



T.C.

BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ

LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

Yüksek Lisans Tezi

**MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERİN DÖVİZ KURU
ÜZERİNDEKİ BELİRLEYİCİ ETKİLERİ: SEÇİLMİŞ
ÜLKE ÖRNEKLERİ İLE EKONOMETRİK ANALİZ**

**Buse TOPÇU
2215011051**

Tez Danışmanı:

Doç. Dr. Musa BAYIR

Bandırma 2025

T.C.
BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

Yüksek Lisans Tezi

**MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERİN DÖVİZ KURU
ÜZERİNDEKİ BELİRLEYİCİ ETKİLERİ: SEÇİLMİŞ
ÜLKE ÖRNEKLERİ İLE EKONOMETRİK ANALİZ**

Buse TOPÇU
2215011051

Tez Danışmanı:
Doç. Dr. Musa BAYIR

Bandırma 2025

YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAYI

Bandırma Onyedi Eylül Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, İktisat Programında Yüksek Lisans öğrencisi Buse TOPÇU tarafından Doç. Dr. Musa BAYIR'ın danışmanlığında hazırlanan “Makroekonomik Faktörlerin Döviz Kuru Üzerindeki Belirleyici Etkileri: Seçilmiş Ülke Örnekleri İle Ekonometrik Analiz” başlıklı tez, aşağıdaki jüri üyeleri tarafından 25.06.2025 tarihinde yapılan Tez Savunması Sınavında oybirliği ile başarılı bulunmuş ve Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Başkanı

Doç. Dr. Suna ŞAHİN

İstanbul Yeni Yüzyıl Üniversitesi

Jüri (Danışman)

Doç. Dr. Musa BAYIR

Bandırma Onyedi Eylül Üniversitesi

Jüri Üyesi

Doç. Dr. Armağan TÜRK

Bandırma Onyedi Eylül Üniversitesi

ETİK BEYAN SAYFASI

TÜRKİYE CUMHURİYETİ BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Bu belge ile bu tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik ilkelere uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı ve kaynağını gösterdiğimi ayrıca beyan ederim. (11.06.2025)

Buse TOPÇU

ÖZET

**MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERİN DÖVİZ KURU
ÜZERİNDEKİ BELİRLEYİCİ ETKİLERİ: SEÇİLMİŞ ÜLKE
ÖRNEKLERİ İLE EKONOMETRİK ANALİZ**

Buse TOPÇU

Döviz kuru, uzun süredir ekonomilerde ilgiyle incelenen ve birçok araştırmaya konu olan bir değişkendir. Döviz kurunun diğer makroekonomik değişkenlerle arasındaki ilişkinin bilinmesi ekonominin sağlıklı ve istikrarlı bir şekilde ilerlemesi ve olası bir kriz halinde politika yapıcıların bu ilişkileri göz önüne alarak politikaları buna göre ayarlamaları açısından önem arz etmektedir. Bu çalışmanın amacı, döviz kurları ile faiz oranı, enflasyon oranı, gelir ve para arzı gibi bazı makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi teorik ve ampirik olarak incelemek ve bu ilişkileri Satın Alma Gücü Paritesi, Faiz Oranı Paritesi ve Parasalcı Yaklaşım çerçevesinde değerlendirmektedir. Ocak 2003-Aralık 2023 dönemini kapsayan çalışmada, söz konusu dönemde dünya enflasyon ortalaması üzerinde enflasyona sahip altı gelişmekte olan (Brezilya, Meksika, Güney Afrika, Türkiye, Macaristan ve Romanya) ülke incelenmiştir. Analizler sonucunda hem uzun hem de kısa dönemde faiz oranı, enflasyon oranı ve para arzının döviz kuru üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Bu sonuçtan hareketle, döviz kuru değişikliklerin açıklanmasında Satın Alma Gücü Paritesi ve Parasalcı Yaklaşım geçerli iken, Faiz Oranı Paritesi Yaklaşımının geçerli olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte gelirdeki değişimler ne uzun dönemde ne de kısa dönemde döviz kurunu etkilememektedir. Bu sonuçlardan hareketle, döviz kuru değişikliklerinin açıklanmasında Satın Alma Gücü Paritesi ve Parasalcı Yaklaşım geçerli iken, Faiz Oranı Paritesi Yaklaşımının geçerli olmadığı yorumu yapılabilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Döviz Kuru, Enflasyon, Faiz, Para Arzı, Panel CS-ARDL.

ABSTRACT

DETERMINANTS OF EXCHANGE RATES IN RELATION TO MACROECONOMIC FACTORS: AN ECONOMETRIC STUDY OF SELECTED COUNTRIES

Buse TOPÇU

Exchange rates have long been a subject of curiosity across economies and have been extensively studied in academic research. Understanding the relationship between exchange rates and other macroeconomic variables is crucial for ensuring economic stability and for enabling policymakers to design appropriate responses in times of crisis. The aim of this study is to theoretically and empirically examine the relationship between exchange rates and selected macroeconomic variables—namely interest rates, inflation, income, and money supply—within the frameworks of Purchasing Power Parity (PPP), Interest Rate Parity (IRP), and the Monetarist Approach. The study covers the period from January 2003 to December 2023 and focuses on six developing countries (Brazil, Mexico, South Africa, Turkey, Hungary, and Romania) that experienced inflation rates above the global average during this period. The empirical analyses reveal that, in the long run, interest rates, inflation, and money supply exert a statistically significant positive impact on exchange rates. In the short run, these three variables continue to have a positive and significant effect on exchange rates. However, changes in income do not appear to influence exchange rates in either the short or long run. Based on these findings, it can be concluded that while the Purchasing Power Parity and Monetarist Approach hold in explaining exchange rate movements, the Interest Rate Parity theory does not appear to be valid in this context.

Keywords: Exchange Rate, Inflation, Interest Rate, Money Supply, Panel CS-ARDL.

ÖNSÖZ

Akademik hayata attığım ilk adımdan itibaren tez konumun belirlenmesi ve tezimin başlangıç aşamasından son aşamasına kadar, akademik bilgi birikimi ve tecrübeleri ile tezimin oluşturulmasında katkıda bulunan, bana yol gösteren, her türlü desteğini, yardımlarını ve kıymetli vaktini hiçbir zaman esirgemeyen, yaşadığım her zorlukta pes etmeme izin vermeyip bana yol gösteren, danışmanım olmasından onur duyduğum sayın Doç. Dr. Musa BAYIR hocama sonsuz teşekkürlerimi ve saygılarımı sunarım.

Bununla birlikte lisans ve lisansüstü eğitimim süresince tüm bilgi birikimlerini bizlere en iyi şekilde aktaran Bandırma Onyedü Eylül Üniversitesi İktisat Bölümü'ndeki tüm hocalarıma teşekkürü borç bilirim.

Aynı zamanda, hayatım boyunca benim bu günlere gelebilmemi sağlayan, her zaman ve her konuda yanımda ve arkamda olan, her türlü maddi ve manevi desteklerini bir an olsun esirgemeyen, bana inanan, güvenen ve cesaret veren bütün aileme, başta canım annem Menekşe TOPÇU ve canım babam Kemal TOPÇU ve sevgili arkadaşlarıma sabırlarından ve ilgilerinden dolayı sonsuz teşekkür ederim.

Buse TOPÇU

Bandırma 11.06.2025

İÇİNDEKİLER

YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAYI.....	ii
ETİK BEYAN SAYFASI.....	ii
ÖZET.....	iii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ.....	v
İÇİNDEKİLER	vi
TABLolar LİSTESİ.....	viii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	ix
KISALTMALAR LİSTESİ	x
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM:	4
TEMEL KAVRAMLAR	4
1. DÖVİZ KURU KAVRAMI	4
2. DÖVİZ KURUNUN BELİRLENMESİ	9
2.1. Döviz Arzı	10
2.2. Döviz Talebi	14
2.3. Denge Döviz Kuru.....	18
3. DÖVİZ KURU TÜRLERİ.....	19
3.1. Döviz Alış ve Satış Kuru	19
3.2. Spot (Vadesiz) ve Vadeli Döviz Kuru.....	20
3.3. Dolaysız Kur, Dolaylı Kur ve Çapraz Kur	21
3.4. Nominal Döviz Kuru ve Reel Döviz Kuru	23
3.5. Efektif Döviz Kurları.....	25
4. DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ	27
4.1. Sabit Kur Sistemi.....	28
4.2. Esnek Döviz Kuru	32
4.3. Karma Döviz Kuru Sistemleri	34
4.3.1. Gözetimli Dalgalanma	34
4.3.2. Bant İçinde Dalgalanma.....	36
4.3.3. Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi	37
4.3.4. Sürünen Pariteler.....	39
4.3.5. Sürünen Bant.....	40
4.3.6. Para İkamesi.....	41
4.3.7. Para Kurulu	43
4.3.8. Para Birliği	44
İKİNCİ BÖLÜM:.....	46
DÖVİZ KURLARININ BELİRLENMESİNDE TEORİK YAKLAŞIMLAR ...	46
1. DIŞ TİCARET AKIMLARI YAKLAŞIMI.....	47
2. SATIN ALMA GÜCÜ PARİTESİ.....	50
2.1. Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi	54
2.2. Nispi Satın Alma Gücü Paritesi	57
3. FAİZ PARİTESİ YAKLAŞIMI.....	59
3.1. Güvenceli Faiz Haddi Paritesi	62

3.2. Güvencesiz Faiz Haddi Paritesi.....	65
4. PARASALCI YAKLAŞIM	71
5. PORTFÖY DENGESİ YAKLAŞIMI	73
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM:	80
AMPİRİK LİTERATÜR ARAŞTIRMASI.....	80
1. SATIN ALMA GÜCÜ PARİTESİ YAKLAŞIMINA İLİŞKİN LİTERATÜR TARAMASI	80
1.1. Gelişmiş Ülkeler.....	80
1.2. Gelişmekte Olan Ülkeler	83
2. FAİZ PARİTESİ YAKLAŞIMINA İLİŞKİN LİTERATÜR TARAMASI.....	87
2.1. Gelişmiş Ülkeler Bazında.....	87
2.2. Gelişmekte Olan Ülkeler	88
3. PARASALCI YAKLAŞIM TEORİSİ BAZINDA LİTERATÜR TARAMASI	91
3.1. Gelişmiş Ülkeler Bazında.....	91
3.2. Gelişmekte Olan Ülkeler Bazında	92
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM	94
1. EKONOMETRİK YÖNTEM	94
1.1. Panel Veri Analizi	94
1.2. Panel ARDL	96
1.3. CS-ARDL Modeli	98
2. EKONOMETRİK MODEL	100
3. VERİ SETİ.....	102
4. ANALİZ SONUÇLARI	103
4.1. Analizlerde Kullanılan Verilere İlişkin Ön Test Sonuçları	103
4.1.1. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi	103
4.1.2. Homojenlik Testi.....	105
4.1.3. Panel Birim Kök Testi.....	105
4.2. Panel CS-ARDL Tahmin Sonuçları.....	107
4.3. Panel AMG ve CCE Tahmin Sonuçları	109
4.2.3. Panel CS-ARDL Ülke Bazlı Tahmin Sonuçları	112
5. BULGULAR.....	116
SONUÇ.....	119
KAYNAKÇA.....	122

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 4.1. Ülke Grubu	101
Tablo 4.2. Değişkenlere İlişkin Tanımlamalar.....	102
Tablo 4.3. Özet İstatistikler.....	103
Tablo 4.4. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları	104
Tablo 4.5. Swamy S, Pesaran ve Yamagata Delta Testi Sonuçları	105
Tablo 4.6. Pesaran CADF Birim Kök Testi Sonuçları.....	107
Tablo 4.7. CS-ARDL Tahmin Sonuçları.....	108
Tablo 4.8. Panel AMG ve CCE Tahmin Sonuçları	111
Tablo 4.9. Panel CS-ARDL Ülke Bazlı Tahmin Sonuçları.....	115



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. Döviz Arz Eğrisi	14
Şekil 1.2. Döviz Talep Eğrisi	18
Şekil 1.3. Denge Döviz Kuru Oluşumu	19
Şekil 1.4. Ayarlanabilir Sabit Kur.....	37
Şekil 2.1. Güvencesiz Faiz Paritesi Yaklaşımı	70



KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Augmented (Artırılmış) Dickey Fuller
AMG	: Genişletilmiş Ortalama Grup Tahmincisi
ARDL	: Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Sınır Testi
ARFIMA	: Otoregresif Kesirli Entegre Hareketli Ortalama
CADF	: İkinci Nesil Panel Birim Kök Testi (Cross-sectionally ADF)
CCE	: Ortak Bağlantılı Etkiler Yöntemi (Common Correlated Effects)
CS-ARDL	: Kesit Bağımlılığı Artırılmış ARDL (Cross sectionally Augmented ARDL)
DFE	: Dynamic Fixed Effect Estimator
DF-GLS	: Genelleştirilmiş En Küçük Kareler İle Detrend Edilmiş Dickey-Fuller Testi
ECM	: Hata Düzeltme Modeli
FEVD	: Sabit Etkili Vektör Ayırıştırması
FNQKS	: Fourier Doğrusal Olmayan Çeyrek Birim Kök Testi
FOP	: Faiz Oranı Paritesi
GARCH	: Otoregresif Koşullu Değişen Varyans
GMM	: Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	: International Monetary Fund
KPSS	: Kwiatkowski-Phillips-Schmid-Shin
MG	: Ortalama Grup Tahmincisi
MLE	: Maksimum Olabilirlik Tahmini Temelli Durum Uzay Modeli

MS-VECM	: Markov Geçişli Vektör Hata Düzeltme Modeli
NSAGP	: Nispi Satın Alma Gücü Paritesi
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
OLS	: En Küçük Kareler Yöntemi
PANKPSS	: Panel Durağanlık Testi
PMG	: Havuzlanmış Ortalama Grup Tahmincisi
PP	: Birim Kök Testi
RALS ADF	: Kalıntılarla Genişletilmiş ADF Birim Kök Testi
SAGP	: Satın Alma Gücü Paritesi
STAR	: Yumuşak Geçişli Otoregresif Model
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	: Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TVC	: Eşbütünleşme
ÜFE	: Üretici Fiyat Endeksi
VAR	: Vektör Otoregresyon
VECM	: Vektör Hata Düzeltme Modeli

GİRİŞ

Döviz kuru, bir ülke para biriminin yabancı bir ülke para birimi cinsinden değerinin ifade edilmesidir. Aynı zamanda döviz kuru uluslararası ilişkilerin de temelini oluşturan bir değişken konumundadır. Dünya ekonomisinde yaşanan küreselleşme; ülkeler arasında finansal entegrasyonun derinleşmesine ve mal, hizmet, sermaye akışının hızlanmasına yol açmıştır. Bu gelişmeler yatırım kararları, para politikası ve ekonomik büyüme gibi değişkenler üzerinde etkili olmakta; ekonominin istikrarı ve politika yapıcılar açısından büyük önem taşımaktadır. Dolayısıyla döviz kurlarının nasıl belirlendiği, hangi değişkenlerden etkilendiği ve ne şekilde tepki verdiği yüzyıllardır merak konusu haline gelerek birçok araştırmaya konu olmuştur.

Döviz kurlarını etkileyen birçok makroekonomik gösterge mevcuttur. Faiz oranı, enflasyon oranı, GSYİH ve para arzı gibi göstergeler döviz kurlarını etkileyen değişkenlerin başında gelmektedir. Özellikle faiz oranı ve enflasyon oranı bu değişkenler arasında önemli bir yere sahiptir. Ülkedeki fiyatlar düzeyinde meydana gelen artışlar enflasyon oranını artırmakta, finansal piyasalarda paranın fiyatı veya borçlanmanın maliyeti ise faiz oranını belirlemektedir. Bu nedenle döviz kuru, enflasyon ve faiz oranı ilişkisi hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler açısından kritik öneme sahiptir ve dikkat edilmesi gereken hususların başında yer almaktadır.

Ülkelerin faiz oranları, enflasyon oranları ve döviz kurları arasındaki dengenin sağlanması, ekonominin sağlıklı ve istikrarlı bir şekilde ilerlemesine katkı sağlar. Aksi takdirde bu değişkenler arasında ortaya çıkan bir dengesizlik halinde ülkede uzun vadeli ekonomik istikrarsızlığa ve krizlere neden olabilmektedir. Oluşan olumsuz sonuçları gidermek için sorunun kaynağını belirlemek ve dünyada meydana gelen gelişmeleri dikkate alarak ekonomi politikalarını buna göre ayarlayarak adım atmak gerekmektedir.

Bu çalışmada, döviz kurunun dinamiklerinin daha detaylı bir şekilde incelenmesi, ekonomik faktörlerle olan ilişkisinin ortaya konulması amaçlanmaktadır. Döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmaların ekonomiye olan etkileri kapsamında yapılan analizler, politika tasarımlarının yapılması noktasında önemli katkılar sağlayabilmektedir. Bu bağlamda döviz kurlarının belirlenmesinde Satın Alma Gücü Paritesi (SAGP) ve Faiz Oranı Paritesi (FOP) önemli bir teorik çerçeve oluşturmaktadır.

Satın Alma Gücü Paritesi yaklaşımı, döviz kurları ile ülkelerin fiyat düzeyleri arasında bir ilişki kurmakta ve bunu Tek Fiyat Kanunu'na dayandırmaktadır. Buna göre, benzer mal ve hizmetlerin fiyatları tüm dünya ülkelerinde aynı olmalıdır. Aksi takdirde arbitraj söz konusu olmakta ve döviz kurları bu farkı kapatacak şekilde ayarlanmaktadır. Bu parite, ülkelerin fiyat farklılıkları ile döviz kuru değişimlerinin birlikte hareket edeceğini ifade eder. Buna göre, döviz kurlarında yaşanan değişimler uluslararası fiyat farklılıklarının bir sonucudur. SAGP enflasyon oranı yüksek olan ülkelerde kurların yükseleceğini, düşük olan ülkelerde ise kurların düşeceğini iddia etmektedir.

Faiz Oranı Paritesi yaklaşımıysa kurların faiz oranları arasındaki farklara göre belirlendiğini ifade etmektedir. Başka bir ifadeyle, faiz oranı paritesi döviz kurunda yaşanan değişimleri finansal piyasalar yardımı ile açıklamaya çalışmaktadır. Buna göre, döviz kurunda yaşanan değişimler, iki ülke arasındaki faiz oranı farkının bir sonucudur. Ayrıntılı olarak ifade edersek sermaye hareketlerinin serbest olduğu ekonomilerde yatırımcılar getirinin daha yüksek olduğu ülke para birimine yönelmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri de bu nedenle döviz kurlarının dalgalanmasına neden olmaktadır. Aynı finansal varlıkların farklı getirilere sahip olması faiz arbitrajını ortaya çıkararak finansal varlığın ucuz olan yerden alınıp pahalı olan yerde satılmasına ve fiyatların eşitlenmesine yol açar.

Döviz kuru, faiz oranları ve enflasyon oranları gibi değişkenler arasında oluşan çok yönlü ilişki bilhassa gelişmekte olan ülke ekonomilerinde istikrarı tehdit eden bir unsur haline gelebilmektedir. Bu durumda, SAGP ve FOP yaklaşımları ile döviz kurlarının belirlenmesindeki yöntemlerin iyi anlaşılması hem akademik literatür hem de politika yapıcılar için önemli bilgiler sunmaktadır. Bu çalışmanın amacı, döviz kurları ile faiz oranları ve enflasyon oranları arasındaki ilişkiyi teorik ve ampirik olarak çok yönlü değerlendirerek ele almak ve bu ilişkileri dünya enflasyon ortalaması üzerinde enflasyona sahip Türkiye gibi üst orta gelir grubuna ait ülkeler açısından analiz etmektir. Bu ilişkinin analiz edilmesi bilhassa son yıllarda kur oynaklığındaki artış, yüksek enflasyon oranları ve para politikasında dikkate alınan tercihler açısından büyük bir öneme sahiptir.

Çalışmanın ilk bölümünde, döviz kuruna ait temel kavramlara yer verilmiştir. Döviz kuruna ilişkin tanımlara yer verildikten sonra döviz kuruna ilişkin diğer kavramsal çerçeveye yer verilmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde, döviz kurunun belirlenmesinde kullanılan teoriler detaylı bir şekilde açıklanmıştır. Bunlar; Dış Ticaret Akımları

Yaklaşımı, Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı, Faiz Haddi Paritesi Yaklaşımı, Parasalcı Yaklaşım ve Portföy Dengesi Yaklaşımı'dır. Üçüncü bölüm ise ampirik literatürü detaylı bir şekilde tartışmaktadır. Dördüncü bölümde, ekonometrik analize ilişkin genel çerçeve tanımlanmakta ve analiz sonuçlarına yer verilmektedir. Son bölüm ise, analiz sonuçlarını tartışmakta ve sonuç kısmını içermektedir.



BİRİNCİ BÖLÜM:

TEMEL KAVRAMLAR

1. DÖVİZ KURU KAVRAMI

Döviz kelimesi dilimize Fransızcada para birimi anlamına gelen “deviser” kelimesinden geçmiştir. Döviz kuru kavramı ise bir ülkeye ait olan para biriminin yabancı bir ülke para birimi cinsinden değeri şeklinde belirtilebilir. Aynı zamanda iki ulusal paranın birbiri ile olan değişim oranlarına da döviz kuru denilmektedir. Döviz, genel anlamda uluslararası ödemelerde kullanılan ödeme araçlarının tümünü kapsamaktadır. İktisat literatürüne bakıldığında kâğıt veya metal para şeklindeki yabancı paraların dışında para yerine geçen her türlü döviz poliçeleri, çekler, hazine bonoları, tahviller, mevduat sertifikası gibi ödeme araçları da döviz olarak kabul edilmektedir (ORDU, 2013: 3).

Döviz kurunun ekonomik olarak üstlendiği çeşitli roller bulunmaktadır. Bunlardan en önemlisi ana ülkedeki ekonomik birimlerin yabancı ülkelerde üretilen mal ve hizmetlerin fiyatları ve maliyetleri hakkında bilgi sahibi olması ve iki ülke arasındaki fiyat seviyesini birbirine bağlayarak fiyat ve maliyet karşılaştırması yapmaya imkân vermesidir (COPELAND, 2005; KARLUK, 2013: 591). Esasında döviz kurları bir ekonomik varlığın fiyatında meydana gelen hareketleri yöneten ve yönlendiren ekonomik ilkeler çerçevesinde hareket etmektedir. Serbest piyasa koşullarında dış ticaretin ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu ekonomilerde piyasa döviz arzı ve döviz talebi döviz fiyatını belirleyen temel unsurlardır. Ancak döviz kuru herhangi bir ekonomik varlığın fiyatından öte farklı anlamlar taşımakta ve çeşitli ekonomik sonuçlara neden olmaktadır. Bu çerçevede döviz kurunda ortaya çıkan bir değişim, ilk olarak uluslararası ticarete konu olan mal ve hizmetlerin piyasa fiyatlarını etkilemektedir. Nihai olarak, ülkenin uluslararası piyasadaki rekabet gücü ve ülkelerin dış ticaret dengeleri üzerinde bir etki ortaya çıkacaktır. Örneğin; döviz kurunda yaşanan bir artış (ulusal paranın değer kaybetmesi) ulusal para ile daha az yabancı mal satın alınması anlamına gelecektir. Bu durumda, yabancıların yerli mallara yönelik alım gücü artacaktır. Bu ihracatın ucuzlamasına ve ithalatın pahalılaşmasına neden olmaktadır (KARAKAYALI, 2002: 15-16). Bu ilişkiden hareketle döviz kurları ülkenin iç ve dış ekonomik göstergeleri üzerinde

oldukça etkili bir rol üstlenmektedir. Bu etki ithalat ve ihracat miktarları üzerindeki değişiklikler vasıtasıyla öncelikli olarak ülkenin dış ticaret dengesi üzerinde oluşmaktadır. Her ne kadar dış ticaret dengesinde meydana gelen gelişmeler ekonomik büyüme ve istihdam üzerinde etkili olsa da döviz kuru geçişkenliği yüksek birçok ülkede döviz kurundaki artışlar enflasyonunda temel belirleyicisi konumunda olabilmektedir. Böyle olunca döviz kuru para politikasının da önceliklendirdiği konulardan biri olmaktadır (MAKHDOM, 2021). İkinci olarak, uluslararası finansal akımlarda 1980’li yıllardan sonra yaşanan serbestleşme hareketleri döviz kuruna yönelik reel bakış açısının da değişmesine yol açmış ve döviz kurunu açıklamaya yönelik finansal yaklaşımlarda önemli bir artış yaşanmıştır. Bunun bir sonucu olarak hem ulusal finans piyasaları önemli derecede gelişmiş hem de küresel finans piyasalarının ulusal döviz piyasaları üzerindeki etkisi artmıştır. Bu durum hem döviz riskini minimize etmeye çalışan dış ticaret firmalarına yönelik finansal enstrümanların çeşidini ve büyüklüğünü artırmış hem de ulusal ve uluslararası finans piyasalarındaki yatırımcı profilini etkilemiştir. Üçüncü olarak dövizin, ulusal paranın ekonomik birimlerin tasarruflarını biriktirme fonksiyonunu yitirdiği enflasyonist dönemlerde tasarruflarını saklama aracı olarak kullanıldığı söylenebilir. Dolarizasyonun arttığı bu dönemlerde ekonomik birimler döviz değeri bir varlık olarak algılayarak yatırım aracı olarak görmektedir (KRUGMAN vd., 2012).

Dövizin alınıp satıldığı piyasalar genel itibariyle döviz piyasaları olarak isimlendirilmektedir. Döviz piyasalarının işlemcilerini şu şekilde sıralayabiliriz: Bankalar ve banka harici mali kurumlar, spekülâtörler ve arbitrajcular, dış ticaret ve dış yatırım işlemleri yapan bireyler ve firmalar, merkez bankaları ve hazine, gelirlerini enflasyona karşı korumaya çalışan kişiler ve döviz brokerleridir (HONEYGOLD, 1989).

Bankalar ve banka harici mali kurumlar döviz piyasasında aracılık rolü üstlenirler. Döviz piyasasının en temel işlemcilerinden olan bankalar hem perakende hem de interbank (toptan) piyasalarda faaliyet göstermektedirler. Perakende piyasalar bankaların müşterileri ile yaptığı işlemleri kapsamakta iken interbank piyasası ise bankaların kendi aralarında yaptığı işlemleri kapsamaktadır. Ticari bankalar genel olarak döviz alım satımı, döviz transferi ve akreditif açmak gibi işlemlerle uğraşırlar. Bankalar, farklı dövizler üzerinden farklı pozisyonda bulunmaları ve bu pozisyonlarda kur riskine açık hale gelmeleri dolayısıyla bu pozisyonları denkleştirmek amacı ile kendi aralarında döviz alım satımı gerçekleştirmektedirler. Banka haricindeki en bilinen kurum ise döviz bürolarıdır.

Bürolar döviz çeşidi ve miktarında müşteri ile anlaştığında döviz alım satımını gerçekleştirirler (LEVI, 1990). Spekülatörler, geleceğin belirsiz olmasından dolayı ortaya çıkan risk ortamından tahmin yoluyla kâr amaçlı döviz alım ve satım işlemi gerçekleştirmektedirler. Arbitrajcılar da belirli bir zamanda kurlar arasındaki fiyat farklılıklarından faydalanmak için eş anlı olarak ucuz olan yerden döviz alıp pahalı olan yerde satarak kâr elde etmeye çalışmaktadırlar (SAKA ve ÇOLAK, 2008). İhracatçılar yabancı ülkeye sattığı mal ve hizmetlerden döviz elde ederler ve döviz piyasasının döviz arz eden temel birimidirler. İthalatçılar da yabancı ülkeden alınan mal ve hizmetler için döviz cinsinden bedel ödemektedirler ve döviz piyasasının döviz talep eden temel birimidirler. Uluslararası yatırım yapan kişi ve firmalar da yabancı ülkelere yatırım yaparken döviz piyasasına başvurarak ulusal paralarını yabancı ülke parasına belirli bir fiyattan dönüştürerek işlemlerini gerçekleştirmektedirler. Diğer taraftan bir ülkeye giriş yapan yabancı sermaye yatırımlarıysa yabancı ülke paralarını belirli bir fiyattan yerli paraya dönüştürerek yatırımlarını gerçekleştirmektedirler. Merkez bankaları ve hazine, döviz piyasasındaki işlemlerini ülkenin döviz rezervlerini belirli seviyede tutmak ve ulusal paranın değerini istenilen ölçüde etkilemek için yapmaktadırlar. Ülkede istikrarlı kur politikası uygulanmakta, Merkez Bankası kurlardaki ani ve şiddetli yükselişleri ve düşüşleri önlemek amacıyla piyasadan döviz alım satımına başvurmaktadır (SEYİDOĞLU, 2013a: 101). Ekonomik birimler, gelirlerinin belirli bir kısmını gelecekteki belirsizlikler karşısında önlem almak için tasarruf ederler. Tasarruflar genellikle satın alma gücünün korunabildiği ve bir miktar faiz gelirin elde edildiği para birimi cinsinden yapılmaktadır. Fakat özellikle enflasyon dönemlerinde ulusal para birimleri tasarrufların satın alma gücünü koruyamaz. Bu durumda tasarruflar yabancı para cinsinden tutulmaya başlanır ve ekonomik birimler döviz piyasalarında döviz talebini artırırlar. Bu durumun yükselişte olduğu dönemlere “dolarizasyon” ya da “para ikamesi” denilmektedir (ÇUFADAR, 2010: 33-34). Döviz brokerları da döviz piyasasında kendisi işleme taraf olmadan döviz arz ve talep edenleri bir araya getiren, işlemin gerçekleştirilebilmesi için aracılık eden kişilere denilmektedir. Bu aracılık sayesinde her iki taraftan da komisyon almaktadır (ÇUFADAR, 2010). Bu çerçevede döviz piyasasının önemli işlemcileri arasında yer almaktadır.

Uluslararası döviz piyasalarına “Foreign Exchange” kelimesinin kısaltılması olarak “Forex Piyasaları” adı verilmektedir. Forex piyasaları ülkelerin para birimlerinin değişimi açısından önemli bir paya sahip olmuştur. Döviz piyasasının işlemcileri döviz alım satımı

işlemlerini fiziksel olmayan elektronik ortam üzerinden istedikleri zaman yapabildikleri için önemli bir likidite avantajı sağlamaktadır. Dünyada döviz piyasalarında en çok alışverişe konu olan para birimleri Amerikan Doları, İngiliz Sterlini, Japon Yeni, Kanada Doları, İsviçre Frangı ve Avrupa ortak para birimi Euro'dur (SEKMEN, 2012).

Ülkelerin para birimlerinin karşılıklı değişimine ilişkin ülkelerin benimsediği uygulamaların tarihi oldukça geçmişe gitmektedir. Bilinen sistematik uygulamalardan ilki "çift metal sistemi" dir. Bunun dışında, 1870 yılları ile 1930 yılları arasında süren "altın para sistemi"dir. 1930 ile 1944 yılları arasındaki "buhran ve savaş dönemi"dir. 1944 ile 1973 arasındaki "Bretton Woods sistemi" ve sonuncusu ise içerisinde bulunduğumuz dönemi de kapsayan "karma uygulamalar" dönemidir (E. ŞENARAS, 2016: 16).

Çift metal sistemi olarak adlandırılan ve "Bimetalizm" olarak da bilinen sistem ülke ekonomisinde, altın ve gümüş madenlerinin birlikte kullanımını ifade etmektedir. Aynı zamanda bu iki maden ülkenin resmi parası niteliğindedir. Özellikle gümüş paralar Orta Çağ'da ve Yakın Çağ'da büyük ölçekte kullanılmıştır. İki madenin de parasal basımı 19. yüzyılda yaygınlaşmıştır. Altın madenindeki hızlı üretimle birlikte altın standardına geçilmiş ve 20. yüzyılda gelişmiş ekonomiye sahip ülkeler çift metal sisteminden ayrılmıştır (MÜSLÜMOV vd., 2003).

Altın para standardı, ilk olarak Sanayi Devrimi'nin hız kazandığı ve uluslararası ticaretin arttığı 1870'li yıllarda yaygınlaşmaya başlamıştır. Bu sistemin öncüsü İngiltere olmuştur. 19. yüzyıl sonlarında ise Almanya, Belçika, İtalya, Rusya ve İsviçre gibi ülkeler de bu sistemi benimsemiştir. Ardından ABD, Japonya ve diğer ülkeler de aynı yolu izlemiştir. Altın para standardı, temelde bir sabit kur sistemidir (UZUNOĞLU, 2003: 2). Bu sistemde, her ülke ulusal para birimini belirli bir miktar altın karşılığına sabitleyerek değerini garanti altına almıştır. Örneğin; bir ekonomiye ait parayı merkez bankasına veren kişiler, karşılığında altın alabilmekteydi. Bu mekanizma, "tam karşılık sistemi" olarak adlandırılmaktadır. Sistemin en önemli özelliği, ülkelerin para birimleri arasındaki değişim oranının altına endekslenmesi ve böylece sabit bir kur düzeninin oluşmasıdır. Ayrıca altının tüm dünyada geçerli bir ödeme aracı olarak kabul görmesi, bu sistemi güçlendiren bir unsur olmuştur (MANSFIELD, 1992: 11). Nitekim, altın standardı sayesinde ülkelerin para birimleri, herhangi bir ek düzenlemeye gerek kalmadan otomatik olarak birbirine bağlanmıştır (SEYİDOĞLU, 2003: 9-10).

Altın standardı sistemin düzgün işleyebilmesi için bazı temel koşulların sağlanması gerekmektedir:

- Merkez Bankası, sabit bir fiyat üzerinden sınırsız altın alım-satımı yapmayı garanti etmelidir.
- Bireyler, sahip oldukları altını istedikleri şekilde kullanma özgürlüğüne sahiptir. Örneğin, eriterek başka amaçlarla kullanabilirler.
- Altının ithalatı ve ihracatı üzerinde herhangi bir kısıtlama bulunmamalıdır.

Bu sistemde altının likiditesi, üretim miktarı ve sanayi talebine göre değişiklik göstermekteydi. Ancak günlük ticarete yalnızca altın değil, kâğıt para da yaygın olarak kullanılıyordu. Fark olarak, bu kâğıt paraların değeri altınla desteklenmekteydi. Başka bir deyişle altın rezerv olarak tutulurken, kâğıt para dolaşımında yer alıyordu. Hatta merkez bankaları, kâğıt paraların güvenilirliğini sağlamak için, talep halinde bunları altın karşılığında geri almayı taahhüt etmekteydi. Ayrıca altın ticaretindeki serbestlik sayesinde arbitraj imkânı bulunmaktaydı. Gerçekleşen arbitraj işlemleri sabit kur sisteminde ortaya çıkabilecek sapmaları dengelemekteydi (UZUNOĞLU, 2003: 2).

Altın standardı, ülkelerin ödemeler dengesindeki açıkları otomatik olarak düzelterek fiyat istikrarını sağlamaktaydı. Bu durum, iki temel mekanizma sayesinde gerçekleşiyordu. Birincisi ülkeler arasındaki fiyat farklılıklarının ticareti dengeleyici bir rol oynaması, ikincisi ise faiz oranlarındaki değişimlerin, arbitraj yoluyla para akışını düzenlemesiydi (SAMUELSON ve NORDHAUS, 2010). Altın para sisteminin en istikrarlı şekilde işlediği dönem, Birinci Dünya Savaşı'ndan önceki 50 yıllık süreçtir. Bununla birlikte, savaş dönemindeki enflasyonist politikalar ve savaş öncesi kur seviyelerinin korunmasındaki ısrar, sistemin çöküşüne zemin hazırlamıştır. 1929 Büyük Buhranı ise çöküş sürecini hızlandırarak altın standardının sonunu getirmiştir (KRUGMAN ve OBSTFELD, 2000: 542-543).

Altın para sisteminin çöküşü ve İkinci Dünya Savaşı sonrasında uluslararası ekonomik sistemin yeniden yapılandırılması için büyük bir ülke grubunun kabul ettiği yeni bir uluslararası para standardı oluşturulmuştur. Bretton Woods olarak isimlendirilen bu sistemde ülkeler para birimlerini belirli bir orandan Amerikan Doları'na, Amerikan Doları da altına sabitlenmiş durumdadır. Bu sistemde esasında ülkelerin para birimlerini dolaylı yoldan altına sabitlemesi anlamına gelmektedir. Ancak zaman içerisinde savaştan

ıkan ülkelerin ekonomik olarak güçlenmesi ve dış ticaret fazlası elde etmesi ülkelerin dolar rezervlerini glendirmış ve doların devalüasyonu gerekmiş, ayrıca doların değeri altın karşısında sabitlendiği oranda srdrlemez hale gelmiştir. Bu durum doların altına olan konvertibilitesinin ortadan kalkmasına neden olmuş ve Bretton Woods sisteminin sona ermesine neden olmuştur (AğLAR, 2003).

1970’li yıllardan itibaren ise ülkelerin para birimlerinin değerleri iki ülkeyi hesaba katacak şekilde belirlenmeye başlamıştır. Bu yıllarda ülkeler belirli bir değerden kurları karşılıklı sabitlemişler ve sabit kur rejimi uygulamaya başlamışlardır. 1980 yılından itibaren sermaye hareketlerinin uluslararası finans piyasalarındaki dolaşımının ve miktarının artması ülkelerin dviz kurları üzerinde yabancı sermaye hareketlerinin rolünü artırmıştır. Uluslararası finansal serbestleşme dviz kurlarının değerinin belirlenmesinde kullanılan sabit kur rejiminin uygulanmasını zorlaştırmış ve birçok ülke serbest kur rejimine geçmiştir. Günümüzde finansal ilişkilerin boyutu, ülkelerin küresel etkileri göz önünde bulundurmadan kur politikası izlemesini imknsız hale getirmiştir. Yükselen piyasa ekonomisi koşullarında ticaret hacmi, sermaye akımları, ticaret kalıpları ve politikalarında meydana gelen farklılaşma ülkelerin dviz kurunun belirlenmesinde oldukça etkili birer faktör olmasına yol açmıştır. Bu nedenle ülkeler seçilecek dviz kuru sistemi, kurların oluşması ve değişimleri, geleceğe yönelik kur tahminleri açısından daha dinamik politikalar benimsemeye başlamıştır (MAURO ve diğerleri, 2008). Bu noktada dviz kuruna ilişkin gerçekleştirilen akademik literatürde sistematik bir fikir birliğinden bahsetmek mümkün değildir.

2. DVİZ KURUNUN BELİRLENMESİ

Dviz kuru herhangi iki paraya ilişkin değişim oranını göstermektedir. Esasında belirli bir yerel ülkenin parasının başka bir ülkenin parasından ne kadar satın alınabileceğini göstermektedir. Dolayısıyla belirli bir ülkenin parasının değerini ifade etmektedir. Bu nedenle, iktisat biliminde herhangi bir mal veya hizmetin değerini nasıl ki o mal veya hizmetin arz ve talebinde yaşanan değişmeler etkiliyorsa dviz kurunu belirleyen temel unsurlar da arz ve taleptir. Bu çerçevede, dviz kurunun belirlenmesine yönelik tartışmalar temelde dviz arzı ve dviz talebini etkileyen faktörler üzerinden gerçekleştirilebilir. Bu nedenle ilk olarak dviz arzı ve dviz talebi açıklanmakta, daha sonra dviz kurunun belirlenmesine geçilmektedir.

2.1. Döviz Arzı

Döviz arzı, herhangi bir ülkenin elde etmiş olduğu döviz gelirlerini ifade etmektedir. Klasik ekonomide bir ülkenin en önemli döviz kaynağı yurtdışına mal ve hizmet satanların piyasaya sunduğu dövizlerdir. Ancak finansal serbestleşme ile birlikte uluslararası sermaye hareketlerinin artması ülkeler için yabancı sermaye yatırımlarını da önemli bir döviz arzı kaynağı haline getirmiştir.

Dövizin arzı ilk olarak, diğer ülkelerde yaşayanların ülkenin ihraç mallarına olan talebinden kaynaklanmaktadır. Mal ve hizmet ihracı gerçekleştirerek yabancı para cinsinden gelir elde etmekte olan ihracatçıların bu yabancı paraları yerli paraya dönüştürmek istemeleri dış ticarete bağlı döviz arzını meydana getirir. Burada bir ülkenin ihraç mallarına yönelik talep arttığında, o ülkenin döviz arzı da yükselecektir. Döviz arzı ile döviz kuru arasında doğru orantılı yani pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur. Döviz kurundaki düşüşler (ulusal paranın değerlenmesi) o ülkenin mallarını yabancılar için daha pahalı hale getireceği için ihracat ve ihracat gelirleri düşecek ve döviz arzı da azalacaktır. Döviz kurundaki yükselişler (ulusal paranın değer kaybetmesi) o ülkenin mallarını yabancılar için daha ucuz hale getireceği için ihracat ve ihracat gelirleri artacak ve döviz arzı da artacaktır. Bu durumda döviz arz eğrisi pozitif eğimli olacaktır (KOÇAK, 2006: 7). Diğer taraftan, döviz kuru ve ihracat arasındaki ilişkiyi belirleyen çeşitli faktörlerde bulunmaktadır. Bunlardan ilki ülke ihraç mallarına yönelik talep esnekliğidir. Bu ülkenin ihraç mallarına yönelik talebin bu malların fiyatlarında yaşanan değişikliklere ne derece duyarlı olduğunu göstermektedir. Söz gelimi ülkenin ihraç mallarına yönelik talep esnekliği düşükse, ulusal parada yaşanan değerlenme ihraç mallarının uluslararası fiyatlarını artırmasına rağmen ihraç mallarına yönelik uluslararası talep önemli derecede azalmayacaktır (ERTEK, 2008). İkinci faktör de herhangi bir ülkede ithal edilen malın, yurtiçi arz miktarının o malın fiyatına gösterdiği duyarlılığı ifade etmektedir. Eğer arz esnekliği düşükse, ithal malın yurtiçindeki üretimi o malın fiyatında artış yaşansa bile kolayca artırılamayacaktır. Bu durumdaki ülkeler yabancı malların fiyatları artsa bile o malı ithal etmekten kolayca vazgeçemeyecektir. İhracatçı ülke, yabancı malların arzının fiyat esnekliğinin düşük olduğu bir ülkeye ihracat gerçekleştiriyorsa, ulusal parada yaşanan değerlenme ihraç mallarının uluslararası fiyatlarını artırsa bile ihracat miktarı ve ihracat gelirleri çok düşmeyecektir (MENSAH, 1982: 9-10). Üçüncüsü de, ihraç mallarının arzının fiyat esnekliğidir. Bu bir ülkede ihraç edilen malların arz miktarının o

malların fiyatına karşısındaki duyarlılığıdır. Eğer ihraç mallarının arzının fiyat esnekliği düşükse, bu malların fiyatlarındaki artış karşısında arz miktarı kolayca artırılamayacaktır. Dolayısıyla ihraç mallarının arzının fiyat esnekliği düşükse, ulusal parada yaşanan değer kaybı ihraç mallarına yönelik uluslararası talebi artırsa bile bu malların arzını artırmak kolay olmadığı için ihracat miktarı ve ihracat gelirleri artmayacaktır (DİNLER, 2000, s.492). Sonuncusu ise ihraç mallarına yönelik yurtiçi talebin fiyat esnekliğidir. Bu bir ülkede ihraç mallarına yönelik yurtiçi talep miktarının o malın fiyatlarındaki değişime duyarlılığını göstermektedir. İhraç mallarına yönelik yurtiçi talebin fiyat esnekliği yüksekse ihracatçılar döviz kurunda yaşanan değişimler karşısında daha kolay dış pazarlara yönelecektir, zira yurtiçindeki talep fiyat değişimleri karşısında daha fazla tepki vermektedir. Aksi durumda da ihraç mallarına yönelik yurtiçi talebin fiyat esnekliği düşükse, yurtiçi tüketiciler fiyat değişikliklerine kolay tepki veremedikleri için ihracatçılar yurtdışı pazarlarla ilişkisini sınırlı tutacaktır (İYİBOZKURT, 1995: 237). Döviz kurunun dışında ülkenin ihracat miktarı daha çok ülkeye özgü yapısal faktörlerle ilişkilidir. Bunlar arasında ülkenin üretim gücü (maliyet, kalite, teknoloji, inovatif ürün kapasitesi), enflasyon oranları, dış ticaret politikaları, ülkenin konumu ve lojistik altyapısı, küresel ekonomik ilişkileri gibi çeşitli özellikleri sayılabilir.

Bretton Woods sistemi yıkıldıktan sonra uluslararası finansal serbestleşmenin artması ülkeler arasındaki yabancı sermaye hareketlerini artırmıştır. Böylece ülkelerin döviz arzını belirleyen önemli faktörlerden biri de uluslararası yatırımlar haline gelmiştir. Küreselleşme ile birlikte 1970’li yılların başında meydana gelen finansal serbestleşme; gelişmiş ülkelerde baş göstermiş, 1980’li yıllarda ise gelişmekte olan ülkeleri de içine alarak yaygınlaşmıştır. IMF (International Monetary Fund) ve Dünya Bankası gibi uluslararası kurumların yardım ve teşvikleriyle az gelişmiş ülkelerin sermaye hareketlerindeki kısıtlamalar kaldırılmıştır (KULA, 2003).

1990’lı yıllardan itibaren, finansal küreselleşme sürecinin tamamlanmasıyla uygulanan finansal serbestleşme politikaları sayesinde, yabancı sermaye ülkeler arasında serbest bir şekilde dolaşmaya başlamıştır. Bu durum, sermayenin kişi ve kurumlarca başka bir ülkeye transfer edilmesi şeklinde de ifade edilmektedir (ADANIR, 2010).

Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin başlıca sorunlarından biri, önemli ölçüde sermaye kıtlığıdır. Yaşanan bu kaynak yetersizliği, ülkelerin gelişimini engellemektedir. Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler sermaye kıtlığı yaşarken, gelişmiş ülkelerde

sermaye faktörü bol miktarda bulunmaktadır. Bu ülkelerin gelişimini ve kalkınmasını sürdürebilmesi için yabancı sermaye yatırımlarının ülkeye çekilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, finansal liberalizasyon politikalarıyla belirli risk unsurları altında sağladıkları yüksek faiz getirisi sayesinde gelişmiş ülkelerdeki bol sermayeyi kendi ekonomilerine çekmeye çalışmaktadır. Sermaye aktarımı yapacak ülkeler için ise kâr getirisinin yanında en önemli unsur, risk faktörünün düşük olmasıdır (SAVAŞAN ve DURSUN, 2006).

Yabancı sermaye girişleri üç şekilde gerçekleşmektedir (EKİNCİ, 2011):

- Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları: Bu yatırımlar, genellikle sabit sermaye yatırımları olarak adlandırılır. Yabancı yatırımcıların yurt içinde yeni bir firma kurması veya mevcut bir firmanın tamamını ya da bir hissesini satın alması gibi reel ve fiziki yatırımları kapsar. Bu tür yatırımlar uzun vadeli ve kalıcıdır.
- Portföy Yatırımları: Kısa vadeli menkul kıymetlere yapılan yatırımlardır. Tahvil, hisse senedi, bono ve diğer para piyasası araçlarından oluşan finansal varlıkları içerir. Bu yatırım türünde yatırımcının sadece sermaye katkısı vardır ve portföy yatırımları, kâr arayışıyla ülkelere yönelir.
- Diğer Yatırımlar (Sıcak Para): Doğrudan ve portföy yatırımları dışında kalan tüm sermaye hareketlerini kapsar. Ticari krediler, IMF ve borç kredileri, mevduat hesapları gibi varlıklar bu gruba girer.

Bir ülkeye yönelik sermaye akımları, o ülkenin döviz miktarını önemli ölçüde etkilediğinden döviz kurları üzerinde de büyük bir etkiye sahiptir. Yerleşik kişilerin yabancı ülkelere reel ve finansal varlık almak istemesi döviz talebini artırırken; yabancı yatırımcıların ulusal ekonomide varlık edinme isteği ise döviz arzını artırmaktadır (AYVAZ, 2010: 23). Özellikle kısa vadeli sermaye hareketleri, kâr amacına ulaştıktan sonra ekonomiden ani çıkış yaptığında döviz kuru oynaklığına yol açmaktadır. Bir ekonomiye sermaye girişi olduğunda, döviz arzının artmasıyla piyasada bollaşan döviz, kurların düşmesine neden olur. Sermaye çıkışı durumunda ise döviz kıtlığı yaşanarak kur yükselişi görülebilir. Dolayısıyla döviz girişi ve çıkışı hem makroekonomik unsurları etkiler hem de döviz kurlarında dalgalanmalara yol açar (İNANDIM, 2005: 30-33).

Örnek vermek gerekirse, Türkiye’de yerleşik bir kişi ABD finansal varlıklarına talep gösterdiğinde Amerikan Doları talebi artacaktır. Benzer şekilde, ABD’de yerleşik bir yatırımcı Türkiye’deki finansal varlıkları talep ettiğinde ise TL talebi yükselecektir. İlk senaryoda dolar talebi artarken TL arzı artar ve TL, dolar karşısında değer kaybeder. İkinci senaryoda ise dolar arzı artarken TL talebi yükselir ve TL değer kazanır. Sonuç olarak ilk durumda kur yükselirken, ikinci durumda kur düşüş eğilimine girer (WALTHER, 2002: 78-80).

Döviz arz edebilecek bir kurum olan Merkez Bankası, Bretton Woods sisteminin yıkılmasının ardından esnek kur sistemine geçilmesiyle döviz piyasasına müdahalelerini artırmıştır. Bu müdahalelerin temel amacı; finansal piyasalarda ortaya çıkan istenmeyen durumları önlemek, fiyat istikrarını sağlamak, enflasyonu kontrol altında tutmak, cari dengeyi korumak, döviz rezervlerini hedeflenen seviyeye çıkarmak ve potansiyel krizlere karşı önlem almaktır. Kısacası, bu müdahalelerin önemli bir hedefi de yerli paranın itibarını başka bir ifadeyle döviz kurundaki dalgalanmaları azaltmaktır.

Hükümetler tarafından döviz piyasası müdahaleleri, "döviz kontrolü" olarak adlandırılmaktadır. Hükümetler, bu müdahaleleri gerçekleştirmek üzere merkez bankalarını görevlendirir (SEYİDOĞLU, 2007). Türkiye’de de müdahale kararlarını verme yetkisi TCMB'ye aittir ve bu işlemler, TCMB bünyesindeki Döviz ve Efektif Piyasalar Müdürlüğü tarafından yürütülmektedir (TUNAY, 2008).

