilemektedir. Ortaya çıkacak olumsuz etkileri azaltabilmek adına ülkelerin söz konusu makroekonomik değişkenlerinin birbirlerini nasıl etkilediğinin bilinmesi gerekmektedir. Değişkenlerin etkileşimini bilmek, ülkelerin ekonomik anlamda geleceğini şekillendirmesine yardımcı olmaktadır.

Test sonuçları incelendiğinde, faiz oranı, borsa ve döviz kuru değişkenlerinin kendi gecikmeli değerlerinin büyük oranda kendilerini etkilediği görülmektedir. Bunun yanı sıra üç değişken birbirlerini de etkilemektedir. Fakat değişkenler arasında en dışsal olanı döviz kurudur. Döviz kuruna uzun dönemde en fazla etki eden değişken ise borsadır. Türkiye gibi dışa bağımlı bir ülkede döviz kurunda meydana gelen artışlar fiyatlar genel seviyesinde de bir artışa sebep olmaktadır. Bu nedenle kurlarda meydana gelen artışların makul seviyelerde tutulması gerekmektedir. Döviz kuru ile borsa arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki çıkmıştır. Döviz kuru borsa endeksini etkilemektedir.

Döviz kurları çeşitli spekülasyon etkileri ve sermaye piyasasının etkisiyle yön değiştirebilmekte, hatta büyük sürprizlerin ortaya çıkmasına neden olabildiği literatürde yer alan çalışmalarla da ortaya konmuştur. Döviz kurlarının piyasa koşulları içinde, etki altında kalmadan oluşmasını sağlamanın yolu, “resmi ve tam organize piyasalar şeklinde” kambiyo borsasının kurulmasından geçmektedir.

KAYNAKÇA

- Acar, M. (2018). *Güncel İktisadi Tartışmalar*. Konya: Literatürk Academia.
- Adaçay, R. F. (2009). *İktisadi Düşünceler Tarihi*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Akdiş, M. (2011). *Para Teorisi ve Politikası*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Aslan, H. (2009). *Para Teorisi ve Politikası*. Bursa: Alfa Aktüel Yayınları.
- Bahtiyar, M. (2013). *Ticari İşletme Hukuku*. İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Baltaoğlu, S. (2008). *Para Sistemleri Tarihi*, İstanbul: Atlantis Kitabevi.
- Bocutoğlu, E. (2013). *Karşılaştırmalı Makro İktisat*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Bulut, E. (2005). *Döviz Ekonomisi, Piyasanın Mikro Yapısı*. Ankara: Platin Yayınları.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2015). *Finansal Yönetim Temel Konular*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Çağlar, Ü. (2003). *Döviz Kurları: Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Çak, M. (2013). *Türkiye’de Cari Açık*. İstanbul: Beşir Kitabevi.
- Derosa, D. (2006). *Serbest Sermaye Piyasalarını Savunmak*. (Çev.) Güven Delice, İstanbul: Liberta Yayınları.
- Dinler, Z. (2006). *İktisada Giriş*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Dornbusch, R. ve Stanley, F. (1998). *Makroekonomi*. (Çev.) Salih Ak, Ankara: Akademi Yayın Hizmetleri.
- Ekelund, R. ve Hebert, R. (1997). *A History of Economic Theory and Methots*. Singapore: McGrawhill.
- El Diwany, T. (2003). *Faiz Sorunu*. (Çev.) Yağmur Güner, Ankara: İz Yayınları.
- Ercan, M. ve Ünsal B. (2014). *Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Erdoğan, A. ve Sekmen, F. (2017). *Pareto İktisat Son Beşli*. Ankara: Süvari Yayınları.
- Ersoy, A. (2008). *İktisadi Teoriler ve Düşünceler Tarihi*. Ankara: Nobel Kitabevi.

