



T.C.
BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
DOKTORA TEZİ
TÜRKİYE'DE FİNANSAL SERMAYE
HAREKETLERİ VE DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ

Hüseyin GÜVENOĞLU
165021003

Tez Danışmanı:
Prof. Dr. Özcan KARAHAN

Bandırma 2021

T.C.
BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

TÜRKİYE’DE FİNANSAL SERMAYE
HAREKETLERİ VE DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ

Hüseyin GÜVENOĞLU

165021003

Tez Danışmanı:
Prof. Dr. Özcan KARAHAN

Bandırma 2021

ETİK BEYAN SAYFASI

TÜRKİYE CUMHURİYETİ BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER 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. (11/02/2021)

Tezi Hazırlayan Öğrencinin

Adı ve Soyadı

Hüseyin GÜVENOĞLU

İmzası

ÖZET

TÜRKİYE’DE FİNANSAL SERMAYE HAREKETLERİ VE DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ

Hüseyin GÜVENOĞLU

Uluslararası sermaye hareketleri günümüzde ulaştığı geniş hacim nedeni ile ulusal ekonomilerdeki göstergeleri etkileyen temel bir dinamik haline gelmiştir. Bu bağlamda özellikle döviz piyasasında yarattığı etkiler çerçevesinde finansal sermaye hareketlerinin ekonomilerde yarattığı dalgalanmalar önemli bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Söz konusu bu sorunun çözümü için ülkeye yönelik sermaye hareketlerinin etkin bir biçimde yönetilmesi gerekmektedir. Buradan hareketle çalışmada Türkiye’ye yönelik finansal sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerinde yarattığı etkiler analiz edilmiştir. Böylece yabancı finansal sermayenin döviz piyasası kanalı ile oluşturduğu etkilere ilişkin bilgi birikiminin artırılması sonucu sermaye hareketlerinin yönetimi politikalarının tasarım sürecine katkı sunulması amaçlanmıştır.

Türkiye’ye yönelik finansal sermaye girişlerinin döviz kuru üzerine yarattığı etkiler 2009-2019 dönemine ait çeyreklik veriler üzerinden ARDL yöntemi kullanılarak incelenmiştir. Ampirik bulgular finansal sermaye hareketlerinin döviz piyasasında kur seviyesinin belirlenme sürecinde, uluslararası ticari işlemlere kıyasla, çok daha baskın bir rol oynadığını göstermektedir. Ayrıca finansal sermaye hareketleri kısa dönemde kurları düşürürken, yerli paranın değer kazanması sonucunda ortaya çıkan riskler nedeniyle, uzun dönemde kur seviyesini artırmaktadır. Finansal sermaye hareketleri içinde ise diğer yatırımlar portföy yatırımlarına oranla daha büyük bir rol oynamaktadır.

Ampirik bulgular politika çıkarımı açısından değerlendirildiğinde, Türkiye’de döviz piyasasında baskın role sahip olan finansal sermaye hareketlerinin yönetimine yönelik uygulamaların, kur istikrarı açısından büyük bir zorunluluk olduğu ortaya çıkmaktadır. Buna göre, finansal sermaye hareketleri yerine, daha istikrarlı olan fiziki sermaye hareketlerinin teşvik edilmesi gerekmektedir. Ayrıca Türkiye’ye yönelik finansal sermaye hareketleri içinde, portföy yatırımlarının artırılması yolu ile, diğer yatırımların sahip olduğu büyük payın azaltılması da önemli bir politika seçeneği olmaktadır.

Anahtar Sözcükler: Finansal Sermaye Hareketleri, Döviz Kuru, Türkiye, ARDL

ABSTRACT

THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL CAPITAL MOVEMENTS AND EXCHANGE RATE IN TURKEY

Hüseyin GÜVENOĞLU

International capital movements that reached the large volume today has become a fundamental dynamic affecting the indicators in national economies. In this context, fluctuations in economies caused by financial capital movements, especially in the framework of their effects on the foreign exchange market, emerge as an important problem. In order to solve this problem, capital movements towards the country should be managed effectively. Therefore, the impact of financial capital movements towards Turkey on the exchange rate was analysed in our study. Thus, it is aimed to contribute to the design process of capital movements management policies as a result of increasing knowledge on the effects of foreign capital through the foreign exchange market channel.

The impacts of financial capital movements towards Turkey on exchange rate were investigated using ARDL method based on the quarterly data for the period 2009-2019. Empirical findings show that financial capital movements play a much more dominant role in the determination of the exchange rate in the foreign exchange market compared to international business transactions. In addition, while financial capital movements decrease the exchange rates in the short term, due to the risks arising from the appreciation of the domestic currency, it causes the exchange rate to increase in the long term. In financial capital movements, on the other hand, other investments play a greater role than portfolio investments.

When empirical findings are evaluated in terms of policy inferences, it is clearly indicated that the management of financial capital movements that has a dominant role in the foreign exchange market in Turkey is a major necessity in terms of exchange rate stability. Accordingly, more stable physical capital movements should be encouraged rather than financial capital movements. In addition, in the financial capital movements towards Turkey, it is also an important policy option to have a larger volume of portfolio investments, reducing the share of other investments.

Keywords: Financial Capital Movements, Exchange Rate, Turkey, ARDL

ÖNSÖZ

Çalışmanın konusunun belirlenmesinde ve hazırlanmasında değerli bilgilerini ve zamanını esirgemeyerek her fırsatta çalışmamla ilgilenen, bana yol gösteren danışmanım değerli hocam Sayın Prof. Dr. Özcan KARAHAN'a, tecrübe ve bilgisini benimle paylaşan değerli hocam Sayın Prof. Dr. Alpaslan SEREL'e, çalışmanın uygulama ve analiz kısmında desteğini esirgemeyen değerli hocam Sayın Prof. Dr. Metehan YILGÖR'e ve çalışma boyunca katkı ve önerileriyle desteğini hiçbir zaman eksik etmeyen değerli hocam Sayın Dr. Öğr. Üyesi Musa BAYIR'a teşekkürü borç bilirim.