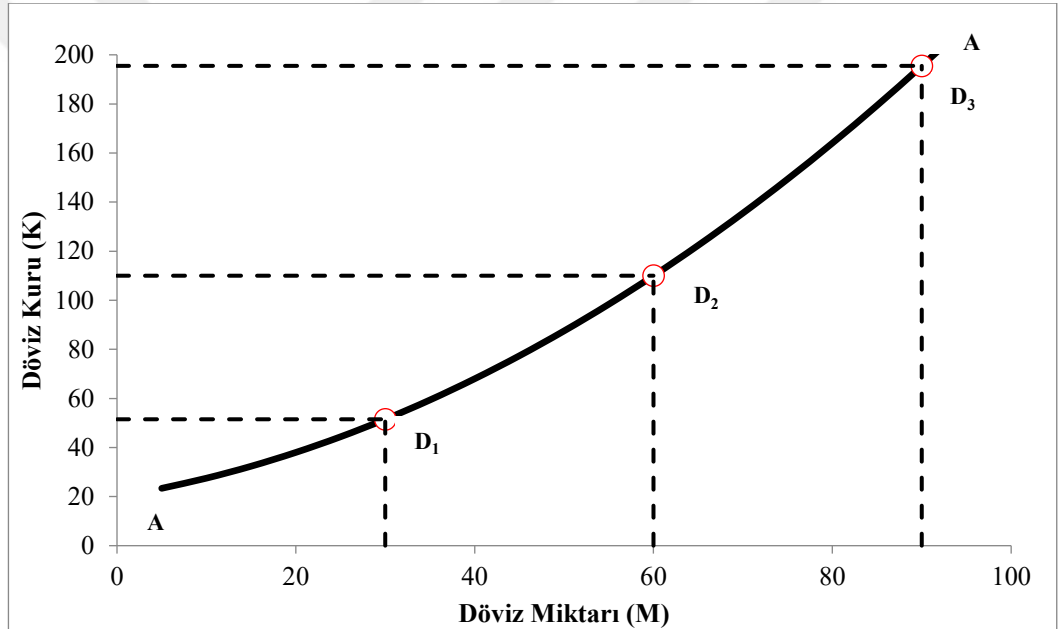
Sabit kur sisteminde; döviz kurlarına müdahale edilerek kurlar belirli bir seviyede tutulmaya çalışılırken, esnek kur sistemine geçildikten sonra teoride otorite müdahalesi olmaması gerekse de günümüzde esnek kur sistemini benimseyen ülkelerde bile döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmaları önlemek amacıyla merkez bankaları piyasaya alıcı veya satıcı olarak girerek doğrudan alım-satım yoluyla müdahalede bulunmaktadır. Özetle, döviz kurlarını etkilemek için parasal otoritenin piyasada ulusal para karşılığında döviz alıp satması veya kurlara dair açıklamalar yapması, döviz kurlarına müdahale olarak tanımlanır (SARNO ve TAYLOR, 2001).

Döviz kurlarında, döviz arzının geçici veya kalıcı olarak talebin altında kalması sonucu kurların aşırı yükselmesi durumunda Merkez Bankası piyasaya döviz satarak müdahale eder. Böylece kurun düşmesi sağlanır ve denge oluşmasına katkıda bulunulur. Ancak Merkez Bankası'nın döviz alım-satım işlemlerinin kurlar üzerindeki etkisinin yanı sıra piyasadaki yerel para likiditesi üzerinde de etkisi vardır. Örneğin; Merkez Bankası

döviz sattığında, piyasadaki yerli para likiditesi azalırken, döviz likiditesi artar (MENKHOFF, 2013).

Döviz arz eğrisi herhangi bir mal veya hizmetin arz eğrisine benzer ve sol aşağıdan başlayarak sağ yukarıya doğru çıkmaktadır. Bu döviz kuru ve piyasaya arz edilen döviz miktarı arasında doğru yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir. Döviz arz eğrisi diğer unsurlar sabit tutularak çizilmiştir. Burada bahsedilen diğer unsurlar ise; fiyatlar, zevkler ve tercihler, gelir seviyesi, faiz oranları ve maliyetlerdir. Bu faktörlerde yaşanan değişiklikler aynı kur seviyesinde daha az veya daha fazla döviz arz edilmesine sebep olabilir, başka bir ifadeyle arz eğrisinin sağ ya da sola kaymasına yol açabilir.

Şekil 1.1. Döviz Arz Eğrisi



Kaynak: (Yazar tarafından oluşturulmuştur)

2.2. Döviz Talebi

Döviz talebi, bir ülkenin yabancı ülkelere yapacağı ödemelerden dolayı yabancı ülke parasına olan talebidir. Klasik ekonomilerde döviz talebinin en temel nedeni yabancı ülkelere mal ve hizmet ithal etme isteğidir (ARSLAN, 2005: 49). Ancak yukarıda döviz arzını belirleyen faktörlerde belirtildiği gibi finansal serbestleşme ile birlikte uluslararası sermaye hareketlerinin artması ve ülke içinde döviz bulundurmaya yönelik serbestlik politikaları döviz talebini belirleyen başka unsurları da ön plana çıkarmıştır.

Mal ve hizmet ithalatı yapanların döviz piyasalarından gerçekleştirdiği döviz talebi dış ticarete bağlı döviz talebi olarak ifade edilir. Burada çeşitli sebeplerle ithal mallara yönelik talep arttığında döviz piyasalarındaki döviz talebini artıracaktır. Döviz talebi ile döviz kuru arasında negatif yönlü bir ilişki söz konusudur. Döviz kurundaki düşüşler (ulusal paranın değerlenmesi) ülkede yaşayanlar için ithal mal ve hizmetleri ucuzlatacak ve artan ithal mal talebi döviz talebini artıracaktır. Döviz kurundaki yükselişler (ulusal paranın değer kaybetmesi) ülkede yaşayanlar için ithal mal ve hizmetleri daha pahalı hale getirecek ve düşen ithal mal talebi döviz talebini düşürecektir. Bu nedenle döviz talep eğrisi negatif eğimlidir (ERTEK, 2007: 413). Döviz kurunda meydana gelen bir değişimin ithalata bağlı döviz talebinde yaratacağı etkinin büyüklüğünü belirleyen çeşitli faktörler söz konusudur. Bunlardan ilki ve en önemlisi ithal malın yurtiçi talebinin fiyat esnekliğidir. Bu ithal malın fiyatında yaşanan değişikliklere yurtiçi talebin ne derece duyarlı olduğunu ifade etmektedir. Eğer ithal malın yurtiçi talebinin fiyat esnekliği yüksekse döviz kurunda yaşanan değişimlerin ithalat üzerindeki etkisi o derece büyük olacaktır. İkinci faktör ithal malların yurtiçi arz esnekliğidir. Bu söz konusu malların yurtiçi üretim miktarının bu malın fiyatında yaşanacak gelişmelere ne derece tepki verdiğini göstermektedir. Eğer esneklik yüksekse, döviz kurunda yaşanan değişimlerin ithal malın yurtiçi fiyatında ortaya çıkardığı değişimin, söz konusu malın yurtiçi üretimi üzerinde daha büyük bir etki ortaya çıkarması söz konusu olacaktır. Bu durumda döviz kurundaki değişikliklerle fiyatı değişen ithal malların yerine yerli malların ikamesi mümkün olacaktır. Üçüncü faktör, ithal edilen malların yurtdışı arz esnekliğidir. Bu, döviz kuru değişiklikleriyle talebi değişen ithal malın yurtdışı üretiminin fiyatlardaki değişikliklere ne derece tepki verdiğini göstermektedir. Eğer yurtdışı arz esnekliği düşükse döviz kuru değişiklikleri ithal mallara yönelik talebi değiştirse bile yurtdışı arz değişmediği için ya ithalat etkilenmeyecek ya da ithalat maliyetleri değişiklik gösterecektir (ABUŞOĞLU, 1990).

Uluslararası finansal serbestleşmenin artması herhangi bir ülkeye yönelik yabancı sermaye yatırımlarını etkilediği gibi, o ülkede bulunan hane halkı ve firmaların da yurtdışına yönelik sermaye yatırımlarında bulunabilmesine imkân sağlamaktadır. Dolayısıyla ülkelerin döviz talebinin önemli bir parçasını da yurtdışına yatırım yapmak isteyen yerli yatırımcılar oluşturmaktadır.

Kişiler ve firmalar; doğrudan fiziki yatırım, portföy yatırımı ve diğer yatırımlar şeklinde yurtdışına yatırım yaparken en çok dikkat ettikleri unsur da bu yatırımlardan sağlanacak getiri oranıdır. Bunun yanı sıra yatırımları etkileyen bir diğer kritik faktör de risk düzeyidir. Bu iki unsur, yatırım kararının verilmesinde belirleyici rol oynar. Yatırımcılar, yabancı yatırım gerçekleştirmek amacıyla döviz ihtiyacı duyduklarında ulusal para birimlerini döviz çevirerek döviz talebinde bulunurlar. Bu durum döviz talebinde artışa ve sonuç olarak döviz kurunun yükselmesine, ulusal paranın değer kaybetmesine yol açar (ASLAN, 1997).

Öte yandan daha önce bir ülkeye yatırım yapmış olan yabancı yatırımcılar, hem yatırımlarını ülke dışına çıkarmaya karar verdiklerinde hem de elde ettikleri kârları transfer etmek istediklerinde döviz talebinde bulunurlar. Özellikle kısa vadeli yabancı sermaye yatırımları, ülkelerin ekonomik durumunu yakından takip eder ve hızlı hareket eder. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin bu özelliği; ülke içinde döviz talebinde ani değişimlere, döviz kurunda aşırı yükselişlere ve hatta kur krizlerine neden olabilir. Ülkeden çıkan sermaye miktarı arttıkça, krizin boyutu da derinleşebilir (ALAGÖZ ve YAPAR, 2006).

Nitekim 1997 Asya Krizi, 1994 Meksika Krizi, 1998 Rusya Krizi, 1994, 1999 ve 2002 Brezilya Krizi, 1995 ve 2001 Arjantin Krizi bu nedenle ortaya çıkmıştır. Benzer şekilde Türkiye'de de 1994, 1998, 2000 ve 2001 yıllarında krizler yaşanmıştır. Bu krizlere genel olarak bakıldığında, yabancı sermaye yatırımlarının özellikle portföy ve kısa vadeli yatırımlar yapan yatırımcıların ülkede bir belirsizlik veya istikrarsızlık durumu ortaya çıktığında hızla çıkış yapmalarının krize yol açtığı açıkça görülmektedir (DEMİR, 2009). Bunun temel nedeni yüksek faiz oranlarından yararlanmak isteyen yatırımcıların kısa vadeli ve portföy yatırımlarıyla ülkeye girmesi, döviz girişini artırarak ulusal paranın değer kazanmasına neden olmasıdır. Bu durum, ithalatı teşvik ederken ihracatı azaltır ve cari işlemler açığını büyütür. Sonuç olarak, sermaye girişleriyle oluşan olumlu hava tersine döner, piyasalardaki spekülasyonlar sermaye çıkışını tetikler. Sermaye çıkışı gerçekleştiğinde, yatırımların döviz döndürülmesi döviz talebini artırır. Bu artış, ulusal paranın değer kaybetmesine ve döviz kurunun yükselmesine yol açar (ELBİR, 2010: 21-22).

Bu noktada, döviz talep edebilecek bir diğer kurumun Merkez Bankaları olduğunu belirtmek gerekir. Piyasa düzenleyici rolü nedeniyle hükümetler, müdahale yetkisini

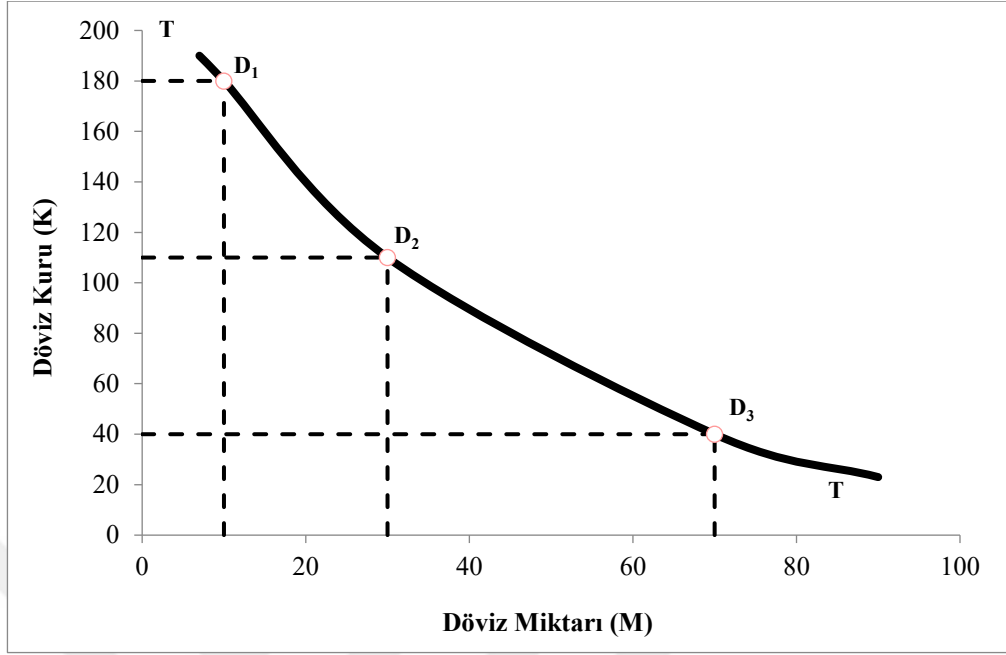
Merkez Bankalarına devretmiştir. Böylece, Merkez Bankaları döviz talebinde bulunabilen bir kurum haline gelmiştir. Sabit kur sisteminde, Merkez Bankası, kurları belirli bir seviyede tutmak için piyasaya müdahale ederken; esnek kur sisteminde ise resmi olarak kur müdahalesi yapılmamasına rağmen, aşırı dalgalanmaları dengelemek amacıyla döviz arz ve talebinde bulunabilir (TUNAY, 2008).

Merkez Bankası, döviz piyasasına alım-satım yaparak müdahale eder. Örneğin; döviz talebinin arzın altında kalması ve kurların aşırı düşmesi, ulusal paranın değerlenmesine neden olduğunda, Merkez Bankası piyasadan döviz satın alarak müdahale eder. Bu şekilde, kur seviyesinin dengeye gelmesi sağlanır (MENKHOFF, 2013).

Döviz talebini etkileyen bir diğer önemli unsur, para ikamesi (dolarizasyon) nedeniyle yerel ekonomik birimlerin davranışlarıdır. Dolarizasyon, genellikle gelişmekte olan ve yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde görülür. Bu durum ekonomik istikrarsızlıklar sonucunda yerli paranın; hesap birimi, değişim aracı ve değer saklama işlevlerini yitirmesiyle ortaya çıkar (GÜNEY ve ÇAKMAK, 2012: 66). Yüksek enflasyon ve belirsizlik ortamı, ulusal paranın değer kaybetmesine yol açar. Bu da bireylerin ulusal paraya olan güvenini zayıflatır. Sonuç olarak kişiler, varlıklarının değerini korumak için daha istikrarlı ve güçlü para birimlerine yönelir. Bu süreçte, yabancı para cinsinden finansal varlıkları tercih etmeye başlarlar (KANSU, 2006). Böylece yerli para yerine yabancı para tercih edilir ve dolarizasyon sürecinde ülke içinde döviz talebi artar.

Döviz talep eğrisi şekil 1.2’de görüldüğü gibi sol aşağıdan başlayarak sağ yukarıya doğru çıkmaktadır. Negatif eğimli döviz talep eğrisi, döviz kuru ve piyasada talep edilen döviz miktarı arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir. Buna göre, döviz kurunda yaşanacak bir yükseliş (yerli paranın değer kaybetmesi) yabancı ülkelerin mallarını ve varlıklarını daha pahalı hale getireceği için hem mal ve hizmet ithal etmek hem de diğer ülkelerin varlıklarına yatırım yapmak amacıyla daha az döviz talep edilmesine yol açacaktır.

Şekil 1.2. Döviz Talep Eğrisi

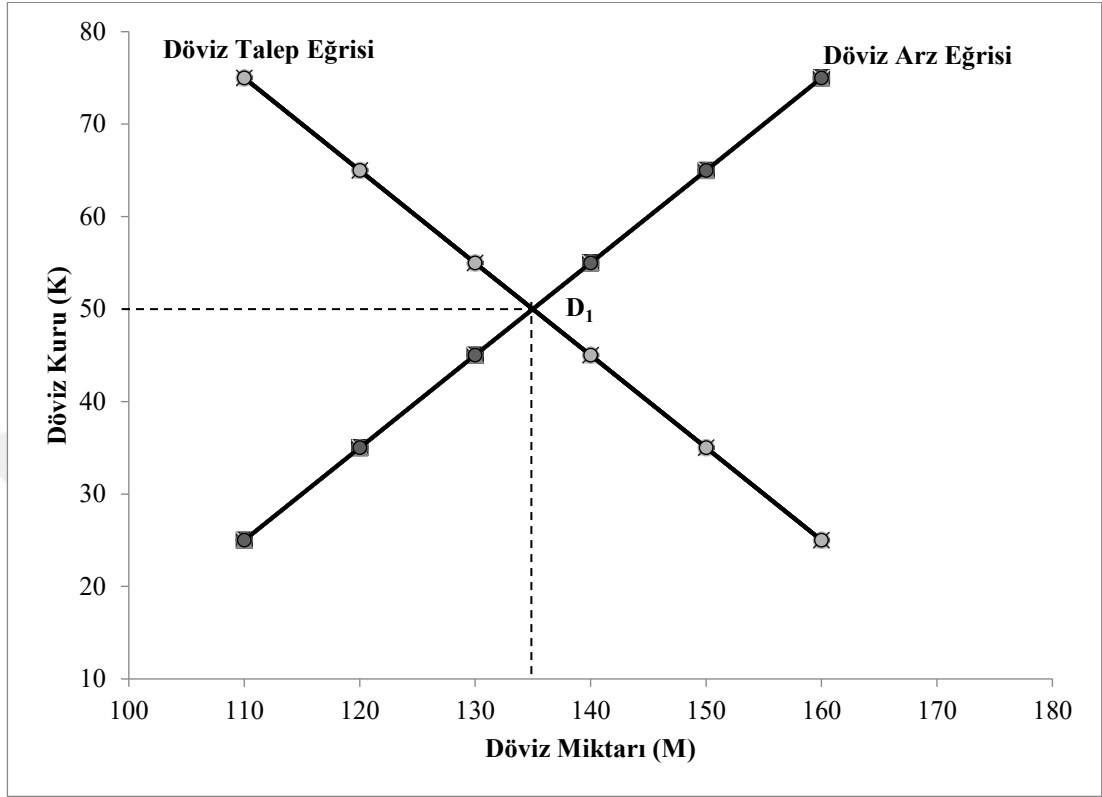


Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

2.3. Denge Döviz Kuru

Döviz piyasası döviz alıp satmak isteyen kişilerin ve kurumların kolaylıkla birbirleriyle temas kurabilmelerini sağlayan organizasyondur. Döviz piyasalarını diğer piyasalardan ayıran önemli bir özellik yerel değil küresel bir yapıya sahip olmasıdır (HALL ve TAYLOR, 1992: 348) Döviz piyasasında denge döviz kuru, devlet müdahalesinin olmadığı ve serbest piyasa koşullarının geçerli olduğu durumda; döviz arzı ve döviz talebinin birbirine eşitlendiği noktada oluşan döviz kuru seviyesine denilmektedir (PAYA, 1998: 129).

Şekil 1.3. Denge Döviz Kuru Oluşumu



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 1.3’de görüldüğü gibi pozitif eğimli döviz arz eğrisi ile negatif eğimli döviz talep eğrisi, 50 döviz kuru fiyatında ve 135 döviz miktarı seviyesinde kesişmekte, döviz arz ve talep seviyesi dengeye gelmektedir. Dışarıdan bir müdahale olmadığı sürece, daha açık bir ifadeyle döviz arz ve talebinde bir değişiklik olmadığı sürece D_1 denge noktasında değişim olmayacaktır. Denge kur seviyesinin değişmesi ancak döviz arz ve döviz talebinin değişmesi, başka bir ifadeyle döviz arz ve talep eğrilerinin sağa veya sola kaymasıyla mümkündür.

3. DÖVİZ KURU TÜRLERİ

3.1. Döviz Alış ve Satış Kuru

Döviz kurları genelde döviz ticareti yapan kurumlar tarafından “döviz alış kuru” ve “döviz satış kuru” olarak iki şekilde ifade edilmektedir. Bu iki kurun da birbirinden farklı şeyi ifade ettiğini söyleyebilmek mümkündür. Döviz üzerinden yapılacak işlemlerde döviz veya efektif satın alabilmek için ulusal para cinsinden oluşan fiyata döviz alış kuru

denilmektedir. Yani döviz aracı kurumlarından veya bankalardan TL karşılığında döviz alınırken esas alınan fiyattır. Döviz alımı yapan kişiler veya kurumlar kârlarını maksimum yapabilmek için döviz olası en düşük fiyattan satın almak isterler. Döviz üzerinden yapılacak işlemlerde döviz veya efektif satabilmek için ulusal para cinsinden oluşan fiyata ise döviz satış kuru denilmektedir. Başka bir ifade ile döviz aracı kurumlarından veya bankalardan döviz satışı yapılırken esas alınan fiyattır. Döviz satışı yapan kişiler veya kurumlar kârlarını maksimum yapabilmek için olası en yüksek fiyattan satışı gerçekleştirmek isterler (APAYDIN, 2019).

Döviz satış kuru döviz alış kurundan her zaman daha yüksektir. Bu durumda iki kur arasında oluşan farka “kur marjı” denilmektedir. Kur marjı ise döviz işlemleri yapan aracı kurumların bu işlemleri gerçekleştirdikleri sırada oluşan maliyet ve karların toplamını ifade etmektedir. Kur marjının ne kadar olacağını belirleyen bazı unsurlar vardır. Bu unsurlar; yapılan döviz işleminin büyüklüğü ve küçüklüğü, işlem miktarının az veya fazla olması, döviz piyasasının istikrarlı ve istikrarsız oluşu, beklentiler, her mali kurumun durumunun farklı olması ve döviz piyasasının dağınık oluşudur (GEDİK, 2014, s.4). Kur marjında meydana gelen yükseliş durumunda döviz piyasasında ya işlem hacimleri daha azdır ya da döviz piyasasında istikrarsızlık bulunmaktadır. Bunlar haricinde döviz piyasasının gelecekte dalgalı olması beklentisi de bu durumu etkileyebilmektedir. Tam tersi bir durumda yani kur marjının azalışı halinde, istikrarlı bir piyasanın hâkim olduğu, herhangi bir dalgalanma beklentisinin olmadığı veya işlem hacminin yüksek olması durumları söz konusu olabilir. Farklı para birimleri arasında kur marjı bakımından kıyaslama yapabilmek ve gerçekçi sonuçlara ulaşabilmek için kur marjının yüzdesinin hesaplanması gerekmektedir (ÇELİK, 2008: 433-436).

3.2. Spot (Vadesiz) ve Vadeli Döviz Kuru

Döviz işlemlerinin vadesiz yani peşin bir şekilde gerçekleştirilmesi durumunda oluşacak kura “spot kur” denilmektedir. Aslında, piyasadaki tüm işlem gören döviz kurları spot kur şeklinde tanımlanmaktadır. Spot kur işlemlerinde, işlem yapıldığı (anlaşmanın olduğu) anda veya en geç işlemi izleyen iki gün içinde karşılıklı olarak ödemelerin gerçekleşmesi gerekmektedir. Döviz piyasasında işlemin yapılması istenilen kurun belirtilmesine “kotasyon” denilmektedir. Eğer hem alış hem satış kuru belirtilmişse buna da “çift taraflı kotasyon” ismi verilmektedir (AKTARAN: APAYDIN, 2019).

Vadeli kur ise alış ve satış işleminin gelecekte bir tarihte yapılması üzere fiyatının önceden belirlenmesi ve gelecekteki işlemi sözleşmeye bağlayan döviz fiyatıdır. Genel bir ifadeyle vadeli döviz piyasasındaki işlemlere uygulanan kurlara denilmektedir. Bu piyasanın ve dolayısıyla oluşacak vadeli kurun temel fonksiyonlarından biri döviz piyasası işlemcilerini gelecekte gerçekleşmesi muhtemel işlemlerinde kur dalgalanmalarına karşı korumaktır. Vadeli döviz piyasasında sözleşmenin şartları sözleşmenin imzalandığı tarihte belirlenir fakat imzalanan tarihte bir alım veya satım işlemi gerçekleştirilmez. Bu sözleşme tamamen döviz alıcıları ve satıcılarının ihtiyaçlarına göre belirlenebilmektedir ve herhangi bir standardı söz konusu değildir. Bununla birlikte, vadeli döviz kurunda gerçekleştirilen vadeli kur işleminin vadesinin çoğunlukla yüz seksen güne kadar uzatılabildiği görülmektedir. Karar birimleri imzaladıkları anlaşma metninde yer alan vade zamanı geldiğinde sözleşmede belirlenen şartlar çerçevesinde işlemini gerçekleştirmektedir (ÇUFADAR, 2010).

Vadeli yani forward kurların belirlenmiş olduğu piyasaya “forward” piyasası denilmektedir. Döviz ile yerli paranın değerinin karşılaştırıldığı zaman dövizin sahip olduğu değer forward piyasada cari piyasaya göre yüksekse burada dövizin prim yapmış olduğu söylenir. Bu “forward primi” olarak isimlendirilmektedir. Bu durumda yerli paranın değer kaybetmesi beklenmektedir. Diğer taraftan dövizin sahip olduğu forward değeri cari piyasaya göre düşükse burada ise “forward iskontosu” söz konusudur ve yerli paranın değer kazanması beklenmektedir. Burada forward primi bir birim döviz satın alabilmek için vade zamanı geldiğinde bugünkünden daha fazla yerli para ödeme zorunluluğunu ifade ederken forward iskontosu ise daha az yerli para zorunluluğunu ifade etmektedir (YALÇINER, 2012). Vadeli kurların belirlenmesinde döviz kuruna ilişkin gelecek belirsizlikleri ve riskler önemli bir yere sahiptir. Bununla birlikte faiz oranlarının da forward kurların belirlenmesinde etkisi söz konusudur.

3.3. Dolaysız Kur, Dolaylı Kur ve Çapraz Kur

Her ülkenin kendi ulusal para biriminin, yabancı ülkelerin para birimleri karşılığında kuru bulunmaktadır. Eğer herhangi iki ülkenin para birimleri arasında kur direkt bir şekilde uygulanıyorsa buna dolaysız (düz) kur da denilebilmektedir. Dolaysız kur, döviz kurunun, yabancı para birimi başına ulusal para miktarı şeklinde tanımlanmasıdır (TUNALI CANSU, 2006: 45). Dolaysız kur “doğrudan kotasyon, direkt

kur ve Avrupa usulü” gibi farklı adlandırmalara da sahip olmaktadır. Dolaysız kurun gösterimi şu şekildedir;

- 1 USD = 34 TL veya (34 TL/USD)
- 1 EURO = 38 TL veya (38 TL/EURO)

Dolaylı kur, döviz kurunun bir birim ulusal para karşılığı olan yabancı para miktarı olarak tanımlanmasıdır. Başka bir deyişle bir birim yerli paranın ne kadar yabancı para satın alabildiğini ifade etmektedir (KAYA, 2011). Ayrıca bu kur “Amerikan usulü” şeklinde de adlandırılmaktadır. Dolaylı kurun gösterimi şu şekildedir;

- 1 TL= 0,029 USD veya (0,029 USD/TL)
- 1 TL= 0,026 EURO veya (0,026 EURO/TL)

Çapraz kur ise iki farklı ülke para biriminin üçüncü bir ülke para birimi cinsinden hesaplanarak ifade edilmesidir. Yurtiçi piyasalarda yerli paranın bulunmayan gösterimlerine çapraz kur denilmektedir. Aynı şekilde yabancı piyasalarda ise Amerikan Doları’nın bulunmadığı kurlar çapraz kurları ifade etmektedir. Bu kur ifade edilirken dolar dışında herhangi iki ülkenin ulusal paraları arasındaki değişim oranı dolar kuru üzerinden hesaplanarak elde edilmektedir (UZUNOĞLU, 2003: 63). Bir başka ifadeye göre, küresel döviz piyasalarında her ülkenin kendi yerli parasının değerini genel olarak Amerikan Doları cinsinden ifade ediyor olması durumuna çapraz kur denilmektedir. Böylece kendi yerli parasını Amerikan Doları’na göre değerlemiş iki ülkenin para birimleri birbirlerine rahatlıkla çevrilebilir bir niteliğe sahip olmaktadır (ÇUFADAR, 2010).

Çapraz kur sistemi sayesinde ülkelerin para birimleri aralarında yapılan hesaplamaların zorluğu önemli ölçüde kalkmıştır. Evrensel büyüklükte yapılan ticarete ülkeler karşılıklı uluslararası ticaretlerini sürdürebilmek için ikili kur değişimlerini sürekli hesaplamak durumundadır. Ancak bu önemli bir zorluğa sahiptir ve çoğunlukla kur marjlarının yüksek olmasına yol açmaktadır. Ancak çapraz kurların dolar cinsinden hesaplanması ve bu sayede bütün para birimlerinin dolar cinsinden değerinin bilinmesi ülkeler arasındaki ikili kurların kolayca hesaplanmasını sağlamaktadır. Daha açık bir ifadeyle Amerikan dolarının, döviz piyasalarındaki her ülke para birimi açısından bir değer standardı özelliğine sahip olması ikili kurların hesaplanmasını kolaylaştırmaktadır.

Çapraz kur üzerinden Türk Lirası değeri şu şekilde hesaplanmaktadır (YALÇINER, 2012: 206).

- $1 \text{ USD} = 34,6 \text{ TL}$ ve $1 \text{ EURO} = 1,05 \text{ USD}$ ise,
- $1 \text{ EURO} = 36,3 \text{ TL}$ ($34,6 \times 1,05$)

3.4. Nominal Döviz Kuru ve Reel Döviz Kuru

Bir birim ulusal paranın yabancı bir ülke parası türünden veya bir birim yabancı bir ülke parasının ulusal para türünden ifade edilmesine nominal döviz kuru denilmektedir. Nominal döviz kuru, iki ülkenin yerli para birimlerinin birbirini türünden nispi fiyatını ifade etmektedir. Yani nominal döviz kuru, göreceli fiyatları nitelemektedir. Bir birim ulusal para ile ne kadar yabancı para alınabileceğini göstermektedir (İNANDIM, 2005: 29). Başka bir ifadeye göre de nominal döviz kuru yabancı paranın ne miktarda yerli parayla değiştirildiğini nitelemektedir. İki farklı para cinsinin birbirine oranıdır. Esasında, döviz kurları denildiğinde çoğunlukla nominal döviz kuru kastedilmektedir (GUANGFENG, 2009: 6).

Nominal döviz kuru günlük hayatta yoğun bir şekilde kullanılsa da doğrudan ülkelerin satın alma gücünü yansıtmamaktadır. Zira nominal döviz kurlarının belirlenmesinde yalnızca ülkelerin enflasyon oranları değil döviz arz ve talebini belirleyecek diğer faktörlerde etkilidir. Bununla birlikte, nominal döviz kuru iki ülkenin fiyat değişim oranlarını gösterdiği için ülkenin uluslararası sermaye hareketlerinde ve ödemeler bilançosunda önemli bir rol oynamaktadır (SAYKAL, 2018: 5). Nominal döviz kurları farklı iki ülkenin para birimini yansıttığı için ülkeler arasındaki farklı kurlar birbirinin aksi yönünde hareket edebilir. Söz gelimi bir ülkenin para birimi A ülkesinin para birimi karşısında değer kazanırken, B ülkesinin para birimi karşısında değer kaybedebilir. Nominal döviz kurunda yaşanacak bir yükseliş ulusal paranın değer kaybetmesi anlamına gelmektedir. Bu değer kaybı ile yurt içinde üretilen malların fiyatları kurun diğer tarafındaki ülkede yaşayanlara göre ucuz hale gelmektedir. Tam tersi durumda ise nominal döviz kurlarında yaşanacak bir düşüş ulusal paranın değerlenmesi anlamına gelmektedir. Bu değerlenme yurtiçinde üretilen malların fiyatlarını kurun diğer tarafındaki ülkede yaşayanlar açısından pahalı hale getirirken, aynı ülkedeki mallar yurtiçinde yaşayanlar için daha ucuz hale gelmektedir. Dolayısıyla nominal döviz

kurunda yaşanan gelişmeler ödemeler bilançosu üzerinde doğrudan etki ortaya çıkarabilmektedir (KIZILDERE, 2012: 19).

Ekonomik birimler uluslararası düzeyde döviz ile işlem yaptıklarından dolayı onlar için önemli olan ulusal para birimleri karşılığında aldıkları yabancı para miktarı değil, ulusal paralarının uluslararası arenada sahip olduğu satın alma gücünün ne kadar olduğudur. Nominal döviz kurları enflasyon etkisinden arındırılmamış olması nedeniyle ulusal paraların uluslararası piyasalardaki satın alma gücünü yansıtmada zaman zaman yetersiz kalmaktadır. Bu noktada her ülke reel döviz kurlarını hesaplamaktadır (GERBER, 2014).

Reel döviz kuru, nominal döviz kurunun belirli bir süre içerisindeki yurtiçi ve yurtdışı fiyat farklılıklarından arındırılması yoluyla elde edilen kurları ifade etmektedir. Aynı zamanda reel döviz kuru yabancı mal ve hizmetlerin, yerli mal ve hizmetler türünden göreceli (nispi) fiyatlarını gösteren bir kavram olarak nitelendirilmektedir (YANIKTAŞ, 2013, s.9). Başka bir ifadeye göre ise reel döviz kuru ülkelerin birbirleri ile yaptıkları ticaret oranını ifade etmekte olduğu için ülkelerin ticaret haddi olarak tanımlanmaktadır (PARASIZ ve EKREN, 2014: 472). Reel döviz kurlarının ekonomik birimlerce dikkate alınmasının en büyük nedeni ülkenin uluslararası piyasalardaki rekabetçiliğini doğruya en yakın şekilde ölçmesidir (ÇİÇEK, 2006: 8).

Reel döviz kurunun hesaplanmasında mutlaka yurtiçi ve yurtdışı fiyat endekslerine dair bilgiye ihtiyaç vardır. Fakat reel döviz kurunun hesaplanmasında kullanılan farklı yöntemler bulunmaktadır. Burada kullanılan fiyat endekslerinin ülkede tüm mal ve hizmetlerin fiyatlarını yansıtacak kapsamda bulunması önemlidir. Bu doğrultuda reel döviz kuru aşağıda görüldüğü gibi nominal döviz kurunun yurtiçi ve yurtdışı fiyatlar genel düzeyi oranıyla çarpımı şeklinde hesaplanmaktadır (BÜYÜKMUMCU, 2015: 6).

$$R = \frac{e \times P^*}{P} \quad (1.1)$$

- (R) reel döviz kuru
- (e) nominal döviz kuru
- (P) yurtiçi fiyatlar genel düzeyi
- (P^*) yurtdışı fiyatlar genel düzeyi

Formülden hareket edersek reel döviz kuru iki ülke enflasyon oranlarının farklılaşması ve nominal döviz kurundaki değişikliklerle açıklanabilir. Diğer faktörler sabitken, yurtdışı fiyatlar yurtiçi fiyatlardan yüksek olursa ($P^* > P$) reel döviz kuru artış gösterecek ve reel değer kaybı (real depreciation) meydana gelecektir. Bu durumda ulusal mallar ucuzlayacak ve ulusal mallara olan yabancı talebi artacaktır. Dolayısıyla reel döviz kurunda meydana gelen artış sonucunda ülkenin ihracatı artış gösterecektir. Bu bir yandan da yabancı malların fiyatlarının yükseldiği anlamına gelmektedir. Bunun bir sonucu olarak yabancı mallara olan talep ve ithalatta azalma ortaya çıkacaktır. Aksi durumda, yani yurtdışı fiyatların yurtiçi fiyatlardan düşük olması ($P^* < P$) durumunda ise reel döviz kurlarında azalış ve reel değer kazancı (real appreciation) meydana gelecektir. Bu ulusal malları pahalılaştırarak yabancı talebin azalmasına ve ihracat miktarının düşmesine yol açacaktır. Bu bir yandan da yabancı malların fiyatlarının ucuzlaması anlamına gelmektedir. Bu durumun sonucunda yabancı mallara olan talep ve ithalat artış gösterecektir (BAŞAR, 2013: 33-34). Nihai olarak yurtdışı fiyatların ulusal fiyatlardan yüksek olması reel döviz kurunda bir değer kaybına neden olup dış ticaret dengesi üzerinde pozitif bir etki oluştururken, ulusal fiyatların yurtdışı fiyatlardan yüksek olması reel döviz kurunda bir değerlenmeye ve dış ticaret dengesi üzerinde negatif bir etkinin oluşmasına yol açacaktır.

Reel döviz kurunu etkileyen bir diğer gösterge ise nominal döviz kurudur. Ulusal ve yabancı fiyatların oranı sabitken nominal döviz kurunun yükselmesi reel döviz kurunu yükselterek bir reel değer kaybı ortaya çıkaracaktır. Bunun sonucu yukarıda ifade edildiği gibi ihracatın artıp ithalatın düşmesidir. Ulusal ve yabancı fiyatların oranı sabitken, nominal döviz kurunun düşmesi ise reel döviz kurunu düşürerek bir reel değer artışı ortaya çıkaracaktır. Bunun sonucu ise ihracatın düşmesi ve ithalatın artmasıdır (FRAIT ve KOMAREK, 2001: 14).

3.5. Efektif Döviz Kurları

Dünya üzerinde çok sayıda ülke ve bunlara ait yabancı para birimi vardır. Bütün ülkelerin para birimleri birbirlerinden farklılık göstererek artmakta veya azalmaktadır. Döviz kurlarında meydana gelen bu farklı oranda artış ve azalışlar sebebiyle yerli paranın nispi olarak ne oranda ve ne yönde değişiklik gösterdiği konusunda net bir görüş ortaya konulamamaktadır. Böylece ülkelerin uluslararası rekabet gücünde net bir şekilde

belirlenmemektedir. Bu amaçla efektif döviz kuru hesaplamaları geliştirilmiştir (SAYGILI vd., 2010).

Efektif döviz kurları reel efektif döviz kuru ve nominal efektif döviz kuru olarak iki şekilde hesaplanmaktadır. Bir ülkenin ulusal parasının ticari ilişki içerisinde olduğu yabancı ülke parası ile olan kurların ağırlıklı ortalamasından oluşan kura nominal efektif döviz kuru denilmektedir (KILIÇARSLAN, 2016: 5). Bununla birlikte, ekonomide kurların ödemeler dengesi üzerinde ortaya çıkacak etkileri veya ülkelerin rekabet güçlerini yansıtan denge döviz kuru reel efektif döviz kurudur. Reel efektif döviz kuru, ülkeler arasındaki nispi fiyat ve maliyetler hakkında bilgi vermektedir. Aynı zamanda ekonomik rekabet gücünün değerlendirilmesinde ve ölçülmesinde çok önemli bir faktördür (EĞİLMEZ, 2012). Reel efektif döviz kuru nominal efektif döviz kurunun ülkeler arasında göreceli fiyat ve maliyet kıstası ile (ÜFE, TÜFE, GSYİH deflatörü, birim iş gücü maliyeti gibi) düzeltilerek hesaplanmaktadır (KLAU ve SAU FUNG, 2006). Ayrıntılı bir şekilde ifade edersek ticari ve mali ortaklığı bulunan her ülkenin para birimi, ticaret payları oranında oluşturulan para sepetlerinden meydana gelen nominal efektif döviz kurunun yerli paranın iç ve dış değerinde oluşan farklılıklardan yani enflasyondan arındırılarak bulunmuş hali reel efektif döviz kurlarını göstermektedir. Burada yine ulusal fiyatlar ve diğer ülkelerin fiyatları oranının ağırlıklı ortalamasından faydalanılmaktadır (TOPUZ, 2003: 8).

Reel efektif döviz kuru şu formül ile hesaplanmaktadır (ERDEM, 2022):

$$REX = \prod_{i=1}^N \left(\frac{P_{TUR}}{P_i * e_{i,TUR}} \right)^{W_i} \quad (1.2)$$

- N = Örneklemedeki ülkeler
- P_{TUR} = Ulusal TÜFE
- P_i = Her bir ülkenin fiyat endeksi
- $e_{i,TUR}$ = TL cinsinden i ülkesinin para birimi
- W_i = i ülkesinin Türkiye'nin reel efektif döviz kuru endeksindeki ağırlığı

Formül kullanarak hesaplanan reel efektif döviz kuru yükseliyorsa, ulusal para yabancı paraya göre değer kazanmakta ve yurtiçi malların fiyatı yurtdışı mallara göre pahalılaşmaktadır. Bu durum yerli ülkenin rekabet gücünün azalmasına neden olmaktadır.

Eğer reel efektif döviz kuru düşüyorsa, ulusal para yabancı paraya göre değer kaybetmekte ve yurtiçi mallar yurtdışı mallara göre ucuzlamaktadır. Bu durum yerli ülkede üretilen malların rekabet gücünü artırmaktadır (KOCAKALE, vd., 2015: 6).

4. DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ

Döviz kuru bir ülkenin ekonomisindeki iç ve dış dengeyi belirleyen önemli bir faktör konumundadır. Bu nedenle kurların ne şekilde hareket edeceğini belirleyen sistemler de ekonomi açısından belirleyici bir nitelik taşımaktadır. Döviz kuru sistemleri aynı zamanda “döviz kuru rejimleri” olarak da isimlendirilmektedir. Bu sistemler kurlarda ortaya çıkan değişimleri belirleyen sistemler olarak ifade edilmektedir. Döviz kuru sistemleri; ülkenin ulusal parasının yabancı paralar karşısında hangi yolla, hangi oranda ve nasıl ilişkilendirileceği açısından bazı kurallar koymaktadır. Ülkelerarasında gerçekleşen faaliyetler sonucunda yerli paranın yabancı para karşısında alacağı değerin belirlenmesi ülkedeki mevcut kur sistemine bağlı olarak gerçekleşmektedir. Aynı zamanda ülkede uygulanan kur politikası, ülkenin ekonomik olarak ne kadar bağımsız olduğunu, gelişmekte olan piyasalarla bağlantısını ve uluslararası alanda aldığı ekonomik, sosyal ve siyasal kararların ülkeye ne şekilde yansıtacağını gösteren önemli bir faktördür (BARÇA, 2022).

Döviz kuru sistemlerine dair, İki dünya savaşı arasındaki süreçte Keynes’in önerdiği geniş bantlı sabit kur fikriyle başlayan ve ülkenin makroekonomik başarısına göre sistem tercihinin yapılabileceğini iddia eden fikirlerin ortaya konulduğu günümüze kadar devam eden geniş bir literatür bulunmaktadır. 1990’lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan krizlerle birlikte başlayan sistem tartışmaları günümüzde de hala devam etmektedir. Ekonomi literatüründe ve uygulamada tüm ülkelerde geçerliliğe sahip ve etkin bir kur sistemi mevcut değildir. Ekonomik şartlara göre bazı sistemlerin kullanılması daha avantajlı olabilmektedir. Kurlardaki değişimin nasıl olacağı ve bu değişimi neyin belirleyeceği, kurlardaki değişimlerin serbest bir şekilde mi yoksa resmi otoriteler tarafından mı belirleneceği ve hangi oranlarda olabileceği ile ilgili kurallar bulunmaktadır (CENGİZ, 2018: 3).

Uygulanacak kur politikası siyasi, sosyal ve ekonomik yapıya göre ülkeler tarafından belirlenmektedir. Bu duruma göre sıkı ya da esnek politikalar uygulanabilmektedir. Kur sistemleri seçilirken ülkenin sahip olduğu özellikler göz önünde bulundurulmalıdır. Kur tercihlerini genelde finansal sistemdeki istikrar,

ekonomideki mevcut gelişme, maliye ve para politikasının yürütülebilmesi ve makroekonomik politikaların etkinliği belirlemektedir (KAVANOZ, 2017: 4). Döviz kuru sisteminin belirlenmesinde Merkez Bankası veya hükümet tarafından verilen kararlara, müdahalenin varlığına ve ölçütüne göre farklı sistemler oluşmaktadır. Yapılan çalışmalara bakıldığında literatürdeki en temel sınıflandırmanın sabit kur ve esnek kur şeklinde isimlendirilen sistemler olduğu görülmektedir (BARÇA, 2022). Bununla birlikte iki uçta yer alan sabit ve esnek kur sistemleri ile, bu iki sistemin üstünlük ve eksikliklerini hesaba katarak oluşturulmuş iki temel sistem arasında yer alan bazı karma döviz kuru sistemlerinin varlığından bahsedilebilir. Tezin bu bölümünde döviz kuru sistemleri üç başlık altında “sabit kur, esnek kur ve karma döviz kuru” sistemleri olmak üzere incelenmektedir (YAPRAKLI, 2007: 107-108).

4.1. Sabit Kur Sistemi

Sabit kur sistemi; bir ülkenin merkez bankasının kendi ulusal parasını yabancı bir para birimine, yabancı para birimlerinden oluşturulmuş döviz sepetine ya da altın veya benzeri madenlere bağladığı kur rejimidir (COPELAND, 2005: 15-18). Başka bir tanımlamaya göre ise, ülkenin parasal otoritesinin, yerli paranın değerini diğer yabancı para birimleri karşısında belli bir değere sabitleyerek, kurların artmasını ve azalmasını engellemesine sabit kur sistemi denilmektedir (KUBAR ve ÇOBAN, 2021). Söz gelimi, sabit kur sisteminde döviz kuru $1\$ = 15 \text{ TL}$ olacak şekilde sabitlenmiş olsun. Dolar talebinin artmasıyla döviz kurunun $1\$ = 16 \text{ TL}$ 'ye yükseldiğini varsayalım. Bu durumda, para otoritesi sabit kur sisteminin gereği olarak $1\$ = 15 \text{ TL}$ vaadinde bulunduğu için devreye girmek durumundadır. Merkez Bankası döviz piyasasında artan dolar talebini karşılamak amacıyla piyasaya dolar satarak dolar arzını artırır ve kur tekrar eski seviyesine geri çekilir (BOCUTOĞLU, 2013: 425-426).

Sabit kur sisteminde, döviz kurundaki değişimler döviz arz ve talep koşullarına bağlı olmaksızın resmi otorite tarafından belirlenmekte ve kur seviyesi resmi otoriteler izin vermediği sürece değişmemektedir. Burada asıl önemli olan paranın değerini sabit tutmaktır (GÖK, 2006: 132). Diğer taraftan, sabit kur sisteminde resmi otorite tarafından belirlenmiş kurun önceden bildirilen belirli bir aralıkta dalgalanmasına da izin verilebilmektedir. En katı sabit kur rejiminde dahi olsa bir dalgalanma aralığı mevcuttur (ÜNSAL, 2005: 493). Bununla birlikte zorunlu durumlar oluştuğunda kurlara müdahale edilerek değişiklik yapılmakta, belirlenen kur değeri aşağı veya yukarı

güncellenebilmektedir (ABEL ve BERNANKE, 2001). Sabit kur sisteminde yerli paranın değerinin kalıcı bir şekilde düşürülmesi devalüasyon, yerli paranın değerinin kalıcı bir şekilde artırılması ise revalüasyon olarak adlandırılmaktadır (COPELAND, 2005: 15-18). Sabit kur sisteminde rezervlerde azalmaların yaşanmasıyla kurların sabitlenen değerde tutulamayacağı anlaşıldığında resmi otoriteler tarafından devalüasyon kararı alınabilmektedir. Devalüasyonla birlikte döviz kurları yükseleceği için ülke ihracatta avantajlı duruma gelecek ve dış ticaret açıklarını kapatıcı bir ticari dengelenme süreci başlamış olacaktır (ERSÖZ, 2006: 10-11).

Resmi otoritenin kur istikrarını sağlamak amacıyla müdahale ederek paranın değerini belirleyebildiği sabit kur rejiminde asıl önemli olan sabit kur seviyesini belirlemek değil belirlenen seviyeyi koruyabilmektir. Sabit kur sisteminde piyasaya müdahale ederek kuru istenilen seviyede tutma görevi genellikle Merkez Bankasına aittir. Bu noktada Merkez Bankasının sahip olduğu rezervler devreye girmektedir (BAYRAKTAR, 2011: 29-30). Sabit kur sisteminin başarısı açısından, Merkez Bankasının döviz piyasasında yaşanacak bir dalgalanmaya alıcı ve satıcı olarak müdahalede bulunacak olan güçlü bir rezerve sahip olması çok önemlidir. Sistemin sağlıklı ve başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için para otoritesinin elinde yeterince altın ve döviz stoku bulunması gerekmektedir. Aksi takdirde, ödemeler dengesinin sürekli açık verdiği bir durumda Merkez Bankasının rezervleri hızlıca tükenecek ve kurları sabit tutmak zorlaşacaktır (KERİMOĞLU, 2013: 17).

İktisat literatürüne bakıldığında sabit kur sisteminin başlangıcının altın standardına dayandığı görülmektedir. Altın standardı uygulaması 1821’de başlamış ve 1914 yılına kadar devam etmiş bir sistemdir. İlk uygulaması İngiltere’de 1821 yılında başlamıştır. Bu sistemde ülkenin parası doğrudan veya dolaylı olarak sabit bir altın değerine bağlanmaktadır. Böylece ülkelerin para birimi belli bir altın değerine denk gelmekte ve ticari ilişkilerde tüm ülkelerin paraları eşit olduğu için ticari faaliyetler altın miktarına göre yapılmaktadır (ÇAĞLAR, 2003: 6-7).

İkinci Dünya Savaşı’ndan sonraki dönemde ise, 1944 yılında, 44 ülkenin katılımıyla gerçekleştirilen Bretton Woods konferansında uluslararası ödemelerde kullanılacak bir sistem oluşturulmuştur. Bretton Woods sisteminde dolar, 1 ons altın = 35 dolar olacak şekilde altına bağlanmış ve ABD bu değer üzerinden dolar karşılığı altın ödemeyi taahhüt etmiştir. ABD dışındaki ülkeler ise ulusal paralarının değerini Amerikan

Doları türünden beyan etmiştir. Dolayısıyla diğer ülkeler de ulusal para birimlerini dolar üzerinden altına bağlamış olmakta ve buna da dolar paritesi denilmektedir. Ülkelerin yerli paralarının bu parite etrafında dalgalanma marjı en fazla +%1 veya-%1 olacak şekildedir. Döviz kurlarının belirlenen dalgalanma marjının dışına çıkması durumunda resmi otoriteler tarafından müdahale edilecek ve bu müdahaleler dolar üzerinden yapılacaktır (SEYİDOĞLU, 2007: 529). Bretton Woods Sistemi'nde kurların belirli marj aralığında hareket etmesi beklenmedik dalgalanmaları önlemiştir. Ancak bu sistemde ticaretin serbest olması ve sınırsız konvertibiliteye izin verilmesi gelişmekte olan ekonomilerin sisteme uyum sağlamasını zorlaştırmıştır. 1960'lı yıllarda ABD'nin dış ticaret rekabetinde avantajını kaybetmesi ve ekonomik olarak alternatif küresel güçlerin ortaya çıkması Bretton Woods Sistemi'nin uygulanabilirliğini zorlamaya başlamıştır. Bu süreçte sistemin yürütülebilmesi için uluslararası likiditeyi artırmak adına SDR (Özel Çekim Hakları-Special Drawing Rights) sistemi oluşturulsa da yeterli olmamıştır (ÜNAY, 2009). Tüm uluslararası rezervlerin altın ve dolardan oluşması Bretton Woods Sistemi'nde yaşanan likidite yetersizliğinin devam etmesine yol açmıştır. Bu süreçte diğer ülkelerin dış ticaret fazlası vermeye devam etmesi bu ülkelerde ciddi bir dolar rezervi birikmesine yol açmıştır. Bu durumda ABD 1 ons altın = 35 dolar vaadini yerine getirememeye başlamıştır. Her ne kadar geçici başka çözüm önerileri üretilse de 1970'li yıllarda yaşanan petrol krizi ile birlikte sistem çökmüştür (BARÇA, 2022). Sabit döviz kuru sistemi yaklaşık 1973 yılına kadar kullanılmıştır. Bu tarihten sonra uluslararası ticaretin gelişimi dolayısıyla genel olarak esnek döviz kuru sistemlerinin uygulandığı görülmüştür. Ancak sabit kur sisteminin sahip olduğu avantajlar nedeniyle popülaritesini yitirmesine rağmen hala bazı ülke ekonomilerinde uygulandığını söylemekte fayda bulunmaktadır (SAYKAL, 2018).