- Ertürk, E (2010). *Uluslararası İktisat*. İstanbul. Alfa Yayınları.
- Fukuyama, F. (2005). *Sosyal Erdemler ve Refahın Yaratılması*. İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.
- Hiç, M. (2002). *Para Teorisi ve Politikası*. İstanbul: Menteşe Kitabevi.
- Işık, N., Alagöz, M. ve Yıldırım, M. (2006). *1990 Sonrası Türkiye’de Yaşanan Krizler: 1994, 2000 ve 2001 Krizleri*. İstanbul: Arıkan Basım Yayın.
- İnan, A. (2002). *Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye*. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği Yayını.
- İşgüden, T. ve Akyüz, M. (2000). *Uluslararası İktisat*. İstanbul: Evrim Kitabevi.
- İyibozkurt, E. (2005). *Uluslararası İktisat*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Karaca, S. ve Kanişlı, E. (2015). *Finansal Yönetim*. Tokat: Fakülte Yayınevi.
- Karaçor, Z. (2012). *Ekonomi Politikası ve Türkiye*. Konya: Çizgi Kitabevi.
- Karluk, R. (1998). *Uluslararası Ekonomi*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Karluk, R. (2002). *Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişim Yapısal ve Sosyal Gelişim*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Karluk, R. (2005). *Türkiye Ekonomisi, Tarihsel Gelişim, Yapısal Gelişim*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Karluk, S. (2007). *Cumhuriyetin İlanından Günümüze Türkiye’de Ekonomisinde Yapısal Dönüşüm*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Keyder, N. ve Ertunga, E. (2012). *Para Teori-Politika Uygulama*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Kıyılar, M. (2010). *Paranın Zaman Değeri*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Landreth, H. ve David C. (2002). *History of Economic Thought*. ABD: Houghton Mifflin.
- Marx, K. (2000). *Kapital 1. Cilt. (Çev.) Alaattin Bilgi*, Ankara: Sol Yayınları.
- Mishkin, F. (2011). *Para, Bankacılık ve Finansal Piyasalar İktisadı*. İstanbul: Akademi Yayıncılık.

- Müslümov, A., Müberiz, H. ve Cenktan, Ö. (2003). *Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri*. İstanbul: Scala Yayınları.
- Özatay, F. (2011). *Parasal İktisat, Kuram ve Politika*. Ankara: Efil Yayınları.
- Özbilen, Ş. (2015). *Para Teorisi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Özel, Saruhan (2000). *Türkiye’de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz*. İstanbul: Alkım Yayıncılık.
- Öztürk, N. (2014). *Para Banka Kredi*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Parasız, İ. (2009). *Para Banka ve Finansal Piyasalar*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Paya, M. (2002). *Para Teorisi ve Para Politikası*. İstanbul: Filiz Kitapevi.
- Salvatore, D. (1998). *International Economics*. ABD: New Fordham Üniversty.
- Savaş, V. F. (2007). *İktisadın Tarihi*. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Seyidoğlu, H. (2007). *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama*. İstanbul: Kurtiz Matbaası.
- Seyidoğlu, H. (2013), *Uluslararası Finans*. İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Smith, A. (2006). *Milletlerin Zenginliği*. (Çev.) Haldun Derin, İstanbul: İş Bankası Kültür Yayınları.
- Sönmez, N. (2004). *Kamu Bütçesi ve Bütçe Politikası*. İzmir: Anadolu Matbaacılık.
- Şahin, H. (2002). *İktisada Giriş*. İstanbul: Ezgi Kitabevi.
- Uzunoglu, S. (2007). *Para ve Döviz Piyasaları*, İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Ünsal, E. (2009). *Makro İktisat*. Ankara: İmaj Yayıncılık.
- Yapraklı, S. (2007). *Döviz Kuru Rejimleri ve Merkez Bankacılığı: Türkiye Üzerine Uygulamalar*. Ankara: İmaj Yayınevi.
- Yıldırım, E., Lopcu, K., Çakmaklı, S. ve Özkan, Ö. (2009). *Yeni Keynesyen Makro Ekonomik Model: Türkiye Uygulaması*. İstanbul: Demir Yayınları.
- Yıldırım, K., Doğan, K. ve Taşdemir M. (2009), *Makroekonomi*. Ankara: Seçkin Kitabevi.