Aynı zamanda hayatımın her anında yanımda olan, maddi ve manevi desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen, gösterdikleri sabır ve fedakârlıklarla en büyük destekçilerim olan aileme, sevgili eşim Fadime Çiğdem GÜVENOĞLU'na, kızım Ayşe Mina GÜVENOĞLU'na ve oğlum Mustafa Mert GÜVENOĞLU'na teşekkürlerin en büyüğünü sunarım.

Bu çalışmayı kısa bir süre önce kaybettiğim merhametiyle, şefkatiyle, güzel yüreğiyle hayatımın her anında bana güven ve mutluluk veren canım abim Mustafa GÜVENOĞLU'na ithaf ediyorum.

Hüseyin GÜVENOĞLU

Bandırma/BALIKESİR

11/02/2021

İÇİNDEKİLER

ETİK BEYAN SAYFASI	ii
ÖZET.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ	v
İÇİNDEKİLER	vii
TABLolar	viii
ŞEKİLLER.....	ix
KISALTMALAR	x
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM: KAVRAMSAL ÇERÇEVE.....	4
1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ.....	4
1.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanımı ve Türleri	4
1.1.1. Resmi Sermaye Hareketleri	7
1.1.2. Özel Sermaye Hareketleri	8
1.1.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar	8
1.1.2.2. Portföy Yatırımları	11
1.1.2.3. Diğer Yatırımlar	14
1.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Sınıflandırılması.....	16
1.2.1. Finansal ve Fiziki Sermaye Hareketleri.....	17
1.2.2. Uzun ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	21
1.2.3. Borç Yaratıcı ve Yaratmayan Sermaye Hareketleri.....	24
2. DÖVİZ KURU	27
2.1. Döviz Kuru Tanımı ve Türleri.....	27
2.1.1. Düz ve Çapraz Döviz Kuru.....	31
2.1.2. Vadesiz ve Vadeli Döviz Kuru	32
2.1.3. Nominal ve Reel Döviz Kuru	33
2.2. Döviz Kuru Sistemleri.....	37
2.2.1. Sabit Döviz Kuru Sistemi	39
2.2.2. Esnek Döviz Kuru Sistemi.....	41
2.2.3. Karma Döviz Kuru Sistemi.....	43
İKİNCİ BÖLÜM: TEORİK VE AMPİRİK ÇERÇEVE.....	49
1. MUNDELL FLEMING MODELİNDE SERMAYE HAREKETLERİ VE DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ	49
1.1. Sabit Döviz Kuru Sisteminde Sermaye Girişi ve Kur İlişkisi	54
1.2. Esnek Döviz Kuru Sisteminde Sermaye Girişi ve Kur İlişkisi	57
1.3. Mundell Fleming Modelinde Genişlemeci İktisat Politikalarının Etkinliği	60
2. PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ İLE SERMAYE HAREKETLERİ VE DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ	65
2.1. Para Arzı Hedeflemeli Para Politikası Stratejisi.....	68
2.2. Döviz Kuru Hedeflemeli Para Politikası Stratejisi.....	72
2.3. Enflasyon Hedeflemeli Para Politikası Stratejisi.....	76
3. AMPİRİK ÇALIŞMALARDA SERMAYE HAREKETLERİ VE DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ.....	80
3.1. Yabancı Ülkelere Yönelik Çalışmalar.....	81
3.2. Türkiye Üzerine Yapılan Çalışmalar.....	89

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: EKONOMETRİK ANALİZ	100
1. TÜRKİYE’DE FİNANSAL SERMAYE HAREKETLERİ VE DÖVİZ KURU İLİŞKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ	100
1.1. Araştırma Modelleri	100
1.2. Veri Seti.....	103
1.3. Ekonometrik Analiz Yöntemi	104
1.3.1. Durağanlık Analizi.....	105
1.3.1.1. Genişletilmiş Dickey-Fuller Testi	106
1.3.1.2. Phillips-Perron Testi.....	110
1.3.1.3. Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) Birim Kök Testi	112
1.3.2. ARDL (Autoregressive Distributed Lag) Modeli.....	115
1.3.2.1. Sınır Testi	115
1.3.2.2. Uzun Dönem Tahmini	119
1.3.2.3. Kısa Dönem Tahmini	120
1.4. Ampirik Bulgular ve Yorum	121
1.4.1. Durağanlık Analizi Sonuçları	121
1.4.2. Döviz Kurunun Temel Dinamiklerinin Analizi (Model 1).....	123
1.4.3. Döviz Kuru ve Finansal Sermaye Hareketlerinin Analizi (Model 2)	129
SONUÇ	135
KAYNAKLAR	139
EKLER.....	155

TABLÖLAR

Tablo 3.1. Değişkenlerin Tanımlaması	103
Tablo 3.2. Birim Kök Testi Sonuçları	122
Tablo 3.3. Sınır Testi Sonuçları (Model 1)	124
Tablo 3.4. ARDL (10,12,12) Modeli Regresyon Tahmin Sonuçları (Model 1)	126
Tablo 3.5. Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları (Model 1)	127
Tablo 3.6. Sınır Testi Sonuçları (Model 2)	130
Tablo 3.7. ARDL (10,9,12) Modeli Regresyon Tahmin Sonuçları (Model 2)	132
Tablo 3.8. Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları (Model 2)	133



ŞEKİLLER

Şekil 1.1. Uluslararası Sermaye Hareketleri	6
Şekil 2.1. BP Eğrisinin Eğimi	50
Şekil 2.2. Mundell–Fleming Modeli	52
Şekil 2.3. Sabit Döviz Kuru Sisteminde Genişlemeci Para Politikası	55
Şekil 2.4. Sabit Döviz Kuru Sisteminde Genişletici Maliye Politikası.....	56
Şekil 2.5. Esnek Döviz Kuru Sisteminde Genişlemeci Para Politikası.....	58
Şekil 2.6. Esnek Döviz Kuru Sisteminde Genişlemeci Maliye Politikası	59
Şekil 2.7. İmkânsız Üçleme	62
Şekil 3.1. CUSUM ve CUSUMSQ Testi Sonuçları (Model 1).....	128
Şekil 3.2. CUSUM ve CUSUMSQ Testi Sonuçları (Model 2).....	134



KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Genişletilmiş Dickey–Fuller
AIC	: Akaike Bilgi Kriteri
ARCH	: Otoregresif Koşullu Değişen Varyans
ARDL	: Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Model
BP	: Ödemeler Dengesi
DF	: Dickey–Fuller
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
ECM	: Hata Düzeltme Modeli
EVDS	: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FED	: Amerikan Merkez Bankası
GARCH	: Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişen Varyans
GMM	: Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla
GSMH	: Gayri Safi Milli Hâsıla
HQC	: Hannan–Quin Bilgi Kriteri
IMF	: Uluslararası Para Fonu
KPSS	: Kwiatkowski–Phillips–Schmidt–Shin
OECD	: Ekonomik İş birliği ve Kalkınma Teşkilatı
PP	: Philips–Perron
PVAR	: Panel Vektör Otoregresyon
SBC	: Schwarz–Bayesian Bilgi Kriteri
SIC	: Schwartz Bilgi Kriteri
SVAR	: Yapısal Vektör Otoregresyon
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	: Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
UECM	: Kısıtlanmamış Hata Düzeltme Modeli
UNCTAD	: Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Örgütü
VAR	: Vektör Otoregresif
VECM	: Vektör Hata Düzeltme Modeli

GİRİŞ

Dünya ekonomileri II. Dünya Savaşı sonrasında Bretton Woods sistemi adı altında sabit kur rejimi ve sermayenin kontrolünün uygulandığı bir süreç yaşamıştır. Ülkeler bu sistem altında uluslararası sermaye hareketlerini sınırlandırarak ekonomilerde istikrarı sağlamaya çalışmışlardır. Bretton Woods sistemi bir dönem başarı ile uygulansa da 1970'li yılların başından itibaren önemli sorunlar yaşanması üzerine terk edilmiştir. Bundan sonra sermaye hareketlerindeki kontrollerin ortadan kaldırılması ile birlikte dünyada önemli bir finansal serbestleşme dönemi yaşanmıştır. Böylece sermayenin farklı bölge ve ülkelerde serbestçe dolaşması sonucunda finansal piyasalar birbirine entegre olmuştur. Bu şekilde ulusal finansal piyasalar arasındaki sınırların ortadan kalkması finansın globalleşmesi olgusunu gündeme getirmiştir. Bunun sonucunda uluslararası sermaye hareketleri hızla gelişerek tarihte görülmemiş boyutlara ulaşmıştır. Bugün bütün dünyada hareket halinde olan sermayenin değeri mal ve hizmet ticareti ile ifade edilen ekonomik değerin çok üstüne çıkmıştır. Öyle ki uluslararası yabancı sermayenin hacmi ülkelerin ödemeler bilançolarında kaydını tuttuğu ihracat ve ithalat ile ilgili uluslararası ticari faaliyetlerin çok ötesine geçmiştir.

Günümüzde uluslararası sermaye hareketlerinin ulaştığı boyut nedeni ile artık herhangi bir ülke ekonomisindeki gelişmeleri sermaye hareketlerinden bağımsız bir biçimde analiz etmek mümkün değildir. Çünkü uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomiler üzerindeki etkisi gün geçtikçe artmaktadır. Buna paralel olarak iktisat literatüründeki birçok araştırma alanında sermaye hareketleri önemli bir dinamik olarak analize katılmaktadır. Bazı çalışmalar uluslararası sermaye hareketlerinin olumlu yönlerine işaret ederek yabancı sermayenin yöneldiği ekonomilerde değişik kanallardan büyüme dinamiklerini harekete geçirdiğini ortaya koymaktadır. Ancak sermaye hareketlerinin ekonomi üzerinde ciddi sorunlara neden olduğunu gösteren çok sayıda araştırma da bulunmaktadır. Özellikle son dönemlerde yapılan çalışmalar uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomilerde finansal kırılganlık yaratıp istikrarsızlığa yol açarak önemli krizlerin yaşanmasına neden olduğunu göstermektedir. Sonuç itibarı ile uluslararası sermaye hareketleri ekonomi üzerinde yarattığı etkilerle iktisat literatüründe en önemli araştırma konularından bir tanesi haline gelmiştir.

Uluslararası sermaye hareketleri ekonomi üzerinde çok değişik kanallardan etki yapabilmektedir. Sermaye hareketlerinin fiyatlar genel seviyesi, faiz oranı ve döviz kuru gibi birçok makroekonomik gösterge ile çok sıkı bir etkileşime girdiğı bilinmektedir. Bunun için herhangi bir ülkede yöneticilerin sermaye hareketlerini göz önüne almadan bir ekonomik hedef belirlemeleri ve bu hedefe ulaşabilmeleri mümkün değildir. Yabancı sermaye bir ülkeye giriş sürecinde çok önemli miktarda likidite yaratarak toplam arz ve talep üzerinde temel bir belirleyici güç olabilmektedir. Dolayısı ile ekonominin iç dinamiklerinin temel göstergelerin oluştuğı piyasalardaki işleyiş süreci üzerindeki etkisi azalmaktadır. Öte yandan yabancı sermayenin bir ülkeden çıkış süreci de ekonomide büyük bir dalgalanma yaratarak oldukça derin etkilere yol açabilmektedir.

Özellikle finansal sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerinde yarattığı etkilere ilişkin çok önemli bir literatür oluşmuştur. Burada finansal sermaye hareketlerinin her ne kadar kısa dönemde bazı olumlu etkiler yaratsa da uzun dönemde ekonomileri krize sürükleyebildiğı kapsamlı bir şekilde ortaya konmuştur. Gerçekten de başta Latin Amerika ve Güney Doğı Asya'daki gelişmekte olan ülkeler olmak üzere birçok ülkede finansal sermaye hareketleri ile yaşanan krizler arasında çok sıkı ilişkiler kurulmuştur. Öyle ki, krizlerin ana kaynağı olarak görülen finansal sermaye hareketlerinin kısıtlanması için sermaye kontrollerinin geri getirilmesi bile önerilmiştir. Ancak daha sonra bu görüş kabul görmemiş ve finansal liberalizasyon ve globalizasyonun ulaştığı bu yüksek seviyede geriye dönüşün olamayacağı belirtilmiştir. Bunun yerine geliştirilecek çeşitli iktisat politikaları ile sermaye hareketlerinin yönetilmesi görüşü ileri sürülmüştür.