Sabit kur sisteminin sahip olduğu önemli avantaj ve dezavantajlar söz konusudur. Avantajlar şu şekilde ifade edilebilir. Sabit kur sistemi döviz kuru dalgalanmalarının önüne geçeceği için, döviz kurunun fiyatlara geçişkenliğinin yüksek olduğu ekonomilerde enflasyonla mücadelede başarılı sonuçlar vermektedir. Burada hükümetin sabit kuru sürdürme yükümlülüğü hükümetin maliye politikası ve bütçe harcamalarını da bu yönde belirlemesine yol açacak ve sağlanan bütçe disiplini enflasyon üzerinde olumlu etki yapacaktır. İkinci olarak, döviz kurunun en azından kısa vadedeki durumu önceden bilineceği için ekonomik birimlerin kurlarla ilgili belirsizlikleri ortadan kalkar. Böylece, döviz piyasasında işlem yapan hane halkı ve firmalar kurların geleceğiyle ilgili bilgi

sahibi olup geleceğe dair ekonomik kararlarını daha kolay alırlar (KÜÇÜK, 2021: 8). Kurların geleceğine dair verilen taahhütler finansal piyasalar açısından da güven sağlayıcı bir durumdur. Bu durum hem borç alanlar hem tasarruf sahipleri hem de yabancı yatırımcılar açısından kur ve borçlanma risklerini azaltıcı bir katkı sağlayacaktır. Borçlanma risklerinin azalması daha düşük maliyetlerle borçlanma imkânı sağladığı için sermaye piyasalarının reel piyasaları destekleyici etkisi artacaktır. Diğer taraftan kur riskinin ortadan kalkması özellikle ülkeye yönelik yabancı yatırımları artıracaktır (OBSTFELD ve ROGOFF, 1995: 76). Hükümetin sabit kuru sürdürme yükümlülüğü diğer politika araçlarını ödemeler bilançosu dengesini sağlama noktasında kullanmasını sağlayacaktır (BELKE vd., 2004). Sabit kur sistemin avantajları arasında son olarak spekülative sermaye hareketlerinin sınırlandırılması sayılabilir. Kurların sürekli bir şekilde dalgalandığı bir sistemde döviz kurundaki hareketler gelecekte de bu hareketlerin devam edeceği mesajını vererek yüksek çaptaki spekülative atakları teşvik edebilir. Sabit kur sisteminde dalgalanmaların ortadan kalkması bu durumun önüne geçmektedir.

Sabit kur sistemi sağladığı avantajların yanında önemli dezavantajlara da sahiptir. İlk aşamada ifade edilebilir ki sabit kur sisteminin sürdürülebilir olması önemli ölçüde merkez bankasının döviz rezervleri ile ilişkilidir. Güçlü döviz rezervlerine sahip olmayan ülkelerde sabit kur sisteminin başarılı olması mümkün değildir. Zira ekonomik birimler güçlü rezervlerin olmadığı bir durumda sürekli bir devalüasyon beklentisi içerisinde olacaktır. Bu bir taraftan ekonomik birimlerin kararlarını ertelemesine yol açacak, diğer taraftan kura yönelik spekülative atakları artıracaktır. İkinci olarak, sabit kur sisteminde bağımsız bir para politikası uygulamak zorlaşacaktır. Kura yapılan müdahaleler ülke para arzının sürekli değişmesine yol açacaktır. Böylece para politikası diğer ekonomik hedeflere yönelik tasarlanamayacağı gibi faiz oranlarında da dalgalanmalar yaşanacaktır (İŞCAN, 2018). Faiz oranlarında yaşanan dalgalanmalar ise sermaye piyasalarında bir belirsizlik ortaya çıkartarak reel ekonomi üzerinde ortaya çıkacak olumlu etkileri ortadan kaldıracaktır. Sabit kur sisteminde belirli bir süre boyunca sabit tutulacağı taahhüt edilen kurun, genellikle ulusal parada bir süre sonra aşırı değerlenme riski ortaya çıkardığı görülmektedir. Aşırı değerli ulusal para ithalatı ucuzlatıp, ihracatın pahalılaşmasına neden olmaktadır. Böylece ülkenin dış rekabet gücü kaybedilmekte ve cari işlemler açığı ortaya çıkmaktadır (KILAVUZ vd., 2011: 84-85). Kurların iç ve dış dengeyi sağlayacak bir dengeye gelmesi ise ancak para otoritesinin kararıyla olacaktır ki bu ciddi bir bürokrasi ortaya çıkaracaktır. Burada ülkenin dış rekabetini artırmaya yönelik alacağı büyük çaplı

bir devalüasyon kararı ciddi bir enflasyonla sonuçlanıp fiyat istikrarını bozucu sonuçlar meydana getirebilecektir (KARDAŞLAR, 2013). Sabit kur sistemi sahip olduğu dezavantajlar nedeniyle birçok ülke ekonomisinde sürdürülememiş ve uygulamaya son verilmiştir. Bunun önemli bir örneğini de Türkiye uygulaması oluşturmuştur. Türkiye geleneksel olarak dış ticaret açığı veren bir ülkedir. 2000’li yılların başında yaşanan ekonomik istikrarsızlıklara çözüm olarak sabit kur rejimine geçilmiştir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının sahip olduğu dış rezervlerin zayıf olması, ekonomik birimlerin ödemeler bilançosu açıkları karşısında kurun sürdürülebilirliğini sorgulamasına yol açmıştır. Sabit kur bir süre sonra Türk Lirası’nın aşırı değerlenmesine yol açmış ve dış ticaret açığı daha da artmıştır. Kurun sürdürülemeyeceğinin anlaşılması ile birlikte spekülasyon atakları artmış ve ciddi bir devalüasyon kararı alınmak durumunda kalınmıştır. Nihayetinde esnek döviz kuru rejimine geçilmesi, ciddi bir ekonomik kriz sonrasında gerçekleştirilen ekonomik reformların önemli bir parçası olmuştur (KARAGÖZ, 2009: 2).

4.2. Esnek Döviz Kuru

Esnek döviz kuru sistemine aynı zamanda dalgalı kur, değişken kur, serbest kur ve yüzen kur sistemi de denilmektedir. Esnek kur sistemi döviz piyasasına müdahalenin bulunmadığı bir sistemdir. Daha açık bir ifadeyle, döviz piyasasına resmi otoritenin müdahale etmemesi sonucu serbestçe oluşan kura esnek döviz kuru sistemi denilmektedir. Bu sistem paranın kendisine nominal çapa olarak kabul edildiği bir döviz kuru rejimidir. Esnek döviz kuru sisteminde kurlar döviz piyasasında alıcı ve satıcıların oluşturduğu döviz arz ve talebine göre belirlenmekte ve döviz piyasasında aşağı veya yukarı yönlü hareketle oluşmaktadır. Burada Merkez Bankası piyasaya doğrudan müdahale etmemektedir. Döviz kurlarının döviz piyasasındaki arz ve talebe göre belirlendiği piyasanın işleyişi bir malın fiyatının arz ve talep koşullarına göre belirlendiği mal piyasasının işleyişinden farksızdır (ARAT, 2003). Geleneksel ekonomik sistem dikkate alınarak ifade edilirse, ekonomide dövize olan talep temelde ülkedeki ithalat talebi tarafından belirlenmektedir. Bu çerçevede, ithal mala olan talep artarsa döviz talebi de artacaktır. Diğer taraftan, ülkenin döviz arzı ise ihracatına bağlı olarak belirlenecek ve ihracat artarsa döviz arzı artacaktır.

Döviz piyasasında arz ve talepteki değişimlerin etkisi altında belirlenen bir döviz kurunun bulunduğu esnek kur sisteminde, piyasada talepte ve arzda oluşacak büyük çaplı

ve hızlı değişimler kurlarda ani iniş ve çıkışlara yol açabilmektedir. Dolayısıyla bu dalgalanmalar ekonomik belirsizliğe yol açacak veya dış ticaret dengesi üzerinde olumsuz etkiler ortaya çıkarabilecektir. Bu nedenle esnek kur sisteminin uygulamalarına bakıldığında ülkelerin paralarını tamamen piyasa işleyişine bırakmadığı ve müdahalelerle kurun yönlendirildiğı görölmektedir (ERGÜR, 2011: 22). Fakat Merkez Bankası piyasada oluşan oynaklıkları giderebilmek için gerekli durumlarda para politikası araçları yardımıyla döviz piyasasına müdahale ederek döviz arz-talebi dinamiklerini ve kur dengesini etkiyebilmekte, kuru kendi politika hedeflerine uygun şekilde ayarlayabilmektedir. Piyasa işleyişine tamamıyla bırakılan bir uygulama olmasa da Amerikan Doları, Japon Yeni ve Euro döviz kurlarının pür esnek kur sistemine en yakın para birimleri olduğu söylenebilmektedir (ARAT, 2003: 6).

Esnek döviz kuru sisteminde döviz arz ve talebinin kesiştiğı noktada denge kur seviyesi oluşur. Döviz piyasasında arzda bir değişiklik yokken talepte yaşanan artış sonucu kurlar yükselmekte veya tersi durumda ise kurlar düşmektedir. Döviz talebinde bir değişiklik yokken arzda yaşanan bir artış ise kurları düşürmekte veya tersi durumda ise kurlar artmaktadır (YALÇINER, 2012: 70).

Bretton Woods Sistemi'nin 1973 yılında yıkılmasından itibaren birçok ülkede serbest kur sistemi uygulanmaya başlanmış ve ülkeler paralarının piyasa arz ve talep koşullarına göre serbestçe dalgalanmasına izin vermiştir. Türkiye'de, 24 Ocak 1980 kararlarından itibaren kademeli olarak esnek kur rejimine geçiş yapmıştır. 1999 yılında kontrollü serbest kur politikası uygulanmıştır. Bu uygulamada kura müdahaleler yoğun bir şekilde gerçekleşmiştir. 2000 yılı başından 2001 Şubat ayına kadar kur politikası esnek çıpa şeklinde belirlenmiş ancak sistem sürdürülememiş ve 2001 krizinden sonra serbest kur rejimine geçilmiştir (CAMBAZOĞLU, 2012). Hali hazırda ülkemizde esnek kur rejimine yakın bir sistem uygulanmaktadır.

Esnek döviz kuru sistemi de bazı avantaj ve dezavantajlara sahiptir. Avantajlardan bazıları şu şekilde ifade edilebilir. İlk olarak esnek kur sistemindeki değişiklikler piyasadaki arz ve talep koşullarına göre belirlendiğı için para otoritesi geçici müdahalelerde bulunmazsa aşırı değerlenme sorunu ortaya çıkmayacaktır. Böylece uluslararası düzeyde kaynak dağılımı suni olarak değiştirilmemiş olacaktır. Bunun bir sonucu da şudur ki ödemeler bilançosunda yaşanacak dengesizlikler ulusal paranın değer kaybı ve kazancı ile otomatik olarak düzelecektir (ULAŞ, 2010: 32). Böylece, dış

ödemelerde eksik veya fazla oluşması durumunda ortaya çıkan döviz arz veya talebindeki dengesizlik kuru düşürecek veya yükseltecektir. Döviz kurundaki değeri lenme veya değeri kaybının bir sonucu olarak ihracat ve ithalat değerişecek, netice olarak dış ödemelerde ortaya çıkan açık veya fazla esnek kur sistemi içerisinde otomatik olarak ortadan kalkacaktır. Bu para otoritesinin döviz rezervlerine bağımlılığını ortadan kaldırdığı gibi bürokratik kararlara da gerek kalmayacaktır (EŞSİZ, 2022). Otomatik çalışan sistemde merkez bankası piyasadaki döviz arz ve talebine dair bir müdahaleye ihtiyaç duymadığı için piyasadaki para arzı miktarı değerişmeyecek, başka bir ifadeyle para politikası bağımsızlığı sağlanmış olacaktır. Bu nedenle para politikası diğeri ekonomik hedefler için serbest bir şekilde kullanılabilir olacaktır (ERDEM, 2022). Esnek kur sistemi uygulamanın bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Öncelikle kurlar sürekli bir dalgalanma içerisinde bulunduğui için bir belirsizlik ortamı oluşmaktadır. Bu durum hem uluslararası ticaret hem de uluslararası yatırım kararlari açısından caydırıcı bir durum ortaya çıkarmaktadır (ARAL, 2015). Maliye politikasında kura dair bir hedeflemenin olmaması ve para politikası özerkliğine sahip olunması politikacıları popülist ekonomik kararlara yönlendirip fiyat istikrarını bozabilecektir (GEDİK, 2014: 23-24).

4.3. Karma Döviz Kuru Sistemleri

Esnek ve sabit döviz kuru sistemleri iki uçta yer alan temel rejimlerdir. Oysa uygulamaya bakıldığında iki rejimin üstün yönlerine göre uyarlanmış birçok karma döviz kuru sistemi bulunmaktadır. Bu bölümde bunlardan bazıları açıklanmaktadır.

4.3.1. Gözetimli Dalgalanma

Gözetimli dalgalanma kur sistemi merkez bankasının esnek kur sistemini uyguladığı, aynı zamanda sabit kur sisteminin bazı avantajlı uygulamalarına başvurduğui bir ara döviz kuru sistemidir. Bununla birlikte kurlar arz ve talebe bağıli olarak gerçekişmekte, ancak kura zaman zaman müdahalelerde bulunmaktadır (AKGÜL, 2010: 28).

Bu kur sistemi geçmişte Türkiye'nin de içinde olduğui birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin zaman zaman uyguladığı bir kur sistemidir. Bretton Woods Sistemi'nin yıkılmasından sonra esnek kur sistemine geçilmiştir ancak karşılaşılan yoğun kur dalgalanmaları ülke ekonomileri açısından dezavantajlı durumlar ortaya çıkarmıştır (KOÇAK, 2006: 19). Normal koşullar altında sistemde kurlar serbest dalgalanmaya göre

belirlenmektedir. Ancak merkez bankaları kurları sürekli bir şekilde izlemekte ve gerekli durumlarda gerekli ölçüde müdahalede bulunmaktadır. Önceden belirlenmiş bir kur hedefi yoktur. Fakat merkez bankası ekonomide kısa dönemde oluşan aşırı dalgalanmaları azaltmak ve likiditeyi koruyabilmek adına döviz alışı veya satışı yaparak piyasaya müdahale etmekte ve kur istikrarını sağlamaya çalışmaktadır (ÖZBEK, 1998: 24). Ancak bu sistem piyasaya mümkün olan en az seviyede müdahale etmeyi amaç edinmektedir. Bu nedenle, resmi otorite piyasaya müdahalenin kurallarını önceden belirlemekte ve sınırları aşan bir durumda devreye girmektedir. Burada amaç esnek döviz kuru sisteminin serbest işleyen mekanizmasını zedelememektir (KOÇAK, 2006: 19).

Gözetimli dalgalanma sistemi serbest kur rejimine yakın olmakla birlikte sabit kur rejiminin bazı özelliklerini içerisinde bulundurmaktadır. Bununla birlikte, bu sistemde esnek kur sisteminin olumlu yönleri uygulanırken olumsuz yönleri telafi edilmeye çalışılmaktadır. Bu sistemin en temel amacı, kurlarda kısa dönemde meydana gelen aşırı değerlenmeleri engellemektir. Ancak söz konusu olan müdahaleler kurun uzun dönemdeki trendini etkileyecek kadar büyük değildir. Dolayısıyla kurlardaki uzun dönem değişim eğilimi bu müdahaleden etkilenmemelidir. Ancak buradaki ortaya çıkabilecek problem döviz kurunun uzun dönemdeki değişimlerinin tahminidir. Bu problem “rüzgâra karşı durma (leaning against the wind)” isimli politika yardımı ile çözülebilmektedir. Bu politika uzun dönemdeki kur tahminine gerek duymadan, kısa dönemli dalgalanmalarla istikrarın yakalanabileceğini iddia etmektedir. Döviz piyasalarında oluşabilecek kısa süreli talep fazlasında piyasaya döviz satışı gerçekleştirilerek müdahale edilmektedir. Merkez bankasının söz konusu sistemi etkin bir şekilde uygulayabilmek için yeterli rezerve sahip olması gerekmektedir (EŞSİZ, 2022).

Yönetimli dalgalanma sisteminin iki tür uygulaması bulunmaktadır. Bunlar “kirli dalgalanma” ve “temiz dalgalanma” şeklinde adlandırılmaktadır. Kirli dalgalanma, döviz piyasasına ülke içinde ekonomik yarar sağlamak için yapılan müdahalelerin diğer ülkeleri olumsuz etkilemesi durumuna denilmektedir (DORNBUSCH ve FISCHER, 1998). Kirli dalgalanmada piyasa güçlerine karşı devletin kurları sürdürebilmesi için döviz piyasasına ciddi seviyede müdahaleler yapılmaktadır. Temiz dalgalanma ise, yalnızca kısa süreli dengesizlikleri yok etmek için kurlara yapılan müdahaleleri ifade etmektedir (ARAT, 2003: 20).

Gözetimli dalgalanma sistemi hem serbest kurun hem de sabit kurun olumlu yanlarını içinde barındırmaktadır. Buna göre; söz konusu sistem kurlardaki belirsizlikleri azaltır, dışarıdan gelecek şoklara esneklik kazandırır, ülkenin dış rekabet gücünü korumaya yardım eder. Sistemin olumsuz yönleri ise yüksek rezerv ihtiyacı, kurlara yapılan müdahalenin belirsizliği, sanayileşmiş ülkelerin ihracatı özendirebilmek için yerli parasını düşük değerlemeye teşviki şeklindedir (AKGÜL, 2010: 28).

4.3.2. Bant İçinde Dalgalanma

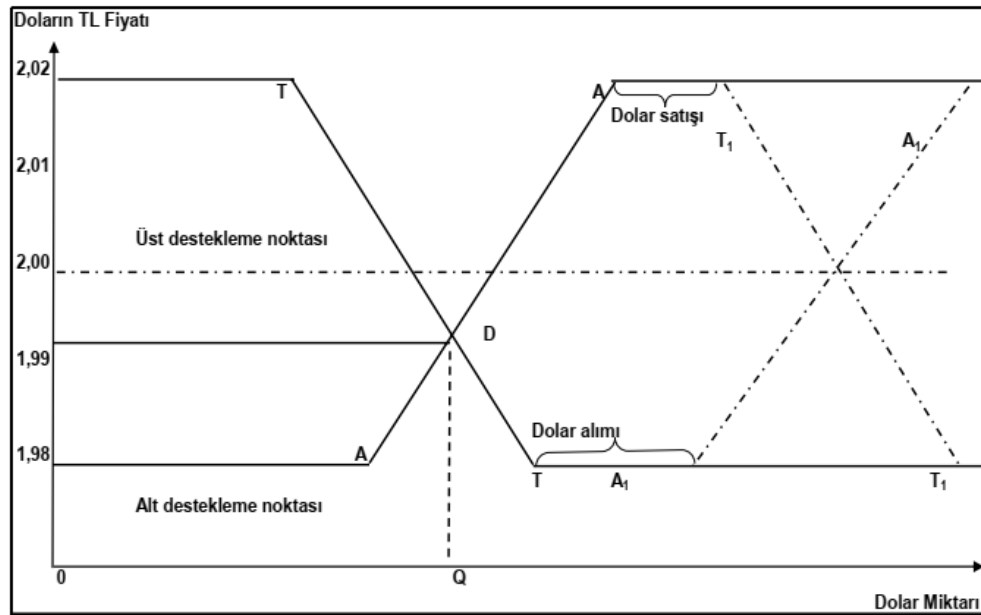
Döviz kuru bantlarının uygulandığı bu sistemde, bir alt ve üst sınır belirlenerek kurların bu bant içinde serbestçe dalgalanmasına izin verilmektedir. Döviz kurları bu sınırlar içinde kalmak şartıyla, döviz piyasasında oluşan döviz arzı ve talebi ile belirlenmektedir. Döviz kurları belirlenen merkezi paritenin etrafında dalgalanmalar gösterebilir. Fakat kur seviyesi bant dışına çıkarsa para otoritesi müdahale etmekte ve bandın genişliğini değiştirmektedir. Bu kur sistemi de sabit ve serbest kur sistemlerinin bir birleşiminden oluşmaktadır. Sistemin oluşturulmasındaki temel amaç, belirlenen aralık içinde serbestçe dalgalanan kurlar sayesinde kurların esneklik ve istikrarının sağlanması, böylece büyük çaplı döviz kuru şoklarının ekonomiye olan etkisinin azaltılmasıdır (ATILGAN, 2011: 40). Bant içinde dalgalanma sisteminde, genellikle, belirlenen merkezi parite etrafında en çok ± 1 seviyesinde dalgalanmaya izin verilmektedir. Döviz kurlarındaki dalgalanmaların belirlenen maksimum ve minimum değerleri farkı %2 oranında aşıyorsa, merkezi kur bu değişimlere bağlı olarak belirli aralıklarla ayarlanmaktadır. Kurların esneklik seviyesi bandın genişliğinin bir fonksiyonudur (UMUT, 2019).

Bant içinde dalgalanma sisteminin temel özelliği, para otoritelerinin döviz piyasasına sürekli müdahale etmemesidir. Böylece ekonomik kararların alınmasına esneklik ve kredibilite sağlanmaktadır. Sistemin olumlu yönlerinin dışında yol açtığı bazı olumsuz durumlarda söz konusudur. Bu sistemdeki en büyük sorun ya da alınması gereken en önemli karar bant aralığının ne olacağıdır. Bant aralığının çok dar olması ekonomik istikrar sağlarken döviz spekülasyonlarına açık bir sistem ortaya çıkarmaktadır. Sistemin geniş olarak belirlenmesi ise belirsizlik ortamını artırmaktadır. Her ne olursa olsun, sisteme olan güvenin devamı için belirlenen aralığın sürdürülebilir olması önemlidir (ERSÖZ, 2006).

4.3.3. Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi

Ayarlanabilir sabit kur sistemi, Bretton Woods sisteminin bir devamı olarak nitelendirilebilecek bir sistemdir. Bu sistemde, ulusal para birimi ya yabancı bir para birimine ya da yabancı para birimlerinden oluşan bir sepete belirli bir oran üzerinden sabitlenir. Kurların, merkezi parite etrafında en fazla $\pm\%1$ oranında dalgalanmasına izin verilir (KÜÇÜK, 2021). Ayarlanabilir sabit kur sisteminde, kurun belirlenen aralığın dışına çıkması söz konusu değildir. Böyle bir durumda, merkez bankası kurlara müdahale ederek dalgalanmayı sınırlar. Ancak, merkez bankasının bu müdahaleleri önceden belirlenmiş bazı kurallarla sınırlıdır. Yani, merkez bankası ancak belirli şartlar oluştuğunda piyasaya müdahale edebilir. Bu müdahalelerde ise döviz arz ve talebi dikkate alınır (HACIEVLİYAGİL, 2015: 34).

Şekil 1.4. Ayarlanabilir Sabit Kur



Kaynak: (SEYİDOĞLU, 2017)

Şekil 1.4 de TT dolar talep eğrisini; AA ise dolar arz eğrisini göstermektedir. Kurların alt ve üst destekleme noktalarını aşmasına izin verilmediğinden, arz ve talep eğrileri yatay eksene paralel bir hal almaktadır. D noktası, arz ve talep eğrilerinin kesiştiği denge noktasıdır ve belirlenen sınırlar içinde yer almaktadır. Ülkede döviz talebinin artması durumunda, TT talep eğrisi sağa kayarak T₁T₁ konumuna gelir. AA arz eğrisi

sabitken, bu durum dolar kurlarında yükselişe neden olacaktır. Ancak, fiyatların üst destekleme noktasını aşmasına izin verilmediği için Merkez Bankası, piyasaya dolar satarak (TL satın alarak) müdahale eder. Bu müdahalede satılması gereken dolar miktarı AT_1 kadar olmaktadır. Diğer bir senaryoda ise dolar arzının artması sebebiyle arz eğrisinin sağa kayarak A_1A_1 konumuna geldiğini varsayalım. Bu durumda, dolar kurlarının alt destekleme noktasının altına inme eğilimi ortaya çıkar. Merkez Bankası bunu engellemek için piyasada dolar talebi yaratır, yani TA_1 miktarında dolar satın alır (TL satar) (SEYİDOĞLU, 1996).

Bu sistemde kurlar sabit tutulsada, belirlenen kur düzeyinin hiç değiştirilmeyeceği algısı oluşmamalıdır. Eğer mevcut kur seviyesi uygulanan politikalarla uyumsuz hale gelirse, daha uygun bir seviye belirlenebilir. Ayrıca yerli paranın uzun süre aynı alt ve üst destekleme seviyelerinde seyretmesi, bu kur seviyesinin artık denge döviz kuru olmadığını gösterir.

Örneğin, Merkez Bankası sürekli olarak üst destekleme seviyesinde oluşan kuru koruyamaz. Bunun için piyasaya döviz satışı yaparak arzı desteklemesi gerekir ancak bu yeterli döviz rezervi varsa mümkündür. Bu durumda para otoritesi genellikle kur paritesini değiştirerek yerli paranın değerini yeniden belirler. Eğer, üst sınır zorlanıyorsa devalüasyon (yerli paranın değeri düşürülür), alt sınır zorlanıyorsa revalüasyon (yerli paranın değeri artırılır) kararı alınır. Bu şekilde, sabit kur sistemine ayarlanabilirlik özelliği kazandırılmış olur. Belirlenen aralık daraltıldığında sistem sabit kura, genişletildiğinde ise serbest kura yakın bir hal alır. Ancak bu sistem, klasik sabit kur sistemindeki kadar katı kurallara sahip değildir (ALPARSLAN, 2003: 13-14).

Ayarlanabilir sabit kur sistemi, döviz kurlarındaki dalgalanmaları ve dış ticaretteki belirsizlikleri azaltarak ekonomik istikrar sağlar. Sistemde belirlenen aralık ne kadar geniş olursa, esneklik o kadar artar. Merkezi parite etrafında dalgalanabilen kurlar, dış şoklardan daha az etkilenir. Ancak aralığın çok dar belirlenmesi istikrarsızlık ve spekülasyona yol açabilir. Sürdürülebilir bir aralık, sisteme güveni artırırken; sık değişiklikler ve zamanında yapılmayan ayarlamalar, güven kaybına neden olabilir (ÖZDEMİR ve ŞAHİNBEYOĞLU, 2000: 6). Ayrıca bu sistem, merkez bankalarının aşırı para basmasını sınırlandırarak, bütçe açıklarının enflasyonist etkilerini azaltır. Ancak, yeterli döviz rezervi olmayan ekonomilerde sık devalüasyonlar, ekonomik krizlere yol açabilir (AKYILDIZ, 2017).

4.3.4. Sürünen Pariteler

Sürünen pariteler, döviz kurlarının belirli bir parite içerisinde dalgalanması koşuluyla ulusal paranın sabitlendiği bir döviz kuru sistemidir. Fakat sabitlenen değer ayarlanabilir sabit kur sisteminin aksine söz konusu ülkenin ekonomik değişkenlerine veya ödemeler dengesinde yaşanan gelişmelere bağlı olarak sistemli bir şekilde ayarlanabilmektedir (YALÇINER, 2008: 72). Sürünen pariteler sisteminde kurlar önceden belirlenen miktarda veya yüzdede açık şekilde belirlenmiş aralıklarda denge kuruna erişinceye kadar değiştirilebilir (İŞCAN, 2018). Başka bir ifadeye göre, bu sistemde merkezi kur olarak adlandırılan parite, kamuya önceden bildirilen ölçüde ya da fiyatlar gibi objektif istatistiklerin sonucuna göre ve belli aralıklarla yükseltip düşürülebilir (GHOSH vd., 2003).

Bu sistemde kurlar belirli bir kurala göre ayarlanmaktadır. Kurlar önceden belirlenebildiği gibi, enflasyon vb. gibi önemli bir ekonomik parametrenin sonucuna göre de değişkenlik gösterebilmektedir. Döviz kuru bir kur sepetine veya tek bir kura göre de düzenlenebilmektedir. Belli başlı durumlar söz konusu iken sürünen pariteler alt ve üst bantlarıyla birleştirilebilmektedir. Bu sistem, ayarlama seviyesi ve ayarlamalar arasında geçen süre gibi özel bazı ayarlama özelliklerini kapsadığı için daha esnek veya daha sabit bir kur sistemi oluşturulabilmektedir (GHOSH vd., 2003: 41). Döviz kuruna yapılan ayarlamalar önceden belirlenmiş zamanda yani günlük, haftalık ve aylık aralıklarla yapılmaktadır. Bu sistemin temelinde kurların küçük ölçüde ve devamlı değiştirilmesi söz konusudur. Kurlar belli bir sınır dahilinde dalgalanmakta ve bu sayede yapılan küçük ölçekli ayarlamalar uzun dönem kurları etkilemeden, kısa vadede ortaya çıkabilecek oynaklıkları engelleyebilmektedir (EŞSİZ, 2022).

Bu sistemde para politikası kur sisteminin sürdürülmesini sınırlayacak şekilde kullanılmamaktadır. Kurların belirli bir sınır içinde dalgalanması ve belirli aralıklarla ayarlanması dış dengesizliklerin yok edilmesine katkıda bulunmaktadır. Ayarlamaların bir anda değil de belirli aralıkla ve sıklıkla yapılması ekonomik belirsizlikleri azaltmaktadır. Burada kurların önceden duyurulmasıyla küçük devalüasyonların yapılması büyük devalüasyonlardan kaçınmaya yardımcı olmaktadır (OBSTFELD ve ROGOFF, 1995: 74). Sürünen pariteler sisteminde bu sayede serbest kur ve döviz kuru istikrarı bir arada oluşturulmaya çalışılmaktadır. Kur seviyesinin belirli bir kurala

bağlanması spekülâtif atakları önlemede yardımcı olmaktadır. Diğer taraftan sabit kur sistemine göre kısıtlamaların az olması döviz kuruna olan güvenilirliği artırmaktadır. Esasında sistemin bu şekilde yürütülmesi bir taraftan kurların denge düzeyinden uzaklaşmamasına katkı sağlarken, diğer taraftan spekülâtif atakların olumsuzluklarının önüne geçmektedir. Özellikle yüksek enflasyona sahip ülkelerde karşılaşılan reel kurun aşırı değerişmesi sorunu bu sistemin sağladığı önemli avantajlardan biridir. Böylece ülkenin uluslararası piyasalarda rekabet gücü korunmakta ve dış ticaret dengesi bundan olumlu şekilde etkilenmektedir. Sisteme ilişkin en önemli soru işareti ise küçük ölçekli ve sık değerişen ayarlamaların dış denge için ne kadar etkili ve yeterli olacaktır (DEMİRCİOĞLU, 2009: 50).

4.3.5. Sürünen Bant

Sürünen bant sistemi, ülke parasının değerişinin merkez bankasının belirlemiş olduğu bir bant aralığı dahilinde aşağı ve yukarı yönlü hareket etmesine izin verildiği bir döviz kuru rejimidir. Bu sistemde parite seviyesinin dalgalanacağı bant aralığı küçük ölçüde ve planlı bir şekilde ayarlanmaktadır. Sürünen bant sistemindeki bantın genişliği çoğunlukla $\pm 10\%$ oranında olmaktadır (AYHAN, 2008: 36). Sürünen bant sisteminde döviz kuru paritesi belli bir aralıkta hareket etmektedir. Bu sistemde de bant aralığı sürünen pariteler sisteminde olduğu gibi enflasyon, ödemeler dengesi veya başka bir ekonomik değerişkene göre ayarlanmaktadır. Sürünen bant sistemi sürünen pariteler sistemine kıyasla daha geniş bir esneklik sağlamaktadır. Sürünen bant sisteminde de müdahaleler belirli bir süreye yayılarak yapılmaktadır. Bu sistemin sürünen pariteler sisteminden farkı sürünen paritelerde belli bir parite tespit edilirken sürünen bant sisteminde ise paritenin dalgalanabileceği belirli bir bant aralığının tespit edilmesidir (ÖZDEMİR, 2010: 39).

Bu sistemde yapılan düzenlemeler, belirli dönemlerde veya bazı önemli ekonomik göstergelerde yaşanan değerişimlere istinaden ayarlanabilmektedir. Genellikle yüksek enflasyonla mücadele etmiş ülkeler tarafınca uygulanan sürünen bant sisteminde büyük ölçüde devalüasyonlara gerek olmadan kurlarda düzenlemeler yapılabilmektedir (MÜSLÜMOV vd., 2003: 17-18). Eğer kurlar bant dışına çıkmaya çalışırsa resmi otorite buna müdahale ederek kurların bant içerisinde kalmasına yardım etmektedir (CAMPOS vd., 2006: 112)

Sistemin en önemli avantajlarından biri belirsizlikleri gidermesi ve beklenti kaynaklı spekülâtif hareketleri engellemesidir. Kurun hangi seviyede olacağı önceden

bilindiği için ekonomik birimler karar verme aşamasında davranışlarını bu yönde ayarlamaktadırlar. Sistemin bu özelliği ani ve büyük sıçramaların önüne geçerek piyasanın istikrarının sağlanmasına katkı sunmaktadır. Burada döviz kurlarına fazla müdahale gerekmediği için döviz rezervlerine olan bağımlılık büyük ölçüde azalmaktadır. Fakat hatalı belirlenen bant aralığı sonucunda beklenen enflasyonun artması veya ulusal paranın aşırı değerlenmesi söz konusu olabilir. Dolayısıyla bant düzenlemeleri uluslararası rekabet gücünün azalmasını engellemek için enflasyon farkları oranında yapılmaktadır. Ancak bu durum para politikası kullanımını sınırlandırmaktadır (EDWARDS ve SAVASTANO, 1999: 6).

4.3.6. Para İkamesi

Para ikamesi, yerli paranın sıklıkla ve yüksek oranlarda değerini kaybetmesi sonucu yerli paraya olan güvenin azalması nedeniyle yerli para yerine yabancı bir para biriminin değer saklama ve değişim aracı olarak kullanılması durumuna denilmektedir. Para ikamesinde yerli paranın yerine tercih edilen para birimi genellikle dolar olduğu için bu sistem dolarizasyon olarak da isimlendirilmektedir. Bu sürecin temel nedeni ülkede enflasyonun çok yüksek olması ve döviz kuruna duyulan güvensizliktir (ERDOĞAN ve SEKMEN, 2017: 71). Para ikamesi sistemi, ülkede imal edilen mal ve hizmetlerin satışı bile yabancı bir ülke parası kullanılarak yapılmaktadır. Bu çerçevede, ülkenin ulusal para politikası yabancı ülkenin para politikasına endeksli hale gelmekte ve ulusal para politikası işlevsiz hale gelmektedir. Diğer taraftan, dolarizasyon isimlendirmesi nedeniyle para ikamesinde dikkate alınacak paranın yalnızca dolar olabileceği de düşünülmemelidir. Söz konusu sistem Panama, Ekvator ve El Salvador gibi ülkelerde kullanılmıştır. Bu ülkeler yerli para birimlerinin yerine Amerikan dolarını kullanmayı tercih etmişlerdir (MÜSLÜMOV vd., 2003: 17-18).

Para ikamesi sisteminde, ulusal para ve yabancı paranın elde tutma maliyeti karşılaştırılırken yerli para tutmanın yabancı para tutmaya göre alternatif maliyeti hesaplanır. Burada ulusal paranın beklenen değer kaybetme oranı esas alınır. Ulusal parada yaşanacak değer kaybının artması ulusal para tutmanın maliyetini artıracaktır. Bu nedenle yerli paraya ilişkin değer kaybı beklentisi arttıkça yabancı para tutma tercihi yükselecektir. Bununla birlikte, para ikamesi oranı ve döviz kurundaki değer kaybı da birbiriyle önemli derecede ilişkilidir. İki para birimi arasındaki ikame oranı arttığında kurlarda beklenen değişim oranının da artacağı söylenebilir (GÖK, 2006: 142).

Para ikamesinin ekonomideki reel ve parasal etkileri yabancı paranın yerli para yerine hangi miktarda kullanıldığı ile ilgilidir. Eğer tüm işlemlerde yerli para yerine yabancı para kullanılıyorsa o ülkede para politikası etkisiz demektir. Eğer işlemlerin bir kısmında kullanılıyorsa ekonomide parasal istikrarsızlık mevcuttur (ÖZKARAMETRE, 1996: 103). Bu nedenle para ikamesi sistemi de düzeyine göre çeşitli sınıflamalara ayrılmaktadır. Bunlar gayri resmi (fili), yarı resmi ve resmi (tam) dolarizasyon şeklindedir. Gayri resmi (fili) dolarizasyon, ülkede yaşanan çok yüksek ve kronik enflasyon nedeniyle ülkedeki yerleşik kişilerin ulusal paraya olan güvenlerinin yitirilmesi sonucu ellerindeki paranın değerini korumak amacıyla yabancı para cinsinden varlıklara yönelmesi şeklindedir. Burada ülkedeki kişiler çoğunlukla hesap birimi, değer saklama ve değişim aracı olarak yabancı ülke para birimini tercih etmektedir. Yarı resmi dolarizasyon, ülke içerisinde yasal ödeme aracı olarak yerli paranın yanında yabancı paranın da kullanılması durumudur. Resmi (tam) dolarizasyon ise bir ülkenin kendi resmi para birimini tamamen tedavülden kaldırıp, ülkedeki tüm işlemlerde yasal ödeme aracı olarak seçilen yabancı paranın kullanımına izin vermesi ile ortaya çıkan durumdur. Bu durumda, ülkedeki tüm ekonomik işlemler yalnızca yabancı para birimi cinsinden yapılmaktadır. Ancak bir ülkenin en önemli bağımsızlık sembolü olan resmi para kullanımının bırakılması çok tehlikeli bir durumdur (TELEK, 2018).

Para ikamesi sisteminde bazı avantajlar ve dezavantajlar bulunmaktadır. Bu avantajlardan birincisi, para ikamesinin zaman uyumsuzluğu problemlerini ve reel kur volatilitesini azaltmasıdır. Ayrıca bu sistem dış şoklara karşı zayıf olsa da parasal şoklara dirençli olabilmektedir. Avantajlardan üçüncüsü, para basma sırasındaki bürokratik işlemlerin ortadan kalkmasıdır. Bağımsız bir para politikası bulunmadığı için döviz kuru riski ve ulusal paranın faizden kaynaklı riskleri de oluşmamaktadır. Bütün bunların bir sonucu olarak yerli para ile yabancı para arasındaki işlem maliyetleri de son bulmaktadır (ATILGAN, 2011: 44). Bu sistemin en büyük dezavantajlarından biri ise daha önce ifade edildiği gibi ülkenin yabancı para birimini basamayacağından dolayı para basma ve bağımsız para politikası uygulama yeteneğini tamamen kaybetmesidir. Para basma yetkisinin sona ermesi senyoraaj gelirlerinin de ortadan kalkmasına neden olmaktadır. Bununla ilişkili olarak merkez bankası son kredi verme merci olma yetkisini yitirmektedir. Dolarizasyon dış şoklara da engel olamamaktadır. Sistemin bir diğer eksikliği ise, ülkenin parasal bağımsızlığı ortadan kalktığı için çoğunlukla politik ve milliyetçi eleştirilere maruz kalmasıdır (KANSU, 2006: 33).

4.3.7. Para Kurulu

Para kurulu sistemi, ulusal paranın tercih edilen bir yabancı para ile sabit bir kurdan değiştirilmesini öngören bir döviz kuru rejimidir. Söz konusu sistem ancak bazı yasal düzenlemelerle uygulanmaktadır. Para kurulu sisteminde, para otoritesi ulusal parayı yalnızca ülkeye yabancı para girişi olduğunda ve yabancı para girişi miktarınca basabilmektedir. Yani ulusal paranın sabit kur üzerinden endekslediği para rezerv paradır ve para arzının artırılması ülkede bulunan rezerv para miktarıyla doğru orantılıdır. Bu bir anlamda, para kurulu sisteminde ülkenin para biriminin sabit bir kurdan döviz rezervlerine bağlandığı bir sistemdir. Dolayısıyla ülkeye yönelik net dış varlık girişi ve çıkışı ülkenin para arzını belirlemektedir. Bu çerçevede, dış varlık girişinde bir azalma meydana geldiğinde para arzında da daralma yaşanmaktadır. Dolayısıyla, merkez bankası son kredi merci olma özelliğine sahip değildir. Sistem para miktarının yönetimi noktasında oldukça güvenilirdir. Zira, ekonomik karar birimleri gelecek kurların değerini önceden tahmin edebilmektedir (BARIŞIK, 2001: 51).

Esasında sistem teorik olarak sabit kur rejiminin başka bir çeşidi olarak ifade edilebilir. Bu sistemde merkez bankasının sadece para girişi karşılığı para basması, para otoritesinin senyoraj gibi bazı geleneksel işlevlerini kaybetmesine yol açmaktadır. Bu sistemi sabit kur sisteminden ayıran iki kural bulunmaktadır. Birincisi, rezervlerinde ulusal parası miktarında döviz rezervi bulundurma zorunluluğudur. İkincisi ise, para otoritesinin döviz olmadan ulusal para basamayacak olmasıdır. Bu bir bakıma bütçe harcamalarının merkez bankası tarafından finansmanının önünü de kapatmaktadır (AKGÜL, 2010: 23).

Para kurulunun kendine has bazı özellikleri şu şekilde ifade edilebilir (KARLUK, 2013: 604-605):

- Para kurulu sistemi uygulamaya konulurken rezerv paranın hangi yabancı para birimi olacağı önemlidir. Çünkü seçilen para güvenli ve istikrarlı olmalıdır.
- Bu sistemde likidite sıkışıklığı yaşamamak adına parasal taban kadar minimum yabancı para gibi fazladan kaynak bulundurmak önem taşımaktadır.

- Sistemde sabit döviz kuru uygulanması sürekliliği kanun tarafından korunmalıdır.
- Resmi otoritenin ekonomide fiyat istikrarı sağlamak gibi para politikası amaçlarına ulaşabilmek için para politikasının araçlarını kullanması mümkün olmamaktadır.

Para kurulu sistemi ortadan kaldırdığı belirsizlikler ve para arzı artışının döviz rezervlerine bağlanması nedeniyle para ve maliye politikasına olan güveni artırmaktadır.

Bu nedenle söz konusu sistem özellikle dış güvenilirlik sorunları yaşayan ülkelerde tercih edilmektedir. Piyasadaki belirsizliğin ortadan kalkması uzun vadede faizler üzerinde düşürücü bir etki yaratmaktadır. Bununla birlikte, ödemeler dengesi otomatik olarak sağlanmaktadır (KARDAŞLAR, 2013: 15). Sistemin bu olumlu yönlerinin yanında bazı olumsuz yönleri de mevcuttur. Bunların en önemlileri, para kurulu sistemini uygulayan ülkelerde para otoritesi işlevlerini yitirmekte, mali politikalara sınırlamalar uygulanmakta ve kurlar esnekliğini kaybetmekte şeklinde ifade edilebilir.

4.3.8. Para Birliği

Para birliği sistemine parasal birlik, ortak para alanı, optimum kur alanı gibi isimler de verilmektedir. Sistem genellikle ortak özelliklere sahip veya yakın coğrafi bölgelerde yer alan bir grup ülkenin kendilerine ait para birimlerini sabitleyerek birbirlerine bağlaması ve ortak para birimini birliğin dışındaki tüm ülkelere karşı dalgalanmaya bıraktıkları bir durumu ifade etmektedir.

Para birliği sisteminde üye ülkelerin ortak bir para kullanımına başlamasıyla, birlik içinde çoğunlukla üretim faktörleri ile mal ve hizmetlerin dolaşımını serbestleştirdikleri söylenebilir. Diğer taraftan sistemin devamlılığı açısından ülkelerin ekonomi politikalarının merkezileştirildiği görülmektedir. Ortak para alanı sisteminde para politikasını yönetmesi için bölgesel bir para otoritesi kurulmaktadır. Para otoritesi politika uygulamada bağımsız olmalı ve üye ülkelerden etkilenmemelidir. Bu ülkelerin kurlarında birlik sağlanmalı, sermaye hareketleri tamamen serbest olmalı yani tüm kısıtlamalar kaldırılmalı, ülkelerin birbirleri arasında konvertibilitenin sağlanması ve sistemin korunacağına olan inancın tam olması gerekmektedir (YAKUT, 2007).

Bu sistemde parasal birliği oluşturan ülkelerin ekonomik özelliklerinin birbirine benzer olması önemlidir. Aksi takdirde, birlik içerisinde kimi ülke dış açık verirken kimi

ülke dış fazla verecektir ki bu orta ve uzun vadede ülkelerin bazıları açısından kurların sürdürülememesi anlamına gelecektir (ATASOY, 2015: 20). Bu nedenle para birliği sistemine ilişkin teorik bazı çalışmalar yapılmıştır. (MUNDELL, 1961)'in “optimum kur alanları” çalışması ve (MCKINNON, 1963) ve (KENEN, 1969)'in katkıları parasal birliğin başarısı açısından şu hususları ön plana çıkarmaktadır (DİZMAN, 2008):

- Üretim faktörleri birlik sınırları içinde hareketli olmalıdır.
- Birliğe üye ülkeler arasındaki ticari ilişkiler yoğun olmalıdır.
- Ekonomik konjonktür üye ülkeler arasında yüksek korelasyon içinde olmalıdır.
- Birlik az gelişmiş bölgelere mali aktarım yapabilmelidir.

Bu sisteminde diğer sistemler gibi sahip olduğu avantajlar ve dezavantajlar vardır. Birlik içinde veya bölgeler arasında üretimde uzmanlaşma, ticaret akımları ve yatırımlar teşvik edilmektedir. Aynı zamanda üreticiler sahayı tek pazar olarak görmekte ve ölçek ekonomisinin avantajından faydalanmaktadır (OBSTFELD ve ROGOFF, 1998: 633; PARASIZ ve EKREN, 2013: 222-223). Döviz işlem maliyetlerinin ve faiz giderlerinin düşük olması, kur riskinin en aza indirgenmesi, kurda yaşanan belirsizliklerin ortadan kalkması, emisyon kazançlarının üye ülkeler arasında paylaşımı diğer avantajlar arasında sayılabilir. Sistemin en önemli dezavantajı ise bağımsız para politikası uygulanamaması ve merkez bankasının son kredi merci olma özelliğini kaybetmesidir (AKÇA, 2007: 69-70)

İKİNCİ BÖLÜM:

DÖVİZ KURLARININ BELİRLENMESİNDE TEORİK YAKLAŞIMLAR

Döviz kurlarının belirlenmesi konusu iktisat biliminin ortaya çıkışından itibaren oldukça fazlaca üzerinde durulan bir konu olmuştur. Daha çok sabit kur sisteminin uygulandığı dönemlerde geleneksel bazı teoriler döviz kurunun açıklanmasında yeterli olmaktaydı. 1973 yılında yaşanan petrol krizi sonucu Bretton Woods sisteminin çökmesiyle kurların dalgalanmaya bırakılması neticesinde kurların belirlenmesinde kullanılan yaklaşımlar çeşitlilik göstermiştir. Bu dönemlerde uluslararası mal ve sermaye hareketlerinde yaşanan serbestleşme politikaları döviz kurlarında önemli dalgalanmalar ortaya çıkarmıştır. Bu noktada birçok modern yaklaşımın literatüre kazandırıldığı görülmektedir (SEYİDOĞLU, 2007: 418).

Döviz kurlarının belirlenmesindeki yaklaşımlar geleneksel teoriler ve modern teoriler olmak üzere iki ana başlığa ayrılmaktadır. Geleneksel teoriler içerisinde dış ticaret akımları yaklaşımı ve satın alma gücü paritesi yaklaşımı yer almaktadır. Geleneksel teoriler uluslararası sermaye hareketlerinin olmadığı ya da çok yavaş geliştiği ve sabit kur sisteminin geçerli olduğu dönemlerde ortaya çıkmıştır. Bu dönemde ilk olarak dış ticaret akımları yaklaşımı ele alınarak kurlar incelenmiştir. Sermaye hareketlerinde kısıtlamaların olması ve kurlarda meydana gelen değişimlerin sıkça yaşanmaması sebebiyle geleneksel yaklaşımlarda döviz kurlarının uzun vadeli belirleyicileri dikkate alınmıştır. Bu nedenle, döviz kurları dış ticaret yaklaşımı kapsamında cari işlemler bilançosu göz önüne alınarak belirlenmeye çalışılmıştır. Satın alma gücü paritesi yaklaşımı ise uluslararası fiyat farklılıkları ve mal hareketlerinin serbestliği varsayımından hareketle tek fiyat kanununu ortaya koymaktadır. Bu çerçevede, ortaya çıkacak ülkeler arası fiyat farklılıklarının uluslararası ticaret yoluyla oluşacağını ve bununla döviz kurundaki değişimleri açıklayacağını ifade etmektedir (UMUT, 2019).

Modern yaklaşımlar içerisinde ise faiz paritesi yaklaşımı¹, parasalcı yaklaşım ve portföy dengesi yaklaşımı yer almaktadır. Bretton Woods sisteminin çökmesiyle ülkeler sabit kur sisteminden esnek kur sistemine geçmiştir ve bununla beraber kurlarda aşırı dalgalanmalar ortaya çıkmıştır. Geleneksel yaklaşımların bu dalgalanmalara açıklık getirmesi yetersiz kaldığı için yeni çalışmalara gereksinim duyulmuştur. Ekonomide yaşanan şokların bu durum üzerinde oldukça etkisi vardır (ÖZTÜRK ve BAYRAKTAR, 2010). Ekonomilerin küreselleşmesi sonucunda finansal piyasaların liberalizasyonunun artması, finansal varlıkların uluslararası piyasadaki işlem hacimlerindeki artışla birlikte dış ticaret akımları yaklaşımlarının aksine durumlarla karşılaşmıştır. Bu nedenle döviz kurlarındaki değişimlerin açıklanmasında sermaye hareketlerini de dikkate alan yeni yaklaşımlar ortaya çıkmıştır (SEYİDOĞLU, 2003: 377-381).

1. DIŞ TİCARET AKIMLARI YAKLAŞIMI

Döviz kurlarının belirlenmesine yönelik yaklaşımların başında gelen dış ticaret akımları yaklaşımına göre, bir ülkenin mal ithalatı ve ihracatı yani dış ticaret dengesi o ülkenin döviz kurlarını ve yerli parasının değerini belirleyen en temel unsurdur. Dış ticaret dengesi oluşurken, eğer ithalat ihracattan daha büyük ise dış ticaret açığı, ihracat ithalattan daha büyük ise dış ticaret fazlası ortaya çıkmaktadır. İthalatın ihracattan fazla olması durumu o ülke parasının değer kaybetmesine, ihracatın ithalattan fazla olması durumu ise ülke parasının değer kazanmasına neden olmaktadır.

Dış ticaret açığına sahip bir ülkede ulusal paranın değer kaybetmesi, o ülkenin ihracatını yaptığı mal ve hizmetlerin yabancı para cinsinden ucuzlamasını, ihracatı yapılan mal ve hizmetlerin ise o ülke vatandaşları için pahalılaşmasını ifade etmektedir. Ülke mallarının ucuzlamasıyla ihracat artacak yabancı malların pahalılaşması ile de ithalat düşecektir. Bu durum dış ticaret dengesi sağlanana kadar devam edecektir (TUNÇ, 2004: 223-224).