- Yıldırım, M. (2019). *Satın Alma Gücü Paritesi İle İlgili Literatür ve Çalışmalar*. Ankara: Akademisyen Kitabevi.
- Yıldırım, O. (2003). *Kura Dayalı İstikrar Politikalarının Etkinliği 1990-2000 Türkiye Örneği*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Yılmaz, K. (2002). *Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri*. İstanbul: Der Yayınları.
- Albayrak, S. (2008). Değişen Varyans Durumunda En Küçük Kareler Tekniğinin Alternatif Ağırlıklı Regresyon Analizi ve Bir Uygulama. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 10(2), 111-134.
- Akalın, G. ve Tokucu, E. (2007). Kurala Dayalı-Takdire Dayalı Para Politikaları: Taylor Kuralı ve Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 22(1), s. 37-53.
- Akçacı, T. (2006). Reel Döviz Kuru-Cari İşlemler İlişkisi. Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Doktora Tezi*, Kütahya.
- Aklan, N. (2001). Para Kurulu Fiyat İstikrarının Sağlanmasında Alternatif Bir Kurum Olabilir mi?. *Uludağ Üniversitesi İİBF Dergisi*, 19(4), s. 23-47.
- Alacahan, N. D. (2011), Enflasyon, Döviz Kuru İlişkisi ve Yansıma: Türkiye. *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(3), s. 44-62.
- Algan, N. ve Gencer, S. (2011). Türkiye’de Para Talebi Fonksiyonunun Modellenmesi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 20(1), s. 195-211.
- Allen, F. ve Santomero M. (1998). The Theory of Financial Intermediation, *Journal of Banking & Finance*, 21(1), s. 1461-1485.
- Alsü, E. (2006). Döviz Kurları, Enflasyon ve Faiz Oranlarının Dış Ticaret Üzerindeki Etkileri Türkiye Örneği (1985-2005). Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Gaziantep.
- Aras, G. ve Müslümov, A. (2004). Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri. *İktisat, İşletme-Finans Dergisi*, (222), s. 55-65.
- Arslan, C. (2005). Döviz Kuru Riski ve Yöntemi. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Ankara.

- Atabey, S. E. (2016). Öz Sermaye Kavramı ve Türk Vergi Mevzuatında Uygulama Alanları. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 53(619), 2016, s. 89-97.
- Atgür, M. ve Altay, N. (2013). Enflasyon ve Nominal Faiz Oranı İlişkisi: Türkiye Örneği. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 22(2), s. 507-529.
- Ayhan, F. (2016). Döviz Kuru Oynaklığı, Dış Ticaret ve İstihdam İlişkisi: Türkiye Uygulaması. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Doktora Tezi*, Konya.
- Ayhan, R. (1999). Merkez Bankası ve Para Politikası. *Yeni Türkiye*, 5(27), s. 251-273.
- Bağcı, S. A. (2016). Kasım 2000 ve Şubat 2001 Ekonomik Krizlerinin Dış Ticarete Etkileri. *Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (8), s. 46-54.
- Barışık, S. ve Çetintaş, H. (2008). Para Politikası Araçlarının Etkinliği Perspektifinden Türkiye’de Zorunlu Karşılıkların GSYİH ve Yatırımlar Üzerindeki Etkileri: 1987–2004 Dönemine İlişkin Ekonometrik Analizi. *Akdeniz İİBF Dergisi*, (16), s. 116-138.
- Başçı, E. ve Kara H. (2011). Finansal İstikrar ve Para Politikası. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 26, s. 1-13.
- Baydur, C. M. (2006). Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi ve Faiz Politikası: Doğru Mu? Yanlış Mı?. *Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 43(506), s. 41-57.
- Baydur, C. M. (2007). Yükselen Reel Faizler Türkiye’de Toplam Talebi Artırır. *Finans Politik& Ekonomik Yorumlar*, 44(508), s. 17-29.
- Carlson, J. ve Valev, N. (2001). Cretibility of a new Monetary Regime: The Currency Board in Bulgaria. *Journal of Monetary Economics*, 47(4), s. 581-594.
- Cergibozan, Raif (2011). Reel Döviz Kuru ve TL’nin Aşırı Değerlenme Oranının Ölçümü. İstanbul Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul.
- Coşkun, A. (2003). Cumhuriyetin İlk Yıllarında Türkiye Ekonomisi. *Atatürkçü Düşünce Dergisi*, (4), s. 72-77.