Finansal sermaye hareketlerinin etkin bir biçimde yönetimi bugün bütün ekonomiler için hayati önem taşımaktadır. Dolayısı ile finansal sermaye hareketleri ile yurt içi ekonomik dinamiklerin olumlu bir biçimde etkileşimini sağlamak ekonomi yönetimleri için en büyük öncelik haline gelmiştir. Bunun için ise her şeyden önce finansal sermaye hareketlerinin ekonomiyi etkileme kanallarının, her ülkenin kendine özgü özelliklerine göre, kapsamlı bir şekilde ortaya konulmasına ihtiyaç vardır. Aksi takdirde finansal sermaye hareketlerinin etkin bir biçimde yönetilmesi sağlanamaz. Böylece Türkiye'de finansal sermaye hareketlerinin etkin bir biçimde yönetilmesi için finansal sermaye hareketlerinin ekonomiyi etkileme kanallarını ayrıştırması ile ortaya koyan çalışmalara ihtiyaç vardır.

Yukarıda ifade edilen ihtiyaç çerçevesinde bu tez çalışması Türkiye'ye yönelik finansal sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerinde yarattığı etkileri ortaya koymayı amaçlamaktadır. Bunun için finansal sermaye hareketlerinin Türkiye'deki döviz piyasasında arz ve talep güçleri dolayısı ile döviz kuru seviyesi üzerinde yarattığı etkiler analiz edilmiştir. Bu çerçevede 2009:Q1–2019:Q4 dönemine ait veriler üzerinden finansal sermaye hareketleri ile döviz kuru arasındaki ilişki gecikmesi dağıtılmış otoregresif model (Autoregressive Distributed Lag – ARDL) kullanılarak incelenmiştir. Çalışmada elde edilen bulgular ile Türkiye'de finansal sermaye hareketlerinin etkin bir biçimde yönetilmesi için gerekli olan bilgi birikimine katkı sunulması amaçlanmaktadır.

Tez çalışması aşağıda açıklanan 3 ana bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölüm tezin kavramsal açıklamalarına ayrılmıştır. Bu bölümde öncelikle uluslararası sermaye hareketlerinin tanımı ve türlerine ilişkin açıklamalarda bulunulmuştur. Burada ayrıca uluslararası sermaye hareketleri türleri taşıdığı özelliklerine göre çeşitli alt başlıklarda sınıflandırılmıştır. Daha sonra ise döviz kurunun kavramsal açıklamasına dair bazı tanımlama ve sınıflamalar yapılmıştır.

İkinci bölümde teorik ve ampirik literatüre ilişkin açıklamalarda bulunulmuştur. İlk olarak sermaye hareketleri ile döviz kuru arasındaki teorik bağı kuran Mundell–Fleming modeli hakkında bilgi verilmiştir. Daha sonra para politikası stratejileri çerçevesinde sermaye hareketleri ile döviz kuru arasındaki ilişki ele alınmıştır. Son olarak literatürde finansal sermaye hareketleri ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi ampirik olarak analiz eden çalışmalar gözden geçirilmiştir.

Üçüncü bölüm Türkiye'de finansal sermaye hareketleri ve kur seviyesi arasındaki ilişkinin ekonometrik analizine ayrılmıştır. Burada öncelikle iki araştırma modeli tanıtılmıştır. İlkinde finansal sermaye hareketlerinin net ihracat ile birlikte döviz kuru üzerindeki etkileri araştırılmıştır. İkinci modelde finansal sermaye hareketleri portföy ve diğer yatırımlar şeklinde ikiye ayrılarak döviz kuru üzerinde yarattığı etki incelenmiştir. Bu bölümde ayrıca veri seti ve ekonometrik yöntem hakkında bilgi verilmiştir. Son olarak ampirik çalışmadan elde edilen bulgular sunularak yorumlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM: KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Tezin ilk bölümü çalışmada kullanılan değişkenlerin kavramsal açıklanmasına ayrılmıştır. Bunun için bu bölümde önce uluslararası sermaye hareketleri daha sonra da döviz kuruna ilişkin kavramsal açıklamalarda bulunulacaktır.

1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

Bu bölüm uluslararası sermaye hareketlerinin kavramsal olarak açıklanmasına ayrılmıştır. Öncelikle uluslararası sermaye hareketlerinin tanımı ve türleri hakkında bilgiler verilecektir. Daha sonra ise uluslararası sermaye hareketleri özelliklerine göre çeşitli alt başlıklar çerçevesinde sınıflandırılacaktır.

1.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanımı ve Türleri

Genel bir ifade ile sermayenin ülke ekonomileri arasında yer değiştirmesi uluslararası sermaye hareketleri olarak ifade edilmektedir. Sermayenin bir ülkeye geliş süreci sermaye girişi bir ülkeden gidişi ise sermaye çıkışı olarak nitelendirilmektedir. Bir tanıma göre ülkedeki yerleşik kişi ya da kuruluşların yabancı bir ülkeye fiziki yatırım veya mali yatırımda bulunarak kazanç sağlamak amacıyla fon aktarmasına uluslararası sermaye hareketi adı verilmektedir (Keskin, 2006: 11). Öte yandan ülkedeki yerleşik kişi veya kurumların yabancı bir ülkeye yatırım amacıyla yapmış oldukları sermaye transferi uluslararası sermaye hareketi olarak ifade edilmektedir (Acar, 2016: 93). Bunun dışında uluslararası sermaye hareketi, bir ülkedeki yerleşik kişi ya da kurumların yatırım amacıyla yabancı ülkedeki yerleşik kişi ya da kurumlara fon aktarması veya yabancı ülkedeki kişi ya da kurumlardan almış olduğu varlıklar karşılığında fon göndermesi olarak da adlandırılmaktadır (Uzunoğlu, 1995: 34).