Bu yaklaşım çerçevesinde, bir ülkenin ithalat ve ihracatını etkileyen tüm faktörlerin paranın dış değerini belirlediği söylenebilir. Bu faktörler arasında; yerli ve yabancı malların göreceli fiyatları, yurtiçi ve yurtdışı reel gelir artışları, tüketici tercihlerindeki

¹ Burada faiz oranı paritesi yaklaşımının geçmişi (KEYNES, 1923)'e dayansa da, döviz kurundaki değişiklikleri uluslararası sermaye hareketleri ile açıklaması nedeniyle modern yaklaşımlar arasında değerlendirilmektedir.

değişimler, teknolojik gelişmeler, üretim faktörlerindeki stok değişimleri gibi ekonomik göstergeler yer almaktadır. Örneğin, bir ülkede reel gelirlerin artması ithal mallara talebi artıracak, bu da döviz talebinde artışa ve sonuçta yerli paranın değer kaybederek kurların yükselmesine yol açacaktır. Bu durumun tersine, yabancı ülkelerde gelir artışı olduğunda ise ihracatımız ve dolayısıyla döviz arzı artacak, kurlar düşerek yerli para değer kazanacaktır.

Dış Ticaret Akımları Yaklaşımı kurların belirlenmesini etkileyen ithalat ve ihracatın yanında ödemeler dengesindeki açıkları azaltan devalüasyonların önemini de vurgulamıştır. Sabit kur sisteminin geçerli olduğu ülkelerde bu açık kronikleştiğinde resmi otoriteler devalüasyon kararı alarak ulusal paranın değerini azaltarak kurların değişimini sağlamaktadırlar. Böylece yerli paranın değeri düşer, ithal mallar pahalılaşır ve ihracat ucuzlar. Dolayısıyla ödemeler dengesi açığı kapanır. Söz konusu bu yaklaşım daha hızlı büyüyen ülkedeki harcamaların yurtiçinden yurtdışı mallara evrileceğini ve yerli paranın değer kaybı yaşamasını ifade etmektedir (ÖZTÜRK ve BAYRAKTAR, 2010: 61). Dış ticaret yaklaşımında, makroekonomik politikalar da dış ticaret akımlarını yeniden şekillendirebildiği için döviz kuru üzerinde oldukça etkili olabilmektedir. Örneğin; genişlemeci maliye politikaları ithalat talebini artırarak, döviz talebini yükseltir, kurları artırır ve ulusal paranın değer kaybetmesine yol açabilir (BOUGHTON, 1988: 2).

Ancak uygulamada, beklenenin aksine bazı durumlarda; değer kaybetmesi beklenen paraların değer kazandığı, değer kazanması gereken paraların ise değer kaybettiği gözlemlenebilmektedir. Bu durum, Dış Ticaret Akımları Yaklaşımı'nın kurları açıklamada yetersiz kaldığını göstermektedir. Bu yetersizliğin temel nedeni yaklaşımın; sermaye hareketlerinin etkisini dikkate almaması, finansal yatırım amaçlı döviz işlemlerini göz ardı etmesi ve faiz oranları gibi önemli makroekonomik değişkenleri ihmal etmesidir (ÖZTÜRK ve BAYRAKTAR, 2010: 161). 1970'ler öncesi sabit kur sisteminde, sermaye hareketlerinin kısıtlı olduğu dönemde bu yaklaşım geçerliydi. Ancak 1970'lerde Euro-Dolar piyasasının gelişmesi, sermaye hareketlerinin hızlanması ve finansal işlemlerin reel ticareti aşması yaklaşımın geçerliliğini azaltmıştır (MELVIN ve NORRBIN, 2013: 271; ERGİN vd., 2016: 10).

Literatürde döviz kuru ile dış ticaret arasındaki ilişkiyi inceleyen ilk teorik çalışmalar Marshall (1923) ve Lerner (1944) tarafından geliştirilmiştir. Marshall-Lerner kuralı olarak bilinen bu yaklaşım, bir ülkede devalüasyonun ticaret dengesini

iyileştirebilmesi için ihracat mallarının yurtdışı talep esnekliği (E_x) ile ithal mallarının yurtiçi talep esnekliğinin (E_m) toplamının 1'den büyük olması gerektiğini ifade eder. ($E_m + E_x > 1$). Bu modelde, ihracat ve ithalat mallarının sonsuz esnekliğe sahip olduğu varsayılır. Ayrıca dış ticaret açığı durumunda devalüasyon, dış ticaret fazlası durumunda ise revalüasyon dengeleyici etki yaratır (ERTÜRK, 1994: 98).

İki ülke ve iki mallı basit bir piyasa modelinde,

$$X = X(P_x + \alpha), \quad X_1 > 0 \quad (2.1)$$

$$I^* = I^*\left(\frac{P_x}{E}\right), \quad I_1^* < 0 \quad (2.2)$$

Burada:

- X : İhracat malı miktarı
- I^* : Yabancı ülkenin ithal malı miktarı
- α : Dışsal etki parametresi
- P_x : İhracat malı fiyatı
- E : Döviz kuru

Modelde ihracat malı arzı ile iç fiyatlar arasında pozitif, dış fiyatlar arasında ise negatif ilişki bulunmaktadır. Piyasa etkin olduğunda $I^* = X$ eşitliği sağlanır. Bu eşitliklere göre arz ve talep esnekliği aşağıdaki denklemde gösterilmiştir.

$$\mu_x = -\frac{I_1^* P_x}{X} \quad (2.3)$$

$$\epsilon_x = \frac{X_1 P_x}{X} \quad (2.4)$$

Buradaki denklemlere bakıldığında talep esnekliğinin (μ_x) ithalata, arz esnekliğinin (ϵ_x) ise ihracata göre belirlendiğini söylemek mümkündür. Yerli ülkenin ihracatı (X) = Yabancı ülkenin ithalatı (I^*) varsayımını yaptığımızda, kur değişimlerinin dış ticareti nasıl etkileyeceği talep ve arz esneklikleri tarafından belirlenir. İhracattaki değişimi gösteren Denklem (2.5)'ten hareketle, döviz kuru ($\dot{E}$) artarsa (yerli para değer kaybederse), ihracatın ne kadar artacağı, ihracat malının arz esnekliği (ϵ_x) ve ithal malının talep esnekliği (μ_x) tarafından belirlenir. İthalattaki değişimi gösteren Denklem (2.6)'den hareketle ise döviz kuru ($\dot{E}$) artarsa (yerli para değer kaybederse), ithalatın ne kadar

azalacağı, ithal malının talep esnekliği (μ_i) ve arz esnekliği (ϵ_i) ile ilişkilidir. Eğer ithalat talebi esnekse ($\mu_i > 1$), ithalat miktarı düşer; esnek değilse ($\mu_i < 1$), ithalatın değeri artar (KURT, 2016).

$$\dot{X} = \left[\frac{\epsilon_x \mu_x}{\mu_x + \epsilon_x} \left(\dot{E} + \left(1 - \frac{\epsilon_x}{\mu_x + \epsilon_x} \right) \right) \right] \frac{d\alpha}{X} \quad (2.5)$$

$$\dot{I} = - \left[\frac{\epsilon_I \mu_I}{\mu_I + \epsilon_I} \left(\dot{E} + \frac{\epsilon_I}{\mu_I + \epsilon_I} \right) \right] \frac{d\beta}{I} \quad (2.6)$$

2. SATIN ALMA GÜCÜ PARİTESİ

Satın alma gücü paritesinin kökeni, I. Dünya Savaşı esnasında yaşanan çöküşten sonra uluslararası finansal sistemin tekrar nasıl onarılacağı konusuna kadar uzanır. Savaştan önce ülkelerin çoğu altın standardına bağlıydı. Ancak, I. Dünya Savaşı'nın patlak vermesiyle altın standardı hızlı bir şekilde terk edilmeye başlandı. Savaş sonrasında ülkeler, ekonomide en az hasarla kurların nasıl dengeye getirileceği sorunuyla karşılaştılar. Bununla birlikte, burada savaş öncesi kurlara dönmek bir şey ifade etmiyordu; zira savaşa katılan ülkelerin, savaş sırasında enflasyon oranları önemli derecede farklılaşmış durumdaydı.

Altın standardının terk edilmesiyle başlayan süreçte, kurların belirlenmesi tartışmaları da beraberinde gelmiştir. Bu paritenin pratikte ilk kullanımı, 1918'de ekonomist Gustav Cassel tarafından gerçekleştirilmiştir. Teorinin temelini, ülke para birimlerinin değeri ile fiyat seviyelerinin satın alma gücü arasındaki bağlantı oluşturmaktadır (ROGOFF, 1996: 648-649; SARNO ve TAYLOR, 2002).

Satın alma gücü paritesi yaklaşımı, ülkelerin ulusal para birimlerinin denge değerlerini belirleyen ve farklı açık ekonomi modellerine temel oluşturan en etkili kavramlardan biridir. İki para birimi arasındaki kurun belirlenmesi, bu iki ülkenin fiyat düzeyleri arasındaki orana bağlıdır; bu durumda, ortak para birimi kur üzerinden eşitlenir ve böylece her iki ülkede de bir para birimi aynı satın alma gücüne sahip olur. Aynı zamanda buna “alım gücü paritesi” de denilmektedir (CASSEL, 1918).

İki ülke arasında serbest mal hareketi ve nispeten kapsamlı bir ticaret söz konusuysa, kurlar alım gücü paritesinden çok fazla sapmaz. Hatta ticaret üzerindeki kısıtlamalar her iki ülke açısından da eşit şekilde etkiliyse, döviz kurunun alım gücü

paritesinden sapması durumu ortaya çıkmaz. Ancak bir ülke diğerine göre ticaret açısından daha fazla engelleme yaparsa, kurlar alım gücü paritesinden sapma gösterecektir. İthalatın engellenmesi, ihracatın ise nispeten serbest olması, ulusal paranın yabancı ülkede iç alım gücüyle uyumlu olması gereken değerinin üzerine çıkmasına yol açabilir (CASSEL, 1918). Başka bir tanımlamaya göre ise, satın alma gücü paritesi, döviz kurları ile fiyatlar arasında doğrudan bir ilişki kurmakta ve herhangi bir zamanda kurlarda ortaya çıkan değişikliklerin, ülkelerin göreceli fiyatlarındaki değişimler tarafından belirlendiğini ifade etmektedir. Satın alma gücü paritesi, bu özelliği nedeniyle “döviz kurunun enflasyon teorisi” olarak da adlandırılmaktadır (KRUGMAN ve OBSTFELD, 1997: 40). Ayrıntılı bir şekilde ifade edilirse, döviz kurlarında yaşanan değişiklikler uluslararası fiyat farklılıklarına bağlıdır. Enflasyon oranı yüksek olan ülkelerde kurların yükseleceği, enflasyon oranının düşük olduğu ülkelerde ise kurların düşeceği belirtilmektedir. Yani nominal kurlarda yaşanan artışlar iç ve dış enflasyon oranları arasındaki farka eşit olmaktadır (FELDERER vd., 2010,)

Satın alma gücü paritesi, en basit haliyle, iki ülkede üretilen mal fiyatlarının birbirine oranlanması ile bulunur. Bu (2.7) numaralı eşitlikte gösterilmiştir.

$$SGP = \frac{P_{iB}}{P_{iA}} \quad (2.7)$$

Burada;

- P_{iA} = i malının A ülkesindeki fiyatını,
- P_{iB} = i malının B ülkesindeki fiyatını göstermektedir.

(2.7) numaralı formül, i malının B ülkesindeki para biriminin, A ülkesindeki para birimine dönüşüm oranını ifade etmektedir. Nominal döviz kuru ile fiyat ilişkisi ise (2.8) numaralı denklemde gösterilmiştir.

$$P_{dt} = e_t P_{ft} \quad (2.8)$$

Burada;

- e_t = yerel para biriminin bir birim yabancı para birimine karşı nominal ikili döviz kurunu (t zamanında),
- P_{dt} = iç fiyat seviyesini (t zamanında),

- P_{ft} = dış fiyat seviyesini (t zamanında) temsil etmektedir.

(DORNBUSCH, 1988) ve (TAYLOR, 2006) ticaret kısıtlamaları nedeni ile aynı malın fiyatının farklı ülkelerde aynı anda eşit olmadığını savunmaktadır. Dolayısıyla denklemde şu şekilde bir düzeltme yapmaktadır:

$$e_t = \alpha(P_{dt}/P_{ft}) \quad (2.9)$$

Denklem (2.8)'e ilave olarak burada; α , ülkeler arasındaki fiyat farklılığına neden olan faktörleri ifade eden sabit terimi göstermektedir. Bu faktörler arasında, nakliye ve bilgi maliyetleri, ticaret engelleri, teknolojik farklılıklar, üretim faktörleri arzı, fiyat endeksleri ve tüketim kalıplarındaki ağırlıklandırma farklılıkları yer almaktadır (KARGBO, 2011a).

Bu ilişkiyi bir örnek üzerinden açıklarsak, 1 kg portakalın fiyatı Türkiye’de 20 TL, Almanya’daki fiyatı ise 30 Euro olsun. Bu durumda, bu malın fiyat farklılığı üzerinden iki ülke arasındaki satın alma gücü paritesi ilişkisi eşitlik (2.7)’deki gibi kurulur.

$$SGP(\text{Türkiye/Almanya}) = \frac{20 \text{ ₺}}{30 \text{ €}} = 0,66$$

Bu durumda, portakal için hesaplanan satın alma gücü paritesine göre, her 1 € karşılığında 0,66 TL’den vazgeçilmiş olunacaktır (YILDIRIM vd., 2013). Böylece, fiyat farklılıkları nominal kurlardaki değişikliklerle dengelenebilecektir. Sonuç olarak yalnızca döviz kuruyla yapılan karşılaştırmalar, iki ülke arasındaki fiyat farklılıklarını içerdiğinden doğru ve güvenilir sonuçlar vermezken; SGP kullanılarak yapılan kıyaslamalar, fiyat farklılıklarını da dikkate alarak daha güvenilir sonuçlara ulaşılmasını sağlamaktadır (ASLAN ve KANBUR, 2007).

Satın Alma Gücü Paritesi yaklaşımı, Klasik İktisat’ın temel teorilerinden biri olan Tek Fiyat Kanunu ile sıkı bir ilişki içindedir. Bu nedenle, Tek Fiyat Kanunu’nun açıklanması Satın Alma Gücü Paritesinin anlaşılmasına katkı sağlayacaktır. Serbest piyasa koşullarının geçerli olduğu, gümrük tarifesi ve lojistik maliyeti gibi işlem maliyetlerinin olmadığı varsayımıyla ve ticarete konu olan malların homojen olduğu kabul edildiğinde, belirli bir malın döviz kuru üzerinden yerli paraya çevrilmiş değeri tüm ülkelerde eşit olmaktadır. Bu durum Tek Fiyat Kanunu olarak isimlendirilmektedir (KRUGMAN vd., 2012). Satın Alma Gücü Paritesi yaklaşımı da Tek Fiyat Kanunu’nun bu saptamasından hareketle türetilmiştir ve esasında, Tek Fiyat Kanunu’nun genişletilmiş

hâlini temsil etmektedir. Daha açık bir ifadeyle, Tek Fiyat Kanunu tek bir malın fiyatını ele alırken, Satın Alma Gücü Paritesi bir ülkede üretilen mal sepetindeki tüm malların ve hizmetlerin ortalama fiyatını dikkate almaktadır (USLU, 2012).

Öte yandan, ticarete konu olan aynı nitelikteki bir malın döviz kuru ile ifade edildiğinde yalnızca tek fiyatının olması gerektiğini ve bir birim yerli paranın dünyanın her yerinde aynı satın alma gücüne sahip olması gerektiğini öne süren Tek Fiyat Kanunu'nun temelinde arbitraj mekanizması yatmaktadır. Arbitrajın amacı, fiyat farklılıklarından yararlanarak risksiz kâr elde etmektir. Bu süreçte, daha ucuz olan piyasadan alınan mallar, pahalı olan piyasada satılmaktadır. Bu işlem, iki piyasa arasındaki fiyat farkı ortadan kalkana, yani fiyatlar eşitlenene kadar sürmektedir (COPELAND, 2005: 44).

Daha açık bir ifadeyle, yerli ülkedeki bir malın fiyatının (P) yurtdışı fiyatından (P^*) büyük olması durumunda ($P > P^*$), mal arbitrajı fırsatı ortaya çıkmaktadır. Bu arbitraj fırsatıyla birlikte, kâr elde etmeyi amaçlayan ekonomik birimler söz konusu malı ucuz olan yerden alıp pahalı olan yere, yani yurtdışından alıp yerli ülkeye satmakta ve fiyat farkı miktarında kâr elde etmektedir. Sonuç olarak, malın yurtdışı talebi artmakta ve yurtdışı fiyatı yükselmekte; aynı zamanda yerli ülkedeki arz artışı nedeniyle de malın fiyatı düşmektedir. Bu süreç, iki ülke arasındaki fiyat farkı ortadan kalkana kadar devam etmekte ve fiyatlar eşitlenince sona ermektedir. Bununla birlikte belirtmek gerekir ki, Tek Fiyat Kanunu yalnızca mal piyasalarında değil, para ve döviz piyasalarında da geçerlidir (ÜNSAL, 2005: 543).

Tek Fiyat Kanunu'nun geçerli olduğu, taşıma maliyetlerinin ve gümrük tarifelerinin bulunmadığı bir senaryo düşünelim: Türkiye ve Almanya ekonomilerinde döviz kuru $1\text{€} = 20\text{ TL}$ olsun. Almanya'da çeliğin tonu 200€ , Türkiye'de ise 4.200 TL olduğu varsayıldığında, çeliğin TL cinsinden fiyatı Türkiye'de 4.200 TL iken Almanya'da 4.000 TL 'ye ($200\text{€} \times 20\text{ TL}$) denk gelmektedir. Bu durumda, çelik Almanya'da daha ucuzdur. Kâr elde etmek isteyen bir arbitrajcı, ton başına 200 TL kazanç sağlamak amacıyla Almanya'dan çelik alıp Türkiye'de satacaktır. Arbitraj süreci, Türkiye'de çelik fiyatlarının düşmesine, Almanya'da ise yükselmesine yol açacak ve sonuçta iki ülkede de fiyatlar eşitlenecektir. Böylece, bir birim yerli paranın satın alma gücü her iki ekonomide de aynı hâle gelecektir (AKYILDIZ, 2017: 11).

Tek Fiyat Kanunu, ticareti yapılabilen tüm mallara uygulanabilmekle birlikte, gerçek hayatta çoğu mal için geçerli değildir. Bunun temel nedenlerinden birisi, gerçek hayatta eksik rekabet koşullarının bulunması, mevcut ulaşım maliyetlerinin varlığı ve ülkelerin serbest ticareti kısıtlayıcı politikalar izlemesidir (ÜNSAL, 2005: 544). Bir diğer neden ise ikamesi bulunmayan ve ticareti zor olan mal/hizmetlerin varlığıdır.

Tek Fiyat Kanunu'nda ortaya çıkan sapmalar gibi Satın Alma Gücü Paritesinde de ciddi sapmalar oluşmaktadır. Satın Alma Gücü Paritesinin kurları tam açıklayamamasının, başka bir ifadeyle kurlarda paritenin öngördüğünün üzerinde bir değerlendirme veya değer kaybı yaşanmasının çeşitli nedenleri olabilir. Bu süreçte, özellikle işlem maliyetleri, ticaret kısıtlamaları gibi unsurların teorisinin uygulanabilirliğini sınırlandıran başlıca faktörler arasında sayıldığı görülmektedir (BARBOSA vd., 2018). Döviz kuru tahmininde Satın Alma Gücü Paritesi yaklaşımından hareketle yaşanan sapmalar, uzun vadede teorisinin geçerliliğini tamamen ortadan kaldırmamakla birlikte, kısa vadede döviz kurlarının tahmin edilmesini güçleştirmektedir. Dolayısıyla bu kuram, siyasal ve bazı ekonomik faktörler nedeniyle döviz kurlarındaki değişimleri açıklamakta yetersiz kalmıştır. Bununla birlikte, enflasyon oranları ile kurlar arasındaki ilişkiyi ortaya koyması açısından hala önem taşımaktadır (ARSLAN, 2005: 57-60).

Literatürde Satın Alma Gücü Paritesi yaklaşımı, Mutlak ve Nisbi Satın Alma Gücü Paritesi isimleriyle iki farklı şekilde yorumlanmaktadır. Bu bölümde bu başlıklara değinilmektedir.

2.1. Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi

Tek Fiyat Kanunu'ndan hareketle, ortak bir mal sepetinin geçerli olduğu varsayımı altında Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi (SAGP), yerli para biriminin tüm ülkelerde aynı satın alma gücüne sahip olması gerektiğini öne sürmektedir. Buna göre; belirli bir mal sepetinin bir ülkedeki fiyatı, cari döviz kuru üzerinden yabancı para birimine çevrildiğinde dünya genelinde eşit olmalıdır. Diğer bir ifadeyle, yerli paranın satın alma gücünün her ülkede aynı olması teorik bir gerekliliktir (KRUGMAN ve OBSTFELD, 1997: 401).

Mutlak SAGP, (2.10) numaralı eşitlikle ifade edilebilir:

$$P_d = S \times P_f \quad (2.10)$$

$$S = P_d/P_f \quad (2.11)$$

Burada, P_d yurtiçi fiyat endeksini, P_f yurtdışı fiyat endeksini ve S nominal döviz kurunu (yabancı para birimi cinsinden yerli para) göstermektedir. Uygulamada, ülkelerin fiyat seviyelerini ölçmek için tüketici fiyat endeksi (TÜFE), üretici fiyat endeksi (ÜFE) ve GSYİH deflatörü gibi endeksler kullanılmaktadır (SEYİDOĞLU, 2013: 158-159). Bu endeksler, mal ve hizmetlerin ağırlıklı ortalamasından oluşur. Ancak endeks seçiminde, ülkeler arasında kullanılan endekslerin metodolojik uyumuna dikkat edilmelidir. Aksi takdirde, endeks farklılıkları döviz kuru tahminlerinde tutarsız sonuçlara ve analizlerin güvenilirliğinin azalmasına yol açabilir (ÖZCAN, 2022).

(2.10) numaralı eşitlik düzenlenip (2.11) şeklinde yazılırsa, nominal döviz kurunun yurtiçi ve yurtdışı fiyat endekslerine bağlı olduğunu gösterir. Dolayısıyla, yurtiçi fiyat seviyesi yurtdışına kıyasla ne kadar yüksekse (düşükse), nominal döviz kuru da bu oranda yüksek (düşük) olacaktır. Bu durum, iki ülke para birimlerindeki değişim oranının, genel fiyat seviyelerinin oranına eşitlenmesi anlamına gelmektedir (SEYİDOĞLU, 2013: 158-159).

Ticarete konu olan bir mal sepetinin Türkiye’de 400 TL, döviz kurunun 9,50 TL/\$, aynı mal sepetinin ABD’deki fiyatı 42,10 \$ olsun. Mutlak Satın alma Gücü Paritesi yaklaşımına göre, ABD veya Türkiye’deki fiyat değişimleri döviz kurunun da değişmesine yol açacaktır. ABD’de genel fiyat seviyesi sabit olmasına rağmen, Türkiye’de %10 artması durumunda genel fiyat seviyesi 440 TL’ye yükselecektir. Dolayısıyla kurlar değişecek ve iki ülke arasında oluşacak yeni kur (440 TL/42,10 \$) 10,45 TL olarak oluşacaktır (DOĞUKANLI, 2017: 62).

Mutlak SAGP’ye göre yurtiçi veya yurtdışı fiyat seviyelerinden birinde veya her ikisinde meydana gelen değişimler, nominal döviz kurunu bu farkı dengeleyecek şekilde etkiler. Ancak kurlardaki değişimlerin SAGP’ye uygun gerçekleşmesi durumunda, reel döviz kuru sabit kalır ve ülkelerin rekabet gücü korunur. Bununla birlikte, teoremin geçerliliği için baz yılın doğru seçilmesi kritiktir. Baz yılın temsili olmaması veya metodolojik tutarsızlıklar, sonuçlarda sapmalara yol açabilir (DOĞANLAR ve ÖZMEN, 2000).

Cari kurların sabit kaldığı, ancak yurtiçi fiyat seviyesinin yurtdışına kıyasla daha hızlı arttığı durumlarda reel döviz kurlarında düşüş gözlemlenecektir. Bu durum, aynı mal sepetinin yurtdışındaki fiyatına göre yerli para birimi cinsinden daha pahalı hâle gelmesine yol açarak ülkenin rekabet gücünü azaltır. Ancak benzer malların fiyat

endeksleri ülkeler arasında resmî veya özel kuruluşlar tarafından farklı metodolojilerle hesaplanmaktadır. Bu nedenle, fiyat seviyelerinin sağlıklı bir şekilde karşılaştırılabilmesi için endekslerin karşılaştırılabilir özellikler taşıması gerekmektedir (KARDAŞLAR, 2013).

Mutlak SAGP, döviz kurlarını belirlemede şu durumlarda yetersiz kalmaktadır:

- **Ticarete Konu Olmayan Mallar:** Fiyat endekslerine dâhil edilen malların bir kısmı (örneğin hizmetler veya yerel ürünler) uluslararası ticarete açık değildir. Bu malların fiyatları ülkeler arasında eşitlenemez, dolayısıyla SGP teorisi eksik kalır.
- **Sermaye Hareketlerinin İhmal Edilmesi:** Teori, yalnızca mal ve hizmet ticaretini dengeleyen kurları ele alır; sermaye akımlarını dikkate almaz.
- **Ticaret Engelleri ve Piyasa Kusurları:** Gümrük tarifeleri, kotalar, yüksek ulaşım maliyetleri ve eksik rekabet koşulları, fiyat eşitlenmesini engelleyen temel faktörlerdir (ÖZTÜRK ve BAYRAKTAR, 2010: 163-164).
- **Mal Heterojenliği:** Mallar homojen değildir; kalite, marka veya üretim standartlarındaki farklılıklar fiyat karşılaştırmalarını zorlaştırır.
- **Endeks Kapsamındaki Farklılıklar:** Ülkelerin fiyat endekslerinde kullanılan mal çeşitleri ve ağırlıkları metodolojik olarak farklılık gösterebilir.
- **Kısa Vadeli Kur Dalgalanmaları:** Kurlar uzun vadede SAGP'ye yakınsama eğiliminde olsada kısa vadede finansal şoklar veya spekülasyon hareketleri nedeniyle teoriden sapabilir (MANKIW, 2010: 157).

Mutlak SAGP'nin bu sınırlamaları, teoremin uygulanabilirliğine yönelik eleştirileri beraberinde getirmiştir. Özellikle ticarete konu olmayan malların varlığı ve sermaye hareketlerinin dinamikleri, teoremin reel ekonomik koşulları açıklamakta yetersiz kalmasına neden olmuştur. Bu eleştiriler ışığında, Nispi Satın Alma Gücü Paritesi gibi daha esnek bir yaklaşım geliştirilmiştir. Nispi SAGP, fiyat seviyelerindeki değişim oranlarının döviz kurlarına etkisini vurgulayarak teoremin kapsamını genişletir.

2.2. Nispi Satın Alma Gücü Paritesi

Nispi Satın Alma Gücü Paritesi (NSAGP), Mutlak SAGP'nin eksikliklerini gidermek amacıyla geliştirilmiş bir teoridir. Bu yaklaşımda, fiyatların ve döviz kurlarının mutlak seviyeleri yerine, zaman içindeki değişim oranları dikkate alınır. Temel varsayım, iki ülke arasındaki enflasyon farkının, döviz kurlarındaki değişimi belirlemesidir. Buna göre, bir para biriminin değer kaybetme veya kazanma eğilimi, iç ve dış enflasyon oranları arasındaki farka eşittir (HAKKIO, 1992; KARLUK, 2009: 385). Başka bir tanımlamaya göre ise, NSAGP, belirli bir dönemde döviz kurundaki yüzde değişimin, ülkeler arası fiyat değişim oranları farkına eşit olması durumunu ifade eder (K. YILDIRIM vd., 2013: 77).

Mutlak SAGP ve NSAGP arasındaki farkları daha sistematik bir şekilde ifade edersek; Mutlak SAGP, nominal kurların mutlak seviyelerini açıklamaya odaklanırken, NSAGP ise kurların zaman içindeki değişim dinamiklerini ve bunun rekabet gücüne etkisini analiz etmektedir. Mutlak SAGP, “kurlar ne olmalıdır?” sorusuna yanıt ararken, NSAGP, “kurlar belirli bir başlangıç yılından itibaren nasıl değişmelidir?” sorusunu ele almaktadır (DEMİRCİOĞLU, 2009: 15).

NSAGP'nin geçerli olabilmesi için, ülkelerin başlangıç yılı (baz dönem) ve enflasyon endeksleri tutarlı bir şekilde belirlenmelidir. Ancak endekslerin kapsamı (örneğin üretim malları, tüketim malları veya ithal/ihraç ürünleri), enflasyon hesaplamalarını farklılaştırabilir. Bu durum, karşılaştırmalı analizlerde metodolojik tutarlılığı zorunlu kılmaktadır (ASLAN ve KANBUR, 2007: 15).

Bu yaklaşıma göre; bir ülkenin enflasyon oranı, diğer ülkeye kıyasla daha yüksekse, yerli malların görelî fiyatı artacak ve tüketiciler daha ucuz ithal mallara yönelecektir. Bu durum, ithal talebini ve dolayısıyla döviz talebini artırarak ulusal paranın değer kaybetmesine yol açar. Teoriye göre; ulusal paranın değer kaybı, iki ülke arasındaki enflasyon farkına eşit olmalıdır. Enflasyon oranı yüksek olan ülkenin ulusal parası enflasyon oranı düşük olan ülke para birimi karşısında enflasyon oranı farkı olacak şekilde değer kaybına uğramalı ve kurlarda meydana gelen değişime eşit olmalıdır (ÖZTÜRK ve BAYRAKTAR, 2010: 157).

Nispi satın alma gücü paritesi (2.12) numaralı eşitlikte yer alan formül üzerinden hesaplanmaktadır:

$$\frac{(E_t - E_{t-1})}{E_{t-1}} = P_i - P_d \quad (2.12)$$

Burada, E_t t dönemine ait döviz kurunu, E_{t-1} t döneminden bir önceki döneme ait döviz kurunu, P_i t dönemindeki yurt içi enflasyon oranını, P_d t dönemindeki yurt dışı enflasyon oranını göstermektedir. Eşitliğin sol tarafı döviz kurundaki değişimleri, sağ tarafı ise iç ve dış enflasyon farkını ifade etmektedir. Yurtiçindeki enflasyon oranı yurtdışındaki enflasyon oranından ne derece büyükse, döviz kurları da o oranda artacaktır.

NSAGP gerçekleştiğinde reel kurlar değişim göstermiyor ise ülkeler arasındaki rekabet gücü de aynı kalacaktır (ROBERT ve TAYLOR, 1996). Eğer enflasyon oranı atarken yerli para değer kaybetmiyorsa, bu durum ülkedeki mal ve hizmetlerin hem iç hem dış talebinde azalmaya neden olacaktır. Hem ihracatın hem iç talebin düşmesi ülkenin rekabet edebilirliğinde azalmaya neden olacaktır (SEYİDOĞLU, 2007: 423).

2022 yılında Türkiye’de enflasyon oranı %15, ABD’de ise %4 olarak gerçekleştiğinde, NSAGP teorisine göre nominal döviz kuru %11 artmalı (15%-4%) ve yerli para (TL) dolar karşısında %11 değer kaybetmelidir. Ancak, iç enflasyonun dış enflasyondan yüksek olduğu ve enflasyonist politikaların sürdürüldüğü durumlarda, ceteris paribus koşulu altında reel kur düşüşü yaşanır. Bu durum, ülkenin rekabet gücünü azaltarak cari dengenin bozulmasına yol açar. Cari açığın sermaye girişleriyle finanse edilememesi hâlinde, ödemeler dengesi daha da kötüleşebilir (GANİEV ve EMSEN, 2008).

Nispi SAGP, gelecekteki döviz kurlarını tahmin etmek için kullanılabilir. Mevcut kur seviyesi ve beklenen yurtiçi/yurtdışı enflasyon oranlarından hareketle, kurlardaki beklenen değişim oranı hesaplanabilir. (SEYİDOĞLU, 2007: 423). Bu pariten yola çıkarak gelecek kur tahminleri yapılabilir. Bugünkü döviz kuru belli olduğunda beklenen yurtiçi ve yurtdışı enflasyon oranları yardımıyla döviz kurlarında beklenen değişimler hesaplanabilir. Nispi satın alma gücü paritesinin kur tahmin etme aracı şeklinde kullanılmasının anlamı da bu olmaktadır (SEYİDOĞLU, 2007: 423).

Bu pariteden sağlıklı bir sonuç alabilmek için karşılaştırılan ülkelerin fiyat endeksleri aynı bazda olmalıdır. Ancak her ülkeye ait istatistiksel yöntemler farklılık

gösterdiğinden dolayı bu mümkün olmamaktadır. Ayrıca bu teori; yatırım düzeyi, teknolojik gelişme, kültürel faktörler ve istihdam gibi dinamiklerin değişmediğini varsayar. Bu durum, reel ekonomik şokları analize dahil etmemektedir (ÖZTÜRK ve BAYRAKTAR, 2010: 164). Bunun dışında, Mutlak SAGP'yi zayıflatan unsurlar (ticarete konu olmayan mallar, sermaye hareketlerinin ihmal edilmesi, kalite farklılıkları) NSAGP için de geçerlidir. Ayrıca döviz kurları, kısa vadede spekülasyon hareketleri veya likidite tercihleri nedeniyle teoriden sapma gösterebilmektedir. Bununla birlikte, fiyat değişimlerinin kur değişimlerine tepkisi gecikmeli olabilir, zira döviz kurları anlık dalgalanma gösterme özelliğine sahipken fiyatlar daha yavaş ayarlanmaktadır. Reel ekonomik göstergelerle gerçekleştirilen analizlere bakıldığında, özellikle, yüksek enflasyona sahip ekonomilerde, uzun vadede kurların SAGP ile uyumlu hâle geldiği gözlemlenmektedir. Bununla birlikte, düşük enflasyonlu dönemlerde bu ilişki zayıflamaktadır. Nispi SAGP, enflasyon-kur ilişkisini anlamak için önemli bir teorik çerçeve sunsa da veri tutarlılığı, sabit varsayımlar ve piyasa dinamiklerinin ihmal edilmesi gibi sınırlamalarla karşılaşmaktadır. Bu nedenle, teoriyi destekleyen veya çürüten ampirik çalışmaların metodolojik titizlikle yürütülmesi çok önemlidir (SEYİDOĞLU, 2017)

3. FAİZ PARİTESİ YAKLAŞIMI

1973 yılında Bretton Woods sisteminin çökmesiyle birlikte sabit kur rejiminden esnek kur rejimine geçilmiş ve piyasalarda sınırlamaların kaldırılmasıyla uluslararası sermaye hareketlerinin hız kazandığı görülmüştür. Ayrıca iletişim teknolojilerindeki hızlı gelişmelerle birlikte, faiz oranları ile döviz kurları arasındaki ilişkinin farklı bir boyuta ulaştığı gözlemlenmiştir. Bu durum, Satın Alma Gücü Paritesi'nin denge döviz kuru seviyesini açıklamada yetersiz kaldığını ortaya koymuştur. Bunun temel göstergesi nominal kurlardaki değişimlerin, mal fiyatlarındaki değişimlerden daha yüksek oranda gerçekleşmesidir. Dolayısıyla bu durum, kurlardaki değişimlerin açıklanmasında sermaye akımlarının ticaret akımlarından daha önemli bir hâle gelmesine yol açmıştır (JOHNSTON ve SUN, 1997: 6-7).

Parasal parametrelerin reel parametrelere kıyasla daha etkisiz olduğu, klasik anlamda enflasyon oranlarında artış yaşandığı dönemde, Satın Alma Gücü Paritesi yaklaşımı döviz kurunu açıklayıcı gücünü korumuştur. Bu dönemlerde, doğal olarak, parasal bir faktör olan faiz oranının etkisi döviz kuru teorilerinde dikkate alınmamıştır.

Ancak faiz oranlarının kurlar üzerinde etkili olmaya başlaması, Satın Alma Gücü Paritesi yaklaşımının kurları açıklayıcı gücünün de sorgulanmasına yol açmıştır. Böyle bir dönemde, Faiz Haddi Paritesi yaklaşımı şekillenmeye başlamıştır. Faiz Haddi Paritesi yaklaşımı, kurların belirlenmesinde makro ekonomik yapıyı ayrıntılı bir şekilde göz önüne almakta, aynı zamanda ödemeler bilançosunun sermaye hareketleri hesabını da analize dahil etmektedir (HALL ve TAYLOR, 1993). Satın Alma Gücü Paritesi, mal piyasası ile fiyat ve döviz kuru ilişkisini açıklamaya çalışırken, faiz haddi paritesi ise döviz kuru ilişkisini finansal piyasalar yardımıyla açıklamaya çalışmaktadır. Başka bir ifadeyle, Faiz Haddi Paritesi, Tek Fiyat Kanunu'nun para piyasalarına uygulanmış halidir şeklinde ifade edilebilir. Bu parite yaklaşımına göre, iki para birimi arasındaki kur değişimleri, iki ülke arasındaki faiz oranı farkına eşit olmaktadır (LEVI, 2005: 159).

Yatırımcıların finansal varlıklara yatırım yapmasındaki temel amaç, bu varlıklardan kâr elde etmektir. Örneğin, küresel ekonomide aynı varlıkların farklı getiriler sunması durumunda, yatırımcılar risksiz arbitraj fırsatını değerlendirerek varlıkları düşük fiyatlı piyasadan alıp yüksek fiyatlı piyasada satmakta ve bu sayede piyasalardaki fiyat farklılıklarını ortadan kaldırmaktadır (ROGOFF, 2002).

Faiz arbitrajı ise kısa vadeli piyasalarda işlem gören finansal varlıklarla ilişkilidir. Bu stratejide amaç, yatırım yapılan varlığın faiz getirisinden yararlanmak ve vade sonunda oluşabilecek kur değişimlerinden ek kâr sağlamaktır. Nitekim, finansal varlıkların düşük riskli olması durumunda, yerli ve yabancı faiz oranları arasındaki farklılıklar ülkeler arasında sermaye hareketliliğini tetiklemektedir. Mal piyasalarına benzer şekilde, arbitraj süreci yalnızca mal fiyatlarının değil, aynı zamanda fon getirilerinin (faiz oranlarının) uluslararası düzeyde eşitlenmesine de katkı sağlamaktadır. Çünkü yatırımcılar; tasarruflarını en yüksek getirili piyasalara yönlendirirken, borçlanmak isteyenler ise en düşük faizli piyasalardan kaynak temin etmeye çalışmaktadır. Sonuç olarak, uluslararası faiz farklılıkları hem arbitrajı ortaya çıkarmakta hem de spot ile vadeli kurlar arasındaki ilişkiyi belirlemektedir (SHAPIRO, 2013).

Faiz Haddi Paritesi yaklaşımı, döviz kurları ile faiz oranları arasındaki ilişkiyi finansal piyasalar üzerinden açıklamaktadır. Bu çerçevede, yerli ve yabancı faiz oranları ile spot ve vadeli döviz kuru piyasaları arasındaki bağlantıyı netleştirmekte ve arbitrajın denge kurlarının oluşumundaki rolünü vurgulamaktadır. Buna göre; kurlarda denge, ülkeler arasındaki faiz farkının spot ile vadeli kur farkına eşit olduğu noktada

sağlanmaktadır (BALLIE ve MACMAHON, 1989). Yurt dışı faiz oranlarının yurt içinden yüksek olması durumunda, yatırımcılar daha kârlı olan yabancı varlıklara yönelmekte ve bu durum, ilgili ülkenin para birimine olan talebi artırmaktadır (MACDONALD, 2007). Ancak fonların yüksek faizli ülkelere akması, yatırımcılar için kur riski yaratmaktadır. Bu riski bertaraf etmek için yatırımcılar, vadeli piyasalarda spot kurlara göre korunma (hedging) pozisyonları almaktadır (BALLIE ve MACMAHON, 1989).

Faiz Haddi Paritesi; döviz kuru belirleme modeli olarak kullanıldığında, yerli ve yabancı finansal varlıkların tam ikame olduğu varsayımı yapılmaktadır. Bu varsayım modelde; faiz oranları, spot ve vadeli kurlar ile spekülatörlerin beklentileri arasında bir ilişki kursa da hazine bonoları veya mevduatlar gibi farklı risk düzeylerine sahip finansal enstrümanların varlığı göz ardı edilmektedir (CLASSEN, 1996: 39). Bunun dışında Faiz Haddi Paritesi'nin bir diğer varsayımı, aynı riske sahip iki finansal varlığın getirilerinin eşit olması gerektiğidir. Eğer bu eşitlik sağlanmıyorsa, iktisadi aktörler arbitraj yoluyla getirileri dengeleyene kadar işlem yapmaya devam edeceklerdir (CLASSEN, 1996). Aynı şekilde yukarıda ifade edilen tam ikame varsayımı altında, yerli ve yabancı varlıkların getirileri eşitlendiğinde, faiz haddi paritesi denge durumuna ulaşmaktadır (SÜNBÜL, 2023). Bu eşitlik faiz haddi paritesi olarak tanımlanmaktadır.

Faiz Haddi Paritesi yaklaşımı, ülkeler arasındaki sermaye hareketliliğinin, döviz kurları üzerinde doğrudan etkiye sahip olduğunu ortaya koymaya çalışır. Bu modele göre, düşük faizli ülkenin para birimi, yüksek faizli ülke para birimi karşısında faiz farkı kadar prim yaparken; yüksek faizli para birimi ise aynı oranda iskonto edilmektedir. Örneğin; ABD faiz oranı Türkiye'den %10 yüksekse, vadeli piyasada TL'nin USD karşısında %10 iskonto yapması beklenmektedir. Diğer taraftan uzun vadede denge sağlandığında, arbitraj mekanizması sayesinde faiz oranları eşitlenmektedir (FREESTA ve TAYLOR, 2008: 102). Bununla birlikte, Faiz Haddi Paritesi'nin çalışması için, finansal varlıklar arasında tam ikame, piyasalarda etkinlik ve sıfır işlem maliyeti varsayımlarının sağlanması gerekmektedir. Diğer bir deyişle, kurların beklenen değerini etkileyecek herhangi bir engelin bulunmaması kritik öneme sahiptir (CHABOUD ve WRIGHT, 2005). Ancak bu teori, işlem maliyetlerinin varlığı, yatırımcıların risk algısı, risk primi, sermaye kontrolleri ve vergi farklılıkları gibi gerçekçi unsurları dikkate almadığı için eleştirilmektedir. En önemli eksikliği ise, faiz oranları ve risk primlerindeki değişkenliğin belirleyicilerinin tam olarak modellenememesidir (CHINN, 2007: 2).

Bu kısımda, Güvenceli ve Güvencesiz Faiz Haddi Paritesi yaklaşımları üzerinden söz konusu teorik yaklaşım ayrıntılı bir şekilde ortaya konulmaktadır.

3.1. Güvenceli Faiz Haddi Paritesi

Yatırımcılar, finansal varlıklara yatırım yaparken ilk olarak bu varlıkların getirisine bakmakta ve kendileri için en kazançlı yatırım aracını belirlemektedirler. Yatırım için en cazip finansal araçlar, belli bir risk seviyesinde en yüksek faiz geliri sunanlardır. Öte yandan, borçlanmak isteyenler ise faiz seviyesi en düşük olan yerden borçlanmayı tercih etmektedirler. Eğer finansal varlık yerel para birimi cinsindense, faiz getirisine; yabancı para birimi cinsindense, faiz oranına ve döviz kurlarına bakılarak yatırım yapılır. Yabancı para birimi türünden finansal varlıklara yatırımda bulunan kişiler, meydana gelebilecek riskleri minimize etmek veya ortadan kaldırmak için uğraşmaktadırlar. Ancak, döviz kurlarının değişimine neden olan unsurlar çeşitli iktisadi faktörlerden kaynaklanacağından, kur riski her daim var olmaktadır (MACDONALD, 2007).

Uluslararası yatırım yapılacağında, yatırımdan kâr elde edebilmek için dövizde çevrilerek kısa vadeli finansal araçlara yatırılan ulusal fonların, zaman içerisinde kur oynaklıklarının olumsuz etkisinden ötürü zarara uğramaması gerekmektedir. Zira yabancı varlıklara yatırılan fonlar, tahmini sürenin sonunda tekrardan ulusal paraya çevrilerek ülkeye geri getirilecektir. Bu süre zarfında yatırımın yapıldığı yabancı para biriminin değerinin düşmesi ya da ulusal paranın değerinin yükselmesi durumunda, elde edilecek gelir azalarak zarar etme riski söz konusu olabilmektedir (ALPER vd., 2007).

Güvenceli Faiz Haddi Paritesi; uluslararası piyasada faiz oranı farklılıklarından faydalanmak isteyen yatırımcıların, yatırımları sırasında meydana gelebilecek kur riskinden korunmak istemeleri durumunda ortaya çıkan pariteyi ifade etmektedir. Esnek kur sisteminde yatırımcılar, kurlarda oluşacak oynaklıkları önlemek amacıyla vadeli döviz kuru piyasasında işlemlerini gerçekleştirerek kendilerini garanti altına almaktadırlar (KİBRİTÇİOĞLU, 1996).

Yatırımcılar, faiz gelirinden yararlanmak isterken, eğer kurlar faiz oranlarından daha fazla artarsa, yani yatırım yapılan ülke parasının kurlar karşısında mevcut faiz oranından daha fazla değer kaybetmesi halinde, istedikleri kârı elde edemeyeceklerdir. Bu durumdan korunmak için vadeli döviz piyasasından faydalanmaktadırlar. Döviz

kurları nedeniyle kâr oranındaki azalışı ve hatta zarar edilmesini önlemek amacıyla, vadeli döviz kuru anlaşması ile kurlar sabitlenir. Böylece, ortaya çıkabilecek kur zararından korunmuş olunur. Bu durum, güvenceli faiz arbitrajı olarak tanımlanmaktadır. Yatırımcının arzu ettiği faiz gelirine ulaşabilmesi için; kurların yerli para birimi karşısında değer kazandığı veya değer kaybettiği oranları iyi tahmin etmesi gerekmektedir (MİKE, 2018). Başka bir ifadeyle, bu yaklaşımda yatırımcılar sözleşme imzalayarak ortaya çıkabilecek kur riskinden korunmanın yanı sıra, iki ülkenin faiz oranları farkından kâr elde etmeyi hedeflemektedirler (MADURA, 2012). Yatırımcı, döviz kurunu dönem başında vadeli işlem piyasasında yapılacak işlem ile belirleyeceği için gelecekte oluşabilecek risklere karşı kendini güvenceye almış olur (MACDONALD, 1988: 29-30).

Örneğin; yıllık faiz oranlarının Türkiye’de %10, ABD’de ise %20 olduğunu varsaydığımızda, kurlarda bir değişim olmadığı sürece ABD’ye yatırım yapılarak daha fazla gelir elde edilecektir. Ancak, esnek kur sisteminde döviz kurlarının sabit kalması mümkün olmadığından, kur riskinden kaçınmak amacıyla vadeli işlem piyasasında işlem yapılacaktır. Dolayısıyla, kurları dönem başında belirlediği için, gelecekte oluşabilecek risklere karşı yatırımcı kendini güvenceye alacaktır (MACDONALD, 2007).

Güvenceli Faiz Haddi Paritesi (2.13) numaralı eşitlikte gösterilmiştir.

$$\frac{(1 + i_f)E_{frw}}{E_{spt}} = (1 + i_d) \quad (2.13)$$

Burada, E_{frw} vadeli teslim döviz kurunu, E_{spt} spot teslim döviz kurunu, i_d ve i_f ise sırasıyla; yurt içi ve yurt dışı faiz oranlarını göstermektedir. Eşitliğin sol tarafı yatırımın yurt dışı getirisini, sağ tarafı ise yurt içi getirisini ifade etmektedir.

Yatırımcı, elindeki fonla kendi ülkesine yatırım yapmak istediğinde, vade sonunda anaparayla birlikte elde edeceği getiri $(1 + i_d)$ kadar olacaktır. Eğer yatırımcı bu fonu dövize çevirip döviz cinsinden yatırım yaparsa, vade sonunda döviz cinsinden getirisi $(1 + i_f)$ olacaktır. Ancak, yatırımcı vade süresi sonunda elde ettiği döviz tekrar yerli para birimine çevirmek istediğinde, o anki döviz kuru henüz belirli olmadığından, kur riskine maruz kalacaktır. Bu belirsizlikten korunmak amacıyla yatırımcı, kur riskini ortadan kaldırmak için forward (vadeli) döviz piyasasında işlem yapmak isteyecektir. Bu durumda, yatırımcı spot piyasada döviz alırken aynı anda vadeli piyasada döviz satma pozisyonu alır; yani, spot piyasada alıcı ise vadeli piyasada satıcı konumundadır veya

tersi geçerlidir. Böylece yatırımcı, vade sonunda elde edeceği döviz önceden belirlenmiş bir forward kuru üzerinden yerli paraya çevirmeyi taahhüt ederek kur riskine karşı kendini güvence altına alır. Yabancı para birimi cinsinden yapılan yatırımın, kur riski forward sözleşmesiyle ortadan kaldırıldığında, yerli para cinsinden getirisi $\frac{(1+i_f)E_{frw}}{E_{spt}}$ olmaktadır (GANDOLFO, 2002: 42-44; MELVIN ve NORRBIN, 2013: 113-116; SARNO ve TAYLOR, 2002: 5-7).

Uluslararası yatırımcının pozisyonunu ne şekilde alacağını belirleyen faktör, (2.14) numaralı eşitlikte de yer aldığı gibi, faiz oranıdır. Bu yaklaşıma göre, yatırımcı açısından iki farklı seçeneğin reel yatırımın veya finansal aracın- getirisi birbirine eşit kabul edildiğinde, yukarıdaki eşitlik de kabul edilmiş olacaktır. Ayrıca, bu eşitlik (2.14) ve (2.15) numaralı denklemde yeniden yazılabilir:

$$\frac{1 + i_d}{1 + i_f} = \frac{E_{frw}}{E_{spt}} \quad (2.14)$$

Eşitliğin her iki tarafından 1 çıkartıldığında;

$$\frac{i_d - i_f}{1 + i_f} = \frac{E_{frw} - E_{spt}}{E_{spt}} \quad (2.15)$$

(2.15) numaralı eşitliğin sol tarafında paydada yer alan $(1 + i_f)$ ifadesi görece küçük olduğundan, ihmal edilebilir. Böylece (2.15) numaralı denklem sadeleştirilerek (2.16) numaralı eşitliğe dönüşür.

$$i_d - i_f = \frac{E_{frw} - E_{spt}}{E_{spt}} \quad (2.16)$$

$$i_d - i_f > \frac{E_{frw} - E_{spt}}{E_{spt}} \quad (2.17)$$

$$i_d - i_f < \frac{E_{frw} - E_{spt}}{E_{spt}} \quad (2.18)$$

(2.16) numaralı denklemde, E_{frw} forward kuru (bugünden belirlenen, gelecekteki döviz kuru), E_{spt} spot kuru (bugünkü döviz kuru) göstermektedir. (2.16) numaralı denklem, vadeli kur ve faiz oranları açısından göz önünde bulundurulacak sürenin aynı olması şartıyla, iki ülke arasındaki faiz oranı farkının vadeli-spot kur farkına eşitlendiği ve böylece korumalı faiz paritesi yaklaşımının geçerli olduğu durumu ifade etmektedir.