- Çufadar, Ü. (2010). Türkiye'deki Döviz Piyasasının Katılımcıları ve Katılımcıların Piyasadan Beklentileri. Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Ankara.
- Demir, D. (2010). Bileşik Faiz. Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Kayseri.
- Demir, E. (2007). Esnek Kur Sisteminin Rekabete Etkisi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul.
- Demir, G. (1993). Ödünç Verilebilir Fonlar Kuramı ve Faiz Oranları. *Eskişehir Anadolu Üniversitesi İİBF Dergisi*, 11(2), s. 87-108.
- Demir, M. ve Sever, E. (2008), Kamu İç Borçlanmasının Büyüme, Faiz ve Enflasyon Oranı Üzerindeki Etkileri. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 4(2), s. 164-192.
- Demirgil, B. ve Türkay, H. (2017). Tarihsel Süreç İçerisinden Faiz Olgusunun Kuramsal Açıdan Gelişimi. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 18(2), s. 131-160.
- Demirgil, H. (2011). Politik İstikrarsızlık, Belirsizlik ve Makroekonomi: Türkiye Örneği (1970-2006). *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 31(2), s. 123-144.
- Doğan, B., Eroğlu, Ö., ve Değer, O. (2016). Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(1), s. 405-425.
- Doğanalp, N. (2005). Kamu Borçlanma Teorisi ve Borçlanmanın Reel Kesim Üzerindeki Etkileri. Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Kayseri.
- Doruk, B. (2019). Türkiye'de Merkez Bankasının Uyguladığı Faiz Politikaları ve Ekonomiye Etkileri. Bursa Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Bursa.
- Duramaz, S. ve Dilber, İ. (2015). Küresel Kriz Sürecinde Para Politikasında Yeni Bir Araç Olarak Faiz Koridoruna Genel Bir Bakış. *Maliye Araştırmaları Dergisi*, 1(1), s. 29-37.

- Durgut, D. (2010). Faiz Oranlarını Etkileyen Makroekonomik Faktörler: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz. Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Zonguldak.
- Dülger, F. ve Cin, F. (2002). Türkiye’de Döviz Kuru Dinamiklerinin Belirlenmesinde Parasalcı Yaklaşım ve Eşbütünleşme Yöntemiyle Sınama. *ODTÜ Gelişme Dergisi*, 29(1), s. 47-68.
- Ekinci, A. (2015). Türkiye’de Para Arzının Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisinin Ekonometrik Analizi: 1990-2002 Dönemi Uygulaması. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (8), s. 1-12.
- Engle, E. (2010). Insider Trading in U.S. and E.U. Law: A Comparison. *European Business Law Review*, 26(2), s. 465-490.
- Erim, N.; Nakiboğlu, A. ve Güneş, H. (2011). “Karşılatırmalı Perspektiften Faiz Oranlarına Yeniden Bakış”. *Anadolu International Conference in Economics II*, 3-4 Nisan, Eskişehir.
- Eroğlu, N. (2009)). Türkiye’de 1990’lı ve 2000’li Yıllarda Para Politikaları. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 26(1), s. 22-39.
- Ertuna, Ö. (2005). TL’nin Aşırı Değerlenmesinin Makro ve Mikro Çelişkisi. *MUFAD Journal*, (25), s. 6-17.
- Gedik, A. (2014). Reel Efektif Döviz Kurunun Dış Ticaret Üzerine Etkisi. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Doktora Tezi*, Konya.
- Georgopoulos, G. (2006). Estimating The Demand For Money In Canada: Does Including An Own Rate Of Return Matter?. *The Quarterly Review Of Economics And Finance*, 46(4), s. 513-529.
- Gücün, S. B. (2019). Faiz Oranlarını Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği (2002-2018). Aksaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Aksaray.

- Güler, E. (2016). Türk Bankacılık Sisteminde Mevduat Faizi Değişimlerinin Katılma Fonları Üzerindeki Etkisi ve Likidite Riski Yönetimi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 8(15), s. 385-412.
- Günay, A. (2006). Mali Disiplinin Sağlanmasında Anayasal Denk Bütçe Yaklaşımı ve Türkiye'de Uygulanabilirliği. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Doktora Tezi*, İzmir.
- Hashemzadeh N. ve Taylor, P. (1988). Stock Prices, Money Supply, and Interest Rates: The Question of Causality. *Applied Economics*, 20(12), s. 1603-1611.
- Hepaktan, E., Çınar, S. ve Dündar, Ö. (2011). Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Dış Ticaret ile İlişkisi. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 3(5), s. 62-82.
- İşık, S., Duman, K.ve Korkmaz, A. (2004). Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması", *Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi*, 19(1), s. 45-69.
- İnal, D. G. (2006). Türkiye’de Para Politikası Faiz Kararlarının Uzun Dönemli Faizler Üzerine Etkisi. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Tezi*, Ankara.
- İşcan, H. (2018). Türkiye’de Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranı İlişkisi: 2009-2017 Uygulaması. Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Isparta.
- Kahraman, A. S. (2012). Türkiye’de Mali Serbestleşme Süreci ve Krizlerin Kısa Bir Özeti. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 14(2), s. 189-208.
- Kalaycı, Ş., Aytemiz, L. ve Helhel, Y. (2004). İç Borç, Faiz, Enflasyon ve Üretim Etkileşimleri: Türkiye Örneği. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 19. Yıl, Ağustos 2004, s. 80-87.
- Kansu, A. ve Baydur, C. M. (2008). Faiz Düzeyinin Döviz Krizini Önlemedeki Rolü: Türkiye Şubat 2001 Krizinin Değerlendirilmesi. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(1), s. 19-41.
- Kara, H. (2015). Faiz Koridoru ve Para Politikası Duruşu. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Tezi*, Ankara.