Literatürde sermaye hareketlerini ekonomi üzerinde yarattığı etkiler bağlamında ele alan tanımlarda bulunmaktadır. Buna göre bir ülkenin yerleşik kişi veya kuruluşları tarafından yatırım amacıyla yabancı bir ülkeye teknoloji, teknik bilgi, işletmecilik ve yöneticilik bilgisi gibi imkânlarında götürülmesiyle üretimde bulunarak fiziki yatırımda bulunmak ve yabancı ülkede çıkartılan tahvil ve hisse senedi gibi varlıkları satın almak uluslararası sermaye hareketi olarak tanımlanmaktadır (Karluk, 2009: 687).

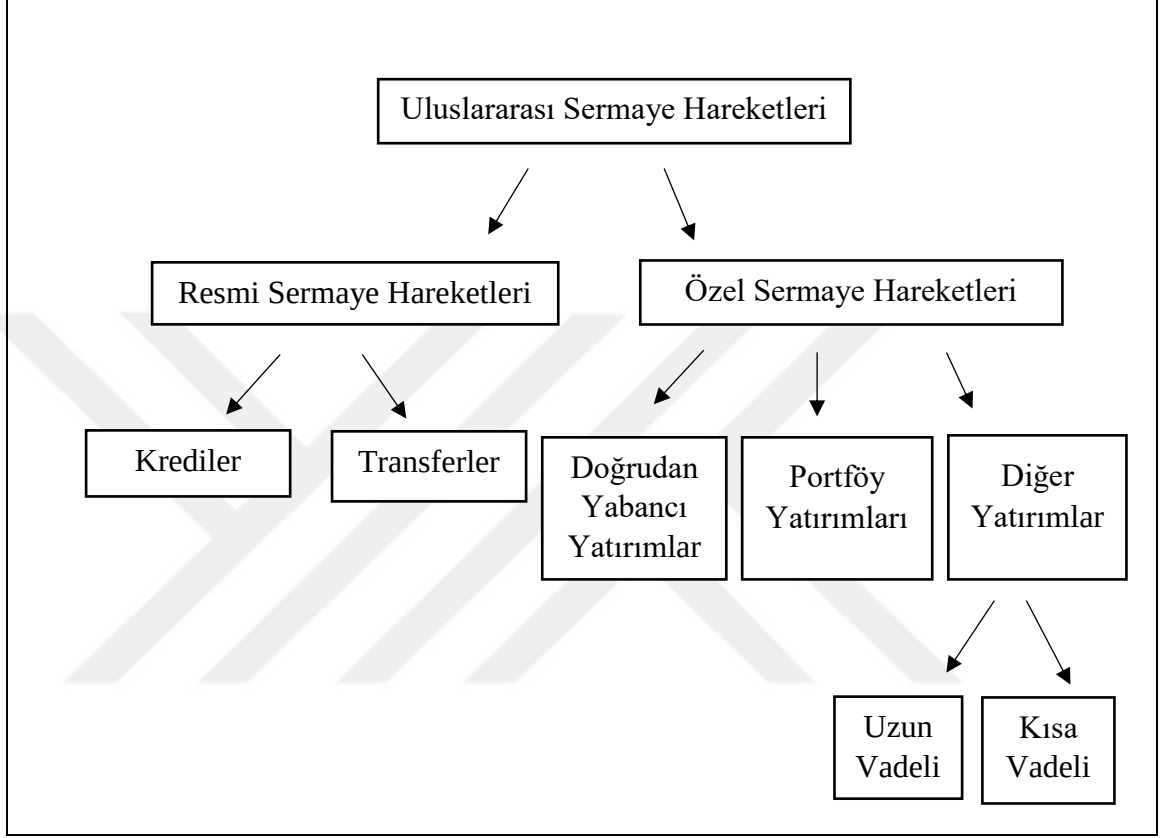
Uluslararası sermaye hareketi bir ülkedeki yerleşik kişi ya da kurumların başka ülkede üretim tesisi, bina, arazi gibi fiziki yatırımları yapması veya tahvil, hisse senedi, hazine bonusu alımı ile bankalarda mevduat hesapları açtırmak gibi yatırımlarla servet edinme ve sermaye stokunu artırmaya yönelik faaliyetleri içerir (Kaymakçı, 2007).

Bir ülkeye yönelik olarak gerçekleşen sermaye hareketleri o ülkenin ödemeler bilançosu içerisinde kayda alınarak incelenmektedir. Ödemeler bilançosu, bir ülkedeki yerleşik kişilerin yabancı ülkelerdeki kişilerle yapmış oldukları tüm ekonomik faaliyetlerin kayıtlarının tutulduğu istatistiki rapordur. Ödemeler bilançosu cari işlemler hesabı, sermaye ve finans hesabı, resmi rezervler hesabı ile net hata ve noksan hesabı olmak üzere dört ana hesap grubundan oluşmaktadır. Sermaye hareketleri ödemeler bilançosunun sermaye ve finans hesabı altında kayda alınmaktadır (TCMB, 2020: 9-17). Genel anlamda cari işlemler hesabında oluşan açıkların sermaye ve finans hesabında kaydı tutulan yabancı fonlar ile karşılanması söz konusu olmaktadır.

Sermaye ve finans hesabı ana kaleminin altında sermaye hesabı ve finans hesabı olmak üzere iki alt hesap bulunmaktadır. Sermaye hesabı üretilmeyen ve finansal olmayan varlıkların edinimi ve elden çıkarılması ile sermaye transferleri şeklinde gerçekleşen akımların kaydedildiği hesaptır. Sermaye hesabı altında genellikle resmi sermaye hareketlerinin kaydı tutulur. Finans hesabı ise uluslararası özel sermaye hareketlerinin kaydedildiği hesaptır. Özel nitelikli sermaye hareketleri, ekonominin reel kesimine yapılan uluslararası fiziki sermaye hareketleri ile uluslararası para ve sermaye piyasalarında fon arz edenler ile fon talep edenlerin yapmış oldukları işlemler sonucu gerçekleşen sermaye hareketlerini kapsamaktadır. Finans hesabında kaydı tutulan uluslararası sermaye hareketleri türüne göre üç alt kaleme ayrılmaktadır. Bu alt kalemler doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketlerinden oluşmaktadır. Ayrıca diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketleri kendi içinde uzun ve kısa vadeli diğer yatırımlar şeklinde ikiye ayrılmaktadır.