Ülkeler arasında mevcut olan faiz oranı farkı, bu ülkelerin ulusal paralarının iskonto veya prim oranını göstermektedir. Bu durumda, uluslararası piyasada yapılan yatırımlar açısından arbitraj olanakları azalmaktadır. Çünkü fon hareketliliğinden kaynaklı olarak, faiz oranları eşitlenmekte ve faiz farkından oluşan getiri farkı ortadan kalkmaktadır.

Diğer taraftan eğer iki ülke arasındaki faiz oranları farkı, o ülkenin ulusal parasının iskonto oranından büyük ise ((2.17) numaralı eşitlik)), yurt içine yatırım yapmanın, yurt dışına yatırım yapmaya göre alternatif maliyeti daha düşük olmaktadır. Fonların ülke içerisinde kalması, fon arzını artırdığından faiz oranı düşmekte ve faiz farkı, uluslararası piyasalardaki faiz oranına doğru bir eşitlenme eğilimi göstermektedir. Buna karşılık, bu durumun tam tersinde, eğer bir ülkenin faiz oranı, o ülkenin ulusal parasının iskonto oranından küçük ise ((2.18) numaralı eşitlik)) yurt dışına yatırım yapmanın alternatif maliyeti, yurt içinde yatırım yapmaya göre daha düşüktür. Bu durum; fonların yurt dışına hareket etmesine neden olmakta, dövize olan talep artmakta ve yerli paranın değeri azalmaktadır (OTANİ vd., 2011).

Güvenceli Faiz Haddi Paritesi yaklaşımının risk olmadan arbitraj fırsatı sağlaması piyasa etkinsizliğini ifade ettiğinden, bu konudaki ampirik araştırmalar, döviz kuru ve uluslararası finansal çalışmalar etkililiğini de araştırmaktadır. Cari fiyatlarla ulaşılabilir tüm bilgilerin yansıtıldığı piyasa olan etkin piyasada bu bilgiler kullanılarak normal üstü kâra ulaşamayacağından, piyasada optimum kaynak dağılımı sağlanmaktadır (FAMA, 1970: 383-417).

3.2. Güvencesiz Faiz Haddi Paritesi

Güvencesiz Faiz Haddi Paritesi yaklaşımı, spot kurlarda beklenen değişikliğin iki ülkenin nominal faiz haddi farkı kadar olacağını belirtmektedir. Bu paritenin temelinde, etkin piyasanın var olduğu ve bu piyasalardaki karar mercilerinin rasyonel olarak karar verdiği varsayılmaktadır (PLIHON, 1995: 45). Etkin piyasa yaklaşımı, rekabet içerisinde olan rasyonel karar birimlerinin meydana getirdiği ve piyasadaki tüm verilerin bu birimler tarafından bilindiği varsayımına dayanmaktadır. Dolayısıyla, piyasadaki bütün ekonomik varlıkların özellikleri ve fiyatlarının bilindiği kabul edilmektedir. Bu nedenle, bu yaklaşımda belirsizlikler dikkate alınmamaktadır. Başka bir ifadeyle güvencesiz faiz haddi paritesi yaklaşımı, iki ülke arasındaki faiz oranlarında oluşan farklılığın para birimlerinde beklenen değişimle açıklanabilmesini ifade eder (CHRISTENSEN, 2000). Bu yaklaşımda, piyasaların etkin olduğu varsayımıyla döviz kuru riskinin bulunmadığı

öne sürülmektedir. Etkin piyasaların varlığıyla, gelecekteki kurların ne olacağına ilişkin bir belirsizlik bulunmadığı ve bu kurların beklentilere göre şekilleneceği ifade edilmektedir. Etkin piyasanın varlığı, piyasadaki karar mercilerinin rasyonel olduğunu göstermekte; bu kişilerin piyasa gelişimlerine bağlı olarak oluşan bilgilere hâkim olması nedeniyle belirsizlik ortaya çıkmamaktadır. Faizin yüksek olduğu piyasalarda yapılan yatırımlarda kur riski için bir önlem alınmamakta ve etkin piyasa sistemine bağlı olarak kurlar, rasyonel beklentiler doğrultusunda belirlenmektedir (LEVI, 2005: 158-160)

Bazen yatırımcılar; gelecekteki doğru kur beklentilerine sahip olduklarını düşünmekte ve herhangi bir zaman zarfında, yabancı para cinsinden belirtilen varlık pozisyonlarını korumasız ya da güvencesiz bırakma, yani bu varlıkları belirlenen sürenin sonunda spot kurdan ulusal paraya dönüştürme eğiliminde olabilmektedirler. Bu parite koşuluna göre, piyasalar yerli para cinsinden varlık getirisi ile korumasız pozisyondaki yabancı para cinsinden varlık getirisinin beklenen değerini dengelemektedir (ISARD, 2006: 4).

Güvenceli faiz haddi paritesinde, vadeli (forward) kurlar yardımıyla gelecekteki kur riski ortadan kalkmaktaydı. Güvencesiz faiz haddi paritesinde ise, etkin piyasa varsayımı ve bu varsayımdan hareketle oluşan gelecek kur beklentileri çerçevesinde, gelecekteki spot kurlarda belirsizlik oluşmayacağı ifade edilmektedir. Rasyonel beklentiler aracılığıyla yapılan tahminlerde sistematik hata oluşmadığı için beklentiler dikkate alınmalıdır. Belirsizliğin mevcut olmaması, forward kurların gelecekteki spot kurların beklenen değerine eşit olması durumunu geçerli kılmaktadır. Yatırımcıların kur riskinden korunmak için herhangi bir işlem yapmaması, güvencesiz veya korunmasız faiz oranı arbitrajı şeklinde tanımlanmaktadır (FAMA, 1970).

Etkin piyasa kuramına göre, döviz piyasasında forward kur seviyesi ile spot piyasada gelecekte oluşacak denge kuru eşittir. Böylece spot piyasadaki kur ile bu kurun gelecekteki değeri arasında, beklenen ya da beklentilere göre oluşan bir fark meydana gelecektir. Bu fark, faiz oranı farkı kadar olacağı için güvencesiz faiz oranı paritesinin de temelini oluşturmaktadır. Bu yaklaşıma göre; yerli varlıkların getiri oranı, kurlarda beklenen değişimle uyumlu hale gelerek yabancı ülke varlıklarının getiri oranına eşit olabilmektedir. Yerli faiz oranının, yabancı faiz oranından yerli paranın beklenen değer kaybına veya kazancına eşit şekilde yüksek ya da düşük olması gerektiği belirtilmektedir. Yerli paralarla ifade edilen benzer varlıklar arasında, yerli paralar türünden nominal faiz

farklılıklarının kurlardaki beklenen değışikliğı eşit olması gerekmektedir. Eğer etkin piyasa ve rasyonel beklentiler mevcutsa, güvencesiz faiz oranı paritesine göre vadeli teslim döviz kuru, gelecekte beklenen spot teslim kurunun sapmasız bir tahmini olacaktır (COPELAND, 1990).

İşlem maliyetlerinin olmadığı varsayımına göre, güvencesiz faiz oranı paritesi yaklaşımında vadeli kur primi, yerli ve yabancı varlıklar arasındaki nominal faiz farklılığına eşitlenmektedir. Bu durum aynı zamanda “Fisher Etkisi (Hipotezi)” olarak belirtilmektedir. Fisher etkisi, iki ülke arasındaki faiz oranları ile enflasyon oranları arasındaki farkın, bu ülkelerin döviz kurları yani reel faiz oranları farkına eşit olduğunu ifade etmektedir. Ülkeler arasındaki nominal faiz oranları farkının, ülke ulusal paralarına yansması durumu ise “Uluslararası Fisher Etkisi” olarak adlandırılmaktadır. Söz konusu ülkeler arasındaki nominal faiz oranı farkları, bu ülkelerin kurlarındaki beklenen değışime eşittir (VISSER ve SMITS, 1995).

Güvencesiz Faiz Haddi Paritesi (2.19) numaralı eşitlikte ifade edilmiştir.

$$i_d - i_f = \frac{E(E_{spt}) - E_{spt}}{E_{spt}} \quad (2.19)$$

(2.19) numaralı eşitlik güvenceli faiz haddi paritesini gösteren (2.16) numaralı eşitlikle benzerlik taşısa da iki denklem arasındaki fark, d numaralı eşitlikte a numaralı eşitlikte yer alan forward kur yerine gelecekte oluşması beklenen spot piyasa kur değerinin bulunmasıdır. (2.19) numaralı eşitlikte, spot kurun gelecekteki değerini yansıtan beklenen döviz kuru $[E(E_{spt})]$ dikkate alınmaktadır.

Güvencesiz faiz oranı paritesi (2.20) numaralı eşitlikteki gibi yeniden düzenlenebilir.

$$\frac{(1 + i_d)}{(1 + i_f)} = \frac{E(E_{spt})}{E_{spt}} \quad (2.20)$$

(2.20) numaralı eşitlik, hiçbir kur riskinin olmadığı varsayımı altında, iki ülke arasındaki faiz farkının gelecekteki döviz kuru beklentisiyle ilişkilendirilebileceğini ifade eder. Eğer $i_d > i_f$ ise, yani yerli faiz oranı yabancı faiz oranından yüksekse ve spekülâtörler kurların faiz farkı kadar düşmesini beklemiyorsa, fonlar faiz oranının yüksek olduğu ülkeye yönlendirilir (MADURA, 2012).

Bu yaklaşımın geçerli olabilmesi için, yatırımcıların aynı risk seviyesine sahip olması gerekir. Bunun anlamı, yatırımcıların risklere dair eşit bilgiye sahip olmalarıdır. Yatırımcı, ulusal para cinsinden finansal varlıkların getirisini kesin olarak bilirken, yabancı para cinsinden varlıkların getirisini ancak kur seviyesine bağlı olarak tahmin edebilir. Çünkü yabancı varlığın nihai getirisi, döviz kurundaki değişimlere bağlıdır. Kurlardaki değişim, bir tür risk primi olarak değerlendirilebilir. Bu durumda, risk primi yatırımcıya fon sağlayan kişi tarafından talep edilecektir. Eğer kur değişiminin, yatırımcının talep ettiği bu risk primi kadar olması bekleniyorsa fon sağlayıcıların riske karşı nötr (risk-neutral) olduğu varsayılır (GANDOLFO, 2002).

Güvencesiz faiz oranı paritesi logaritmik olarak (2.21) numaralı eşitlikteki gibi ifade edilebilir:

$$E_t(e_{t+1}) - e_t = \Delta e_{t+1} = \ln(1 + i_d) - \ln(1 + i_f) \quad (2.21)$$

Burada, e_{spt} spot teslim kurunu, $E_t(e_{t+1})$ t döneminde beklenen t+1 dönemine ait spot kurun logaritmasını, Δe_{t+1} beklenen kur değişimini (logaritmik bazda) göstermektedir. (2.21) numaralı eşitlik, beklenen spot kur değişiminin, yerli ve yabancı faiz oranlarının logaritmik farkına eşit olduğunu belirtir (CUMBY ve OBSTFELD, 1981, s.697). Bu ilişki, faiz farklarının kur değişimleri üzerinden dengeye geldiği varsayımına dayanmaktadır.

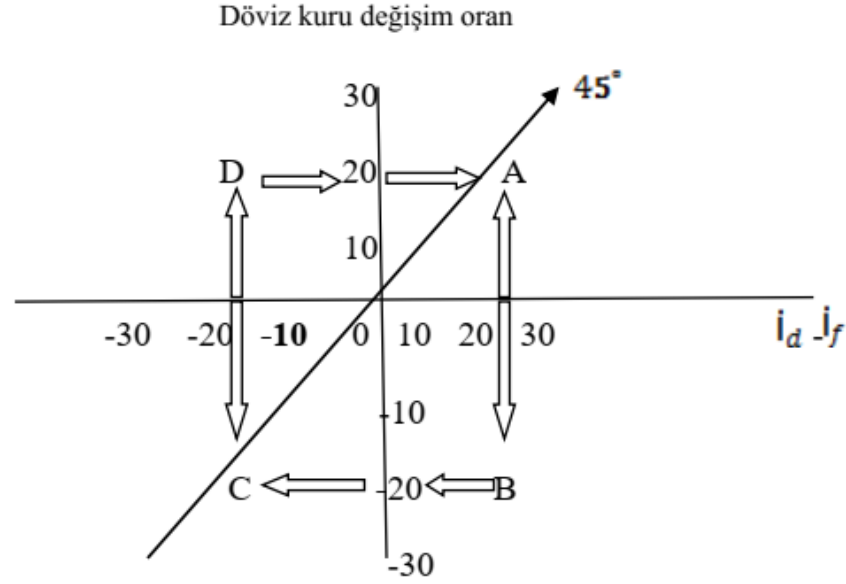
Güvencesiz faiz oranı paritesi yaklaşımı, uluslararası sermaye hareketlerinin tam serbest olması ve alım-satımı yapılan finansal varlıkların tam ikameye sahip olması varsayımıyla denge kurunun oluşumunu tanımlamaktadır. Rasyonel beklentiler varsayımı altında, vadeli kuru risk primi olarak ele alan çalışmalarda, bu risk priminin kurdaki değişimi net bir şekilde belirleyip belirlemediği analiz edilmektedir. Uygulamalı çalışmalarda, zamana göre değişim gösteren risk priminin varlığına ya da rasyonel beklentilerin geçerli olmadığına dair bulgular elde edilmiştir. Bu çalışmalarda, vadeli kurun risk primi olarak kurlardaki değişimi etkin bir şekilde açıklayamadığı ve risk primlerinin beklenen kur değişimleri ile örtüşmediği sonucu ortaya konmuştur (ALPER, 2010: 46).

Faiz paritesi; ülkelerin faiz oranları farkı, sermaye hareketlerinin yönü ve bunun kurlar üzerindeki etkisini, faiz paritesi doğrusu ile göstermek mümkündür. (2.1) numaralı şekilde görüldüğü üzere, faizlerde oluşan fark yatırımları etkilemekte; sermaye

hareketlerindeki değişiklikler ise kur dengesini, sermaye akımlarının yönü doğrultusunda değiştirmektedir. Ayrıca sermaye hareketlerinin faiz oranlarının yüksek olduğu ülkeye yönelmesi sonucunda kur dengesine etkisi ve yurt içi fiyatlardaki değişimlerin ortaya çıkışı grafik üzerinde görülebilmektedir. Yatay ekseninde yerli ve yabancı ülke faiz oranı farkı, dikey ekseninde ise vadeli piyasadaki kur değişim oranı yer almaktadır. Yatay ekseninde pozitif yöne doğru hareket edilmesi, faiz farkının yerli (ulusal) ülke lehine değiştirdiğini göstermektedir. Tersine durumda ise yabancı faiz oranları daha yüksek olmaktadır. Dikey ekseninde, orijinden yukarıya doğru hareket edilmesi, yabancı paranın ulusal para karşısındaki değer değişimini göstermektedir. 45° derecelik doğru üzerindeki her noktada faiz paritesi ilişkisi sağlanırken, bu doğrunun sağında ve solunda farklı ekonomik durumlar ortaya çıkmaktadır.

A noktasında, ulusal ülkede yatırım yapmak daha kârlıdır. Bunun nedeni, faiz farkının ulusal ülkede daha yüksek olmasıdır. Öte yandan, faiz farkı nedeniyle yabancı paranın değeri düşüktür ve bu da net kâr oranını artırmaktadır. B noktasında ise, ulusal ülke faiz oranı yabancı ülke faiz oranına göre daha yüksek olmasına rağmen, yabancı paranın ulusal para karşısında değer kazanması net kâr oranını düşürmektedir. Ancak, faiz getirisinin kur değişiminden daha fazla olması nedeniyle yine de ulusal ülkede yatırım yapmak daha kârlı olmaktadır. C noktasında, faiz farkı yabancı ülke açısından daha yüksek getiri sağlamaktadır. Ancak, yabancı paradaki değer kaybı ulusal paraya kıyasla daha fazla olduğu için, yatırımlar ulusal ülkeye yönelmektedir. Bu eşitliğin sağlandığı durumda, yatırımların yabancı ülkeye yönelmesi net kazanç sağlamaktadır. D noktasında ise, hem faiz oranları hem de yabancı paranın getirisi, ulusal ülkeye kıyasla çok daha yüksek olduğundan, yatırımların yabancı ülkeye yönelmesi rasyonel bir tercih olmaktadır. Sonuç olarak, faiz paritesi doğrusunun altında kalan bölgelerde sermaye akışı yabancı ülkeden ulusal ülkeye yönelirken; doğrunun üzerinde kalan bölgelerde ise tam tersi bir sermaye hareketi gözlemlenmektedir (SAYKAL, 2018).

Şekil 2.1. Güvencesiz Faiz Paritesi Yaklaşımı



Kaynak: (SEYİDOĞLU, 2007).

Kurların serbestçe belirlendiği piyasalarda, ekonomik ve ekonomik olmayan unsurlardan dolayı kurlar sürekli bir değişim içerisinde. Döviz kurları birçok etkenden etkilendiği için gelecekteki kur seviyesi belirsizleşmekte dolayısıyla yatırımcıların gerçekleştirdiği yatırımların sağlayacağı getiri de net olarak tahmin edilememektedir. Bu nedenle, uluslararası piyasalarda kurlar önemli bir risk faktörü haline gelmiştir. Güvencesiz faiz oranı paritesi, iç ve dış yatırımların aynı risk düzeyine sahip olması halinde geçerlilik kazanmaktadır. Yapılan çalışmalarda güvenceli faiz haddi paritesi ampirik olarak desteklenmiş olsa da güvencesiz faiz haddi paritesi, etkin piyasaların bulunmaması, devlet müdahaleleri ve risk primi varlığı gibi nedenlerden ötürü desteklenmemektedir (UÇAN, 2013). Bu yaklaşımın yetersizliğinin en önemli nedenleri arasında işlem maliyetleri, devletlerin sermaye hareketlerine koyduğu engeller, esnek olmayan arz ve talep yapısı, vergi oranlarındaki farklılıklar, varlıklar arasında tam ikamenin bulunmaması ve risk unsuru yer almaktadır.

Hem güvenceli hem de güvencesiz faiz haddi paritesi yaklaşımı, denge kurunun oluşması hakkında önemli açıklama gücüne sahip olsa da uluslararası para ve finansal piyasaların gelişimine bağlı olarak denge kurunun meydana gelmesinde etkili olan diğer parametreleri ve iktisadi gelişmeleri göz ardı etmesi nedeniyle yetersiz kalmaktadır

(UÇAN, 2013). Faiz haddi paritesi yaklaşımı, hem güvenceli hem de güvencesiz faiz haddi paritesinde; yatırımcıların davranışlarının rasyonel olduğu, işlem maliyetlerinin düşük olduğu, sermaye hareketliliğinin serbest olduğu ve kontrol düzeyinin düşük olduğu, siyasi ve politik risklerin az olduğu, gelişmiş finansal piyasaların bulunduğu, serbest döviz kuru rejiminin uygulandığı, ödünç para alma maliyetlerinin düşük olduğu, piyasaların birbiriyle bütünleştiği ve spekülatif yatırım taleplerinin düşük olduğu finansal sistemlere sahip ülkelerde daha etkin sonuç vermektedir (GÜNEY ve TUNALI, 2017: 36-38).

4. PARASALCI YAKLAŞIM

Parasalcı yaklaşım, Chicago Üniversitesi profesörlerinden Robert Mundell, Harry Johnson ve Jacob Frenkel tarafından geliştirilmiş olup, 1973'te esnek kur sistemine geçilmesinin ardından, kurlarda meydana gelen değişimlerin para politikası ile yakın ilişki içerisinde olması sebebiyle, kurların para politikasında oluşacak değişimlere nasıl tepki vereceğini araştırmaktadır (BULUT, 2005: 130). Parasalcı yaklaşıma göre, nasıl ki bir malın fiyatı o mala olan arz ve talebe bağlı ise, aynı durum yerli paralar için de geçerlidir. Kurlarda meydana gelen değişim, para arzı ile para talebi arasındaki dengesizliklerden kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda, nominal kurların belirlenmesinde yalnızca nispi fiyatlar değil; aynı zamanda para arzı, gelir ve faiz oranı da dikkate alınmaktadır. Bu teoriye göre, kurların belirleyicilerinin başında para arzı gelmekte ve para piyasasında oluşacak denge sonucunda döviz kurları oluşmaktadır (DEMİRCİOĞLU, 2009: 18-19).

Parasalcı yaklaşımda kullanılan bazı önemli varsayımlar söz konusudur. Bunlar şu şekilde özetlenebilir (TUNCA ve TUNALI, 2006):

- Taşıma giderleri ve ticaret kısıtlamalarının olmadığı varsayımı altında, tek fiyat kanunu çerçevesinde aynı malların farklı piyasalardaki fiyatlarının aynı olacağı kabul edilmektedir.
- Sermaye hareketlerinde herhangi bir engel bulunmamaktadır.
- Fiyatlar ve ücretler esnektir.
- Para, uzun dönemde yansızdır.
- Para talebi, bazı ekonomik unsurlara bağlı olmakla birlikte, istikrarlıdır.

- Bütün piyasaların etkin işleyebilmesi için para piyasalarında dengenin sağlanması önem arz etmektedir.

Yukarıda ifade edildiği gibi parasalcı yaklaşımın en önemli varsayımlarından biri, sermaye hareketlerinde serbestliktir. Buna göre; ülkelerin sermaye giriş ve çıkışlarında herhangi bir engel bulunmamakta, yapılan alışverişlerde de işlem maliyetleri söz konusu olmamaktadır. Bu varsayımlar altında, portföylerin daima denge içinde olacağı kabul edilmektedir. Ayrıca hem yerli hem de yabancı varlıklar risk açısından eşit kabul edildiğinden, bu yaklaşımda risk primi sıfırdır (TAŞKIN, 1995).

Parasalcı yaklaşım para arzı ve döviz kuru değişimleri ilişkisini kısaca şöyle açıklamaktadır. Para talebinde bir değişiklik olmadığı varsayımıyla, para arzının artması nominal gelirden bir artışa yol açacaktır. Başka bir deyişle, kişilerin ellerine arz edilenden fazla para geçecektir. Gelirin artması sonucu, para ya tasarruf edilecek ya da tüketim harcamalarında kullanılacaktır. Paranın bir kısmı mal ve hizmet alımında harcanırken, bir kısmı ise tasarruf amacıyla, faiz geliri elde etmek için hem yerli hem de yabancı menkul kıymetlere yatırılacaktır. Böylece, para arzındaki artışla birlikte mal ve hizmet ithalatı artacak; aynı zamanda sermaye ihracı gerçekleşecek ve bu da döviz talebini artırarak döviz kurlarında bir yükselişe neden olacaktır. Bu durum, yabancı paranın değer kazanmasına, yerli paranın ise değer kaybetmesine yol açacaktır. Kurlarda yaşanan artış, ihracat lehine bir gelişme sağlayarak cari işlemler dengesinin düzelmesine ve dış ticaret açığının azalmasına katkıda bulunacaktır. Mekanizmanın işleyişine göre, dış açık aşırı para arzı sonucu ortaya çıkarken, dış fazla ise karşılığı olmayan aşırı para talebinden kaynaklanmaktadır (BAHMANI-OSKOOE, 1989).

Para otoritesinin, para arzını halkın elinde tutmak istediğinden daha az seviyede arz etmesi durumunda, likidite sorunları ortaya çıkmaktadır. Bu sorun, yabancı ülkelerden gelecek sermaye akımlarıyla ortadan kaldırılabilir. Ancak bu yaklaşımda, tekrar dengeye ulaşabilmek adına faiz oranlarından meydana gelen etkiler önemsenmemiş ve paranın dolanım hızı sabit kabul edilmiştir (KEYDER, 1998: 290).

Sermaye hareketlerini dikkate alan bu yaklaşımda, ödemeler dengesi, stok ve akım değişkenlerde uzun dönemde ortaya çıkan değişimlere göre belirlenmektedir. Kişilerin tasarruf kararları üzerinde stok değişkenler etkili olurken, harcama kararları üzerinde ise akım değişkenler etkili olmaktadır. Yerleşik kişilerin, ellerinde likidite bulundurmak

yerine menkul kıymetlerini artırmak istemeleri ve bu süreçte tüketim düzeyinin üretim sınırını aşması durumunda, cari açık oluşmaktadır (JOHNSON vd., 2000).

Parasal yaklaşımın bir başka önemli özelliği ise, yurtiçindeki ve yurtdışındaki menkullerin birbirlerine tam ikame edilebilir olması varsayımıdır. Vatandaşlar, ellerinde bulunan para arz fazlasını menkullere aktarırken yerli ya da yabancı ayrımı yapmamaktadır. Yabancı menkullerin getirisinin daha fazla olması, kişilerin yatırımlarını bu menkullere yönlendirmesi açısından yeterli olmaktadır (SEYİDOĞLU, 2007: 428).

Döviz kurlarında meydana gelen değişimlerin bir diğer önemli nedeni bu yaklaşıma göre, geleceğe dair rasyonel beklentilerdir. Eğer gelecekte bir ülkeye ait para biriminin değerinin artacağı beklentisi varsa, o ülkenin menkul kıymetlerine olan talep artacaktır. Dolayısıyla, bu menkul kıymetleri satın alabilmek için dövize olan talep yükselecek ve bu da kurların artmasına neden olacaktır. Yatırımcılar, değerinin artması beklenen menkul kıymetlere daha yüksek fiyat biçerken; değer kaybı beklenenlere ise daha düşük fiyat verecektir. Aksi durumda, menkul kıymet satışlarının artması döviz arzını artıracak ve bu da kurların düşmesine yol açacaktır (ÇELİK, 2012: 328-329).

Bu yaklaşımda, kurlarda meydana gelen tüm dengesizliklerin yalnızca para politikası yardımıyla çözülebileceği vurgulanmaktadır. Ancak, finansal kaynakların birbirleriyle tam ikame olması, para talebinin belirsiz olması ve satın alma gücü paritesinin geçerliliğinin olmaması gibi varsayımlara dayanması sebebiyle eleştirilmektedir. Aynı zamanda bu yaklaşım, kurların belirlenmesinde stok-akım parametrelerine ve geleceğe dair beklentilere yer vererek, döviz kurlarının daha geniş bir perspektiften değerlendirilmesine olanak sağlamış ve yeni teorilerin oluşmasına katkı sunmuştur (PHILION, 1995: 62-63).

5. PORTFÖY DENGESİ YAKLAŞIMI

Portföy Denge Yaklaşımı (MARKOVITZ, 1952) ve (TOBIN, 1958) tarafından, para talebi ile portföy teorisi çerçevesindeki çalışmaları aracılığıyla temellendirilmiştir. Ancak, yaklaşım belli bir sistematik içerisinde (BRANSON, 1968) ve (KOURI, 1976) tarafından geliştirilmiş ve öne çıkarılmıştır. Yaklaşımın daha da gelişmesinde ve kapsamlı bir hale gelmesinde ise (GIRTON ve HENDERSON, 1977), (OBSTFELD, 1985) gibi çalışmalar etkili olmuştur (ALTINER, 2015: 32).

Portföy dengesi, aynı zamanda "piyasa yaklaşımı" olarak da adlandırılmaktadır. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle birlikte, uluslararası portföy hareketleri döviz kurunu etkileyen önemli bir unsur haline gelmiştir. Döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmaları; bir ülkenin finansal varlıklarının arzında ve talebinde oluşan değişimlere bağlayan bu yaklaşım, dünya üzerindeki tüm finansal piyasaları bir bütün olarak kabul etmekte ve bu bütünlük içerisinde incelemektedir. Finansal piyasalarda gerçekleştirilen işlemler döviz piyasalarını da doğrudan etkilemekte, böylece kurlarda değişiklikler yaşanmaktadır (APAYDIN, 2019).

Bu yaklaşımın döviz kurları ile ilişkisinin ortaya çıkışı, parasalcı yaklaşımda kurlar belirlenirken yalnızca stok değişkenlerin dikkate alınması anlayışına bir tepki olarak doğmuştur. Dolayısıyla portföy dengesi yaklaşımı kurların belirlenmesini açıklarken yalnızca stok değişkenleri değil; aynı zamanda yerli ve yabancı finansal varlıkları da hesaba katmaktadır. Bu modelin çıkış noktası, yerli ve yabancı yatırımcıların portföy tercihleriyle oluşmaktadır. Kurlardaki dalgalanmaların nedeni ise, yatırımcıların finansal varlıklar arasındaki seçimlerinden kaynaklanmaktadır. Böylece portföy dengesi yaklaşımı, parasalcı yaklaşıma kıyasla daha başarılı ve gerçekçi bir açıklama sunar hale gelmiştir (GACENER ATİŞ, 2008).

Yatırımcılar, tasarruf amacıyla ayırdıkları gelirlerinin bir kısmını gelir elde edebilmek amacıyla çeşitli yatırım araçlarında değerlendirmektedirler. Bu yatırımlar; yerli para cinsinden varlıklara yönelme, döviz satın alma, hisse senedi veya tahvil gibi farklı finansal araçları tercih etme şeklinde gerçekleşebilir. Elleriindeki fazla fonları tek bir yatırım aracında yoğunlaştırabilecekleri gibi, çeşitli yatırım araçları arasında dağıtarak da kullanabilirler. Bu tercih, tamamen yatırımcıların risk-getiri beklentilerine bağlıdır. Burada dikkat edilmesi gereken en önemli husus, getiri ve risk arasındaki karşılaştırmadır. Bu ilişki "getiri-risk analizi" olarak adlandırılmakta olup, genel ilkeye göre daha yüksek risk taşıyan yatırımların beklenen getirisi de daha yüksek olmalıdır. Dolayısıyla risk ile beklenen getiri arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Getiri-risk ilişkisine göre bazı yatırımcılar riskten kaçınmakta; beklenen getirileri düşük olsa bile daha güvenli, düşük riskli finansal varlıklara yatırım yapmaktadırlar. Öte yandan bazı yatırımcılar ise daha yüksek getiri umuduyla risk almayı tercih etmekte ve yüksek risk içeren finansal araçlara yönelmektedirler (SEYİDOĞLU, 2007: 470).

Finansal varlıklara yapılan yatırımlarda karşılaşılan başlıca riskler: Siyasi risk, ticari risk ve özellikle döviz kurlarına bağlı kur riskidir. Portföy denge teorisi yaklaşımına göre, risk faktörü yatırım kararlarında belirleyici bir unsurdur. Yatırımcılar, potansiyel kârlarını artırmak ve aynı zamanda beklenmedik olumsuzluklardan korunmak amacıyla portföylerini çeşitlendirme yoluna gitmektedirler. "Tüm yumurtaları aynı sepete koymamak" ilkesiyle açıklanan bu strateji, yatırımların farklı varlıklara dağıtılması yoluyla toplam kayıp riskinin minimize edilmesini amaçlar. Böylelikle belirli bir varlıkta oluşabilecek değer kaybı; diğer varlıklardaki değer artışları ile dengelenerek, portföyün genel riski azaltılmaktadır. Riskin dağıtılması, yalnızca yatırımcıların bireysel çıkarları açısından değil, döviz kurlarının dengesinin korunması açısından da büyük önem taşımaktadır (SAYKAL, 2018). Portföy çeşitlendirilmesinde yabancı varlıkların dahil edilmesi de riskin daha etkin bir şekilde dağıtılabilmesi açısından kritik rol oynamaktadır. Yerli ekonomide yaşanabilecek bir olumsuzluk durumunda, yerli varlıkların değer kaybetmesi olası iken yabancı varlıkların bu durumdan etkilenmeme ihtimali yatırımcılara dengeleme imkânı sunar. Aynı şekilde, yabancı ülkelerde yaşanabilecek şoklar karşısında ise yerli varlıklar dengeleyici bir unsur olabilir (KILIÇARSLAN, 2016: 2).

Varlık piyasasının dengede olduğu durumda oluşan döviz kuru seviyesi, denge döviz kuru olarak tanımlanmaktadır. Bu noktada toplam servetin dağılımında para, yerli tahviller ve yabancı tahviller arasındaki arz ve talep dengededir. Ancak bu dengenin bozulmasına yol açacak herhangi bir gelişme, yatırımcıların portföylerini yeniden yapılandırmalarına ve dolayısıyla döviz kurlarında değişime neden olacaktır (ÇAKMAKOĞLU, 2017). Örneğin; cari işlemler dengesinin bozulması durumunda, yatırımcılar döviz taleplerini yeniden düzenleyecek, bu da kurlarda değişimlere yol açacaktır. Kurlarda yaşanan bu değişim ise dış ticaret dengesini ve cari işlemler dengesini etkileyerek yeni bir döviz kuru seviyesine kadar süreci devam ettirecektir (AĞCAER, 2003; ÖÇAL et al., 1997; PENTECOST, 1993; SALVATORE, 2011: 525; SEYİDOĞLU, 2013: 450)

Portföy dengesi yaklaşımında; uluslararası varlıklar arasında tam ikamenin olmadığı, para arzının sabit olduğu, para ikamesinin bulunmadığı ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu varsayımları geçerlidir. Dolayısıyla bireylerin servetlerini hangi varlıklardan oluşturdukları büyük önem taşımaktadır. Bu servet, milli para stoku ile

yerli ve yabancı menkul kıymetlerden oluşmakta ve bunların getiri oranlarına göre şekillenmektedir. Portföy dengesi yaklaşımı hem akım hem de stok değişkenleri dikkate almakta; uzun ve kısa dönem ayırımına önem atfetmektedir. Yaklaşım göre, finansal varlıklardaki değişimler mal ve hizmet piyasasındaki değişimlerden daha hızlı meydana gelir. Bu nedenle, kısa dönemde varlık piyasası, uzun dönemde ise mal ve hizmet piyasası döviz kurlarının belirlenmesinde daha etkili olmaktadır (BLACK, 2015).

Gelişmekte olan ülkelerde yabancı para mevduatları, uluslararası piyasalarda geçerli olan faiz oranlarıyla yakın ilişkili rekabetçi getiri oranları sağlamaktadır. Ayrıca bu ülkelerin finansal piyasaları yeterince gelişmemiştir ve sermaye girişlerine yönelik çeşitli engeller mevcuttur. Dolayısıyla finansal varlık hacmi ve çeşitliliği sınırlıdır; yatırımcılar, yerli para (M^d), yerli tahviller (B^d) ve yabancı para tasarruf mevduatları (eM^f) arasında tercih yapmaktadır. Burada cevaplanması gereken temel soru, yabancı para mevduatlarının (eM^f) işlem amaçlı mı yoksa portföy amaçlı mı tutulduğudur.

Portföy denge teorisi mekanizmasının işleyişinde portföy ikamesi kavramı önemli bir yere sahiptir. Portföy ikamesi; yani yatırımcıların ellerindeki serveti farklı varlıklar arasında yeniden dağıtması, şu şekilde açıklanabilir: Varlıkların brüt ikame edilebilir olduğu, yani yatırımcıların farklı varlıklar arasında kolayca geçiş yapabildiği varsayımı altında, yabancı para mevduatlarının getiri oranında bir artış olması portföy ikamesi sürecini tetikler. Bu durumda yatırımcılar daha yüksek getiri elde etmek amacıyla portföylerini yeniden düzenlerler.

Bu gelişmeler matematiksel olarak üzerinde şu şekilde ifade edilebilir:

1. aşama: Yabancı para talebi artar.

$$eM^f = M^f(\bar{i}, i^* + x^e, PY, W) \quad (2.22)$$

Burada, eM^f , yabancı para cinsinden mevduat talebini gösterir. Yabancı para faiz oranındaki artış (i^*) ve beklenen kur değişimi (x^e) birleşince, yabancı para varlıklarının beklenen getirisi yükselir ve yatırımcılar daha fazla yabancı para talep eder.

2. aşama: Yerli para talebi ve yerli tahvil talebi azalır.

$$eM^d = M^d(\bar{i}, i^* + x^e, PY, W) \quad (2.23)$$

$$B^d = B^d(i + i^e \mp x^e, \overline{PY}, W) \quad (2.24)$$

Burada, eM^d , yerli para talebini; B^d ise yerli tahvil talebini gösterir. Yabancı para getirisi artarken, yerli para ve yerli tahvillerin görece getirisi düşmüş olur. Bu nedenle yatırımcılar ellerindeki yerli para ve yerli tahvilleri azaltarak yabancı para varlıklarına yönelir. 1. ve 2. aşama birlikte değerlendirildiğinde, yabancı para getirilerindeki artış, portföylerin yabancı para lehine yeniden dengelenmesine yol açar; yerli para ve yerli tahvillerin talebinde ise azalma gözlenir.

Portföy denge teorisinde ortaya konulan bu ilişki matematiksel olarak şu koşulla ifade edilir:

$$\frac{\partial eM^f}{\partial(i^* + x^e)} + \frac{\partial M^d}{\partial(i^* + x^e)} + \frac{\partial B^d}{\partial(i^* + x^*)} = 0 \quad (2.25)$$

Bu denklem, yabancı para mevduatı talebinde (eM^f), yerli para talebinde (M^d) ve yerli tahvil talebinde (B^d) meydana gelen değişimlerin toplamının sıfır olduğunu göstermektedir. Yani yabancı para getirisi ($i^* + x^e$) arttığında portföyün bir kısmı yabancı paraya kayarken, yerli para ve yerli tahvil talebinde aynı miktarda bir azalma görülmelidir. Toplam portföy büyüklüğü sabit kalır, sadece varlıklar arasında bir ikame gerçekleşir. Bu temel ilişki üzerinden (2.26) numaralı eşitlikte ifade edilen çıkarım yapılabilir.

$$\frac{\partial eM^f}{\partial(i^* + x^e)} = - \left(\frac{\partial M^d}{\partial(i^* + x^e)} + \frac{\partial B^d}{\partial(i^* + x^*)} \right) \quad (2.26)$$

$$\frac{\partial eM^f}{\partial(i^* + x^e)} > 0 \quad (2.27)$$

Burada yabancı para mevduat talebindeki değişim, yerli para ve yerli tahvil talebindeki değişimlerin negatif toplamına eşittir. Başka bir deyişle yerli varlıklara olan talepteki azalma, yabancı para mevduatına olan talepteki artışı birebir karşılar. Bu çerçevede (2.27) numaralı eşitlikte ifade edilen süreç gerçekleştikçe, yani yabancı para getirisi arttıkça, yabancı para mevduatına olan talep de artış gösterecektir. Dolayısıyla yatırımcıların portföy tercihleri yerli varlıklardan (yerli para ve yerli tahviller) yabancı para cinsinden mevduatlara doğru kayacaktır. Bu süreç, portföy ikamesinin temel mekanizmasını açıklamaktadır (ALAMI, 2001).

Portföy dengesi yaklaşımında, iç ve dış faiz oranlarının da finansal varlıkların arz ve talebini etkilediği ve bu yolla kurlarda değişime neden olduğu kabul edilmektedir. Eğer dış faiz oranları, iç faiz oranlarına kıyasla artarsa yatırımcılar ellerinde daha fazla yabancı tahvil bulundurmaya isteyecek; böylece yabancı tahvil talebi artacak, döviz talebi yükselecek ve kurlar artarak yerli paranın değer kaybetmesine yol açacaktır. Ters durumda yani iç faiz oranlarının artması halinde ise, yerli tahvil talebi artacak, döviz talebi azalacak ve kurlar düşerek yerli paranın değer kazanmasına neden olacaktır. Dolayısıyla, döviz kurları ile dış faiz oranları arasında pozitif; iç faiz oranları ile ise negatif bir ilişki bulunmaktadır (ŽIVKOV vd., 2016)

Portföy dengesi yaklaşımının nasıl işlediğini herhangi bir para politikası uygulaması üzerinden açıklamak gerekirse; bir ülkede merkez bankasının devlet tahvili sattığını varsaydığımızda, ülkede para arzı azalır. Bu durum, tahvil fiyatlarının düşmesine ve faiz oranlarının yükselmesine neden olur. Faiz oranlarındaki artış, tahvil fiyatlarının düşmesine yol açarak yerel halkı portföylerinde daha fazla yerli tahvil ve daha az yabancı tahvil bulundurmaya yönlendirir. Böylece yatırımcılar, yabancı tahvillerini satarak yerli tahvilleri satın almaya başlar. Aynı zamanda faiz oranlarının yükselmesi, yabancı yatırımcıların da yerli tahvillere yönelmesini teşvik eder. Bu süreç, yabancı tahvillerin talebinde azalmaya dolayısıyla yabancı tahvillerin fiyatlarının düşmesine ve yabancı ülkelerde faiz oranlarının yükselmesine yol açar. Yerli ülke tahvil talebine olan fazla akış ise zamanla yerli faiz oranlarındaki artış hızını yavaşlatır. Ayrıca ulusal tahvillerin artan talebi, ulusal paraya olan talebi de artırarak yerli paranın değer kazanmasına neden olur. Kısa dönemde yaşanan bu değişimler, döviz kurlarını doğrudan etkilemektedir. Bununla birlikte, yatırımcıların risk algıları ve geleceğe ilişkin beklentileri de döviz kuru dengesinin oluşmasında önemli bir rol oynamaktadır. Uzun dönemde ise, merkez bankasının uyguladığı para politikalarının faiz oranları aracılığıyla ödemeler dengesi üzerinde etkili olması, finansal varlık miktarındaki artış veya azalış yoluyla kur dengesini belirlemektedir (SAYKAL, 2018).

Kısa dönemde döviz kurlarındaki denge ulusal finansal varlık talebi ve yabancı finansal varlık talebi değişimleri ile belirlenmektedir. Ulusal varlıkların getirisi arttığında kurlar değer kaybetmekte, yabancı varlık getirisi arttığında ise kurlar değer kazanmaktadır.

Uzun dönem portföy denge yaklaşımında, döviz kurlarının belirlenmesinde önemli bir unsur da beklentiler kavramıdır. Bu unsuru modele ilk dahil eden araştırmacı (KOURI, 1976) olmuştur ve beklenti yapısını üç başlık altında sınıflandırmıştır:

- Statik beklentiler: $\pi = m$
- Rasyonel beklentiler: $\pi = \frac{\dot{P}}{P} = m - \delta$
- Uyarlayıcı beklentiler: $\pi = \beta \left(\frac{\dot{P}}{P} - \pi \right) = \beta(m - \delta - \pi)$

Statik beklentiler altında, kurlarda beklenen değişim sıfırdır. Beklentiler durağandır ve denge seviyesinde sabit kalır. Bu durumda, döviz kuru istikrarsızlığının temel nedeni varlık ve yükümlülük oranlarındaki değişikliklerdir. Rasyonel beklentiler varsayımı altında, yatırımcılar mevcut tüm bilgileri kullanarak en doğru tahmini yaparlar ve sistematik hata yapmazlar. Gelecekte oluşabilecek şoklar, beklentileri sarsmaz. Çünkü cari döviz kuru ile beklenen kur arasında fark bulunmaz. Bu model, piyasaların şeffaf bilgiye sahip olduğunu ve beklentilerin bu bilgilere dayanarak oluşturulduğunu kabul eder. Uyarlayıcı beklentilerde, yatırımcılar geleceğe ilişkin beklentilerini geçmişteki gerçekleştirmelere dayanarak oluştururlar. Beklenen kur değişimleri, geçmiş dönemdeki tahmin hatalarına eşit kabul edilir. Bu durumda, döviz kurları para politikasına gecikmeli olarak uyum sağlamaktadır (ERTÜRK, 1994: 144). Sonuç olarak, uzun vadede döviz kurlarının istikrar kazanabilmesi için beklenti yapısının doğru tanımlanması kritik öneme sahiptir. Beklentilerin nasıl oluştuğu, sadece döviz piyasasındaki istikrar açısından değil aynı zamanda para ve kur politikalarının etkisini değerlendirebilmek için de büyük önem taşımaktadır. Uygun beklenti yapısı, uygulanan politikaların etkinliğini artırmakta ve piyasada denge sağlanmasına katkı sunmaktadır (KURT, 2016).

Portföy dengesi yaklaşımı; finansal varlık arz ve talebindeki hızlı değişimlerin kurlarda neden olduğu dalgalanmaları açıklamaya çalışarak, kısa vadeli döviz kuru değişimlerinin sebeplerini ortaya koymada diğer yaklaşımlara göre daha yüksek bir potansiyele sahiptir. Ayrıca bu yaklaşımın risk faktörünü dikkate alması, parasalci yaklaşıma kıyasla daha güvenilir sonuçlar sunmasına olanak sağlamaktadır (TARI ve GÖZEN, 2018).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM:

AMPİRİK LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

1. SATIN ALMA GÜCÜ PARİTESİ YAKLAŞIMINA İLİŞKİN LİTERATÜR TARAMASI

1.1. Gelişmiş Ülkeler

MUTO ve SAIKI (2024) çalışmalarında, satın alma gücü paritesi bağlamında ABD Doları-Euro ve ABD Doları-Japon Yeni döviz kurları arasındaki senkronizasyon düzeyini analiz etmişlerdir. Çalışmada Hilbert dönüşümü ile senkronizasyon analizi uygulanmıştır. Çalışmada, USD/EUR ve USD/JY'nin satın alma gücü paritesine dayalı zaman serilerinin istikrarlı ve güçlü bir senkronizasyon gösterdiği sonucu elde edilmiştir.

UĞUR ve ALPER (2023), 1994-2021 döneminde 38 OECD üyesi ülke için SAGP hipotezinin geçerli olup olmadığını Hepsağ (2021) birim kök testi ile incelemeyi amaçlamışlardır. Çalışmada ADF, KPSS gibi geleneksel ve Fourier KPSS birim kök testleri SAGP hipotezinin geçerliliğine ilişkin çelişkili sonuçlar vermiştir. Hepsağ (2021) test sonuçlarına göre reel efektif döviz kurlarının seviyede durağan tespit edildiği birçok ülkede SAGP hipotezinin geçerli olduğu belirlenmiştir. Çalışmanın bulguları, SAGP'nin uzun vadede geçerliliğine ilişkin sonuçların kullanılan yöntemle bağlı olarak ülkeler arasında farklılık gösterdiğini ortaya koymaktadır. En güncel yaklaşımla, örnek ülkeler için SAGP'in geçerliliği daha yüksek bulunmuş ve ülkelerin %58'inde SAGP'in geçerli olduğu tespit edilmiştir.

NAZLIOĞLU vd., (2022), Yunanistan, İtalya, İrlanda, Portekiz ve İspanya'dan oluşan PIIGS ülkeleri için SAGP teorisini test etmeyi amaçlamıştır. Araştırmacılar, yapısal kırılmalar ve doğrusal olmayanlık durumlarını içermeyen ve içeren geleneksel birim kök testlerini kullanarak kapsamlı bir analiz gerçekleştirmiştir. Geleneksel testler; 1970-2020 dönemi boyunca reel efektif döviz kurlarının birim kök içerdiğini, dolayısıyla SAGP'nin PIIGS ülkelerinde geçerli olmadığı sonucunu göstermiştir.

FERİDUN (2005), 1965–1995 döneminde ABD Doları ile Almanya, Fransa, Avustralya, Kanada ve Birleşik Krallık gibi beş ülkenin para birimleri arasındaki ikili döviz kurları için SAGP'nin uzun dönem denge koşulunun geçerliliğini test etmeyi

amaçlamıştır. Çalışmada; ABD Doları-İngiliz Sterlini, ABD Doları-Avustralya Doları, ABD Doları-Kanada Doları, ABD Doları-Alman Markı ve ABD Doları-Fransız Frangı reel döviz kurlarına ilişkin 1965-1995 dönemine ait üç aylık gözlemler kullanılmıştır. Analizde, Genişletilmiş Dickey-Fuller birim kök testi yöntemi tercih edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, ABD Doları-Fransız Frangı, ABD Doları-Alman Markı ve ABD Doları-İngiliz Sterlini döviz kurlarının hem aylık hem de üç aylık verilerinde reel döviz kurlarının durağan olmadığı yönünde güçlü kanıtlar bulunmuştur. Bu sonuç, SAGP hipotezinin geçersizliğine işaret etmektedir. Ayrıca, SAGP'nin analiz edildiği zaman diliminin, hipotezin geçerliliği üzerinde etkili olduğu vurgulanmıştır.

DİNÇ, GÖMLEKSİZ ve DİNÇ (2022), 1976-2019 dönemi kapsamında 5 İskandinav ülkesinde SAGP'nin uzun vadeli geçerliliği incelenmiştir. Reel döviz kurlarındaki ani kırılmaları ve kademeli değişimleri ayrı ayrı ele alabilmek amacıyla hem LM türü hem de Fourier tabanlı birim kök testleri birlikte uygulanmıştır. Panel LM birim kök testi sonuçları, uzun vadeli SAGP ilişkisiyle büyük ölçüde tutarlı bulunmuştur.

LOTHIAN ve DEVEREUX (2024), Hollanda ve İngiltere'ye ait 1590-2020 yılları arasındaki SAGP ilişkisinin uzun vadeli istikrarını incelemektedir. Tüketici fiyatları kullanılarak oluşturulan 430 yıllık veri seti aracılığıyla reel döviz kuru davranışı analiz edilmiştir. Çalışmanın ayırt edici yönlerinden biri, daha önce incelenmemiş yüzyıllar için SAGP'nin geçerliliğini değerlendirme imkânı sunmasıdır. Araştırmada, öncelikle büyüme oranı biçiminde reel döviz kurunun davranışı analiz edilmiş ve uzun vadeli göreceli SAGP'yi destekleyen güçlü kanıtlar elde edilmiştir. Ancak bulgular, satın alma gücü paritesinin erken yüzyıllarda geçerli olmadığını ortaya koymaktadır.

FRÖMMEL, VUKOVIĆ ve WU (2022), Bretton Woods sonrası dönemde reel dolar kurunun, SAGP'nin uzun vadeli denge olarak kabul edildiği bir Markov geçiş hata düzeltme modeliyle başarılı biçimde açıklandığını ortaya koymaktadır. 1973-2004 yılları arasındaki esnek döviz kuru dönemini kapsayan bu çalışmada, modelde Markov geçiş çerçevesinde reel döviz kuru davranışının ek bir belirleyicisi olarak faiz farkı da dikkate alınmıştır. Tahminler En Küçük Kareler (OLS) yöntemiyle yapılmıştır. Elde edilen sonuçlar, kısa ve uzun dönem dinamiklerinin dengeli bir şekilde ele alındığını göstermektedir. SAGP'nin uzun dönem geçerliliği desteklenirken, kısa dönemde faiz oranı farklarının ve diğer piyasa faktörlerinin döviz kuru hareketleri üzerinde önemli etkileri bulunduğu belirlenmiştir.

HONGPIAN ve XIAOHUI (2024), 1952-2019 dönemini kapsayan çalışmalarında, ABD ve Çin ekonomilerinde fiyat ve döviz kuru düzenlemelerinin SAGP üzerindeki ampirik etkilerini incelemiştir. ADF birim kök testi, yapısal kırılma testi, Fourier birim kök testi, yumuşak geçişli otoregresif model (STAR) ve Gregory-Hansen eşbütünleşme testi uygulanmıştır. Kullanılan veri seti, ABD Fiyat Endeksi, Çin Fiyat Endeksi, Köy Pazarları Ticaret Fiyat Endeksi ve Piyasa Bazlı Fiyat Endeksi'nden oluşmaktadır. Çalışmada, ABD Doları karşısında nominal Çin Yuanı döviz kuru hem resmi hem de paralel piyasa kuru olarak ele alınmıştır. Resmi veriler kullanıldığında SAGP'yi destekleyen zayıf kanıtlar elde edilirken, paralel piyasa döviz kuru ve piyasa bazlı fiyat endeksi kullanıldığında SAGP'ye yönelik herhangi bir kanıt bulunamamıştır. Bununla birlikte, paralel piyasa döviz kuru kullanılarak yapılan testlerin SAGP'yi desteklemeye daha yatkın olduğu görülmüştür.