- Karacan, R. (2010). Faiz, Döviz Kuru İlişkisinin Makroekonomik Performansa Etkisi Üzerine Bir Değerlendirme. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (20), s. 72-92.
- Karaçor, Z. ve Alptekin, V. (2006). 1980 Sonrası İstikrar Politikaları Işığında Türkiye Ekonomisinin Trend Analizi Yardımıyla Değerlendirilmesi. *Selçuk Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 6(11), s. 306-342.
- Karahan, Ö. ve Çolak, O. (2017). Enflasyon Hedeflemeli Rejim Altında Türkiye Ekonomisinde Faiz Oranı ve Döviz Kuru İlişkisi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 13(5), s. 983-991.
- Karakuş, A. (2006). İslam Hukuk Kaynaklarındaki Faiz Kavramının Modern Ekonomi Bağlamında Yeniden Değerlendirilmesi. Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Kahramanmaraş.
- Karayazı, M. (2004). Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Makro Ekonomik Etkileri. Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Kahramanmaraş.
- Kaya, A. ve Güçlü, M. (2005). Döviz Kuru Rejimleri, Krizler ve Arayışlar. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 16(55), s. 1-13.
- Kaya, M. (2016). Türkiye’de Cari Açık Sorunu ve Nedenleri. *Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(10), s. 51-75.
- Kaya, V. ve Çelik A. (2015). Küresel Finans Krizi Sürecinde Merkezi Yönetim Bütçe Harcamalarının Görünümü. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 29(2), s. 279-291.
- Kol, E. N. ve Karaçor, Z. (2012). 2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve İstihdam Üzerine Etkileri. *Maliye Dergisi*, (162), s. 379-390.
- Masatçı, K. ve Darıcı, B. (2006). Türkiye’de Faiz Oranlarının Belirlenmesinde İçsel ve Dışsal Faktörlerin Rolü. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 4(6), s. 13-31.

- Mutlu, İ. (2006). Makro Ekonomi Politikalarının Döviz Kuru Üzerindeki Etkilerinin Bir Değerlendirilmesi ve Türkiye Örneği. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, İzmir.
- Ongun, T. (2001). İstikrar Arayışından Krize: Bir Değerlendirme. *Gazi Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 3(2), s. 1-9.
- Özatay, F. (2003). Türkiye Ekonomisi ve IMF Politikaları. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, (18), s. 40-57.
- Özçelik, M. (2018). Türkiye’de Döviz Kurlarının Yurt içi Fiyatlara Geçi Etkisi. Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Bolu.
- Özdemir, F. (2010). Döviz Kuru Sistemleri ve Ödemeler Bilançosu ile İlişkisi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul.
- Özkan, F. (2003). Denge Reel Kur Hesaplama Yöntemleri ve Reel Kur Dengesizliğinin Ölçülmesi Türk Lirası Üzerine Bir Çalışma, *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Tezi*, Ankara.
- Özsağır, A. (2007). Ekonomide Güvenlik Faktörü. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 6(20), s. 46-62.
- Öztürk, L. (2004). 2000-2001-2002 Yıllarında Türkiye’de Uygulanan Faiz Politikaları ve Ekonomiye Yansımaları. Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Niğde.
- Öztürk, N. ve Yüksel, B. (2010). Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar, *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 11(1), s. 157-191.
- Öztürk, S. ve Çoltu, S. (2018). Finansal Derinleşmenin Ekonomik Büyümeye Etkisi 2001-2016 Yılları Türkiye Örneği. *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 17(4), s. 1516-1535.
- Pıçak, M. (2012). Faiz Olgusunun İktisadi Düşünce Tarihindeki Gelişimi. *Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 1(4), s. 62-92.