Uluslararası sermaye hareketleri, Uluslararası Para Fonu'nun (International Monetary Fund – IMF) önerileri çerçevesinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) yaptığı ödemeler dengesi istatistiklerinde yukarıda ifade edildiği şekilde kayıt altına alınmaktadır. Bunun dışında literatürde uluslararası sermaye hareketleri çok değişik şekillerde sınıflanabilmektedir.

Çalışmada Arslan ve Çiçek (2017) tarafından yapılan ve Şekil 1.1’de gösterilen sınıflama esas alınacaktır. Buna göre çalışmanın bundan sonraki kısmında uluslararası sermaye hareketlerine ilişkin açıklamalar da bu sınıflamaya göre yapılacaktır.



Şekil 1.1. Uluslararası Sermaye Hareketleri

Kaynak: (Arslan ve Çiçek 2017: 293)

Yukarıda Şekil 1.1’den görüleceği gibi uluslararası sermaye hareketlerini öncelikle resmi ve özel olmak üzere iki gruba ayırmak mümkündür. Bu genel ayırmadan sonra resmi sermaye hareketlerinin de kendi arasında krediler ve transferler şeklinde iki alt dala ayrıldığı görülmektedir. Bunun yanında özel sermaye hareketleri de doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olmak üzere üç alt başlık altında ele alınmaktadır. Yukarıda Şekil 1.1’den görüleceği gibi diğer yatırımlar şeklindeki özel sermaye hareketleri kendi arasında uzun ve kısa vadeli olmak üzere iki sınıfa ayrılmaktadır. Burada doğrudan yabancı yatırımlar fiziki sermaye hareketlerini temsil etmektedir. Öte yandan portföy yatırımları sermaye piyasaları diğer yatırımlar ise para piyasaları aracılığı ile gerçekleşen finansal sermaye hareketlerini ifade etmektedir.

1.1.1. Resmi Sermaye Hareketleri

Resmi nitelikli sermaye hareketleri genel olarak uluslararası kuruluşlar ve devletler tarafından açılan kredileri ve bağış adı altında yapılan transferleri kapsamaktadır. Çok değişik faktörlere dayalı olarak uluslararası kuruluşlar ve devletler arasındaki işlemler yolu ile resmi sermaye hareketleri gerçekleşmektedir. Bu anlamda resmi sermaye hareketleri içinde Dünya Bankası ve IMF gibi uluslararası kuruluşlar tarafından sağlanan krediler büyük bir paya sahiptir. Bunun yanında hükümetler arasında gerçekleşen ikili anlaşmalar yoluyla bir ülkeden diğer ülkeye bağış amacıyla yapılan transferler de resmi nitelikli sermaye hareketleri içinde yer alır.

Dünya Bankası esas itibarı ile II. Dünya Savaşı sonrasında savaşın yol açtığı yıkımı hafifletmek üzere Doğu Avrupa Ülkelerinin yeniden imarı için kurulmuşsa da daha sonraki süreçte dünyanın birçok bölgesindeki ülkelere kalkınmaları için ihtiyaç duyduğu kaynakları aktarma işlevini üstlenmiştir. Bu şekilde fon ihtiyacı olan ülkelere Dünya Bankası tarafından sağlanan krediler, uluslararası sermaye hareketlerinin resmi araçlar ile yürütüldüğü önemli bir kanalını oluşturmuştur. Öte yandan IMF’de ödemeler dengesinde sorun yaşanan üye ülkelere sağladığı fonlarla uluslararası sermaye hareketlerinin önemli bir kaynağı haline gelmiştir.

Hükümetler arasında çeşitli anlaşmalar çerçevesinde sağlanan hibe ve borçlar da resmi sermaye hareketlerinin önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Burada bir ülkenin diğer bir ülkeye her ne kadar ekonomik amaç çerçevesinde görülse de siyasi ve sosyal nedenlerle finansal kaynak aktarması söz konusu olmaktadır. Böylece bu tip sermaye hareketlerini, ekonomik amaçlar yanında uluslararası siyasi ilişkilerin bir başka boyutu olarak görmek mümkündür.

Küreselleşme öncesi dönemde uluslararası sermaye hareketleri genel olarak resmi nitelikli sermaye hareketlerinden oluşmaktaydı. Ancak küreselleşme süreciyle birlikte sermaye hareketlerinin kaynaklarında önemli bir değişim olmuş ve resmi sermaye hareketlerinden özel sermaye hareketlerine doğru önemli bir dönüşüm yaşanmıştır. Böylece küreselleşme olgusuyla birlikte bütün dünyada uluslararası sermaye akımları daha çok finansal piyasaların aracılık yaptığı özel sektör nitelikli bir özellik taşımaya başlamıştır.

1.1.2. Özel Sermaye Hareketleri

Özel sermaye hareketleri uluslararası ekonomik kuruluşlar ve devletler dışında uluslararası piyasalarda gerçekleşen sermaye hareketlerini kapsamaktadır. Buna göre doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar şeklinde üç tür özel sermaye hareketinden söz etmek mümkündür.

1.1.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Mal ve hizmet üretmek amacıyla kendi ülkesi dışında üretim tesisi kurmak, var olan üretim tesisini satın almak veya mevcut üretim tesisine ortak olmak için gerçekleştirilen sermaye hareketleri doğrudan yabancı yatırım olarak tanımlanır. Böylece doğrudan yabancı yatırımlar, bir ülkeden diğer ülkeye mal ve hizmet üretilmesi amacıyla gerçekleştirilen uluslararası fiziki sermaye hareketlerini kapsamaktadır.

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü'nün (Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD) yapmış olduğu tanıma göre doğrudan yabancı yatırımlar, bir ülkedeki yerleşik yatırımcı tarafından yabancı bir ülkede işletmenin yönetiminde kısmen veya tamamen söz sahibi olmak için sınır ötesinde yapılan uzun dönemli yatırımlardır. Doğrudan yabancı yatırımlarda yatırımcının işletmenin yönetiminde en az %10 düzeyinde oy hakkına sahip olması esastır. Yatırımcı doğrudan yatırım yaptığı şirkette %10 ile %50 arasında bir oy hakkına sahip ise söz konusu şirket iştirak, eğer %50'den fazla oy hakkına sahipse söz konusu şirket bağlı ortaklık ve son olarak oy hakkının %100'üne sahipse söz konusu şirket şube olarak nitelendirilmektedir (OECD, 2008: 17).