KYEI-MENSAH (2023), 1980-2018 tarihleri arasında, SAGP'in uzun vadeli geçerliliğinin bazı önemli gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde sağlanıp sağlanmadığını incelemiştir. Çalışmada, yumuşak zamanla değişen eşbütünleşme (TVC) ve zamanla değişen sapma dalgalanma analizi (DFA) yöntemleri kullanılmıştır. ABD ve Japonya'nın baz ülke olarak alındığı tek değişkenli birim kök testlerinden elde edilen bulgular, SAGP'nin geçerli olmadığını göstermektedir. Ancak, VAR modeli ve TVC yöntemlerine dayalı analizler, SAGP'nin söz konusu 15 ülke için denge döviz kurunun belirlenmesinde kullanılabileceğini ortaya koymuştur.

YILDIRIM (2017), Türkiye ile dört büyük ticaret ortağı olan Avrupa Birliği, Rusya, Çin ve ABD arasındaki SAGP hipotezinin ampirik geçerliliğini incelemiştir. Analizde, doğrusal olmayan birim kök testi kullanılmıştır. 2001-2015 dönemine ait verilerle gerçekleştirilen çalışmada, Türk Lirası karşısındaki Euro, Çin Yuanı, Rus Rublesi ve ABD Doları cinsinden ikili reel döviz kurları, toptan eşya fiyat endeksi (TEFE) kullanılarak hesaplanmıştır. Sonuçlar, SAGP'nin denge döviz kurlarının belirlenmesinde geçerli olabileceğini göstermiştir.

ABUAF ve JORION (1990), çalışmalarında, SAGP hipotezine ilişkin uzun vadeli kanıtları yeniden ele almıştır. 1973-1987 dönemine ait verilerin kullanıldığı çalışmada, 10 sanayileşmiş ülkenin yerel para birimlerinin ABD Doları karşısındaki döviz kurları ile tüketici fiyat endeksleri analiz edilmiştir. Sonuçlar, SAGP'nin uzun vadede geçerli olabileceğini gösterirken, kısa vadede önemli sapmaların varlığı da vurgulanmıştır.

COŞKUN ve BALLI (2021), 17 OECD ülkesi ve Euro Bölgesi için SAGP hipotezinin geçerliliğini test etmiştir. Aylık frekansta, 2000-2017 dönemine ait nominal döviz kuru ve tüketici fiyat endeksi verileri kullanılmıştır. Analizde PANKPSS birim kök testi ile Westerlund (2006) yapısal kırılmalı eşbütünleşme testi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlar, nominal döviz kuru ile fiyat endeksleri arasında uzun dönemli bir ilişkinin var olduğunu ve SAGP hipotezinin geçerli olduğunu göstermiştir.

ÖNAY AKÇAY ve ERATAŞ (2015), çalışmalarında G7 ülkelerinde (Almanya, İtalya, İngiltere, Kanada, Amerika, Fransa, Japonya) 1995-2012 dönemi için SAGP'nin geçerliliğini panel veri analizi çerçevesinde birim kök testleri ile incelemiştir. Kullanılan veriler yıllık reel döviz kuru serilerinden oluşmaktadır. Bulgular, G7 ülkelerinde SAGP'nin uzun dönemde geçerli olmadığını göstermektedir. Bu durum, reel kurdaki sapmaların kalıcı olduğunu ve nominal kurun fiyat farklılıklarını ortadan kaldıracak biçimde hareket etmediğini ortaya koymaktadır.

AY (2021), çalışmasında, 37 OECD ülkesinde SAGP'nin geçerliliğini Pesaran (2007) birim kök testi ile incelemiştir. Çalışmada, 2008-2020 dönemine ait ABD Doları başına ulusal para birimleri cinsinden GSYİH verileri yıllık olarak kullanılmıştır. CADF birim kök testi sonuçlarına göre 13 ülke için SAGP geçerli bulunmuş, diğer ülkelerde ise geçerli olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

1.2. Gelişmekte Olan Ülkeler

KUNCORO ve SANTOSO (2022), 2005-2021 döneminde Endonezya ve Filipinler'de SAGP hipotezinin geçerliliğini incelemiştir. Bu dönem, her iki ülkede de enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulandığı dönemi kapsamaktadır. ARDL yaklaşımı ile yapılan analiz sonucunda, her iki ülkede de uzun dönemde SAGP geçerliliği güçlü şekilde desteklenmiş; ancak kısa dönemde anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır.

KARGBO (2011), 1951–2005 dönemine ait döviz kurları ve tüketici fiyat endeksi verilerini kullanarak, gelişmekte olan piyasalarda uzun vadeli SAGP'nin geçerliliğini analiz etmiştir. Johansen eşbütünleşme analizinden elde edilen sonuçlar, gelişmekte olan piyasalarda uzun dönemli SAGP'nin geçerliliğini güçlü şekilde desteklemiştir.

CHAN, LAI ve LIANG (2023), Çin ile beş büyük ticaret ortağı (Avrupa Birliği, Amerika Birleşik Devletleri, Brezilya, Japonya ve Güney Kore) arasındaki SAGP hipotezini test etmiştir. Çalışmada geleneksel birim kök testleri, Fourier tipi birim kök

testleri ve Fourier kantil birim kök testi uygulanmıştır. Analizler, Çin-AB için 2000–2020; Çin-Brezilya için 2006–2019; Çin-ABD, Çin-Japonya ve Çin-Güney Kore için 1993–2020 dönemini kapsamaktadır. Analiz sonuçlarına göre, geleneksel birim kök testleri SAGP’yi desteklememiş, Fourier tipi testler daha güçlü destek sunmuş, Fourier kantil birim kök testleri ise beş ekonomi için de SAGP’nin uzun dönem geçerliliğini kesin olarak desteklemiştir.

KATHURIA ve KUMAR (2024), Hindistan’ın 20 büyük ticaret ortağıyla olan ikili döviz kurları üzerinden SAGP hipotezini test etmiştir. Çalışmada, 2020–2022 tarihleri arasındaki günlük frekansta döviz kuru verileri kullanılmış ve Fourier doğrusal olmayan çeyrek birim kök testi (FNQKS) uygulanmıştır. Sonuçlar, Hindistan’ın 20 ticaret ortağından 15’i için SAGP’yi desteklemiştir.

ALBA ve PARK (2005), Alman Markı (Euro) ve Türk Lirası reel döviz kuru için SAGP hipotezinin geçerliliğini incelemiştir. Çalışmada, eşik regresyon metodolojisi uygulanmıştır. Elde edilen bulgular, Lira–Mark döviz kuru için bir eşik rejiminde SAGP’nin geçerli olduğunu, diğer rejimde ise geçerli olmadığını göstermektedir.

CHANG ve TZENG (2011), 1995-2008 döneminde 9 Geçiş Ekonomisi’nde uzun vadeli SAGP’nin geçerliliğini eşik eşbütünleşme testiyle incelemiştir. Çalışmada, Engle-Granger testi, ülkelerin altısında eşbütünleşme ilişkisini tespit edememiştir. Ancak eşik eşbütünleşme testi, tüm ülkeler için SAGP lehine daha güçlü kanıtlar sunmuştur.

CUESTAS ve REGIS (2013), 1972–2010 döneminde 27 OECD ülkesi ve Euro bölgesi için SAGP hipotezinin geçerliliğini test etmiştir. Çalışmada, doğrusal ve doğrusal olmayan birim kök testi kullanılmıştır. Sonuç olarak, 12 ülke için SAGP’in geçerli olduğu tespit edilmiştir.

NAKORJI vd., (2021), Nijerya’da döviz kuru dengesizliğinin belirlenmesinde SAGP yaklaşımının etkisini incelemiştir. Çalışmada, 2008-2018 döneminde Nijerya’nın ABD, Birleşik Krallık ve Çin ile olan döviz kurlarının değişimi dikkate alınmıştır. ADF, PP ve KPSS birim kök testlerinin uygulandığı çalışmada, elde edilen bulgular, SAGP’nin göreceli yaklaşımının döviz kurları üzerinde etkili olduğunu ortaya koymuştur.

BAHRAMIAN ve SALIMINEZHAD (2021), ASEAN-5 ülkelerinde SAGP hipotezinin uzun vadeli geçerliliğini Fourier kantil birim kök testi ile incelemiştir. 1994-2018 dönemine ait gerçekleştirilen analizlerde, ilk olarak geleneksel birim kök testleri

uygulanmış, ancak elde edilen çelişkili bulgular güvenilir bir sonuca ulaşılmasını engellemiştir. Buna karşılık Fourier kantil birim kök testi sonuçları Endonezya, Filipinler, Singapur ve Tayland için SAGP hipotezinin geçerli olduğunu göstermiştir.

YILANCI, ASLAN ve ÖZGÜR (2018), 1980-2015 döneminde 14 Afrika ülkesi için SAGP teorisini Fourier eşbütünleşme testi ile analiz etmiştir. Analizler sonucunda, 8 ülkede nominal döviz kuru ile göreceli fiyat seviyeleri arasında uzun vadeli istikrarlı bir ilişki tespit edilmiştir.

YAZGAN (2003), Türkiye için uzun vadeli SAGP hipotezini standart çok değişkenli eşbütünleşme teknikleri kullanarak incelemiştir. 1982–2001 döneminde, Türk Lirası-Alman Markı ve Türk Lirası-ABD Doları nominal döviz kurlarının basit ortalamasının enflasyon ortalamalarıyla ilişkisi analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda, Türkiye için uzun vadeli SAGP hipotezine ilişkin güçlü kanıtlar elde edilmiştir.

BURGAÇ ÇİL ve DÜLGER, (2017) Türkiye ekonomisinde SAGP hipotezinin geçerliliğini, çoklu kırılmalı eşbütünleşme yöntemleriyle test etmiştir. 1991-2015 dönemine ait nominal döviz kurlarının dikkate alındığı çalışmada, Maki (2012) eşbütünleşme testi sonuçları SAGP'yi desteklemezken, Kejriwal (2008) yöntemi SAGP'yi destekleyen bulgular sunmuştur.

YILANCI ve ŞENER (2015), Türkiye'de SAGP'in geçerliliğini 1980–2012 dönemi için çeşitli birim kök testleri aracılığıyla incelemiştir. Test sonuçları, Türkiye'de SAGP'nin geçerli olmadığı sonucunu ortaya koymuştur.

GÜRİŞ, YAŞGÜL ve TIRAŞOĞLU (2018), gelişmekte olan 7 ülke (E7) için SAGP hipotezinin geçerliliğini analiz etmiştir. 2000-2016 dönemine ait verilerin kullanıldığı çalışmada, birim kök testleri kullanılmıştır. Sonuçlar, Brezilya, Hindistan ve Çin'de SAGP'nin geçerli olduğunu, ancak diğer E7 ülkelerinde geçerli olmadığını göstermiştir.

CEVİŞ ve CEYLAN (2015), Hindistan, Brezilya, Endonezya, Türkiye ve Güney Afrika'dan oluşan kırılmalı beşli ülkelerinde, 2003-2013 döneminde SAGP hipotezinin geçerliliğini Augmented Dickey-Fuller birim kök testi ve Engle-Granger (1987) eşbütünleşme yöntemi ile incelemiştir. Analiz sonuçları söz konusu ülkelerin hiçbirinde SAGP hipotezinin geçerli olmadığını göstermiştir.

COŞKUN (2020), Türkiye, Brezilya, Hindistan, Endonezya ve Güney Afrika ülkelerinde, 1994-2018 döneminde SAGP hipotezinin geçerliliğini birim kök testi ile test

etmiştir. Elde edilen sonuçlar, Güney Afrika ve Hindistan’da SAGP’nin geçerli olduğunu, Brezilya, Endonezya ve Türkiye’de ise geçerli olmadığını ortaya koymuştur.

TURGUT ve UÇAN (2024) Hindistan, Brezilya, Endonezya, Meksika, Türkiye ve Rusya’nın dâhil olduğu ülke grubunda, 1992–2022 döneminde SAGP hipotezinin geçerliliğini araştırmıştır. Bootstrap Hadri ikinci nesil birim kök testi ve Westerlund ECM eşbütünleşme testi yapılmıştır. Elde edilen sonuçlar, nominal döviz kuru ile fiyatlar arasında aynı yönlü ilişki olduğunu ve SAGP hipotezinin geçerli olduğunu göstermiştir.

KARADEMİR ve CEYLAN (2025), Türkiye ile Avrupa Birliği, İngiltere, Rusya, ABD ve Çin arasındaki SAGP hipotezinin geçerliliğini doğrusal olmayan birim kök testleri ile analiz etmiştir. 2010–2024 dönemine ait verilerin kullanıldığı analiz sonuçları, SAGP hipotezinin geçerli olduğunu ortaya koymuştur.

ÇİFTÇİ (2024), Türkiye’de mutlak SAGP hipotezinin geçerliliğini, 2001-2022 döneminde geleneksel birim kök testlerini kullanarak incelemiştir. TL/USD kuru ile oluşturulan dört farklı reel döviz kuru serisinin kullanıldığı çalışmada; ADF testi mutlak SAGP’yi reddederken, KPSS testi SAGP lehine daha fazla kanıt sunmuştur.

KOÇAK ve ÖZBEK (2020), Türkiye için 1994-2019 dönemine ait veriler kullanarak, geleneksel (ADF ve PP) ve yapısal kırılmalı birim kök testlerle gerçekleştirdiği analizlerde, geleneksel testlerin SAGP’yi desteklemediğini ancak yapısal kırılmalı birim kök testi sonuçlarının SAGP hipotezini desteklediği sonucuna ulaşmıştır.

PAZARCI ve KAR (2023), Türkiye ekonomisinde 1994-2022 döneminde gerçekleştirilen analizlerde; SAGP hipotezini, ADF, RALS-ADF, Fourier-ADF ve Fourier-KPSS testleri kullanarak test etmiştir. ADF ve RALS-ADF testleri hipotezi reddederken, Fourier tabanlı test sonuçları SAGP’nin geçerli olduğunu göstermiştir.

KAYA ve ÇELİK (2018), Türkiye’de SAGP hipotezini 2002-2017 döneminde ARFIMA modeli kullanarak analiz etmiştir. ABD Doları ve Euro nominal kurları için gerçekleştirilen analizlerde hem Dolar hem de Euro kuru için serilerin uzun hafıza özelliği taşıdığını ve SAGP hipotezinin geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

2. FAİZ PARİTESİ YAKLAŞIMINA İLİŞKİN LİTERATÜR TARAMASI

2.1. Gelişmiş Ülkeler Bazında

CHABOUD ve WRIGHT (2005), 1988–2002 döneminde ABD Doları karşısında Japon Yeni, Alman Markı/Euro, İsviçre Frangı ve İngiliz Sterlini kurlarında yaşanan değişikliklerinin, faiz paritesi hipoteziyle ilişkisini incelemiştir. Çalışmada, yüksek frekanslı verilerle UIP hipotezinin kısa vadeli testine yönelik regresyon analizidir. Bulgular; kısa zaman aralıklarında açık faiz paritesi hipotezinin geçerli olduğunu, ancak veri frekansları genişletildiğinde hipotezi destekleyen sonuçların ortadan kalktığını göstermiştir.

LOTHIAN ve WU (2011), faiz oranı paritesinin geçerliliğini, iki yüzyıla yayılan uzun dönemli veri setleriyle incelemiştir. Bu makalede temel olarak "forward premium regresyonları" ve "holding-period return regresyonları" kullanılarak Güvencesiz Faiz Paritesi hipotezi test edilmektedir. Regresyon analizine dayalı çalışmada, ABD, Birleşik Krallık ve Fransa için uzun ve kısa vadeli faiz oranları ile Dolar-Sterlin ve Frank-Sterlin döviz kurları ilişkisi ele alınmıştır. Elde edilen veriler, 1791-1999 (Dolar-Sterlin) ve 1802–1999 (Frank-Sterlin) dönemlerini kapsamaktadır. Bulgular, faiz paritesi hipotezinin uzun vadede geçerli olduğunu ancak kısa vadede var olan ilişkinin gücünün sınırlı olduğunu göstermiştir.

JUNTTILA ve KORHONEN (2011), Kanada, Fransa, Almanya, İtalya ve Birleşik Krallık için 1974-2001 dönemi için faiz paritesi yaklaşımının geçerliliği analiz edilmiştir. Parametrik doğrusal olmayan hata düzeltme modeli uygulanmıştır. Elde edilen bulgular, doğrusal olmayan modelin geçerli olduğunu ve faiz oranı farklarının döviz kuru değişimlerini doğrusal olmayan biçimde etkilediğini göstermiştir.

HAMBURKERS ve ULM (2023), 1999-2019 döneminde, faiz farklarının günlük döviz kuru dalgalanmaları üzerindeki etkisini GARCH modeli ile analiz etmiştir. Elde edilen bulgular; Dolar'ın Euro, İsviçre Frangı, İsveç Kronu, Japon Yeni ve İngiliz Sterlini karşısındaki değerinin belirlenmesinde ülkeler arası faiz farklarının önemli olduğunu ve faiz paritesi yaklaşımın geçerli olduğunu göstermiştir.

BURDA (2022), 1999-2015 döneminde Euro'nun Polonya Zlotisi karşısındaki değerini etkileyen faktörleri Vektör Hata Düzeltme (VEC) modeliyle analiz etmiştir. Buna göre, Küresel Finansal Kriz sonrası dönemde Euro Bölgesi kısa vadeli faiz oranları ve

fiyat şoklarının döviz kurunu açıklamadaki öneminin arttığını göstermiştir. Döviz kuru dalgalanmalarının temel açıklayıcıları; ticaret hadleri, faiz oranları ve fiyat şokları olarak belirtilmiştir.

FLOOD ve ANDREW (2001), 1990'lar boyunca 13 gelişmiş ve 10 gelişmekte olan ülke için güvencesiz faiz paritesi hipotezini test etmiştir. Bu makalede kullanılan ekonometrik analiz yöntemi, klasik Güvencesiz Faiz Haddi Paritesi denklemine dayalı zaman serisi ve panel veri OLS regresyon analizi olup, Newey-West sağlam varyans tahmini ile desteklenmiştir. Elde edilen sonuçlar; hipotezin 1990'larda önceki dönemlere göre ortalama olarak daha iyi çalıştığını, ancak kriz yaşayan ülkelerle karşılaştırıldığında sabit ve esnek döviz kuru rejimlerinde daha kötü performans gösterdiğini ortaya koymuştur.

BEYAERT, GARCIA-SOLANES ve PERES-CASTEJON (2007), Markov rejim değişimli vektör otoregresif (VAR) modelleriyle faiz paritesi hipotezini test etmiştir. 1973-2001 dönemi için Almanya-ABD, 1977-2001 dönemi için ise Birleşik Krallık-İspanya döviz kurları ve üç aylık faiz oranları dikkate alınmıştır. Sonuçlar, faiz paritesi hipotezinin geçerli olduğunu ve özellikle İspanya'nın AB'ye üyeliği sonrası İspanya-Birleşik Krallık çifti için hipotezin desteklendiğini göstermiştir.

ÖZBEK (2020), 2002-2019 döneminde 12 gelişmiş ülke için güvencesiz faiz paritesi hipotezinin geçerliliğini analiz etmiştir. Yapısal kırılmalı panel eşbütünleşme testi kullanılan çalışmada, sonuçlar faiz oranı paritesinin geçerli olduğunu ve döviz kurundan faiz oranına doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi bulunduğunu ortaya koymuştur.

YURTTAGÜLER ve KUTLU HORVARTH (2019), Avrupa Birliği ekonomisi ile ABD arasında 1999-2017 döneminde USD/EUR döviz kuru ve üç aylık faiz oranları arasındaki ilişkiden hareketle güvencesiz faiz paritesinin geçerliliğini analiz etmiştir. ADF ve PP birim kök testleri uygulanmıştır. Bulgular, hipotezin Avrupa Birliği ekonomisi için geçerli olduğunu göstermiştir. Granger nedensellik testi, kısa vadeli faiz oranı farkının döviz kuru üzerinde etkili olduğunu ortaya koymuştur.

2.2. Gelişmekte Olan Ülkeler

BHATTA vd., (2022), 1989-2019 döneminde Nepal ve Hindistan arasında faiz paritesi koşulunun geçerliliğini incelemiştir. Bu makalede kullanılan ekonometrik analiz yöntemi, Maksimum Olabilirlik Tahmini (MLE) temelli Durum Uzay Modeli ve Kalman

Filtresi kullanılarak yapılmış bir zamanla değişen parametrelili modeldir. Elde edilen bulgular; Nepal Rupisi'nin, Hint Rupisi karşısında sürekli ve zamanla değişen negatif bir risk primi taşıdığını, bu primin temel belirleyicisinin faiz farkı, ardından da enflasyon farkı olduğunu göstermektedir. Sürekli risk primi, faiz paritesi koşulunun iki ülke arasında geçerli olmadığını ortaya koymuştur.

ORELLENA ve PINO (2021), 1992–2011 döneminde, 35 yüksek ve 10 orta gelirli ülkede güvencesiz faiz paritesi hipotezinin geçerliliğini test etmiştir. Makale, panel veri yöntemi ile tahmin edilen çekim modeli (gravity panel model) kullanarak Güvencesiz Faiz Haddi Paritesi hipotezini test etmektedir. Ekonometrik analizde, sabit etkili vektör ayrıştırması (FEVD) ve Hausman-Taylor tahmincisi gibi yöntemler uygulanmış. Uzun vadeli devlet tahvili getirileri ile oluşturulan modelde, faiz oranı farkı beklenen nominal döviz kuru değişiminin fonksiyonu olarak ele alınmıştır. Analiz sonuçları, faiz paritesinin yüksek gelirli ülkelerde geçerli olduğunu, ancak orta gelirli ülkelerde geçerli olmadığını göstermiştir.

FLOOD ve ROSE (2002), 1990'lı yıllardaki kriz dönemlerini dikkate alarak, 13 gelişmiş ve 10 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan bir örnekleme faiz paritesi hipotezini test etmiştir. Regresyon analizi sonuçları, faiz paritesinin kriz yaşayan ülkelerde sabit ve esnek kur rejimlerine göre daha iyi çalıştığını, ancak zengin ve yoksul ülkeler arasında sistematik bir fark olmadığını göstermiştir.

LIU ve LEE (2022), Çin ve ABD arasında 1996-2020 döneminde, faiz oranı değişimlerinin döviz kuru üzerindeki etkilerini incelemiştir. Bu çalışmada, Rolling-Window Bootstrap Granger Nedensellik Testi yöntemi kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar; ABD'nin faiz oranı değişimlerinin döviz kuru üzerinde Çin'e kıyasla daha güçlü etkide bulunduğunu, faiz paritesi hipotezinin tüm örneklem boyunca geçerli olmadığını ancak belirli alt dönemlerde geçerli olabileceğini göstermektedir.

ŽIVKOV vd., (2016), 2003-2013 dönemine ait haftalık verilerle; Hırvatistan, Çekya, Macaristan, Polonya, Romanya, Rusya ve Sırbistan'dan oluşan yedi Doğu Avrupa geçiş ekonomisinde güvenceli faiz oranı paritesi hipotezini incelemiştir. GARCH modeli ile elde edilen sonuçlar, söz konusu ülkelerde faiz oranı paritesi hipotezinin geçerli olmadığını göstermiştir.

CZECH ve PIETRYCH (2021), Polonya Zlotisi'nin döviz piyasası etkinliğini, 2004-2021 döneminde ele almıştır. GARCH modeli ile faiz paritesi testi yapılmış, ayrıca doğrusal olmayan analizler gerçekleştirilmiştir. Elde edilen sonuçlar; faiz paritesi hipotezinin yalnızca ABD Doları ile geçerli olduğunu, diğer tüm döviz çiftlerinde hipotezin reddedildiğini ortaya koymuştur.

DABROWSKI ve JANUS (2024), 1999–2019 döneminde Çekya, Macaristan, Polonya ve Romanya'da güvencesiz faiz paritesi hipotezinin geçerliliğini incelemiştir. Çalışmada, Euro, ABD Doları ve İsviçre Frangı nominal döviz kurları ile para piyasası faiz oranları arasındaki ilişki incelenmiştir. Elde edilen sonuçlar, referans para birimi seçiminin faiz paritesi test sonuçları üzerinde belirleyici etkisi olduğunu göstermiştir. Özellikle Euro-Dolar risk primi hareketlerinin, parite testlerinde görülen tutarsızlıkları açıklayabileceği vurgulanmıştır.

LOTHIAN ve WU (2011b), 1791-1999 dönemi arasında 2 yüzyılı aşan veri seti ile ABD, Birleşik Krallık ve Fransa'da faiz oranı paritesi hipotezini test etmiştir. Dolar-Sterlin ve Frank-Sterlin döviz kurları ile uzun ve kısa vadeli faiz oranları arasındaki ilişkinin araştırıldığı çalışmada, elde edilen bulgular faiz oranı paritesinin çok uzun vadede geçerli olduğunu ortaya koymuştur.

KWIZERA (2018), 2004-2016 döneminde Ruanda'da faiz oranı paritesi hipotezini test etmiştir. Analizde GMM yöntemi uygulanmış ve elde edilen sonuçlar, analiz döneminde faiz paritesi hipotezinin reddedildiğini ve gelişmekte olan ülkelerde faiz oranı dışındaki faktörlerin döviz kuru dinamikleri üzerinde belirleyici olabileceğini göstermiştir.

FATUM (2015), Bağımsız Devletler Topluluğu üyesi 6 ülkede (Ermenistan, Azerbaycan, Gürcistan, Kazakistan, Kırgızistan, Moldova) faiz paritesi hipotezi 1995-2010 döneminde test edilmiştir. Spot döviz kurları ve üç aylık hazine bonosu faiz oranları üzerinden yapılan analizde, faiz paritesinin geçerliliğinin çoğu ülke için uzun vadede geçerli olduğu görülmüştür.

BÜBERKÖKÜ (2019), Türkiye, Meksika, Endonezya, Güney Afrika ve Kolombiya'dan oluşan 5 gelişmekte olan ekonomide 2003-2018 döneminde güvencesiz faiz paritesi hipotezini test etmiştir. Analizde, döviz kurları ve para piyasası faiz oranları ile geleneksel model ve risk primi durağanlığı dikkate alınmıştır. Analiz sonuçları;

geleneksel modele göre hipotezin geçerli olmadığını, risk primlerinin durağanlık analizine göre ise faiz paritesinin geçerli olduğunu göstermiştir.

GENÇ ve AKSOY (2020), 2009–2019 döneminde, Kırılgan Beşli (Türkiye, Güney Afrika, Brezilya, Hindistan, Endonezya) ülkelerinde güvencesiz faiz paritesi hipotezini test etmiştir. 12 ay ve 3 ay vadeli devlet tahvili faiz oranları ve spot döviz kurları kullanılmıştır. Eşbütünleşme analizi ve asimetrik nedensellik modellerinde elde edilen sonuçlar, yapısal kırılma dikkate alınmadan yapılan analizlerde hipotezin geçerli olmadığını, Brezilya için yapısal kırılma içeren analizlerde ise hipotezin geçerli olduğunu göstermiştir.

KARDAŞLAR (2021), Türkiye’de faiz paritesi hipotezini 1986-2020 dönemine ait verilerle test etmiştir. Kullanılan testler; ADF, PP, DF-GLS, Zivot-Andrews, Lee-Strazicich ve Fourier ADF birim kök testleridir. Bulgular, geleneksel birim kök testleriyle hipotezin geçerli olmadığını ancak Fourier ADF testinin hipotezi desteklediğini ve bu testlerin daha etkili sonuçlar verdiğini ortaya koymuştur.

3. PARASALCI YAKLAŞIM TEORİSİ BAZINDA LİTERATÜR TARAMASI

3.1. Gelişmiş Ülkeler Bazında

CIVCIR (2004), Türkiye’de 1987–2000 döneminde Türk Lirası-ABD Doları döviz kurunun belirlenmesinde parasalcı yaklaşımın geçerliliğini incelemiştir. Johansen Eşbütünleşme analizi yapılan çalışmada elde edilen bulgular, döviz kurunun parasal temeller ve göreceli fiyatlarla eşbütünleşik olduğunu ve parasalcı yaklaşımın uzun dönemde geçerli olduğunu ortaya koymuştur.

RAPACH ve WOHAR (2002), 14 sanayileşmiş ülke için parasalcı yaklaşımın döviz kurunun belirlenmesi üzerindeki etkisini VECM yaklaşımı ile analiz etmiştir. 19 ve 20. yüzyılın sonlarına kadar geçen bir dönemi kapsayan analizlerde; parasalcı yaklaşımın geçerliliğine ilişkin Fransa, İtalya, İspanya ve Hollanda için güçlü; Belçika, Finlandiya ve Portekiz için orta düzeyde; İsviçre için zayıf kanıtlar bulunmuştur. Diğer ülkelerde modelin geçersiz olduğu bulunmuştur. Diğer ülkelerde ise parasalcı yaklaşım döviz kuru değişikliklerini açıklamada yetersiz kalmıştır.

SARNO, VALENTE ve WOHAR (2004), Belçika, Finlandiya, Fransa, İtalya, Portekiz ve İsviçre’de, 19 ve 20. yüzyılın sonlarına kadar geçen bir dönemi kapsayan analizlerde MS-VECM yöntemi ile parasalcı yaklaşımın geçerliliği test edilmiştir. Elde

edilen bulgular, parasal temeller ile döviz kuru arasında uzun vadeli bir ilişki olduğunu göstermektedir.

3.2. Gelişmekte Olan Ülkeler Bazında

UZ ve KETENCİ (2008), yeni AB üyesi ülkeler ve Türkiye'yi kapsayan çalışmasında 1993-2005 dönemine ait verilerle parasal modelin geçerliliğini incelemiştir. Panel eşbütünleşme testleri uygulanmıştır. Sonuçlar, parasal modelin uzun vadeli geçerliliğini desteklerken kısa vadede döviz kuru hareketlerini açıklamakta yetersiz kaldığını göstermektedir.

DABROWSKI, PAPIEZ ve SMIECH (2014), Çekya, Macaristan, Moldova, Polonya, Romanya, Sırbistan, Türkiye ve Ukrayna'dan oluşan 8 Orta ve Doğu Avrupa ülkesi için 2001-2012 döneminde parasalcı modelin geçerliliğini panel veri analizleriyle test etmiştir. Panel eşbütünleşme ve nedensellik testleri uygulanmıştır. Sonuçlar, döviz kurlarının makroekonomik temellerden kopuk olmadığını ve parasalcı yaklaşımın nominal döviz kuru davranışını iyi açıkladığını göstermektedir. Elde edilen sonuçlar, önceki çalışmada elde edilen sonuçları teyit etmiştir.

SYLLIGNAKIS ve KOURETAS (2011), Bulgaristan, Çekya, Litvanya, Slovakya, Estonya, Macaristan, Slovenya, Letonya, Romanya ve Polonya'dan oluşan 10 Orta ve Doğu Avrupa ülkesi için 1994-2010 döneminde, parasalcı yaklaşımın geçerliliğini Markov rejimli VECM yöntemiyle analiz etmiştir. Elde edilen analiz sonuçları, parasalcı yaklaşımın uzun dönemli etkisinin kur rejimine bağlı olarak değiştiğini göstermektedir.

CERRA ve SAXENA (2010), 98 gelişmekte olan ülke için parasalcı yaklaşımın geçerliliğini incelemiştir. Gerçekleştirilen regresyon analizi sonuçları; uzun dönemde parasalcı yaklaşımın geçerli olduğunu ancak kısa dönemde ticaret dengesi, faiz ve enflasyon beklentileri gibi faktörlerin etkili olduğunu göstermektedir.

DABROWSKI, MONIKA ve SMIECH (2013), Çekya, Macaristan, Moldova, Polonya, Romanya, Sırbistan, Türkiye ve Ukrayna için 2001-2012 döneminde parasalcı yaklaşımın geçerliliğini analiz etmiştir. Panel eşbütünleşme ve hata düzeltme modelleri uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlar parasalcı yaklaşımın geçerli olduğunu göstermiştir.

CRESPO-CUARESMA, FIDRMUC ve MACDONALD (2005), Çekya, Macaristan, Polonya, Romanya, Slovakya ve Slovenya'dan oluşan 6 Orta ve Doğu Avrupa ülkesi için 1994-2002 döneminde panel eşbütünleşme yöntemiyle parasalcı

yaklaşımın geçerliliğini analiz etmiştir. Elde edilen bulgular, söz konusu yaklaşımın uzun dönemde döviz kuru ilişkilerini başarılı biçimde açıkladığını göstermektedir.

ÖRUÇ (2016), Türkiye için 1988-2015 döneminde, parasalcı yaklaşımın geçerliliğini analiz etmiştir. Elde edilen analiz sonuçları; görelî gelirin döviz kuru değişikliklerini açıklayan en etkili değişken olduğunu, görelî faiz ve enflasyon farklarının etkisinin zayıf olduğunu göstermiştir.



DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

EKONOMETRİK ANALİZ

1. EKONOMETRİK YÖNTEM

1.1. Panel Veri Analizi

Panel veri analizi, 1960'lı yıllardan itibaren ekonometrik analizlerde kullanılan oldukça popüler bir alan haline gelmiştir. Panel veri analizinin en mühim özelliklerinden biri, zaman serileri ile yatay kesit serilerini birlikte kullanarak hem zaman hem de kesit boyutunu içeren bir veri seti kullanılmasına imkân sağlamasıdır. Bir başka ifade ile şirketler, bireyler, ülkeler ve benzer gruplara dair gruplandırma yaparak yatay kesit üzerine, belirlenen zaman dilimindeki verilerin birleştirilmesi ile kullanılabilen bir yöntemdir (GUJARATI, 2004).

Yatay kesit veri seti belli bir zaman aralığında kişiler, şirketler, ülkeler, şehirler gibi birim örneklerden oluşmaktadır. Yatay kesit değişkeni genelde i alt simgesi ile gösterilirken, N kesit sayısı için $i = 1, 2, 3, \dots, N$ den değerler almaktadır. Zaman serisi veri seti ise belirli bir zaman içerisinde bir veya birkaç değişkene ait gözlemlerden meydana gelmektedir. Zaman serisi verileri kronolojik sıraya göre düzenlenmektedir. Yani günlük, aylık, haftalık, üç aylık ve yıllık gibi farklı zaman serilerinden oluşabilmektedir. Bu nedenle belirli bir grup ve belirli bir dönem aralığına ait veriler ile araştırma yapılmak isteniyor ise panel veri analizinin kullanılması doğru bir yöntem olacaktır (EĞRİ vd., 2017).

Panel veri analizinde yatay kesit, birim olarak isimlendirilmekte ve belli grupları tanımlamaktadır. Seçilen birimler için belli bir dönem içinde devam eden gözlemler ise zaman boyutunu (T) ifade etmektedir. Bu durumda analizi gerçekleştirebilmek için (N) kadar birime ve bu birime eşit gelecek olan (T) zaman kadar gözleme ihtiyaç vardır. Zaman serisi analizinde uzun dönem aralıklara gerek duyulurken, panel veri analizinde $N \times T$ kadar veri deposu sağladığından önemli bir avantaj elde edilmektedir (BALTAGI, 1975).

(4.1) numaralı eşitlikte basit bir panel veri modeli gösterilmektedir.

$$Y_{it} = \beta_{it}X_{it} + \mu_{it} \quad (4.1)$$

$$i = 1, \dots; N ; t, \dots T$$

(4.1) numaralı eşitlikte; i yatay kesit birimi, t zaman kesiti birimi, Y_{it} bağımlı değişkeni, X_{it} bağımsız değişkeni, β_{it} eğim parametresini ve μ_{it} hata terimini ifade etmektedir.

Panel veri seti iki şekilde sınıflandırılabilir. Dengeli panel, zaman serisinin ve her bir yatay kesit verisinin aynı uzunluğa sahip olması durumunu ifade ederken; yatay kesit ve zaman serisi uzunluklarının farklı olması dengesiz panel durumunu göstermektedir (BALTAGI, 1975). Bunun dışında panel veri birimlerinin (N); zaman serisi gözlemlerinden (T) fazla olduğu panele kısa panel, tersi durum söz konusu olduğunda ise uzun panel denilmektedir. Diğer bir deyişle, kısa panel $N > T$, uzun panel ise $T > N$ olarak ifade edilebilmektedir.

Panel veri analizi sahip olduğu özellikler ile birlikte bazı önemli avantajlar sunmaktadır. Bunlar şu şekilde ifade edilebilir:

- Daha fazla gözlem sayısı içerdiğinden tahminlerin güvenilirliği artmakta, tahminlerin etkinliği yükselmektedir. Bununla birlikte gözlem sayısındaki artıştan dolayı serbestlik derecesi artmakta ve değişkenler arasındaki doğrusallık sorunu yaşanmamaktadır (HSIAO, 2003).
- Yatay kesit ve zaman serisi birlikte kullanıldığından etkilerin ölçülmesi kolaylaşmaktadır. Ölçümü sağlanamayan veya modelde bulunmayan verilerin de kontrolü sağlanabilmekte iken kesitlerin ve serilerin kısa olması halinde de analiz yapılmakta ve zaman serisi kullanıldığından dinamik model oluşturulabilmektedir. Gözlem sayısının çokluğu, genelde zaman serilerinde ortaya çıkmakta iken panel veri analizinde çoklu doğrusal bağlantı sorununun doğma ihtimali azalarak daha tutarlı tahminlere ulaşılabilmektedir (ÖZKURT, 2015).
- Tahminlerde ortaya çıkan sapma ve eksik olan değişkenler nedeniyle ortaya çıkan hataların minimum düzeye indirilmesini ve değişkenlerin kontrol edilerek modele dahil edilmesine olanak sağlar (GUJARATI, 1972).

- Durağanlık testinde uygulanan birim kök testleri, zaman serilerinde kullanılan birim kök testlerinde ortaya çıkabilen standart olmayan dağılım sorununu çözüme kavuşturmaktadır (SEDEF, 2010).
- Zaman serileri ve yatay kesit verileri arasında gözlemlenemeyen heterojenlikler, panel veri ile kontrol edilebilir.

Diğer taraftan, panel veri analizinin yol açtığı bazı dezavantajlarda söz konusudur ve bu hususların analizlerde dikkate alınması gerekir. Bu dezavantajlar:

- Ölçüm hataları, heterojenlik sapması, örnek seçim sapması, verilerin tasarlanmasının ve toplanmasının zorluğu yer almaktadır.
- Doğrusal olmayan panel veri analiz yöntemleri kullanıldığında panel verinin zaman serisinin yatay kesite göre kısa olması bazı güçlükler çıkarabilmektedir. (TATOĞLU, 2013b)
- Panel veri analizlerinde hata terimi büyük öneme sahiptir. Bazı zamanlarda panel veri modelinde sapmalar olabilmektedir.
- Mikro seviyede yapılan analizlerde birim boyutunun fazla olmasına rağmen zaman boyutunun kısa kalması çeşitli sorunlara yol açmaktadır.
- Zaman serisi ve yatay kesit gözlemleri arasında heterojenlik dikkate alınmazsa bazı tutarsızlıklar ortaya çıkmaktadır (AKIN, 2024).

1.2. Panel ARDL

Zaman serisi boyutu bulunan verilerle gerçekleştirilen analizlerde serilerin durağan olmaması önemli bir sorundur. Bu sorun durağan olmayan serilerin farkının alınması yoluyla aşılmaktadır. Bununla birlikte, eşbütünleşme testleri ve hata düzeltme modellerinin kullanılması bir diğer yöntemdir. Panel ARDL yaklaşımı, panel gecikmesi dağıtılmış otoregresif modellerin tanımlanarak tahmin edilmesini sağlayan ve tahminlerde kullanılan değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkinin varlığını araştırmak ve değişkenler arasındaki dinamik ilişkilerin araştırılması amacıyla kullanılan bir panel veri analiz yöntemidir. Söz konusu yaklaşım, (M. H. PESARAN vd., 1999) tarafından geliştirilmiştir ve tahminlerde kullanılacak serilerin aynı seviyede durağan olmadığı durumda da kullanılmasına imkân verdiği için oldukça popüler hale gelmiştir. Standart bir Panel ARDL modeli (4.2) numaralı eşitlikte gösterilmektedir:

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{i=1}^p \beta_i Y_{it-i} + \sum_{i=0}^q \gamma_i X_{it-1} + \sum_{i=1}^p \delta_i Y_{i(t-1)} + \sum_{i=0}^q \phi_i X_{i(t-1)} + \varepsilon_{it} \quad (4.2)$$

(4.2) numaralı eşitlikte, Y_{it} t zaman aralığı ve i birim değerine sahip bağımlı değişkeni, X_{it} t zaman aralığı i birim değerinin bağımsız değişken vektörünü göstermektedir. β_i ve γ_i bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait katsayı değerlerini, δ_i ve ϕ_i ise gecikmeli değerlere ait katsayı değerlerini ifade etmektedir. p ve q gecikme uzunluklarını temsil ederken; α_i birimlere özgü sabit etki katsayısını, ε_{it} ise hata terimi katsayısını tanımlamaktadır. Panel ARDL modelinde yer alan katsayıların tahmini ile panel veri setindeki bağımlı ve bağımsız değişkenlerin cari ve gecikmeli etkileri birlikte görülmektedir (SOYLU, 2021). Tahmin aşamasında, gecikmesi dağıtılmış bileşenler ($\delta_i Y_{i(t-1)}$) bağımsız değişken ve gecikmeli değerlerinin etkisini ortaya çıkarırken, otoregresif bileşenler ise ($\phi_i X_{i(t-1)}$) bağımlı değişkenin gecikmeli etkilerini meydana getirmektedir (TATOĞLU YERDELEN, 2012).

Panel ARDL analizi sahip olduğu avantajlar sayesinde kullanışlı bir yöntemdir. Bu avantajlar şu şekilde ifade edilebilir.

İlk olarak, ARDL yaklaşımı diğer yöntemlerin aksine tüm değişkenlerin aynı düzen içerisinde birleştirilmesi hususunda kısıtlayıcı bir varsayıma gitmez. Diğer bir ifade ile birçok değişkene sahip zaman serisi analizlerinde bazı serilerin düzey değerlerinde I(0) bazı serilerin ise birinci farklarında I(1) durağan olması halinde de bu yaklaşım kullanılabilir (HARRIS ve SOLLIS, 2003; ŞİMŞEK, 2016). Diğer yöntemler örneklem boyutuna duyarlı iken, ARDL analizi küçük örneklem kullanıldığında da güvenilir sonuçlar vermektedir (ÇALIŞKAN, 2020). Son olarak, panel veri analizinde birimler genelde heterojen yapıya sahiptir. Ancak panel ARDL farklı birim ve zaman aralığındaki heterojenliği kontrol etmede epey başarılıdır ve tutarlı tahminler elde edilmesine imkân tanımaktadır. Söz konusu metodolojinin sahip olduğu üstünlükler bu yaklaşımın literatürde oldukça fazla kullanılmasını sağlamıştır.

Panel ARDL yaklaşımında tahminlerde kullanılan iki önemli teknik bulunmaktadır. Bunlar, Ortalama Grup Tahmincisi (MG) ve Havuzlanmış Ortalama Grup Tahmincisi (PMG)'dir. MG tahmincisi ARDL değişkenlerinin parametrelerinde hiçbir kısıtlama, değişiklik uygulamamakta ve elde edilen tahminlerin ARDL analizinde ortaya çıkan uzun

dönem parametrelerin ortalamasını bulmasına imkân sağlamaktadır. Ancak bu tahmincinin en temel eksikliği belirli parametrelerin oluşturulan paneller arasında aynı olmasına yol açmasına ve tüm birimler için farklı hata varyansı, sabit katsayı ve kısa dönem parametreleri oluşmasına izin vermemesidir (M. H. PESARAN ve SMITH, 1995)ve (M. H. PESARAN vd., 1999). Bu yöntemlerden farklı diğer bir yöntem ise, Dinamik Sabit Etkiler (DFE) yöntemidir ve bu yöntemde sabit terimin gruplar arasındaki aynı olma sorunu giderilmekte ancak bütün eğim katsayıları ve hata terimleri varyansının homojen olarak dağılma özelliği meydana gelmektedir (GÜLER, 2014). PMG tahmincisi ise MG ve DFE tahmincilerindeki bu eksikliklerin giderilmesinde oldukça başarılı bir yöntemdir. PMG tahmincisi uzun dönem parametrelerin paneli oluşturan ülkeler, şehirler vb. arasında aynı olma kısıtlılığını getirmekte fakat sabit terimin, hata varyanslarının ve kısa dönem parametrelerin birbirleri arasında heterojen olmasına izin vermektedir (M. H. PESARAN vd., 1999).

Bununla birlikte, küresel ekonomik sistem göz önünde bulundurulduğunda özellikle ülkelere ait ekonomik verilerin birlikte hareket ettiği sık karşılaşılan bir durumdur. Bu yatay kesitler arasında bağımlılık sorunu oluşmasına yol açmaktadır. Yatay kesit bağımlılığı tahminlerde güvenilirlik düzeyini düşüren istatistiksel bir problemdir ve göz önüne alınması gerekir. Ancak Panel ARDL yaklaşımında kullanılan ve yukarıda bahsedilen tahminciler bu durumu dikkate almamaktadır. Bu çerçevede yatay kesit bağımlılığını dikkate alan çeşitli yöntemler geliştirilmiştir. Bunlardan en önemlisi CS-ARDL'dir. Bu kısımda CS-ARDL'den bahsedilmektedir.

1.3. CS-ARDL Modeli

CS-ARDL yöntemi, (CHUDIK ve PESARAN, 2015) tarafından geliştirilmiş bir panel veri analizi yöntemidir ve (M. H. PESARAN ve SMITH, 1995) tarafından önerilen (M. H. PESARAN vd., 1999) tarafından geliştirilen panel otoregresif dağıtılmış gecikmeler (Panel-ARDL) yaklaşımına dayanmaktadır. Çalışmada, gerçekleştirilen ön testler çerçevesinde, değişkenler arasındaki ilişkiyi test etmek için geleneksel panel ARDL modelinin geliştirilmiş bir versiyonu olan Çapraz Kesitsel Olarak Genişletilmiş Otoregresif Dağıtılmış Gecikme (CS-ARDL) modeli uygulanmıştır (CHUDIK ve PESARAN, 2015). CS-ARDL modeli hem kısa hem de uzun dönem parametrelerini, hata düzeltme terimlerini ve her değişkenin kısa ve uzun dönem çapraz kesit ortalamalarını içermektedir. Dolayısıyla bu yaklaşım, her bir bağımsız değişkenin kesitsel ortalamalarını

modele dâhil ederek kesitsel bağımlılık sorununu etkili bir şekilde ele almaktadır. Bu yöntemde önce kısa dönem katsayıları tahmin edilmekte ve daha sonra uzun dönem katsayıları hesaplanmaktadır. Bu şekilde panel veri setlerinde uzun dönem ilişkisi olup olmadığını test etmeye çalışmaktadır (CHUDIK ve PESARAN, 2015)

CS-ARDL yöntemi bazı önemli üstünlüklere sahiptir. Bunlar:

- Kısa ve uzun dönem katsayılarını ayrı bir şekilde tahmin ederek, daha detaylı analiz yapmaya imkân tanımaktadır (CHUDIK ve PESARAN, 2015)
- Eğim katsayıları açısından heterojenlik içeren bir ortalama grup tahmini yapmaya imkân tanımaktadır.
- CS-ARDL, her bir çapraz kesitin tahminlerine ve çapraz kesitsel ortalamalarına dayanmaktadır. Bu ortalamalar, gözlemlenemeyen ortak faktörleri ve bunların gecikmelerini temsil etmektedir.
- Modeldeki gecikmeli bağımlı değişkenden kaynaklanan zayıf dışsalılık durumunda da etkili tahmin sonuçları sağlamaktadır.
- Çapraz kesitsel ortalamaların gecikmelerinin eklenmesi yoluyla içsellik sorununa çözüm üretilebilmektedir.
- Küçük örnekleme sahip panellerde güçlü sonuçlar elde edilmektedir. Bu durum standart Panel ARDL yaklaşımında yanıltıcı tahminlere neden olabilmektedir (CHUDIK ve PESARAN, 2015). (CHUDIK ve PESARAN, 2015), bu duruma dair daha güçlü bir tahminci elde etmek amacıyla (H. M. PESARAN, 2006)'a ait Ortak İlişkili Etkiler (CCE) tahmincisini dinamik modellere genişleterek CS-ARDL tahmincisini geliştirmişlerdir.

CS-ARDL yöntemi, panel veri analizinde önemli bir eksikliği doldurarak, hem yatay kesit bağımlılığını dikkate alan hem de kısa ve uzun dönemli ilişkileri aynı anda analiz edebilen güçlü ve önemli bir analiz yöntemidir. Yöntemin sunduğu avantajların yanı sıra, uygulama zorlukları ve hesaplama maliyetleri de göz önünde bulundurulmalıdır. Böylece CS-ARDL yöntemi, dikkatli ve düzgün bir şekilde kullanıldığında sağlam ve güvenilir analizlere ulaşabilme imkânı sunmaktadır.

Bu yöntem, heterojen eğim katsayılarına sahip bir ortalama grup tahmincisi kullanır ve gözlemlenemeyen ortak faktörler ile gecikmelerini temsil eden gösterge değişkenleri içerir. CS-ARDL tahmini (4.3) numaralı eşitlik kullanılarak gerçekleştirilmektedir.

$$\Delta Y_{it} = C_i + \lambda_i(Y_{it-1} - \beta_i X_{it-1} - \phi_{1i} \bar{Y}_{t-1} - \phi_{2i} \bar{X}_{t-1}) + \sum_{j=1}^{p-1} \omega_{ij} \Delta Y_{it-j} + \sum_{j=0}^{q-1} \vartheta_{ij} \Delta X_{it-j} + \delta_{1i} \Delta \bar{Y}_t + \delta_{2i} \Delta \bar{X}_t + \varepsilon_{it} \quad (4.3)$$

Bu denklemde ΔY_{it} bağımlı değişkeni, C_i ülkeye özgü sabit terimi ve X bağımsız değişkenler kümesini göstermektedir. $(Y_{it-1} - \beta_i X_{it-1} - \phi_{1i} \bar{Y}_{t-1} - \phi_{2i} \bar{X}_{t-1})$ uzun vadeli denge ilişkisini temsil ederken, $\beta_i X_{it-1}$ bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki uzun dönem etkisini göstermektedir. $\phi_{1i} \bar{Y}_{t-1}$ bağımlı değişkenlerin birimler arasındaki kesit bağımlılığını yakalar ve $\phi_{2i} \bar{X}_{t-1}$ bağımsız değişkenlerin bu birimler üzerindeki ortalama etkisini temsil eder. $\sum_{j=1}^{p-1} \omega_{ij} \Delta Y_{it-j}$ ve $\sum_{j=0}^{q-1} \vartheta_{ij} \Delta X_{it-j}$ sırasıyla bağımlı ve bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerlerinin kısa vadeli etkilerini gösterirken, $\delta_{1i} \Delta \bar{Y}_t$ ve $\delta_{2i} \Delta \bar{X}_t$ ise bağımlı ve bağımsız değişkenlerin aynı dönem içindeki kısa vadeli etkilerini yansıtır. Son olarak, ε_{it} tesadüfi dağılılan hata terimlerini ifade eder.