- Ramachandran, M. (2004). Do Broad Money, Output, And Prices Stand For A Stable Relationship in India. *Journal Of Policy Modeling*, 26(8), s. 983-1001.
- Sandalcılar, A. R. ve Altınar, A. (2014). Türkiye’de Tüketici Kredileri İle Cari İşlemler Açığı Arasındaki Nedensellik İlişkisi. *Türkiye Bankalar Birliği Dergisi*, 25(89), s. 1-19.
- Sanjar, S. (2007). Afganistan’da Döviz Kuru, Dış Ticaret ve Yoksulluk İlişkisi. Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Eskişehir.
- Sarı, A. (2009). Çıktıya (GSMH) Para Arzındaki Büyümenin, Faiz Oranı Oynaklığı ve Döviz Kuru Oynaklığının Etkileri: Türkiye Örneği. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 11(2), s. 19-36.
- Serel, A. ve Bayır, M. (2013). 2008 Finansal Krizinde Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, (19), s. 59-78.
- Sever, E. ve Mızrak, Z. (2011). Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki İlişkiler: Türkiye Uygulaması. *Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 7(13), s. 265-283.
- Seyrek, İ. ve Mızrak, Z. (2009). Faiz Teorileri Üzerine Bir İnceleme: Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin Temel Dayanağı. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (22), s. 383-394.
- Sümer, A. L. (2019). Merkez Bankası Faiz Kararlarının Makroekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği. Aydın Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Doktora Tezi*, Aydın.
- Sümer, A. L. (2020). 2008 Sonrası TCMB Faiz Kararlarının Makroekonomik Etkilerinin Analizi. *Uluslararası Ekonomi Siyaset İnsan ve Toplum Bilimleri Dergisi*, 3(1), s. 49-74.
- Şimşek, M. (2004). Türkiye’de Reel Döviz Kurunu Belirleyen Uzun Dönemli Etkenler. *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, 2(2), s. 113-138.

- Şimşek, M. ve Kadılar, C. (2006). Fisher Etkisinin Türkiye Verileri İle Testi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 7(1), s. 99-111.
- Şimşek, M. ve Kadılar, C. (2008). Gibson Çelişkisinin Türkiye Verileri ile Analizi. *Kırğız Manas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (20), s. 115-128.
- Singhateh, K. (2016). Döviz Kuru Oynaklığı ve Dış Ticaret Etkileşimi: Gambiya Örneği. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, İzmir.
- Şahin, E. B. (2011). Türkiye'nin Cari Açık Sorunu. *Ekonomi Bilimler Dergisi*, 3(2), s. 50-54.
- Şentürk, M. ve Dücan, E. (2014). Türkiye'de Döviz Kuru-Faiz Oranı ve Borsa Getirisi İlişkisi: Ampirik Bir Analiz. *Business and Economics Research Journal*, 5(3), s. 68-76.
- Tokgöz, E. (1995). Merkez Bankaları Bağımsızlığı. *Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, (13), s. 6-19.
- Toprak, D. (2010). Türkiye'de Kriz Dönemlerinde Borçların Seyri: 1994 ve 2001 Krizi. *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*, 2(2), s. 1-15.
- Turan, Z. (2015). 2002-2012 Yılları Arasında Türk İktisat Politikasındaki Gelişmeler. *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8(1), s. 223-235.
- Turna, F. (2014). Geçmişten Günümüze Merkez Bankaları ve Modern Merkez Bankacılığının Bir Örneği: Avrupa Merkez Bankası. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Tezi*, Ankara.
- Türk, E. ve Çetinkaya, A. (2014). Tasarruf ve Yatırımların Ekonomik Büyümeye Etkisi Türkiye Örneği (1975-2012). *Kara Harp Okulu Bilim Dergisi*, 24(2), S. 45-60.
- Uysal, D., Mucuk, M. ve Alptekin, V. (2008). Türkiye Ekonomisinde Vektör Otoregresif Model İle Enflasyon-Büyüme İlişkisinin Analizi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 4(8), s. 55-71.
- Yayar, R., ve Demir, Y. (2014). Türkiye'de Sürdürülebilir Cari Açık. *Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(1), s. 118-148.

- Yıldırım, K., Yıldırım, S., Kostakoğlu, F., Dinç, M. ve Akkuş, Ö. (2019). Türkiye’de Döviz Kurunun Enflasyona Etkisi. *Sakarya İktisat Dergisi*, 8(1), 17-33.
- Yıldırım, Y. (2014). Enflasyon ve Faiz İlişkisi: Türkiye’de Fisher Etkisinin Geçerliliği. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul.
- Yılmaz, M. (2016). Enflasyon ve Döviz Kuru Arasındaki İlişki. Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Aydın.
- Yücememiş, B. T., Alkan, U. ve Dağıdır, C. (2015). Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye’de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 7(13), s. 449-478.