IMF'nin yapmış olduğu tanıma göre doğrudan yabancı yatırımlar, bir ülkedeki yerleşik yatırımcıların yabancı bir ülkedeki yerleşik bir şirketin yönetiminde etkin konumda veya yönetimini tamamen kontrol ederek üretim sürecine katılıp kazanç elde etmeyi amaçladığı uluslararası bir yatırım türüdür. Yabancı bir yatırımcı yatırımda bulunduğu şirkette %10 ile %50 arasında oy hakkına sahip olduğunda yatırımcının şirketin yönetiminde ve kontrolünde önemli derecede etkisi olduğundan, söz konusu yatırımcının şirkette %50'nin üzerinde oy hakkına sahibi olduğunda ise şirketin yönetiminden ve kontrolünden sorumlu olduğundan söz edilebilmektedir (IMF, 2009: 100-101).

Amerika Birleşik Devletleri (ABD) Ticaret Bakanlığı, yabancı bir yatırımcının ABD’de bir şirkete yapmış olduğu yatırımla şirket yönetiminde %10’luk bir söz sahibi olması durumunda söz konusu yatırımın doğrudan yabancı yatırım olduğunu ifade etmiştir. Bir şirkette %10 ile %49 arasında hisseye sahip olan yabancı yatırımcı şirket yönetiminde azınlık hakkına, %50 ile %99 arasında hisseye sahip olan yabancı yatırımcı şirket yönetiminde çoğunluk hakkına, %100 hisseye sahip olan yabancı yatırımcı ise şirket yönetiminde tüm haklara sahiptir (Hill, 2012: 250).

Doğrudan yabancı yatırımlar genel olarak çok uluslu şirketler tarafından yapılmaktadır. Bir işletmenin bulunduğu ülke o işletme için ana merkez niteliği taşımaktadır. İşletmelerin ana merkezleri dışında yabancı ülkelerde faaliyet gösteren fakat ana merkezdeki şirketin yönetim ve denetiminde olan işletmelerden meydana gelen kurumsal oluşumlara çok uluslu şirket adı verilmektedir. Çok uluslu şirketler kapsamında yer alan ana merkeze bağlı olarak yabancı ülkelerde faaliyet gösteren şirketler; yabancı sermaye şirketi, bağlı şirket, şube ya da yavru şirket gibi isimlerle ifade edilmektedir (Seyidoğlu, 2013: 627).

Doğrudan yabancı yatırımlar bir anlamda fiziki sermaye transferinin bir ülkeden diğer ülkeye gerçekleştirilmesi anlamına gelmektedir. Çünkü doğrudan yabancı yatırımlar sayesinde bir ülkedeki fiziki sermaye stoku artmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlarla sermaye stokunun artması yanında üretim ve yönetim bilgisi de bir ülkeden diğer ülkeye aktarılabilmektedir. Buna göre doğrudan yabancı yatırım alan ülkenin teknoloji seviyesinde de önemli gelişme görülebilmektedir. Böylece doğrudan yabancı yatırımlar teknoloji transferi için önemli bir kanal oluşturabilmektedir (Karluk, 2014: 100).

Girişimciler doğrudan yabancı yatırımda bulunurken temel olarak yeniden kurduğu veya ortak olduğu üretim tesisinin faaliyetleri sonucu ortaya çıkacak kâr gelirini elde etmeye çalışmaktadır. Bu şekilde kâr amacı ile yatırımcının bir şirkete sahip olması veya ortak olması ancak uzun bir dönemdeki üretim ve satış sürecinde amacına ulaşabileceği anlamına gelmektedir. Böylece uzun vadede kâr amacı güdülerek gerçekleştirilen doğrudan yabancı yatırımlar uzun vadeli uluslararası sermaye hareketi türünü oluşturmaktadır. Bunun için bu tür uluslararası yatırımların ekonomide istikrarsızlık yaratma potansiyeli diğer sermaye hareketlerine göre çok düşüktür.

Doğrudan yabancı yatırım için önemli bir koşul yabancı bir ülkede yatırım yapan yatırımcının şirket yönetiminde en az %10 düzeyinde söz hakkına sahip olmasıdır. Başka bir ifade ile doğrudan yabancı yatırımlarda yatırımcının işletmenin sermayesinde en az %10 oranında bir hisseye sahip olması esastır. Bu oran ulusal ve uluslararası muhasebe standartlarında yer almaktadır (Razin ve Sadka, 2006: 2). Doğrudan yabancı yatırımlarda işletme yönetiminde söz sahibi olabilmek için en az %10 oy sahibi olma kriteri doğrudan yabancı yatırımlar için ülkeler arasında istatistiksel olarak bir tutarlılığın sağlanması adına belirlemiş bir eşik değeridir. Bazı durumlarda %10'un altında bile yabancı yatırımcıların işletmelerin yönetiminde söz sahibi olabileceği ileri sürülmüş olsa da genel olarak söz konusu kriter dikkate alınmaktadır (OECD, 2008: 49).