2. EKONOMETRİK MODEL

Bu çalışmada; faiz oranları, enflasyon oranları ve parasal gelişmelerin döviz kuru üzerine etkisi incelenmektedir. Satın alma gücü paritesi yaklaşımına göre incelendiğinde; döviz kuru ile fiyatlar arasında bir ilişki vardır ve herhangi bir zamanda kurlarda ortaya çıkan değişimlerin, ülkelerin nispi fiyatlarında ortaya çıkan değişimler tarafından belirlendiğini ifade eder. Buna göre kurların belirlenmesi uluslararası fiyatlara bağlıdır ve enflasyon oranı yükselen ülkelerde döviz kurlarının yükseleceği, enflasyon oranının düştüğü ülkelerde ise kurların düşeceği belirtilmektedir. Faiz haddi paritesi yaklaşımına göre sermaye akımlarının etkili olduğu finansal piyasalar ile döviz kuru arasında bir ilişki vardır. Bir ülkenin faiz oranı diğer ülkeye göre yüksekse, o ülkenin para biriminin spot kuru değer kazanırken vadeli kuru değer kaybeder. Parasalcı yaklaşım ise ülkenin döviz kurunda yaşanan değişmelerin parasal dengede yaşanan gelişmelerin sonucu olduğunu ifade etmektedir. Örneğin; diğer koşullar sabitken para arzını artıran bir gelişmenin ortaya çıkması, kişilerin yerli-yabancı varlık ve mal talebinin artmasına yol açarak döviz talebini yükseltecektir. Böylece, para arzının arttığı ülkenin para birimi değer kaybetmiş olacaktır.

Çalışmada analize dahil edilen ülke grubu Tablo 4.1’de yer alan altı gelişmekte olan ülkeden oluşmaktadır. Bu ülkeler, incelenen dönemde dünya ortalama enflasyon oranının üzerinde enflasyon yaşamış ve Dünya Bankası’nın kişi başına düşen gelir kriterine göre üst orta gelir grubunda yer almaktadır. Bununla birlikte, bu ölçütleri karşılamasına rağmen veri eksikliği nedeniyle analiz dışında bırakılan ülkeler de olmuştur. Analiz dönemi 2003(Ocak)-2023(Aralık) tarihleri arasını kapsamaktadır.

Tablo 4.1. Ülke Grubu

1. Brezilya	2. Güney Afrika	3. Macaristan
4. Meksika	5. Romanya	6. Türkiye

Çalışmada söz konusu ülke grubunda söz konusu değişkenlerin döviz kuru üzerindeki etkisini ekonometrik olarak ölçmek için oluşturulan ekonometrik model, (4.4) numaralı eşitlikte gösterilmektedir.

$$\ln dk = (fo_X - fo_{ABD}) + (enf_X - enf_{ABD}) + (\ln gelir_X - \ln gelir_{ABD}) + (\ln pa_X - \ln pa_{ABD}) \quad (4.4)$$

(4.4) numaralı eşitlikte bir bağımlı değişken, dört bağımsız değişken bulunmaktadır. Modelimizde bağımlı değişken olarak döviz kuru kullanılmıştır. Döviz kuru olarak da ilgili ülkelerin ABD dolar kuru ele alınmıştır. Çalışmamızın amacı doğrultusunda modelimizdeki temel bağımsız değişken faiz oranı, enflasyon oranı ve para arzıdır. Literatürün geneline bakıldığında bazı istisnalar haricinde faiz oranı, enflasyon oranı ve para arzının döviz kuru üzerinde etkili olduğu görülmüştür. Faiz oranı bağımlı değişkeni yani döviz kurunu faiz haddi paritesi çerçevesinde etkilemektedir. Bu pariteye göre X ülkesi ve ABD arasındaki faiz farkında yaşanan artışlar X ülkesindeki fonların bu ülkede kalmasına, ABD’deki fonların ise yüksek faiz oranından faydalanıp kâr etmek amacıyla X ülkesine akmasına yol açmaktadır. Yabancı sermaye hareketleri döviz kurunu etkilemekte ve kısa vadede X ülkesinin parasının değer kazanmasına ve vade sonu döviz kurunun ise değer kaybetmesine neden olmaktadır. Enflasyon oranı bağımlı değişken olan döviz kurunu Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı ile etkilemektedir. Bu yaklaşıma göre kurun belirlenmesinin iki ülkenin fiyat düzeyleri arasındaki orana bağlı olduğunu, kurlarda meydana gelen değişikliklerin ülkeler arasındaki fiyatlarda ortaya çıkan değişimden kaynaklandığını ve enflasyon oranının yükseldikçe döviz kurunun da yükseleceğini ifade edebilmekteyiz. Para arzı değişkeninin döviz kuru üzerindeki etkisi ise parasalcı yaklaşım çerçevesinde açıklanmaktadır. Buna göre nispi olarak parasal

bollaşma olan ülkede mal ve finansal varlık talebinin artacağı, bunun da ilgili ülkenin para biriminin değer kaybına neden olacağı söylenebilir. Modele kontrol değişken olarak eklenen gelir, temelde bağımlı değişken döviz kurunu gelire bağlı ithalat yoluyla etkilemektedir. Gelire bağlı ithalat ise bir ülkenin milli gelirindeki artışa bağlı olarak ithalat talebinin artmasını ifade etmektedir. Artan gelir ithalat seviyesini artırır buna bağlı olarak dövize olan talep artar, döviz talebinin artması yerli paranın değer kaybetmesine ve kur seviyesinin yükselmesine neden olur. Bununla birlikte, son dönemde gelirdeki iyileşmenin ülkenin risk seviyesinin önemli bir göstergesi olarak kabul gördüğü ve yabancı sermaye yatırımları açısından önemli bir gösterge olduğu da ifade edilebilir. Böyle bir durumda ise ekonomik büyüme yaşayan ülkelerin daha çok yabancı sermaye çekerek döviz kurlarında değerlenme yaşayabileceği de dikkate alınmalıdır.

3. VERİ SETİ

Ekonometrik modelde yer alan bağımlı değişken $lndk$, ülkelerin ABD doları karşısındaki nominal döviz kurlarının logaritmasını göstermektedir. Modelde yer alan bağımsız değişkenlerden fo 3 aylık devlet tahvili faiz oranlarını, enf ise Tüketici Fiyat Endeksi dikkate alınarak hesaplanan enflasyon oranlarını temsil etmektedir. $lngelir$, ülkelerin sanayi üretim endeksini ve $lnpa$ ise geniş tanımlı para arzı olan M_2 para arzını ifade etmektedir. Burada, tüm bağımsız değişkenlerin ilgili ülkedeki değeri ve ABD'deki değeri arasındaki fark dikkate alınmıştır. Analizlerde fo ve enf dışındaki değişkenlerin logaritmik formu kullanılmıştır. $lndk$, fo , enf ve $lngelir$ değişkenlerine ilişkin veriler IMF veri tabanından, $lnpa$ değişkenine ait veriler ise ilgili ülkenin merkez bankalarından alınmıştır. Değişkenlere ait ayrıntılı açıklamalar Tablo 4.2 'de yer almaktadır.

Tablo 4.2. Değişkenlere İlişkin Tanımlamalar

Değişken	Veri	Beklenen İlişki	Veri Kaynağı
$lndk$	Nominal Döviz Kuru (\$)	Bağımlı Değişken	IMF
fo	3 Aylık Devlet Tahvili Faiz Oranı	+	IMF
enf	Tüketici Fiyat Endeksi	+	IMF
$lngelir$	Sanayi Üretim Endeksi	+	IMF
$lnpa$	M_2 para arzı	+	Ülke Merkez Bankaları

Analize dahil edilen 6 gelişmekte olan ülkenin değişkenlerine ilişkin özet istatistikler tablo 4.3 de yer almaktadır. Analizler her değişkene ilişkin 1512 gözlem sayısı ve para arzı değişkenine ilişkin 1464 gözlem sayısı ile gerçekleştirilmiştir. Ülke grubumuz için, analiz yapılan yıllar arasında ortalama lndk değeri 1 iken, en yüksek lndk gözlemi 2.63, en düşük lndk gözlemi 0.06'dır. Ortalama fo değeri 6.89 iken, gözlemlenen en yüksek fo değeri 43.37 ve en düşük fo değeri ise -2.45'dir. Ortalama enf değeri 0.33 iken, en yüksek enf değeri 13.26 ve en düşük enf değeri ise -3.29'dur. Ortalama lngelir değeri -0.0 iken, en yüksek lngelir değeri 0.33 ve en düşük lngelir değeri ise -0.27'dir. Ortalama lnpa değeri -0.70 iken, en yüksek lnpa değeri 0.30 ve en düşük lnpa değeri ise -1.97'dir.

Tablo 4.3. Özet İstatistikler

Değişken	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
lndk	1.512	1.002	0.70	0.06	2.63
fo	1.512	6.891	5.04	-2.45	43.37
enf	1.512	0.336	0.90	-3.29	13.26
lngelir	1.512	-0.009	0.09	-0.27	0.33
lnpa	1.464	-0.706	0.60	-1.97	0.30

4. ANALİZ SONUÇLARI

4.1. Analizlerde Kullanılan Verilere İlişkin Ön Test Sonuçları

4.1.1. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi

Günümüzde ekonomiler arasında yaşanan hızlı değişimler ve gelişmeler, ülkelerin herhangi birinde ortaya çıkan kriz, şok vb. olaylarda, diğer ülkelerin de bu durumdan etkilenmesine neden olabilmektedir. Bu durum göz önünde bulundurulduğunda panel veri analizi yapılan çalışmalarda yanıltıcı sonuçların önüne geçebilmek için yatay kesit bağımlılığının varlığını test etmek zorunlu hale gelebilmektedir (TATOĞLU YERDELEN, 2020: 2-3)

Panel veri analizinde; etkiler birimler için sabitken, zamana bağlı olan etkiler ise farklılaşabilmektedir. Dolayısıyla model içerisinde bulunmayan değişkenlerin etkilerinin, yatay kesit birimleri arasında bağımsız bir şekilde dağılabildikleri varsayılmaktadır (HSIAO, 2003). Ortak şokların hata terimi ile bütünleşmiş olması ve analiz içerisinde incelenmemiş değişkenlerin varlığı hata terimleri açısından önemli kesitsel bağımlılığın meydana gelmesine sebep olmaktadır. Bu durumdaki yatay kesit bağımlılıklarının dikkate alınmaması ölçümlerde yanlışlığa ve tahminlerde yanlış sonuçlar elde edilmesine yol açmaktadır. Böylece panel veri analizinde, serilerde oluşan şokların panel verideki tüm yatay kesit birimlerini hangi düzeyde etkileyeceğini araştırmak gereklidir (HOYOS ve SARAFIDIS, 2006).

Panel veride yatay kesit bağımlılığının olup olmaması analizin sonraki adımlarını belirleyebilmede de öncülük etmektedir. Panel veri analizlerinde yatay kesit bağımlılığının oluşmadığı durumlarda birinci nesil panel birim kök testi uygulanırken, yatay kesit bağımlılığının mevcudiyetinde ise ikinci nesil panel birim kök testlerinin uygulanması gerekmektedir. Bu kapsamda öncelikli olarak modelde yer alan değişkenler arasındaki yatay kesit bağımlılığının mevcut olup olmadığı test edilmelidir (TUĞCU, 2018: 256-257).

Tablo 4.4 de ülke grubumuza ait serilerde gerçekleştirilen yatay kesit bağımlılığı test sonuçları bulunmaktadır. Burada yatay kesit bağımlılığı Pesaran CD testi ile araştırılmıştır. Test sonuçlarının tamamında, lndk, fo, enf, lngelir ve lnpa değişkenlerinin tamamında yatay kesit bağımlılığı sorunu vardır.

Tablo 4.4. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Değişkenler	Test İstatistikleri			
	CD Test İstatistiği	P Olasılık Değeri	Corr	Abs (corr)
lndk	52.32	0.000	0.882	0.882
fo	17.47	0.000	0.294	0.319
enf	17.29	0.000	0.293	0.294
lngelir	10.26	0.000	0.176	0.445
lnpa	40.83	0.000	0.686	0.686

4.1.2. Homojenlik Testi

Yatay kesit bağımlılığından sonra incelenmesi gereken diğer bir konu homojenlik ve heterojenlik konusudur. Homojenite teorisi 2008 yılında Pesaran ve Yamagata tarafından geliştirilmiştir. Homojenlik testi, panel veri analizine dahil edilen birimlerden herhangi birinde ortaya çıkan bir değişimin diğer birimlere aynı düzeyde etki edip etmeyeceğini test etmek amacı ile yapılmaktadır.

Panel veri analizinde heterojen verilere sahip olunması, panelin tümünde hesaplanan katsayıların analize dahil edilen her birim için geçerli olmadığı anlamını taşımaktadır. Dolayısıyla yöntem seçilmeden önce katsayı homojenliği testi uygulanması gerekmekte ve homojenlik testleri ile panel veri analizlerinde verilerin yatay kesitler arasında değişip değişmediği kontrol edilmektedir (GÜZEL ve ARSLAN, 2019).

Panel veri analizinde değişkenlerin eğim katsayılarının homojenliğinin test edilebilmesi için Swamy'nin S testi ve (PESARAN & YAMAGATA, 2008)'nin delta (Δ) testi kullanılmaktadır.

Tablo 4.5 de ülke grubumuza ait verilere uygulanan homojenlik testinin sonuçları gösterilmektedir. Buna göre, Swamy S, Pesaran ve Yamagata delta (Δ) test istatistiklerinden yola çıkarak sıfır hipotezinin ($H_0: \beta_i = \beta$) reddedildiği sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla katsayıların heterojen olduğu sonucu elde edilmektedir. Bu durumdan hareketle, yapılacak olan diğer testlerde ve değişkenlerin parametrelerinin tahmininde var olan kesitlerin heterojen yapıda olduğu kabul edilerek analize devam edilmiştir.

Tablo 4.5. Swamy S, Pesaran ve Yamagata Delta Testi Sonuçları

	Test	Test İstatistiği	p
Swamy	S Testi	36.82	0.000
Pesaran ve Yamagata	Δ	87.757	0.000
	Δ_{adj}	88.857	0.000

4.1.3. Panel Birim Kök Testi

Panel veri modellerinde zaman ve yatay kesit analizlerinin bir arada gerçekleştirilmesi ve zaman serilerinin analize dahil edilmesinden dolayı ortaya çıkabilecek sorunların araştırılması gerekmektedir. Dolayısıyla analizin yapılabilmesi

için zaman etkisinin incelenmesi ve panel verilerin durağan olup olmadığının belirlenmesi ve bu değişkenler arasındaki ilişkinin durağan olması gerekmektedir (ALTINTAŞ, 2006).

Zaman serisi verilerinin en temel özelliği durağanlıktır. Zaman serisi analizlerinde; serilerin ortalama ve varyansının zamandan bağımsız, kovaryansının ise zamanlar arasındaki farktan dolayı durağan olduğu varsayımı yapılır. Fakat zaman serileri genellikle durağan olmamaktadır (GUJARATI, 1995). Bu doğrultuda, çalışmamızda değişkenlerin doğru tahmin edilebilmesi için en önemli varsayımlardan biri verilerin durağan olmasıdır. Çalışmada anlamlı ilişkiler bulabilmek için durağanlık durumunun belirlenmesi gerekmektedir. Çalışmaya yatay kesit boyutu eklendiğinde verideki değişkenlik artmış olmaktadır. Kısacası değişkenler arasında trend mevcut ise gerçek ilişki söz konusu değildir ve sahte regresyon meydana gelmektedir. Analizlerde kullanılan verilerin durağanlığını araştırma için birim kök testleri kullanılmaktadır. Test sonuçlarının, birim kök içerdiğini göstermesi serilerin durağan olmadığını ifade etmektedir (TARI, 2015: 374).

Yapılan test sonucu, değişkenler düzeyde durağan değil ise birinci farkları alınarak tekrar durağanlığına bakılır. Böylece zaman serilerinin kaçınıcı düzeyden bütünleşik olduğu da belirlenir. Bu çalışmada, (H. M. PESARAN, 2007) tarafından geliştirilmiş panel CADF birim kök testi kullanılmıştır.

Tablo 4.6 Pesaran CADF birim kök testi sonuçlarını göstermektedir. Her değişkenin durağanlık durumunu incelemek için sabit ve sabit+trend'li modeller ayrı ayrı test edilmiştir. Birim kök testi sonuçlarına göre, I_{ndk} hem sabit hem sabit+trend'li modelde düzey halde durağan değildir. Bu nedenle 1.farkları alınmış ve böylece hem sabit hem sabit+trend'li modelde durağan olduğu ortaya çıkmıştır. f_o ve I_{npa} sabit modelde düzey halde durağan iken sabit+trend'li modelde durağan değildir. Ancak 1.farkları alındığında sabit+trend'li modelde durağandır. Enf ve I_{ngelir} hem sabit modelde hem de sabit+trend'li modelde düzey halde durağandır. Bu sonuçlar, analizlerde kullanılacak serilerin düzey veya birinci hallerinde durağan olduklarını göstermektedir.

Tablo 4.6. Pesaran CADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	t istatistiği (sabit)	cv5	cv1	t istatistiği (sabit+trend)	cv5	cv1
Indk	-1.688	-2.320	-2.530	-1.613	-2.830	-3.030
Δ Indk	-6.190	-2.320	-2.530	-6.420	-2.830	-3.030
fo	-2.471	-2.320	-2.530	-2.623	-2.830	-3.030
Δ fo	-6.190	-2.320	-2.530	-6.420	-2.830	-3.030
enf	-6.190	-2.320	-2.530	-6.420	-2.830	-3.030
Δ enf	-6.190	-2.320	-2.530	-6.420	-2.830	-3.03
İngelir	-4.350	-2.320	-2.530	-5.122	-2.830	-3.030
Δ İngelir	-6.190	-2.320	-2.530	-6.420	-2.830	-3.030
lnpa	-2.734	-2.320	-2.530	-1.835	-2.830	-3.030
Δ lnpa	-6.190	-2.320	-2.530	-6.420	-2.830	-3.030

4.2. Panel CS-ARDL Tahmin Sonuçları

Analizlerde kullanılan verilere ilişkin gerçekleştirilen ön test sonuçlarından hareketle, serilerin tamamının düzey veya birinci farkları alındığında durağan olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır. Ayrıca gerçekleştirilen homojenlik testi panel veri modelinin katsayılarının tüm birimler için ortak olduğu varsayımının geçersiz olduğunu göstermiştir. Bu iki testin sonucu Panel ARDL yaklaşımının ve homojen modeller yerine MG-PMG gibi heterojen modellerin tercih edilmesinin güvenilir ve tutarlı sonuçlar sağlayacağını göstermektedir. Bununla birlikte, Pesaran CD testi değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığına işaret etmektedir ve bu durumu dikkate almayan yöntemlerin kullanılması, tahminlerin tutarsız veya yanlı olmasına yol açacaktır. Bu durumda, MG-PMG gibi standart tahminciler yerine, Kesit-Bağımlılığı Artırılmış ARDL (CS-ARDL-Cross-Sectionally Augmented ARDL); Genişletilmiş Ortalama Grup Tahmincisi (AMG-Augmented Mean Group); Ortak Bağlantılı Etkiler Yöntemi (CCE-Common Correlated Effects) gibi yöntemlerin kullanılması yerinde olacaktır. Çalışmada ana yöntem olarak CS-ARDL, sonuçların güvenilirliğini ve tutarlılığını test etmek için ise AMG ve CCE yöntemleri kullanılmıştır.

Panel CS-ARDL tahmincisi kullanılarak elde edilen sonuçlar Tablo 4.7 de yer almaktadır. CS-ARDL tahmin yöntemi ile elde edilen sonuçlara göre, istatistiki açıdan

anamlı ve negatif hata düzeltme katsayısı ($\emptyset$) değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin bulunduğunu ifade etmektedir. Hata düzeltme katsayısı (-0.83) modelde dengeyi bozacak bir şok olduğunda, bozulan dengenin yaklaşık olarak %83'ünün bir sonraki dönemde düzelerek uzun dönemde dengeye yaklaşacağını belirtmektedir. Katsayı tahminlerinin istatistiksel güvenilirliği %10 anlamlılık düzeyinde ele alınmıştır.

Uzun dönem katsayılarından elde edilen sonuçlar şu şekildedir. Fo değişkenindeki %1'lik bir değişim, lndk üzerinde %0.004'lük pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. Enf değişkenindeki %1'lik bir değişim, lndk üzerinde 0.01'lik pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki oluşturmaktadır. Inpa değişkenindeki %1'lik bir değişim lndk üzerinde %0.40'luk pozitif ve anlamlı bir etki oluşturmaktadır. Son olarak Ingelir değişkeninin lndk bağımlı değişkeni üzerinde ortaya çıkardığı pozitif etki istatistiksel açıdan anlamsızdır.

Kısa dönem katsayılarına bakıldığında ise, fo değişkeninde meydana gelen %1'lik bir değişiklik lndk üzerinde %0.006'luk pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki oluşturmaktadır. enf değişkeninde meydana gelen %1'lik bir değişim lndk üzerinde %0.01'lik pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. Inpa değişkeninde %1'lik bir değişim lndk üzerinde %0.33'lük pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. Son olarak Ingelir değişkeninin ise lndk üzerinde ortaya çıkardığı etki istatistiksel açıdan anlamsızdır.

Tablo 4.7. CS-ARDL Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken (lndk)	Katsayılar	Standart Hata	p değeri
Uzun Dönem Katsayılar			
fo	0.004545	0.002468	0.066
enf	0.013338	0.004188	0.001
Ingelir	0.216408	0.198864	0.276
Inpa	0.406962	0.223006	0.068
Hata Düzeltme Katsayısı			
$\emptyset$	-0.839826	0.150359	0.000
Kısa Dönem Katsayılar			
Δfo	0.006626	0.003694	0.073
Δenf	0.015071	0.004917	0.002
$\Delta Ingelir$	0.127053	0.114378	0.267
$\Delta Inpa$	0.330073	0.176388	0.061

4.3. Panel AMG ve CCE Tahmin Sonuçları

Panel AMG ve CCE tahmincilerinden elde edilen sonuçlar Tablo 4.8 de yer almaktadır.

Panel AMG tahmincisi ile ulaşılan sonuçlara göre, istatistiki açıdan anlamlı ve negatif hata düzeltme katsayısı ($\emptyset$) değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin bulunduğunu göstermektedir. Hata düzeltme katsayısı (-0.10) modelde bir şok veya değişim meydana gelerek dengesizlik oluşturduğunda, bu dengesizliğin yaklaşık %10'unun bir sonraki dönemde düzeltilerek uzun dönemde dengeye yaklaşacağını ifade etmektedir. Panel CCE tahmincisi ile ulaşılan sonuçlara göre ise istatistiki açıdan anlamlı ve negatif hata düzeltme katsayısı ($\emptyset$) değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin bulunduğunu ifade etmektedir. Hata düzeltme katsayısı (-0.08) modelde yaşanacak bir şok veya değişim sonucu dengesizliğin yaklaşık %0.08'inin bir sonraki dönemde dengeye yaklaşacağını göstermektedir.

AMG uzun dönem katsayıları şöyledir; fo ve $Ingelir$ değişkenlerinin $Indk$ üzerindeki etkisi istatistiksel açıdan anlamsızdır. Enf değişkenindeki %1'lik değişiklik, $Indk$ üzerinde %0.008 pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. Son olarak $lnpa$ değişkeninde meydana gelen %1'lik bir değişim $Indk$ üzerinde %0.54 pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki oluşturmaktadır.

AMG kısa dönem katsayıları ise şöyledir; fo değişkeninde meydana gelen %1'lik bir şok veya değişimin $Indk$ üzerindeki etkisi %0.003'lük pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki oluşturmaktadır. enf değişkeninde oluşan %1'lik bir değişiklik, $Indk$ üzerinde %0.001'lik pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. $lnpa$ değişkeninde oluşan %1'lik bir şok veya değişimin, $Indk$ üzerinde %0.48'lik pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etkisi vardır. $Ingelir$ değişkeninin $Indk$ üzerinde ortaya çıkardığı etki istatistiksel açıdan anlamsızdır.

CCE uzun dönem katsayıları ise şöyledir; fo değişkeninde meydana gelen %1'lik bir değişimin, $Indk$ üzerinde %0.004'lük pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etkisi mevcuttur. Enf değişkeninde oluşan %1'lik bir değişikliğin, $Indk$ üzerinde %0.014'lük pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etkisi oluşmaktadır. $lnpa$ değişkeninde meydana gelen %1'lik bir değişiklik, $Indk$ üzerinde %0.38'lik pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı

bir etki yaratmaktadır. lngelir değişkeninin ise lndk üzerinde yarattığı etki istatistiksel açıdan anlamlı değildir.

CCE kısa dönem katsayıları şöyledir; fo değişkeninde meydana gelen %1’lik bir değişiklik, lndk üzerinde 0.002’lik pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. Enf değişkeninde ortaya çıkan %1’lik bir şok veya değişim, lndk üzerinde %0.001’lik pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. lnpa değişkeninde ortaya çıkan %1’lik bir değişimin, lndk üzerinde %0.52’lik pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etkisi vardır. Son olarak, lngelir değişkeninin lndk üzerinde yarattığı etki istatistiksel açıdan anlamsızdır.



Tablo 4.8. Panel AMG ve CCE Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken (Indk)	AMG Tahminleri			CCE Tahminleri		
Uzun Dönem Katsayılar	Katsayılar	Standart Hata	p-değeri	Katsayılar	Standart Hata	p-değeri
fo	0.001354	0.001653	0.413	0.004265	0.002349	0.069
enf	0.008575	0.002786	0.002	0.014669	0.003840	0.000
İngelir	0.037024	0.112515	0.742	0.102995	0.127886	0.421
İnpa	0.541291	0.190413	0.004	0.380584	0.180612	0.035
Hata Düzeltme Katsayısı						
Ø	-0.10774	0.021341	0.000	-0.081263	0.024516	0.001
Kısa Dönem Katsayılar						
Δfo	0.003614	0.001545	0.021	0.002349	0.000958	0.014
Δenf	0.001591	0.000243	0.000	0.001228	0.000565	0.030
Δİngelir	0.001777	0.139402	0.889	0.029307	0.036305	0.420
Δİnpa	0.488646	0.041262	0.000	0.529429	0.024516	0.000

4.2.3. Panel CS-ARDL Ülke Bazlı Tahmin Sonuçları

Panel CS-ARDL ülke bazlı tahmin sonuçlarından elde edilen sonuçlar tablo 4.9 da yer almaktadır. Ülke bazlı sonuçlara göre, ülkeler istatistiki açıdan anlamlı ve negatif hata düzeltme katsayısına ($\emptyset$) sahiptir ve bu sonuç değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin bulunduğunu ifade etmektedir. Hata düzeltme katsayısı (-0.83) modelde bir şok veya değişim ortaya çıkarak dengesizlik oluşturduğunda, bu dengesizliğin yaklaşık %83'ünün bir sonraki dönemde düzeltilerek uzun dönemde dengeye yaklaşacağını belirtmektedir.

Brezilya için uzun dönem katsayıları şöyledir; fo değişkeninde meydana gelen %1'lik bir şok veya değişim, lndk üzerinde %0.003'lük negatif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. enf değişkeninde meydana gelen %1'lik bir değişim, lndk üzerinde %0.028'lik pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. lnpa değişkenindeki %1'lik bir değişiklik, lndk üzerinde %0.14'lük negatif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. Ingelir değişkeninin ise lndk üzerinde yarattığı etki istatistiksel açıdan anlamsızdır. Brezilya için kısa dönem katsayıları ise şöyledir; fo değişkeninde meydana gelen %1'lik bir değişiklik, lndk üzerinde %0.002'lik negatif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. enf değişkeninde ortaya çıkan %1'lik bir değişim, lndk üzerinde %0.26'lık pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. Ingelir değişkeninde %1'lik bir şok veya değişiklik, lndk üzerinde %0.043'lük negatif ve istatistiki açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. lnpa değişkeninde meydana gelen %1'lik bir değişim ise lndk üzerinde %0.13'lük negatif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır.

Meksika için uzun dönem katsayıları şöyledir; fo değişkeninde meydana gelen %1'lik bir değişiklik, lndk üzerinde %0.020'lik pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki oluşturmaktadır. Enf değişkeninde meydana gelen %1'lik bir değişim, lndk üzerinde %0.015'lik pozitif ve anlamlı bir etki yaratmaktadır. Ingelir değişkeni üzerinde meydana gelen %1'lik bir değişim, lndk üzerinde %0.97'lik pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı etki yaratmaktadır. lnpa değişkeninde ortaya çıkan %1'lik bir değişiklik ise lndk üzerinde %0.96'lık pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki oluşturmaktadır. Meksika için kısa dönem katsayıları ise şöyledir; fo değişkeninde meydana gelen %1'lik bir değişim, lndk üzerinde %0.01'lik pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. Enf değişkeninde meydana gelen %1'lik bir değişim, lndk üzerinde %0.008'lik pozitif ve

istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. Ingelir değişkeninde meydana gelen %1’lik bir değişiklik, lndk üzerinde %0.53’lük pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. lnpa değişkeninde meydana gelen %1’lik bir değişim, lndk üzerinde %0.53’lük pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır.

Güney Afrika için uzun dönem katsayıları şöyledir; fo değişkeninde meydana gelen %1’lik bir şok veya değişiklik, lndk üzerinde %0.014’lük pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. Enf değişkeninde meydana gelen %1’lik bir değişim, lndk üzerinde %0.013’lük pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. lnpa değişkeninde meydana gelen %1’lik bir değişiklik, lndk üzerinde %1.08’lik pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. Ingelir değişkeninin ise lndk üzerinde yarattığı etki istatistiksel açıdan anlamsızdır. Güney Afrika için kısa dönem katsayıları ise şöyledir; fo değişkeninde meydana gelen %1’lik bir şok veya değişiklik, lndk üzerinde %0.012’lik pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. Enf değişkeninde meydana gelen %1’lik bir değişim, lndk üzerinde %0.011’lik pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. lnpa değişkeninde ortaya çıkan %1’lik bir değişiklik, lndk üzerinde %0.93’lük pozitif ve anlamlı bir etki oluşturmaktadır. Ingelir değişkeninin ise lndk üzerinde yarattığı etki istatistiksel açıdan anlamsızdır.

Türkiye için uzun dönem katsayıları şöyledir; fo ve Ingelir değişkenlerinin lndk üzerinde yarattığı etki istatistiksel açıdan anlamsızdır. Enf değişkeninde meydana gelen %1’lik bir değişim, lndk üzerinde 0.013’lük pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. Son olarak lnpa değişkeninde meydana gelen %1’lik bir değişim, lndk üzerinde %0.38’lik pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. Türkiye için kısa dönem katsayıları ise şöyledir; fo değişkeninde ortaya çıkan %1’lik bir değişiklik, lndk üzerinde %0.002’lik pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etki yaratmaktadır. Enf değişkeninde meydana gelen %1’lik bir değişim, lndk üzerinde %0.020’lik pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. lnpa değişkeninde meydana gelen %1’lik bir değişiklik, lndk üzerinde %0.58’lik pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. Ingelir değişkeninin ise lndk üzerinde istatistiksel açıdan anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır.

Macaristan için uzun dönem katsayıları şöyledir; fo değişkeninde meydana gelen %1’lik bir değişiklik, lndk üzerinde %0.002’lik pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. Enf değişkeninde meydana gelen %1’lik bir değişim, lndk üzerinde

%0.024'lük pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. Ingelir değişkeninde ortaya çıkan %1'lik bir şok veya değişim, lndk üzerinde %0.30'luk negatif ve anlamlı bir etki yaratmaktadır. lnpa değişkeninde meydana gelen %1'lik bir değişim, lndk üzerinde %0.23'lük negatif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. Macaristan için kısa dönem katsayıları ise şöyledir; fo değişkeninde meydana gelen %1'lik bir değişim, lndk üzerinde %0.0016'lık pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. Enf değişkeninde meydana gelen %1'lik bir şok veya değişiklik, lndk üzerinde %0.15'lik pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır. Ingelir değişkeninde meydana gelen %1'lik bir değişiklik, lndk üzerinde %0.19'luk negatif ve anlamlı bir etkiye sahiptir. Son olarak lnpa değişkeninde meydana gelen %1'lik bir değişim, lndk üzerinde %0.14'lük negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etki yaratmaktadır.

Romanya için uzun dönem katsayıları şöyledir; fo, enf ve lnpa değişkenlerinin lndk üzerinde istatistiksel açıdan anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır. Ingelir değişkeninde ise meydana gelen %1'lik bir değişim, lndk üzerinde %0.63'lük pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etkiye sahiptir. Romanya için kısa dönem katsayıları ise şöyledir; fo, enf ve lnpa değişkenlerinin lndk üzerinde istatistiksel açıdan anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır. Ingelir değişkeninde ise %1'lik bir değişim, lndk üzerinde %0.34'lük pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etki yaratmaktadır.

Tablo 4.9. Panel CS-ARDL Ülke Bazlı Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken (İndk)	Brezilya	Meksika	Güney Afrika	Türkiye	Macaristan	Romanya
Uzun Dönem Katsayılar						
fo	-0.003108 (0.000)	0.020958 (0.000)	0.014261 (0.000)	0.001842 (0.148)	0.002495 (0.012)	0.003310 (0.176)
enf	0.028736 (0.000)	0.015941 (0.032)	0.013752 (0.006)	0.013698 (0.000)	0.024383 (0.000)	-0.006085 (0.444)
İngelir	-0.048117 (0.418)	0.973283 (0.002)	-0.077574 (0.474)	-0.121466 (0.249)	-0.305829 (0.005)	0.635219 (0.001)
İnpa	-0.147803 (0.000)	0.966364 (0.000)	1.087589 (0.000)	0.382190 (0.094)	-0.230906 (0.012)	0.384335 (0.134)
Hata Düzeltme Katsayısı						
(Ø)	-0.839826 (0.000)	-0.839826 (0.000)	-0.839826 (0.000)	-0.839826 (0.000)	-0.839826 (0.000)	-0.839826 (0.000)
Kısa Dönem Katsayılar						
Δfo	-0.002823 (0.000)	0.011569 (0.000)	0.012293 (0.000)	0.002806 (0.001)	0.001610 (0.012)	0.001813 (0.175)
Δenf	0.026104 (0.000)	0.008799 (0.032)	0.011855 (0.006)	0.020866 (0.000)	0.015737 (0.000)	-0.003333 (0.443)
Δİngelir	-0.043710 (0.002)	0.537266 (0.002)	-0.066872 (0.476)	0.185028 (0.130)	-0.197377 (0.005)	0.347981 (0.001)
Δİnpa	-0.134266 (0.000)	0.533447 (0.000)	0.937547 (0.000)	0.582186 (0.000)	-0.149023 (0.011)	0.210544 (0.134)

5. BULGULAR

Analizlerde altı gelişmekte olan ülke grubunda nominal dvız kuru üzerinde etkili olan faktörler incelenmiştir. Analiz sonuçlarına göre, uzun dönemde, faiz oranları; enflasyon ve para arzı dvız kuru üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olmaktadır. Bununla birlikte, gelirin dvız kuru üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır. Kısa döneme bakıldığında ise, uzun dönemde ortaya çıkan sonuçlarla niteliksel olarak benzer sonuçlar ortaya çıkmıştır. Buna göre faiz oranları, enflasyon ve para arzı dvız kuru üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etki yaratırken, gelir istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip değildir. Ancak burada, faiz oranının dvız kuru üzerindeki etkisi her zaman pozitif olmayabilir. Klasik teoriye göre faiz oranı artarsa, yabancı sermaye girişi olur ve ulusal para değer kazanır, nominal kurlara göre dvız kuru düşer. Fakat gelişmekte olan ülkelerde, yüksek faiz bazen risk göstergesi olarak algılanabilir ve para birimi değer kaybedebilir. Bulgularımız gelişmekte olan ülkelerdeki özel duruma uygun iken klasik teorinin tersine bir ilişki bulunduğunu söylemek mümkündür.

Bununla birlikte, ayırt edici noktalardan biri diğer değişkenlerin etkisi noktasında belirgin bir farklılık olmamasına rağmen parasal genişlemenin dvız kuruna değer kaybettirici etkisi uzun dönemde daha büyüktür. Benzer sonuçlar, AMG ve CCE tahmin sonuçları tarafından da teyit edilmiştir.

Ekonometrik sonuçlardan elde edilen önemli bir bulgu, parasal büyüklüklerde yaşanan değişimlerin dvız kuru değişiklikleri üzerinde daha önemli bir yere sahip olduğudur. Bu durum, teorik olarak parasalcı yaklaşımın ilgili ülke grubu açısından hem uzun hem de kısa dönemde dvız kuru değişikliklerini açıklamada daha etkili olduğunu göstermektedir. Diğer taraftan, Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı enflasyon farkının daha büyük olduğu ülkenin para biriminin değer kaybedeceği çıkarımında bulunmaktadır ve elde edilen sonuçlar hem kısa hem de uzun dönemde bu yaklaşımın da geçerli olduğunu göstermektedir.

Faiz Oranı Paritesi Yaklaşımı ise faiz farkının büyük olduğu ülkenin yabancı sermaye girişleri sayesinde, spot kurda bir değerlenme ve vadeli dvız kurunda ise bir değer kaybı yaşayacağını öngörmektedir. Bununla birlikte elde edilen sonuçlar hem kısa hem de uzun dönemde beklenen ilişkinin tersine para birimine değer kaybı oluşturucu bir etki oluşturduğunu göstermektedir. Bu durum faiz paritesi yaklaşımının hem kısa hem de

uzun dönemde geçerli olmadığını göstermektedir. Gelişmekte olan ve enflasyon oranları nispeten yüksek ülke grubunu ele alan bu analizde söz konusu ilişkinin çeşitli nedenleri olabilir. Özellikle zayıf makroekonomik göstergelere sahip ekonomilerde faiz artışları gelecekteki olası kırılganlıkların bir göstergesi olarak algılanabilmektedir. Söz gelimi bu ülkelerde faiz oranlarının yükselmeye başlaması, daha yüksek enflasyon veya daha yüksek bütçe açığı gibi beklentiler oluşturabilmektedir. Yatırımcılar ise bu durumu dikkate alarak söz konusu ülkeye yönelik finansal yatırımlarında daha çekingen davranabilmektedir. Yüksek enflasyon yaşanan ülkelerde karşılaşılan bir diğer durum ise şu şekilde özetlenebilir. Eğer enflasyon artışı faiz artışından hızlıysa yatırımcıların ilgili ülkenin para biriminde kalması reel getiri olarak cazip değildir. Dolayısıyla nominal faiz artışlarının yabancı sermaye girişleri açısından anlamlı olması ancak reel getiri açısından karşılaştırıldığında mümkün olmaktadır. Üçüncü olarak, özellikle merkez bankalarının kurumsal yapılarının ve iletişim politikasının yetersiz olduğu durumlarda politika güvenilirliği ortadan kalkmaktadır ve faiz artırımları güçlü para politikasının adımlarından biri olarak algılanmaktan ziyade panik müdahaleler olarak algılanmaktadır. Bu durumlarda, politika etkisizliği bir yana kısa vadeli spekülasyon tepkileri yabancı sermaye kaçışları ortaya çıkabilmektedir.

Son olarak, gelir değişkeni ise döviz kurlarını çoğunlukla ithalat kanalı ile etkilemektedir. Analizlerde gelir değişkeni panelin geneli açısından etkisiz bulunmuştur. Dolayısıyla ne kısa dönemde ne de uzun dönemde döviz kuru üzerinde herhangi bir etkisi yoktur.

Ülkeleri baz alarak değerlendirdiğimizde ise Romanya dışında ülkelerin tamamında, enflasyonun artması hem kısa hem de uzun dönemde döviz kuruna değer kaybettirmektedir. Bu da Satın Alma Gücü Paritesinin tüm ülkelerde geçerli olduğunu göstermektedir. Faiz oranı farklarına baktığımızda ise faiz oranı artışları uzun dönemde Meksika, Güney Afrika, Türkiye ve Macaristan'da döviz kurunda değer kaybı oluştururken, Brezilya'da değerlenmeye yol açtığı, Romanya'da ise herhangi bir etki ortaya çıkarmadığı görülmektedir. Kısa dönemde, Meksika, Güney Afrika ve Macaristan'da döviz kurunda değer kaybı oluştururken, Brezilya'da değerlenmeye yol açtığı, Romanya ve Türkiye'de ise herhangi bir etki ortaya çıkarmadığı görülmektedir. Elde edilen sonuçlar, Faiz Oranı Paritesi Yaklaşımı'nın yalnızca Brezilya'da geçerli olduğunu göstermektedir. Parasalcı Yaklaşım ise Brezilya ve Romanya dışındaki

Ülkelerin tamamında döviz kurundaki değişiklerin açıklanmasında güçlü bir role sahiptir. Son olarak modele kontrol değişken olarak eklenen gelire dair ülke katsayılarına baktığımızda, Brezilya ve Macaristan’da beklentilerin aksine gelir artışları uzun dönemde döviz kurunun değerlenmesini sağlamaktadır. İstikrarlı bir ekonomik büyüme yaşayan ekonomilerde bu durum risk göstergelerinin azalması olarak algılanmakta ve yabancı sermaye yatırımlarını teşvik eden bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu durumda da ekonomik büyüme döviz kuru üzerinde değerlenmeye yol açabilmektedir. Söz konusu etki, kısa dönemde Brezilya’da ortadan kalkarken Macaristan’da devam etmektedir. Gelirin Güney Afrika ve Türkiye’de hem kısa hem de uzun dönemde bir etkisi bulunmazken, Meksika ve Romanya’da beklentilerle uyumlu olarak döviz kurunda yükselmeye yol açtığı söylenebilir.

SONUÇ

Döviz kuru, ulusal paranın yabancı para cinsinden değerini tanımlamaktadır. Döviz kurları dünya ekonomisinde istikrar ve politika yapıcılar açısından büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle döviz kurlarının nasıl belirlendiği, hangi değişkenlerden etkilendiği ve bu değişkenlere ne şekilde tepki verdiği uzun yıllardır merak konusu haline gelmiş ve birçok akademik araştırmaya da konu olmuştur.

Döviz kurlarını etkileyen birçok makroekonomik gösterge mevcuttur ve bunların başında faiz oranı, enflasyon oranı, gelir ve para arzı gelmektedir. Bu değişkenlerin döviz kuru ile olan ilişkileri hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler açısından önem arz etmektedir. Aksi halde bu değişkenlerde meydana gelecek bir dengesizlik ekonomilerde uzun vadeli istikrarsızlığa ve krizlere yol açabilmektedir.

Bu çalışmada; Ocak 2003-Aralık 2023 yıllarına ait Türkiye, Brezilya, Meksika, Güney Afrika, Macaristan ve Romanya gibi dünya enflasyon ortalaması üzerinde enflasyona sahip olan ve Dünya Bankası sınıflandırmasında üst orta gelir grubunda yer alan gelişmekte olan ülkelere dair bir analiz yapılmıştır. Ekonometrik modelde bağımsız değişken olarak faiz oranları, enflasyon oranları, gelir ve para arzı değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmanın yöntemi, Panel CS-ARDL'dir. Söz konusu yöntem panel verilerde sıklıkla karşılaşılan heterojenlik ve yatay kesit bağımlılığı durumunda tutarlı ve güvenilir tahminler sağlamaktadır.

Panelin geneli için elde edilen bulgular uzun dönemde faiz oranının, enflasyon oranının ve para arzının döviz kurunu artırarak pozitif bir etkide bulunduğunu göstermektedir. Kısa dönemde de faiz oranı, enflasyon oranı ve para arzı döviz kurunda pozitif ve anlamlı bir etki yaratmaktadır. Bununla birlikte gelirdeki değişmeler ne uzun dönemde ne de kısa dönemde döviz kurunu etkilememektedir. Ülke bazlı elde edilen sonuçlarda ise enflasyon ve para arzı değişkenlerinin etkisi panelin geneliyle uyumluyken, faiz oranı ve gelir değişkeninin etkilerine dair ülkeler arasında farklılaşmalar söz konusudur. Analiz sonuçları nispeten yüksek enflasyona sahip gelişmekte olan ülkelerde Satın Alma Gücü Paritesi, Faiz Oranı Paritesi ve Parasalcı Yaklaşımı döviz kuru ile ilgili görüşlerini de test etme imkânı sunmaktadır. Satın Alma Gücü Paritesi yüksek enflasyona sahip ülkelerin ulusal parasının değer kaybedeceğini,

Parasalcı Yaklaşım ise yüksek bir parasal genişleme yaşanan ülkenin ulusal parasının değer kaybedeceğini ve Faiz Oranı Paritesinin de yüksek faiz oranlarına sahip olan ülkenin ulusal parasının spot kurda değerlenmesini, ancak vadeli kurda değer kaybetmesini öngörür. Panelin geneli için ve ülke bazlı elde edilen sonuçlar; Satın Alma Gücü Paritesi ve Parasalcı Yaklaşımın görüşlerinin çoğunlukla ampirik olarak da geçerli olduğunu, Faiz Oranı Paritesi Yaklaşımının ise Brezilya dışında geçerli olmadığını ortaya koymuştur.

Çalışmada analiz edilen gelişmekte olan ülkelerde, faiz oranı ile döviz kuru arasındaki ilişkinin Klasik Teorinin öngördüğünün tersine olduğu görülmüştür. Klasik Faiz Oranı Paritesi Yaklaşımı'na göre faiz oranı yüksek olan ülkelerde yabancı sermaye girişi artar ve bu durum yerel para biriminin değer kazanmasına, yani döviz kurunun düşmesine yol açar. Ancak yüksek faiz oranlarına ve kırılgan makroekonomik yapıya sahip gelişmekte olan ülkelerde faiz oranı artışları genellikle ekonomik istikrarsızlık, yüksek enflasyon ve artan risk algısının bir göstergesi olarak değerlendirilir. Bu nedenle yatırımcılar, yüksek faiz oranlarını cazip bir getiri fırsatı olarak görmek yerine ülkenin risk priminin yükseldiğini düşünerek sermaye çıkışına yönelebilirler. Sonuç olarak, faiz oranı arttıkça ulusal para birimi değer kaybeder ve döviz kuru yükselir. Bu durum, analiz edilen ülke grubunda faiz oranı ile döviz kuru arasındaki ilişkinin klasik teorinin öngördüğünün tersine olmasının temel nedenidir.

Gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru yönetimi ile ilgili riskler, politika araçları ve Merkez Bankalarının rollerinden bahsederek bir öneri sunmak istersek; bu ülkelerde kur yönetimi, ekonomik kırılganlıkların yüksekliği ve dışsal şoklara maruz kalınması nedeniyle kritik öneme sahiptir. Sermaye hareketlerindeki ani yön değiştirme, döviz kurunda sert dalgalanmalara neden olarak enflasyonist baskıları artırmakta ve ekonomik istikrarı tehdit etmektedir. Özellikle yüksek kur geçişkenliği, dış borçlanmanın döviz cinsinden olması ve döviz rezervlerindeki yetersizlik kur yönetimini zorlaştırmaktadır. Bu durumda merkez bankaları, döviz müdahaleleri, faiz oranı ayarlamaları, sermaye kontrolleri gibi araçlarla kur istikrarını sağlamaya çalışmakta ve kur rejimi tercihleriyle politika esnekliğini belirlemektedir. Merkez bankalarının döviz kuru üzerindeki rolü; fiyat istikrarını sağlamak, döviz rezervlerini yönetmek, piyasa beklentilerini yönlendirmek ve ulusal para birimine olan güvenin artırılması gibi birçok görevi vardır. Dolayısıyla etkin döviz kuru yönetimi, hem kısa vadeli şokların etkisini azaltmak hem de

uzun vadeli makroekonomik dengeyi sağlamak açısından gelişmekte olan ülkeler için vazgeçilmez bir politikadır.



KAYNAKÇA

- ABEL, A. B., & BERNANKE, B. S. (2001). *Macroeconomics (Fourth Edition)*. New York: AddisonWesley Publishing Company.
- ABUAF, N., & JORION, P. (1990). Purchasing Power Parity in The Long Run. *Source: The Journal of Finance*, 45(1), 157-174.
- ABUŞOĞLU, Ö. (1990). *Döviz Kuru Politikası ve İhracat Üzerine Etkileri: 1980-1988 Dönemi*. Türkiye Ticaret Sanayi Deniz Ticaret Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği Yayınları.
- AKÇA, Ö. (2007). *Bağımsızlık Sonrası Kırgızistan'da Uygulanan Döviz Kuru Politikaları* [Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi]. **Kırgızistan-Türkiye Manas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**.
- AKGÜL, C. E. (2010). *Türkiye'de Reel Döviz Kuru Hareketlerinin Analizi* [Yüksek Lisans Tezi]. **Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**.
- AKIN, F. (2024). *Çevresel Kuznets Eğrisinin Ekolojik Ayak İzi Üzerinden Araştırılması: OECD Ülkelerine Yönelik Panel Veri Analizi* [Doktora Tezi]. **İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**.
- AKYILDIZ, A. (2017). *Türkiye'de Döviz Kuru Oynaklığının Makroekonomik Değişkenler Üzerinde Etkilerine Dair Ampirik Analiz* [Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi]. **Ömer Halisdemir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**.
- ALAGÖZ, M., & YAPAR, S. (2006). Erken Uyarı Sinyali Olarak Sermaye Göstergeleri: Asya Krizi Örneği. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 247, 79-91.
- ALAMI, T. H. (2001). Currency Substitution Versus Dollarization A Portfolio Balance Model. *Journal of Policy Modeling*, 23, 473-479.
- ALBA, J. D., & PARK, D. (2005). An Empirical Investigation Of Purchasing Power Parity (PPP) For Turkey. *Journal of Policy Modeling*, 27(8), 989-1000. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2005.06.012>
- ALPARSLAN, M. Ö. (2003). *İstikrar Politikaları ve Döviz Kuru Sistemleri* [Yüksek Lisans Tezi]. **Yıldız Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**.

- ALPER, A. M. (2010). *Sürdürülebilir Reel Döviz Kuru: Türkiye Örneği* [Doktora Tezi]. **Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- ALPER, C. E., ARDIÇ, O. P., & FENDOĞLU, S. (2007). The Economics Of Uncovered Interest Parity Condition For Emerging Markets: A Survey. *Journal of Economic Surveys*, 23(1), 115-118.
- ALTINTAŞ, M. A. (2006). *Bankacılıkta Risk Yönetimi ve Sermaye Yeterliliği*. Turkan Kitabevi Yayınları.
- ALTINER, A. (2015). *Denge Döviz Kuru: Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir Uygulama* [Yayınlanmış Doktora Tezi]. **Akdeniz Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- APAYDIN, N. (2019). *Türkiye’de Döviz Kurları ile Dış Ticaret Hacimleri Arasındaki İlişkinin İncelenmesi* [Yüksek Lisans Tezi]. **T.C. Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- ARAL, A. (2015). *Türkiye’de Döviz Kuru ve Dış Ticaret İlişkisi: 1992-2013 DÖNEMİ Eşbütünleşme Analizi* [Yüksek Lisans Tezi]. **Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- ARAT, K. (2003). *Türkiye’de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi* [Uzman Yeterlilik Tezi]. **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.**
- ARSLAN, C. (2005). *Döviz Kuru Riski ve Yönetimi* [Yüksek Lisans Tezi]. **Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- ASLAN, N. (1997). *Uluslararası Özel Sermaye Akımları: C. 2.baskı*. Türkmen Kitabevi.
- ASLAN, N., & KANBUR, A. N. (2007). Türkiye’ de 1980 Sonrası Satınalma Gücü Paritesi Yaklaşımı. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, 23(2), 11.
- ATASOY, A. B. (2015). *Döviz Kurlarının Belirlenmesini Açıklayan Parite Kuramlarının Kırılma Beşli Ülkelerinde Geçerliliğinin Test Edilmesi* [Yüksek Lisans Tezi] **İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**
<https://www.researchgate.net/publication/329254112>

- ATILGAN, Ö. (2011). *Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Politikaları ve Reel Döviz Kurunun Dış Ticaret Dengesine Etkisi (1992-2010)* [Yüksek Lisans Tezi]. **İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- AY, İ. C. (2021). Oecd Ülkelerinde Satın Alma Gücü Paritesinin Geçerliliğinin Analizi. *Iğdır Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 180-191. <https://doi.org/10.54600/igdirsosbilder.991721>
- AYHAN, A. D. (2008). *Kur Rejimlerinin Makroekonomik Değişkenlerin Oynaklığına Etkisi: Türkiye Örneği* [Doktora Tezi]. **Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- AYVAZ, E. T. (2010). *Türkiye’deki Döviz Kurlarındaki Değişme İle Enflasyon Arasındaki İlişki* [Yüksek Lisans Tezi]. **Celal Bayar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- BAHMANI-OSKOOE, M. (1989). Effects of the US Government Budget on its Current Account: An Empirical Inquiry. *Quarterly Review of Economics and Business*, 29, 76-91.
- BAHRAMIAN, P., & SALIMINEZHAD, A. (2021). Revisiting Purchasing Power Parity in The ASEAN-5 Countries: Evidence From The Fourier Quantile Unit Root Test. *Applied Economics Letters*, 28(13), 1104-1109. <https://doi.org/10.1080/13504851.2020.1803473>
- BALLIE, R. T., & MACMAHON, P. C. (1989). *The Foreign Exchange Market, Theory and Evidence*. Cambridge University Pres.
- BALTAGI, B. H. (1975). Econometric Analysis of Panel Data. *Xenobiotica*, 5(7).
- BARBOSA, L. O. S., JAYME, F. G., & MISSIO, F. J. (2018). Determinants Of The Real Exchange Rate İn The Long-Run For Developing And Emerging Countries: A Theoretical And Empirical Approach. *International Review of Applied Economics*, 32(1), 62-83. <https://doi.org/10.1080/02692171.2017.1332017>
- BARÇA, B. (2022). *Enflasyon, Döviz Kuru ve Faiz Oranları Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği* [Yüksek Lisans Tezi]. **Trakya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**

- BARIŞIK, S. (2001). Para Kurulu Sistemi, Üstünlükleri ve Zayıf Yönleri. **Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 2, 51-68.
- BAŞAR, S. (2013). **Makro İktisada Giriş** (2. Baskı). Sage Yayınları.
- BAYRAKTAR, M. E. (2011). *Türkiye Ekonomisinde Döviz Kuru Dalgalanmalarının Boyutları, Etkileri ve Sonuçları* [Yüksek Lisans Tezi]. **Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**.
- BELKE, A., GEISSELRELTHER, K., & GROS, D. (2004). On The Relationship Between Exchange Rates And Interest Rates: Evidence From The Southern Cone. **Cuadernos De Economia**, 41, 35-64.
- BEYAERT, A., GARCÍA-SOLANES, J., & PEREZ-CASTEJON, J. J. (2007). Uncovered Interest Parity With Switching Regimes. **Economic Modelling**, 24(2), 189-202. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2006.06.010>
- BHATTA, G. R., NEPAL, R., HARVIE, C., & JAYANTHAKUMARAN, K. (2022). Testing For The Uncovered Interest Parity Condition In A Small Open Economy: A State Space Modelling Approach. **Journal of Asian Economics**, 82, 1-20. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2022.101525>
- BLACK, S. W. (2015). The Portfolio Theory of Exchange Rates-Then and Now. **Review of International Economics**, 23(2), 379-386. <https://doi.org/10.1111/roie.12167>
- BOCUTOĞLU, E. (2013). **Makro İktisat Teoriler ve Politikalar**. Murathan Yayınevi.
- BOUGHTON, J. M. (1988). The Monetary Approach To Exchange Rates: What Now Remains? *International Finance Section, Department of Economics, Princeton University*, 171, 2.
- BRANSON, W. H. (1968). A Disaggregated Model Of The U.S. Balance Of Trade. **Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.)**.
- BULUT, E. (2005). **Döviz Ekonomisi (Piyasanın Mikro Yapısı)**. Platin.
- BURDA, A. M. (2022). How Well Do Contemporary Theories Explain Floating Exchange Rate Changes in an Emerging Economy: The Case of EUR/PLN. **Economies**, 10(11), 3-20. <https://doi.org/10.3390/economies10110282>

- BURGAÇ ÇİL, A., & DÜLGER, F. (2017). İstikrarlılık ve Eşbütünleşme Testleri ile Satın Alma Gücü Paritesi Hipotezinin Türkiye Ekonomisi için Sınanması. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 3(19), 998-1020.
- BÜBERKÖKÜ, Ö. (2019). Bazı Gelişen Piyasa Ekonomilerinde Garantisiz (Uncovered) Faiz Oranı Paritesinin Geçerliliğinin İncelenmesi. *Maliye Dergisi*, 177, 160-176. <https://orcid.org/0000-0002-7140-557X>
- BÜYÜKMUMCU, B. (2015). *Denge Döviz Kuru Modelleri ve Türkiye Uygulaması* [Yüksek Lisans Tezi]. T.C. Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- CAMBAZOĞLU, B. K. H. S. (2012). Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Örneği. *Yönetim ve Ekonomi*, 19(2), 54-66.
- CAMPOS, M. I., TORRES, J. L., & VILLEGAS, E. (2006). The Credibility Of The Venezuela Crawling-Band System. *Review Economic Rosario Bogota*, 9(2), 111-123. <http://ssrn.com/abstract=957344><https://ssrn.com/abstract=957344><http://ssrn.com/abstract=957344>
- CASSEL, G. (1918). Abnormal Deviations in International Exchanges. *Source: The Economic Journal*, 28(112), 413-415. <https://about.jstor.org/terms>
- CENGİZ, Ç. (2018). Döviz Kurunun Belirlenmesine Yönelik Yaklaşımlar. *Sakarya İktisat Dergisi*, 7(4), 1-17.
- CERRA, V., & SAXENA, S. C. (2010). The Monetary Model Strikes Back: Evidence From The World. *Journal of International Economics*, 81(2), 184-196. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2010.03.003>
- CEVİŞ, İ., & CEYLAN, R. (2015). Kırılgan Beşlide Satın Alma Gücü Paritesi (SAGP) Hipotezinin Test Edilmesi. *Journal of Yasar University*, 10(37), 6381-6477.
- CHABOUD, A. P., & WRIGHT, J. H. (2005). Uncovered Interest Parity: It Works, But Not For Long. *Journal of International Economics*, 66(2), 349-362. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2004.07.004>
- CHAN, K. S., LAI, J. T., & LIANG, X. (2023). Testing The Validity Of Purchasing Power Parity For China: Evidence From The Fourier Quantile Unit Root Test. *Review of International Economics*, 31(2), 464-492. <https://doi.org/10.1111/roie.12634>

- CHANG, T., & TZENG, H. W. (2011). Long-run Purchasing Power Parity With Asymmetric Adjustment: Further Evidence From Nine Transition Countries. *Economic Modelling*, 28(3), 1383-1391. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2011.02.012>
- CHINN, M. (2007). Interest Rate Parity 1. *The Princeton Encyclopedia of the World Economy*, 1-8.
- CHRISTENSEN, M. (2000). Uncovered Interest Parity and Policy Behavior: New Evidence. *Economics Letters*, 81-87.
- CHUDIK, A., & PESARAN, H. M. (2015). Common Correlated Effects Estimation of Heterogeneous Dynamic Panel Data Models With Weakly Exogenous Regressors. *Journal of Econometrics*, 393-420.
- CIVCIR, İ. (2004). The long-run validity of the monetary exchange rate model for a high inflation country and misalignment: The case of Turkey. *Emerging Markets Finance and Trade*, 40(4), 84-100. <https://doi.org/10.1080/1540496x.2004.11052575>
- CLASSEN, E. M. (1996). *Global Monetary Economics*. Oxford University Press.
- COPELAND, L. S. (1990). *Exchange Rates and International Finance*. Addison-Wesley Publishing.
- COPELAND, L. S. (2005). *Exchange Rate And International Finance (Fourth Edition)*. FT Prentice Hall.
- COŞKUN, N. (2020). Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi Hipotezi: Kırılgan Beşli Örneği. *Bulletin Of Economic Theory And Analysis*, 5(1), 41-55.
- COŞKUN, N., & BALLI, E. (2021). Satın Alma Gücü Paritesinin Geçerliliğinin Sınanması: Oecd Ülkeleri Örneği. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 19(4), 1-13. <https://doi.org/10.11611/yead.607442>
- CRESPO-CUARESMA, J., FIDRMUC, J., & MACDONALD, R. (2005). The Monetary Approach to Exchange Rates In The CEECs. *Economics of Transition*, 13(2), 395-416. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0351.2005.00213.x>

- CUESTAS, J. C., & REGIS, P. J. (2013). Purchasing Power Parity In OECD Countries: Nonlinear Unit Root Tests Revisited. *Economic Modelling*, 32(1), 343-346. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2013.01.035>
- CUMBY, R., & OBSTFELD, M. (1981). A Note on Exchange-Rate Expectations and Nominal Interest Differentials: A Test of the Fisher Hypothesis. *The Journal of Finance*, 26(3), 697.
- CZECH, K., & PIETRZYCH, Ł. (2021). The Efficiency Of The Polish Zloty Exchange Rate Market: The Uncovered Interest Parity And Fractal Analysis Approaches. *Risks*, 9(142), 1-17. <https://doi.org/10.3390/risks9080142>
- ÇAĞLAR, Ü. (2003). *Döviz Kurları Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar*. Alfa Yayınevi.
- ÇAKMAKOĞLU, A. (2017). *Türkiye Ekonomisi İçin Döviz Kurunun Portfolyo Dengesi Yaklaşımı ile Test Edilmesi* [Yüksek Lisans Tezi]. Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- ÇALIŞKAN, A. (2020). *Döviz Kuru Değişimlerinin Otomotiv Sektöründeki Satın Alma Üzerine Etkisi* [Yüksek Lisans Tezi]. T.C. Gebze Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- ÇELİK, K. (2008). *Uluslararası İktisat* (2.Baskı). Murathan Yayınevi.
- ÇELİK, K. (2012). *Uluslararası İktisat* (5. Baskı). Derya Kitabevi.
- ÇİÇEK, S. (2006). *Türkiye’de Döviz Kuru Sistemleri ve Politikalarının İhracata Etkileri (1980-2004)* [Yüksek Lisans Tezi]. T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- ÇİFTÇİ, F. (2024). Satınalma Gücü Paritesi Yaklaşımı: Teori, Literatür ve Türkiye Örneği İçin ADF-Temelli ve KPSS-Temelli Testlerden Kanıtlar. *Journal of Economic Policy Researches / İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*, 11(2), 115-157. <https://doi.org/10.26650/jep1288813>
- ÇUFADAR, Ü. (2010). *Türkiye’deki Döviz Piyasasının Katılımcıları ve Katılımcıların Piyasadan Beklentileri* [Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi]. T.C. Atılım Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- D. ADANIR, N. (2010). *Dünyada ve Türkiye’de Uluslararası Doğrudan Yatırımlar: 1995- 2008* [Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi]. **Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- DABROWSKI, M. A., PAPIEZ, M., & ŚMIECH, S. (2014). Exchange Rates And Monetary Fundamentals In CEE Countries: Evidence From a Panel Approach. *Journal of Macroeconomics*, 41, 148-159. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2014.05.005>
- DABROWSKI, M. A., & JANUS, J. (2024). Does the Interest Parity Puzzle Hold for Central and Eastern European Economies? *Open Economies Review*, 35(3), 421-456. <https://doi.org/10.1007/s11079-023-09738-1>
- DABROWSKI, M. A., MONIKA, P., & SMIECH, S. (2013). Monetary Exchange Rate Model For The Central European Countries-Evidence From a Penel Approach. *The 7th International Days of Statistics and Economics*, 289-298.
- DEMİR, F. (2009). Volatility of Short-term Capital Flows and Private Investment in Emerging Markets. *Journal of Development Studies*, 45(5), 672-692.
- DEMİRCİOĞLU, M. (2009). *Döviz Kuru ve Dış Ticaret 1980 Sonrası Türkiye Örneği* [Yüksek Lisans Tezi]. **Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- DİNÇ, M., GÖMLEKSİZ, M., & DİNÇ, Ö. G. (2022). What Is New About The Ppp Theory In The Nordic Countries? Evidence From Panel Unit Root Tests With Sharp Breaks And Gradual Shifts. *Romanian Journal of Economic Forecasting*, 15(3), 165-183.
- DİNLER, Z. (2000). *İktisada Giriş*. Ekin Kitabevi.
- DİZMAN, A. S. (2008). *Merkez Bankası ve Dalgalı Kur Politikası: Türkiye Örneği* [Yüksek Lisans Tezi]. **Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- DOĞANLAR, M., & ÖZMEN, M. (2000). Satınalma Gücü Paritesi ve Reel Döviz Kurları: Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir İnceleme. *İMKB Dergisi*, 4(16), 111-121.
- DOĞUKANLI, H. (2017). *Uluslararası Finans*. Karahan Kitabevi.
- DORNBUSCH, R. (1988). *Exchange Rates and Inflation*. The MIT Press.

- DORNBUSCH, R., & FISCHER, S. (1998). *Macro Economics*. Akademi Yayınları (Eserin Orjinali 1978’de yayımlandı).
- E. ŞENARAS, A. (2016). *Döviz Kuru Davranışının Sistem Dinamiği Yaklaşımıyla İncelenmesi* [Doktora Tezi]. **Uludağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- EDWARDS, S., & SAVASTANO, M. A. (1999). Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need to Know? *NBER Working Paper Series* (7228). <http://www.nber.org/papers/w7228>
- EĞİLMEZ, M. (2012, Ekim). *Reel Efektif Döviz Kuru Nedir?* [https://www.mahfiegilmez.com/2012/11/reel-efektif-doviz-kuru-endeksi-nedir.html#:~:text=TCMB%20uygulamas%C4%B1%20a%C3%A7%C4%B1s%C4%B1ndan%2C%20T%C3%BCrkiye'nin,kuru%20\(REK\)%20ad%C4%B1%20veriliyor.](https://www.mahfiegilmez.com/2012/11/reel-efektif-doviz-kuru-endeksi-nedir.html#:~:text=TCMB%20uygulamas%C4%B1%20a%C3%A7%C4%B1s%C4%B1ndan%2C%20T%C3%BCrkiye'nin,kuru%20(REK)%20ad%C4%B1%20veriliyor.)
- EĞRİ, T., TİMUR, B., EĞRİ, C. Ö., & BAYRAKTAR, Y. (2017). Seçilmiş Ortadoğu Ülkeleri için Ekonomik Büyüme ve Savunma Harcamaları İlişkisi: Panel Veri Analizi. *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 5(5), 139-153. <https://doi.org/10.25272/j.2147-7035.2017.5.5.12>
- ELBİR, C. (2010). *Yabancı Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyümeye Etkisi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama* [Yüksek Lisans Tezi]. **Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- ERDEM, N. (2022). *Türkiye’de Döviz Kuru ve Faiz Oranı İlişkisinin Zaman Serisi Analizi ile İncelenmesi* [Yüksek Lisans Tezi]. **Karabük Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü.**
- ERDOĞAN, A., & SEKMEN, F. (2017). *Pareto İktisat Son Beşli* (1. Baskı). Süvari Akademi.
- ERGİN, A., BERKMAN, A. N., & (Ed. Nadir Eroğlu ve diğ.). (2016). *Para-Banka ve Finans*. Orion Kitabevi.
- ERGÜR, H. O. (2011). *Dış Ticaret Dengesi ve Rekabet Etkisi Bağlamında 1980 Sonrası Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemleri* [Yüksek Lisans Tezi]. **İnönü Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**

- ERSÖZ, E. (2006). *Dalgalı Döviz Kuru Sistemi ve Türkiye’de Dalgalı Döviz Kuru Uygulaması* [Yüksek Lisans Tezi]. **İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- ERTEK, T. (2007). *Temel Ekonomi*. Beta Yayınları.
- ERTEK, T. (2008). *Makroekonomiye Giriş*. Beta Basım Yayım Dağıtım.
- ERTÜRK, E. (1994). *Döviz Ekonomisi*. Der Yayınları.
- EŞŞİZ, E. (2022). *Döviz Kuru ve Enflasyon Arasındaki İlişkinin Dinamik Analizi* [Yüksek Lisans Tezi]. **Dicle Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- FAMA, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- FATUM, R. (2015). Foreign Exchange Intervention When Interest Rates Are Zero: Does The Portfolio Balance Channel Matter After All? *Journal of International Money and Finance*, 57, 185-199. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2015.07.015>
- FELDERER, B., HOMBURG, S., & Çev. O.Aydoğuş ve N.O.Altay. (2010). *Makro İktisat ve Yeni Makro İktisat*. Elif Yayınevi.
- FERİDUN, M. (2005). Can We Explain the Long-Term Real Equilibrium Exchange Rates through Purchasing Power Parity? An Empirical Investigation (1965-1995). *Ekonomicky Cosapis*, 3(53), 273-282.
- FLOOD, R. F., & ANDREW, K. R. (2001). Uncovered Interest Parity in Crisis: The Interest Rate Defense in The 1990s. *IMF Working Paper*, 3-15.
- FLOOD, R. P., & ROSE, A. K. (2002). Uncovered Interest Parity in Crisis. *IMF Staff Papers*, 49(2), 252-263. www.jstor.org
- FRAIT, J., & KOMAREK, L. (2001). Real Exchange Rate Trends In Transitional Countries. *Warwick Economic Research Papers*, 596, 1-35.
- FREENSTA, R. C., & TAYLOR, A. M. (2008). *International Macroeconomics*. Worth Publication.
- FRÖMMEL, M., VUKOVIC, D. B., & WU, J. (2022). The Dollar Exchange Rate, Adjustment to The Purchasing Power Parity, and The Interest Rate Differential. *Mathematics*, 10(23), 1-17. <https://doi.org/10.3390/math10234504>

- GACENER ATIŞ, A. (2008). *Türkiye’de Denge Döviz Kurunun Belirlenmesinde Portföy Yaklaşımı* [Doktora Tezi]. **Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- GANDOLFO, G. (2002). *International Finance and Open Economy Macroeconomics*. Springer-Verlag.
- GANİEV, C., & EMSEN, S. Ö. (2008). Kırgızistan’da Döviz Kurlarının Yönü: Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı. *Sosyal Bilimler Dergisi*, 20, 96-113.
- GEDİK, A. (2014). *Reel Efektif Döviz Kurunun Dış Ticaret Dengesi Üzerine Etkisi* [Yüksek Lisans Tezi]. **T.C. Sivas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- GENÇ, A., & AKSOY, B. (2020). Faiz Oranı Paritesi Geçerliliğinin Test Edilmesi: Kırılgan Beşli Ülkeler Üzerine Ampirik Bir Uygulama. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 22(4), 1521-1546. <https://doi.org/10.16953/deusosbil.725710>
- GERBER, J. (2014). *International Economics 6th Edition*. Pearson New International Edition.
- GHOSH, A. R., GULDE, A. M., & HOLGER, C. W. (2003). *Exchange Rate Regimes Choices&Censequences*. The MIT Press.
- GIRTON, L., & HENDERSON, D. W. (1977). *Central Bank Operations in Foreign and Domestic Assets Under Fixed and Flexible Exchange Rates*.
- GÖK, A. (2006). Alternatif Döviz Kuru Sistemleri. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 21(1), 131-145.
- GUANGFENG, Z. (2009). *Exchange Rates: Macro and Micro Fundamentals* [Doktora Tezi]. **University of Glasgow.**
- GUJARATI, D. N. (1972). Basic Econometrics. İçinde The Economic Journal. *The Economic Journal*, 82(326).
- GUJARATI, D. N. (1995). *Basic Econometrics*. McGraw Hill.
- GUJARATI, D. N. (Ed.). (2004). *Basic Econometrics* (Fourth).
- GÜLER, A. (2014). *Reel Ekonomik İstikrarsızlıklar İle Mücadele Enflasyon Hedeflenmesinin Esnekliği: Kırılgan Ekonomiler Üzerine Dinamik Panel Analizi* [Doktora Tezi]. **Karadeniz Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**

- GÜNEY, A., & ÇAKMAK, C. (2012). Dolarizasyon Enflasyon İlişkisi: Türkiye Ekonomisi İçin Bir Uygulama. *ADAM Akademi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(2), 65-86.
- GÜNEY, A., & TUNALI, H. (2017). Faiz Oranı Paritesi Yaklaşımı Üzerine Bir Değerlendirme. *Journal of Academic Researches and Studies*, 9(16), 35-48.
- GÜRİŞ, B., YAŞGÜL, Y. S., & TIRAŞOĞLU, M. (2018). E7 Ülkelerinde Satınalma Gücü Paritesinin Geçerliliğinin Doğrusal ve Doğrusal Olmayan Birim Kök Testleri ile Analizi. *İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 4(2), 33-46. <https://doi.org/10.17336/igusbd.387999>
- GÜZEL, A. E., & ARSLAN, Ü. (2019). Piyasa Ekonomisi Kurumları, Ekonomik Küreselleşme ve İnsani Gelişme: OECD Ülkeleri İçin Ampirik Bir Araştırma. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 53, 39-58.
- HACIEVLİYAGİL, N. (2015). *Döviz Kurunun Temel Makro Değişkenlerle İlişkisi: Türkiye ve Bricks Ülkeleri Karşılaştırması* [Doktora Tezi]. T.C. Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- HAKKIO, C. S. (1992). Is Purchasing Power Parity a Useful Guide to the Dollar? *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 37-51.
- HALL, E. R., & TAYLOR, B. J. (1992). *Macroeconomics*. Norton International Student Edition.
- HALL, R. E., & TAYLOR, J. B. (1993). *Macroeconomics* (4.). Norton International Edition.
- HAMBURKERS, J., & ULM, M. (2023). On The Role Of Interest Rate Differentials In The Dynamic Asymmetry Of Exchange Rates. *Economic Modelling*, 129, 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106554>
- HARRIS, R., & SOLLIS, R. (2003). Applied Time Series Modelling and Forecasting. Wiley, West Sussex. Hatemi-J, A., Irandoust, M., (2005). Energy consumption and economic growth in Sweden: a leveraged bootstrap approach (1965–2000). *International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies*, 2(4), 87-98.
- HONEYGOLD, D. (1989). *International Financial Markets*. Great Britain.

- HONGPIAN, J., & XIAOHUI, L. (2024). Price Regulation, Exchange Rate Regulation and The Purchasing Power Parity: Empirical Evidence From China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 60(7), 1537-1548. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2023.2281414>
- HOYOS, R. De, & SARAFIDIS, V. (2006). Testing For Cross-Sectional Dependence in Panel-Data Models. *Stata Journal*, 6(4), 482-496.
- HSIAO, K. H. (2003). *Analysis of Panel Data*. Cambridge University Press, 23(1).
- İNANDIM, Ş. (2005). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği* [Uzman Yeterlilik Tezi]. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- ISARD, P. (2006). Uncovered Interest Parity. *IMF Working Paper*.
- İŞCAN, H. (2018). *Türkiye’de Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranı İlişkisi: 2009-2017 Uygulaması* [Yüksek Lisans Tezi]. Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- İYİBOZKURT, E. (1995). *Uluslararası İktisat Teori ve Politika*. Ezgi Kitabevi Yayınları.
- JOHNSON, M., KASIBHATLA, B., & MALINDRETOS, J. (2000). *Keynesian and Monetary Approaches to the Balance of Payments-Balance of Payments Adjustment: Macro Facets of International Finance Revisited*. Greenwood Press.
- JOHNSTON, R. B., & SUN, Y. (1997). *Some Evidence on Exchange Rate Determination in Major Industrial Countries*.
- JUNTILA, J., & KORHONEN, M. (2011). Nonlinearity And Time-Variation In The Monetary Model Of Exchange Rates. *Journal of Macroeconomics*, 33(2), 288-302. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2010.10.001>
- KANSU, A. (2006). *Döviz Kuru Sistemleri, Döviz Krizleri: Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri*. Güncel Yayıncılık.
- KARADEMİR, C., & CEYLAN, R. (2025). Türkiye’de SAGP Hipotezinin İncelenmesi: Doğrusal Olmayan Birim Kök Testlerinden Kanıtlar. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18(1), 47-58. <https://doi.org/10.25287/ohuiibf.1487852>

- KARAGÖZ, H. (2009). *Döviz Kuru Dış Ticaret İlişkisi* (s. 2). Konya Ticaret Odası.
- KARAKAYALI, H. (2002). *Türkiye Ekonomisinin Yapısal Değişimi*. Güleç Matbaası.
- KARDAŞLAR, A. (2013). *Döviz Kuru ile Makroekonomik Büyüklükler Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama* [Yüksek Lisans Tezi]. **Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**.
- KARDAŞLAR, A. (2021). Reel Faiz Oranı Paritesi Teorisinin Türkiye İçin Test Edilmesi: Fourier Birim Kök Testinden Bulgular Testing The Real Interest Rate Parity Theory For Turkey: Evidence From The Fourier Unit Root Test. *ISPEC International Journal of Social Sciences & Humanities*, 5(2), 204-215. <https://doi.org/10.5281/zenodo.10056974>
- KARGBO, J. M. (2011). Capital Flows, Real Exchange Rate Misalignment and PPP Tests in Emerging Market Countries. *Applied Economics*, 43(15), 1883-1897. <https://doi.org/10.1080/00036840902762761>
- KARLUK, R. (2009). *Uluslararası Ekonomi* (9. Baskı). Beta Basım Yayın.
- KARLUK, R. S. (2013). *Uluslararası Ekonomi-Teori-Politika* (10.Baskı). Beta Yayınevi.
- KATHURIA, K., & KUMAR, N. (2024). Examining the Dynamics of India's Major Exchange Rates Using Fourier Nonlinear Quantile Unit Root Test. *Asia-Pacific Financial Markets*. <https://doi.org/10.1007/s10690-024-09473-8>
- KAVANOZ, M. D. (2017). Gelişmekte Olan Ülkelerde Ekonomik Krizler ve Döviz Kuru Seçimi. *T.C. İstanbul Ticaret Üniversitesi, Dış Ticaret Enstitüsü, Tartışma Metinleri*, 4.
- KAYA, F. (2011). *Uluslararası Finansman*. Beta Yayınları.
- KAYA, H., & ÇELİK, İ. (2018). Türkiye’de Satın Alma Gücü Paritesi Hipotezinin Geçerliliği: Uzun Hafıza Testlerinden Kanıtlar. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5(2), 351-365. <https://doi.org/10.30798/makuiibf.406276>
- KENEN, P. B. (1969). *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View* (A. ROBERT, MUNDELL, & K. ALEXANDER, Ed.). University of Chicago Press.

- KERİMOĞLU, G. (2013). *Enflasyon Hedeflemesinde Döviz Kuru Müdahalelerinin Etkinliği: Türkiye Örneği* [Yüksek Lisans Tezi]. **Dumlupınar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- KEYDER, N. (1998). *Para: Teori, Politika, Uygulama* (6. Baskı). Beta Dağıtım.
- KEYNES, J. M. (1923). *Para Üzerine Bir İnceleme.*
- KİBRİTÇİOĞLU, A. (1996). *Uluslararası (Makro) İktisat*. TDFOB.
- KILAVUZ, E., ALTAY TOPCU, B., & TÜLÜCE, N. (2011). Yükselen Ekonomilerde Döviz Kuru Rejimi Seçimi: Ampirik Bir Analiz. *Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 30, 47-109.
- KILIÇARSLAN, E. (2016). *Döviz Kuru ve Makroekonomik Etkileri* [Yüksek Lisans Tezi]. **Hitit Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- KIZILDERE, C. (2012). *Dış Ticaretin Döviz Kuru Değişimlerine Duyarlılığı: Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Üzerine Bir İnceleme* [Yayınlanmamış Doktora Tezi]. **T.C. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- KLAU, M., & SAU FUNG, S. (2006). The New BIS Effective Exchange Rate Indices. *BIS Quarterly Review*. www.bis.org/statistics/eer.htm
- KOCAKALE, Y. T. H. H. (2015). Türkiye'nin Reel Efektif Döviz Kuru Endekslerinin Güncellenmesi. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları*, 6.
- KOÇAK, İ., & ÖZBEK, S. (2020). Satın Alma Gücü Paritesinin Geçerliliği: Durağanlık ve Birim Kök Testlerinden Yeni Kanıtlar. *Uluslararası Ticaret ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 4(1), 22-29.
- KOÇAK, S. (2006). *Döviz Kurundaki Değişikliklerin Ekonomik Etkileri* [Yüksek Lisans Tezi]. **Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- KOURI, P. J. K. (1976). Balance of Payment and the Foreign Exchange Market: A Dynamic Partial Equilibrium Model. *Institute for International Economic Studies, University of Stockholm Seminar Paper*, 117-156.
- KRUGMAN, P. R., & OBSTFELD, M. (1997). *International Economics: Theory and Policy* (Fourth Edition).

- KRUGMAN, P. R., & OBSTFELD, M. (2000). *International Economics Theory And Policy* (Fifth Edition). Adisson-Wesley Publishing Company.
- KRUGMAN, P. R., OBSTFELD, M., & MELITZ, M. J. (2012). *International Economics: Policy and Theory* (10. Baskı). The Pearson Series in Economics.
- KUBAR, Y., & ÇOBAN, H. (2021). Makroekonomik Değişkenlerin Döviz Kuru Değişmelerine Etkisi: Bir Panel Veri Analizi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 13(24), 189-206. <https://doi.org/10.14784/marufacd.879245>
- KULA, F. (2003). Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 4(2), 141-154.
- KUNCORO, H., & SANTOSO, T. (2022). Re-Examining The Relative Price-Exchange Rate Nexus. *Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research*, 56(4), 243-258. <https://doi.org/10.24818/18423264/56.4.22.15>
- KURT, Ü. (2016). *Türkiye’de Döviz Kurlarının Açıklanmasında Varlık Piyasalarının Rolü: Portföy Denge Modeli Üzerine Ampirik Analiz* [Doktora Tezi]. Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- KÜÇÜK, E. (2021). *Türkiye’de Döviz Kuru ile Faiz Oranı Arasındaki İlişki* [Yüksek Lisans Tezi]. İstanbul Kültür Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü.
- KWIZERA, Mr. P. A. (2018). Testing for the Uncovered Interest Rate Parity (UIP) in Developing Countries: The Case of Rwanda. *Journal of Economics and Sustainable Development* www.iiste.org ISSN, 9(17), 15-20. www.iiste.org
- KYEI-MENSAH, J. (2023). The Long-Run Validity Of PPP in Some Major Advanced and Emerging Countries Using Alternative Models. *Cogent Economics and Finance*, 11(1), 1-26. <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2220248>
- LEVI, M. D. (1990). *International Finance (International)*. McGraw-Hill.
- LEVI, M. D. (2005). *International Finance*. Taylor ve Francis Group.
- LİU, T. Y., & LEE, C. C. (2022). Exchange Rate Fluctuations And Interest Rate Policy. *International Journal of Finance and Economics*, 27(3), 3531-3549. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2336>

- LOTHIAN, J. R., & DEVEREUX, J. (2024). Exchange Rates and Prices in The Netherlands and Britain Over The Past Four Centuries. *Journal of Money, Credit and Banking*, 0, 1-18. <https://doi.org/10.1111/jmcb.13213>
- LOTHIAN, J. R., & WU, L. (2011a). Uncovered Interest-rate Parity Over The Past Two Centuries. *Journal of International Money and Finance*, 30(3), 448-473. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2011.01.005>
- LOTHIAN, J. R., & WU, L. (2011b). Uncovered interest-rate parity over the past two centuries. *Journal of International Money and Finance*, 30(3), 448-473. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2011.01.005>
- MACDONALD, R. (1988). *Floating Exchange Rates, Theories And Evidence*. Unwin Hyman Ltd.
- MACDONALD, R. (2007). *Exchange Rate Economics Theories and Evidence*. Routledge.
- MADURA, J. (2012). *Uluslararası Finansal Yönetim-1*. Nobel Akademik Yayıncılık.
- Makhdom, M. A. (2021). Makroekonomik Göstergeler ile Döviz Kuru Arasındaki İlişkinin Analizi: (2005:01- 2019:10) Türkiye Uygulaması Analyzing The Relationships Between Macroeconomic İndicators and Exchange Rate (2005:01- 2019:10): Case Study of Turkey. *Journal of Business Research-Turk*, 13(1), 772-789. <https://doi.org/10.20491/isarder.2021.1165>
- MANKIW, G. (2010). *Makro Ekonomi*. Çev.: Ömer Faruk Çolak, Efil Yayınevi.
- MANSFIELD, E. (1992). *Principles Of Macroeconomics* (7. bs). Norton.
- MAURO, F. Di, RÜFFER, R., & BUNDA, I. (2008). The Changing Role Of The Exchange Rate In a Globalised Economy. *European Central Bank, Occasional Paper*, 94, 5-53. <http://www.ecb.europa.eu>
- MCKINNON, R. I. (1963). Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 53, 717-725.
- MELVIN, M., & NORRBIN, S. C. (2013). *International Money and Finance (Eighth Edition)*. Elsevier.

- MENKHOFF, L. (2013). Foreign Exchange Intervention in Emerging Markets: A Survey of Empirical Studies. *The World Economy, Wiley Blackwell*, 36(9), 1187-1208.
- MENSAH, I. (1982). Asset Market Approach to Exchange Rate Determination. *Iowa State University. Retrospective Teses and Dissertations*, 9-10.
- MİKE, F. (2018). Faiz Oranı Paritesi ve Etkin Piyasa Hipotezinin Gelişen Piyasa Ekonomileri İçin Test Edilmesi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 13(1), 65-86. <https://orcid.org/0000-0002-9194-1679>
- MUNDELL, R. A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 51, 657-665.
- MUTO, M., & SAIKI, Y. (2024). Synchronization Analysis Between Exchange Rates On The Basis Of Purchasing Power Parity Using The Hilbert Transform. *North American Journal of Economics and Finance*, 74, 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2024.102191>
- MÜSLÜMOV, A., HASANOV, M., & ÖZYILDIRIM, C. (2003). Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye'de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri. **Tügiad**.
- NAKORJI, M., AGBOEGBULEM, N. T. I., GAIYA, B. A., & ATOI, N. V. (2021). Purchasing Power Parity Approach to Exchange Rate Misalignment in Nigeria. *Central Bank of Nigeria Journal of Applied Statistics*, 12(No. 1), 45-75. <https://doi.org/10.33429/cjas.12121.3/6>
- NAZLIOĞLU, S., ALTUNTAŞ, M., KILIÇ, E., & KÜÇÜKKAPLAN, İ. (2022). Purchasing Power Parity in GIIPS Countries: Evidence From Unit Root Tests With Breaks And Non-linearity. *Applied Economic Analysis*, 30(90), 176-195. <https://doi.org/10.1108/AEA-10-2020-0146>
- OBSTFELD, M. (1985). Capital Controls, The Dual Exchange Rate, And Devaluation. *Journal of International Economics*, 20(1-2), 1-20.
- OBSTFELD, M., & ROGOFF, K. (1995). The Mirage of Fixed Exchange Rates. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 73-96.
- OBSTFELD, M., & ROGOFF, K. (1998). *Foundations of International Macroeconomics*. The MIT Press.

- ORDU, C. F. (2013). *Döviz Kuru Dış Ticaret İlişkisi: Türkiye Örneği* [Yüksek Lisans Tezi]. **Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- ORELLANA, V., & PİNO, G. (2021). Uncovered Interest Rate Parity: A Gravity-Panel Approach. *Heliyon*, 7(11), 1-8. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2021.e08350>
- OTANİ, I., FUKUMOTO, T., & TSUYUGUCHİ, Y. (2011). *China's Capital Controls and Interest Rate Parity: Experience during 1999 – 2010 and Future Agenda for Reforms* (11; E-8).
- ÖÇAL, T., ÇOLAK, Ö. F., TOGAY, S., & ESER, K. (1997). *Para Banka Teori Politika* (1. Baskı). Gazi Kitabevi.
- ÖNAY AKÇAY, A., & ERATAŞ, F. (2015). Satın Alma Gücü Paritesi Teorisinin Geçerliliği: G7 Örneği. *İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(1), 81-98.
- ÖRUÇ, E. (2016). Döviz Kurlarının Belirlenmesinde Parasalcı Yaklaşım: Türkiye Örneği. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, KOSBED*, 32, 101-122.
- ÖZBEK, D. (1998). Döviz Kuru Sisteminde Seçenekler. *Ekonomik Yaklaşım*, 9(29), 17-36.
- ÖZBEK, S. (2020). Korumasız Faiz Oranı Paritesinin Geçerliliği: Gelişmiş Ülkelerden Yeni Kanıtlar. *Bingöl Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 4(2), 167-186. <https://doi.org/10.33399/biibfad.755351>
- ÖZCAN, O. (2022). *Döviz Kuru ve Makroekonomik Göstergeler Arasındaki İlişkilerin Toda Yamamoto Nedensellik Testleri Analizi* [Yüksek Lisans Tezi]. **Abant İzzet Baysal Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü.**
- ÖZDEMİR, A. K., & ŞAHİNBEYOĞLU, G. (2000). *Alternatif Döviz Kuru Sistemleri* (s. 6). **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü.**
- ÖZDEMİR, F. (2010). *Döviz Kuru Sistemleri ve Ödemeler Bilançosu ile İlişkisi* [Yüksek Lisans Tezi]. **Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.**
- ÖZKARAMETRE, N. (1996). Türkiye’de Dolarizasyon ve Para İkamesi: 1990-1995. *Ekonomik Yaklaşım*, 7(20), 99-106.

- ÖZKURT, Y. (2015). Oecd Ülkelerinde Sosyo-Politik Değişkenlerin Dış Ticarete Etkisinin Eşanlı-Panel Veri Modelleri ile Analiz. *Marmara Üniversitesi*.
- ÖZTÜRK, N., & BAYRAKTAR, Y. (2010). Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 11(1), 187-188.
- PARASIZ, İ., & EKREN, N. (2013). *Uluslararası İktisat ve Yeni Yönelimler*. Ezgi Kitabevi.
- PARASIZ, İ., & EKREN, N. (2014). *Bugünkü Makro Ekonomi*. Ezgi Kitabevi.
- PAYA, M. P. (1998). *Para Teorisi ve Para Politikası* (2. Baskı). Filiz Kitabevi.
- PAZARCI, Ş., & KAR, A. (2023). Satın Alma Gücü Paritesinin İncelenmesi: ADF Tipi Testlerden Kapsamlı Kanıtlar. *ODÜ Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi (ODÜSOBİAD)*, 2931-2941. <https://doi.org/10.48146/odusobiad.1211569>
- PESARAN, H. M. (2006). A Simple Unit Root Test in the Presence of Cross Section Dependence. *Journal of Applied Econometrics*, 22, 265-312.
- PESARAN, H. M., & YAMAGATA, T. (2008). Testing Slope Homogeneity in Large Panels. *Journal Of Econometrics*, 142(1), 50-93.
- PESARAN, M. H., SHIN, Y., & SMITH, R. P. (1999). Pooled Mean Group Estimation of Dynamic Heterogeneous Panels. *Journal of the American Statistical Association*, 94(446), 621-634.
- PESARAN, M. H., & SMITH, R. (1995). Estimating Long-Run Relationships From Dynamic Heterogeneous Panels. *Journal of Econometrics*, 68(1), 79-113.
- PLIHON, D. (1995). *Döviz Kurları*. (çev. M. Bolak). İletişim Yayınları.
- Portfolio Selection (1952).
- RAPACH, D. E., & WOCHAR, M. E. (2002). Testing The Monetary Model Of Exchange Rate Determination: New Evidence From a Century Of Data. *Journal of International Economics*, 58, 359-385. www.elsevier.com/locate/econbase
- ROBERT; Taylor, & TAYLOR, M. (1996). Exchange Rate Economics: What Is Wrong With The Conventional Macro Approach? *The Microstructure of Exchange Markets* (ss. 261-294). NBER.

- ROGOFF, K. (1996). The Purchasing Power Parity Puzzle. *Journal of Economic Literature*, 34, 647-668.
- ROGOFF, K. (2002). Dornbusch's Overshooting Model after Twenty-Five Years: International Monetary Fund's Second Annual Research Conference Mundell-Fleming Lecture. *IMF Staff Papers*, 49, 1-34.
- SAKA, Y., & ÇOLAK, S. (2008). *Uluslararası Finansman Ders Notları*.
- SAMUELSON, P., & NORDHAUS, W. (2010). *Economics* (19. bs). McGraw-Hill.
- SARNO, L., & TAYLOR, M. P. (2001). Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective and, If So, How Does It Work? *Journal of Economic Literature*, 39, 840-844.
- SARNO, L., & TAYLOR, M. P. (2002a). Purchasing Power Parity and the Real Exchange Rate. *IMF Staff Papers*, 49(1), 66.
- SARNO, L., & TAYLOR, M. P. (2002b). *The Economics of Exchange Rates*. Cambridge University Press.
- SARNO, L., VALENTE, G., & WOHR, M. E. (2004). Monetary Fundamentals And Exchange Rate Dynamics Under Different Nominal Regimes. *Economic Inquiry*, 42(2), 179-193. <https://doi.org/10.1093/ei/cbh053>
- SAVAŞAN, F., & DURSUN, İ. (2006). Ekonomik Özgürlükler ve Doğrudan Yabancı Yatırımlar: İstatistiksel Bir Analiz. *Selçuk Üniversitesi, İİBF*, 29-52.
- SAYGILI, M., SAYGILI, H., & YILMAZ, G. (2010). Türkiye İçin Yeni Reel Efektif Döviz Kuru Endeksleri. *Central Bank Of The Republic Of Turkey*.
- SAYKAL, B. (2018). Döviz Kuru Değişimlerinin Enflasyon Üzerindeki Etkisi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama [Yüksek Lisans Tezi]. *Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- SEDEF, A. (2010). <https://ahmetsedef.wordpress.com/tag/panel-veri-analizinin-avantajlari/>.
- SEKMEN, F. (2012). *Para Teorisi*. Seçkin Yayıncılık.
- SEYİDOĞLU, H. (1996). *Uluslararası İktisat (C. 11)*. Güzem Yayınları.

- SEYİDOĞLU, H. (2003). *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama* (15. Baskı). Güzem Can Yayınları.
- SEYİDOĞLU, H. (2007). *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama* (16. Baskı). Güzem Can Yayınları.
- SEYİDOĞLU, H. (2013). *Uluslararası Finans* (5. Baskı). Güzem Yayınları.
- SEYİDOĞLU, H. (2017). *Uluslararası İktisat Teori, Politika ve Uygulama* (21. Baskı). Güzem Yayınları.
- SHAPIRO, A. C. (2013). *Multinational Financial Management* (10.). John Wiles and Sons Inc.
- SOYLU, C. (2021). Finansal İstikrar ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Panel Veri Analizi. *İstanbul Üniversitesi*.
- SÜNBÜL, E. (2023). Linear and Nonlinear Relationship Between Real Exchange Rate, Real Interest Rate and Consumer Price Index: An Empirical Application for Countries with Different Levels of Development. *Scientific Annals of Economics and Business*, 70(1), 57-70. <https://doi.org/10.47743/saeb-2023-0008>
- SYLLIGNAKIS, Manolis N., & KOURETAS, G. P. (2011). Markov-switching Regimes And The Monetary Model Of Exchange Rate Determination: Evidence From The Central And Eastern European Markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 21(5), 707-723. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2011.04.005>
- ŞİMŞEK, T. (2016). Türkiye’de enerji tüketimi ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ardl sınır testi ile incelenmesi. *Journal of International Management, Educational and Economics Perspectives*, 4(1), 69-78.
- TARI, R. (2015). *Ekonometri*. Umuttepe Yayınları.
- TARI, R., & GÖZEN, M. Ç. (2018). Portfolio Balance Approach to Exchange Rate Determination: Testing a Model by Applying Bilateral Data of Turkey and United States. *Ege Akademik Bakış*, 18(3), 423-434. <https://doi.org/10.21121/eab.2018339491>

- TAŞKIN, F. (1995). Döviz Kuru Belirlenmesinde ‘Parasalıcı’ Yaklaşım Modeli: Türkiye’deki Döviz Kurları Üzerine Bir Uygulama. *Ekonomik Yaklaşım*, 6(18-19), 67-87.
- TATOĞLU YERDELEN, F. (2012). *Panel Veri Ekonometrisi*. Beta Yayın.
- TATOĞLU YERDELEN, F. (2020). *Panel Zaman Serileri Analizi: Stata Uygulamalı* (3. Baskı). Beta Yayın.
- TAYLOR, M. P. (2006). Real Exchange Rates And Purchasing Power Parity: Mean-Reversion in Economic Thought. *Applied Financial Economics*, 16, 1-7.
- TELEK, C. (2018). *Uluslararası Fisher Etkisi Hipotezi Kapsamında Nominal Faiz Oranları ve Döviz Kurları Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: Türkiye Örneği* [Doktora Tezi]. İnönü Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- TOBIN, J. (1958). Liquidity Preference as Behavior Towards Risk. *The Review of Economic Studies*, 25(2), 65-86.
- TOPUZ, Y. V. (2003). *Döviz Kuru Değişimlerinin Hisse Senetlerine Etkisi: İMKB’de İşlem Gören Tekstil Sektörü Hisseleri üzerine Ampirik Bir Çalışma* [Yüksek Lisans Tezi]. Abant İzzet Baysal Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- TUĞCU, C. T. (2018). “*Panel Data Analysis in the Energy-Growth Nexus (EGN)*”, *In The Economics and Econometrics of the Energy-Growth Nexus*. Cambridge: Academic Press.
- TUNALI CANSU, İ. (2006). *Türkiye Ekonomisinde İç Borçlanmanın Faiz Oranı ve Döviz Kuru ile İlişkisi* [Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi]. T.C. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- TUNAY, K. B. (2008). Türkiye’de Merkez Bankası Müdahalelerinin Döviz Kurlarının Oynaklığına Etkileri. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 78.
- TUNCA, Z., & TUNALI, Ç. B. (2006). Ödemeler Dengesine Parasal Yaklaşım. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 56(1), 3.
- TUNÇ, H. (2004). *Uluslararası Ticaret, Para ve Finans*. Alfa Basım Yayınları.

- TURGUT, E., & UÇAN, O. (2024). Satınalma Gücü Paritesinin Geçerliliği: E-7 Ülkeleri Örneği (1992-2022). *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 17(2), 343-356. <https://doi.org/10.25287/ohuiibf.1384605>
- UÇAN, O. (2013). *Döviz Kuru Dinamikleri*. Seçkin Yayıncılık.
- UĞUR, M. S., & ALPER, A. E. (2023). Revisiting Purchasing Power Parity in OECD Countries: New Evidence from Nonlinear Unit Root Test with Structural Breaks. *Sosyoekonomi*, 31(57), 25-45. <https://doi.org/10.17233/sosyoekonomi.2023.03.02>
- ULAŞ, S. (2010). *Enflasyon ve Döviz Kurunun Hisse Senedi Piyasasına Etkileri, IMKB’de Uygulaması* [Yüksek Lisans Tezi]. Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- UMUT, A. (2019). *Döviz Kuru Değişimlerinin Makro Ekonomik Değişkenlere Etkisi: Gelişmekte Olan Ülkeler Örneği* [Doktora Tezi]. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- USLU, E. (2012). *Reel Kurun Denge Değerinden Sapmasında Balassa-Samuelson Etkisi: Türkiye Örneği* [Uzman Yeterlilik Tezi]. TCMB İletişim Ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü.
- UZ, I., & KETENCİ, N. (2008). Panel Analysis Of The Monetary Approach to Exchange Rates: Evidence From Ten New EU Members And Turkey. *Emerging Markets Review*, 9(1), 57-69. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2007.12.001>
- UZUNOĞLU, S. (2003). *Para ve Döviz Piyasaları* (2. Baskı). Literatür Yayınları.
- ÜNAY, S. (2009). *IMF ve Küresel Misyon Arayışı*. SETA Analiz.
- ÜNSAL, M. E. (2005). *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Açık Ekonomi Makro İktisadı* (1. Baskı). İmaj Yayınevi.
- VISSER, H., & SMITS, W. (1995). *A Guide to International Monetary Economics*. Edward Elgar Publishing.
- WALTHER, T. (2002). *Dünya Ekonomisi* (Çev. ÇAĞLAR, Ü.): C. 1. Baskı. Alfa Yayınları.
- YAKUT, Ş. (2007). *Avrupa Para Sistemi ve Türkiye* [Yüksek Lisans Tezi]. Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- YALÇINER, K. (2008). *Uluslararası Finansman*. Gazi Kitabevi.

- YALÇINER, K. (2012). *Uluslararası Finansman*. Detay Yayıncılık.
- YANIKTAŞ, A. (2013). *Döviz Kuru Geçiş Etkisi: Türkiye Uygulaması* [Yüksek Lisans Tezi]. T.C. Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- YAPRAKLI, S. (2007). *Döviz Kuru Rejimleri ve Merkez Bankacılığı: Türkiye Üzerine Uygulamalar*. İmaj Yayınevi.
- YAZGAN, M. E. (2003). The Purchasing Power Parity Hypothesis For a High Inflation Country: A Re-examination Of The Case Of Turkey. *Applied Economics Letters*, 10(3), 143-147. <https://doi.org/10.1080/1350485022000041078>
- YILANCI, V., & ŞENER, S. (2015). Satın Alma Gücü Paritesi ve Varyasyonlarının Türkiye İçin Sınanması. *International Journal of Management Economics and Business*, 11(25), 53-63. <https://doi.org/10.17130/ijmneb.2015.11.25.526>
- YILDIRIM, K., MERCAN, M., & KOSTAKOĞLU, S. F. (2013). Satınalma Gücü Paritesinin Geçerliliğinin Test Edilmesi; Zaman Serisi ve Panel Veri Analizi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 8(3), 75-95.
- YILANCI, V., ASLAN, M., & ÖZGÜR, Ö. (2018). Testing The Validity Of PPP Theory For African Countries. *Applied Economics Letters*, 25(18), 1273-1277. <https://doi.org/10.1080/13504851.2017.1418066>
- YILDIRIM, D. (2017). Empirical Investigation Of Purchasing Power Parity For Turkey: Evidence From Recent Nonlinear Unit Root Tests. *Central Bank Review*, 17(2), 39-45. <https://doi.org/10.1016/j.cbrev.2017.03.001>
- YURTTAGÜLER, İ. M., & KUTLU HORVATH, S. (2019). Korumasız Faiz Paritesinin Geçerliliği: Avrupa Birliği Örneğinde Ekonometrik Bir Analiz. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar* (648) Haziran 2019, 69-81.
- ŽIVKOV, D., NJEGIC, J., MOMČILOVIĆ, M., & MILENKOVIC, I. (2016). Exchange Rate Volatility And Uncovered Interest Rate Parity In The European Emerging Economies. *Prague Economic Papers*, 25(3), 253-270. <https://doi.org/10.18267/j.pep.562>