Doğrudan yabancı yatırımların bir ülkeye yönelmesinde ekonomik ve politik birçok faktör etkili olmaktadır. Ekonomik etmenlerle ilgili olarak ülkenin pazar büyüklüğü, diğer bölgesel ve küresel pazarlara yakınlığı gibi üretim sonucu yapılacak satışı etkileyen faktörler öne çıkmaktadır. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımın yöneleceği ülkede emek gücünün niteliği ve maliyeti gibi beşeri sermayeye ilişkin özellikler de önemlidir. Bunun yanında başta fiyat istikrarı ve döviz kuru olmak üzere makroekonomik göstergelerde istikrar sağlanması da yabancı yatırım kararı alınırken etkili olabilmektedir. Öte yandan ülkenin jeopolitik konumu gereği sahip olduğu doğal kaynaklar veya hammaddeye yakınlık, girdi maliyetleri, ulaştırma ve haberleşme imkânlarına ilişkin fiziksel alt yapı da doğrudan yabancı yatırımların önem verdiği konuların başında gelmektedir. Bütün bunların yanında ülkede uygulanan ekonomi politikaları da doğrudan yabancı yatırımların ülkeye yönelmesinde etkili olabilmektedir. Bu alanda, yabancı yatırımlara yönelik vergi politikaları, teşvik uygulamaları, tarifeler, ticaret politikaları, özelleştirme politikaları gibi unsurların öne çıktığı görülmektedir. Politik faktörlerle ilgili olarak bireysel özgürlüklerin korunması, bu bağlamda uluslararası anlaşmalar ve bölgesel ekonomik entegrasyonlara üyelik durumu, sağlıklı işleyen bir hukuk sistemi, yabancı sermaye mevzuatı, yolsuzluk ve rüşveti engellemeye yönelik kurum ve kuruluşların etkinliği gibi etmenler öne çıkmaktadır. Burada özellikle yabancı yatırımcının uluslararası tahkim yolu ile haklarının korunma altına alınmış olması büyük önem kazanmaktadır (Blonigen, 2005: 385; Yükseler, 2006: 3; Keskin, 2008: 27).

1.1.2.2. Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları, sermaye piyasalarındaki finansal enstrümanlara borsalar aracılığıyla gerçekleştirilen uluslararası sermaye hareketlerini içermektedir. Portföy teorisine göre yatırımda bulunan ekonomik birimler bir takım risk unsurlarını göz önünde bulundurarak sahip oldukları fonları belirli menkul kıymetler arasında dağıtarak en yüksek getiriyi elde etmeye çalışmaktadır. Bu şekilde yatırımcılar portföy yatırımları şeklindeki sermaye hareketleri ile varlıklarını uluslararası yatırım araçları arasında dağıtıp risklerini en aza indirerek gelirlerini artırma çabası içindedirler. Bu çerçevede fon sahipleri uluslararası kur riski, kambiyo riski, politik risk ve bilgi edinme riski gibi bazı riskleri göze alarak sermaye piyasalarında faiz ve temettü geliri elde edebilmek amacıyla kendi ülkeleri yerine başka ülkelerde hisse senedi ve tahvil gibi finansal enstrümanlara yatırım yapabilmektedir (Varış-Tezcanlı ve diğerleri, 1994: 8).

Başka bir tanıma göre portföy yatırımları, doğrudan yabancı yatırım ve rezerv varlıklara dahil olmayan menkul kıymetlere, hisse senetlerine ve borç enstrümanlarına yapılan yatırımları kapsamaktadır. Öyle ki uluslararası piyasalarda işlem görebilecek borç enstrümanları; tahvilleri, bonoları, senetleri, kıymetli evrak sertifikalarını, varlığa dayalı menkul kıymetleri ve para piyasası araçlarını içermektedir. Bunun yanında portföy yatırımları, sadece organize veya organize olmayan piyasalarda işlem gören menkul kıymetlere yapılan yatırımlarla sınırlı değildir. Düzenlemelerin yavaş olduğu ve kamuya açılma oranının düşük olduğu piyasalarda özel sermaye fonlarına, hedge fonlara ve girişim sermayelerine yapılan yatırımlar %10 eşikini geçmediğinde portföy yatırımı olarak nitelendirilmektedir (IMF, 2009: 110).

Portföy yatırımları bir yatırımcının (birey, firma, kamu kurumu) yabancı tahvil ve hisse senedi gibi menkul kıymetlerin alım satımı şeklinde gerçekleştirdiği, yatırımcısına faiz ve temettü geliri kazandıran uluslararası sermaye hareketleri olarak da tanımlanmaktadır (Hill, 2012: 675). Diğer bir tanımda portföy yatırımları hisse senetleri, özel veya kamu kurumları/kuruluşları tarafından çıkarılan bono ve tahvil gibi borç senetleri, diğer para piyasası araçları ve finansal türevler gibi menkul kıymetlere yapılan yatırımlar olarak da ifade edilmektedir (Bildirici, 2008: 7).

Yukarıdaki tanımlarda ortaya konulduğu gibi portföy yatırımları genel olarak hisse senedi ile tahvil ve bono gibi borç senetleri şeklindeki menkul kıymetler aracılığı ile gerçekleştirilmektedir.

Hisse senedi, anonim şirketler ile sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklarda ortaklara sermaye paylarını belgelendirmek için verilen kıymetli evraklardır. Bu tür yatırımlar şirketin kârından elde edilen hisse kadar kâr yani temettü geliri sağlar (Korkmaz ve Ceylan, 2010: 178). Yüksek kredibiliteye ve ödeme gücüne sahip kamu kurumları ile bazı büyük şirketler sermaye piyasalarına tahvil ve bono ihraç ederek karşılığında finansman sağlayabilir. Bu tür borçlanma araçlarına yatırım yapan yatırımcılar faiz getirisi sağlar. Tahvil, devletin en az 1 yıl ve anonim şirketlerin ise en az 2 yıl ve daha uzun vadeyle finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla ödünç para almak için ihraç ettikleri borç senetleridir. Hazine bonosu ise Hazine Müsteşarlığı tarafından çıkarılan, iskontolu olarak işlem gören ve vadesi 1 yıldan kısa olan devlet iç borçlanma senetleridir (Aktepe, 2013: 63).

Bunun yanında portföy yatırımları borsaların aracılık ettiği taşınabilir evrak özelliği gösteren tüm menkul kıymetleri kapsayabilir. Buna göre sermaye piyasası araçları; hisse senetleri, tahviller, finansman bonoları, banka bonoları ve banka garantili bonolar, altın-gümüş-platin bonoları, katılma intifa senetleri, kâr zarar ortaklığı katılma belgeleri, varlığa dayalı menkul kıymetler, gayrimenkul sertifikaları ve yabancı sermaye piyasası araçlarından oluşmaktadır. Söz konusu yatırım araçları taşınabilir evrak özelliği gösterdiği için menkul kıymetler olarak da ifade edilebilmektedir (Korkmaz ve Ceylan, 2010). Zaman içinde bilgi ve iletişim sektöründeki gelişmelerle çok çeşitli yeni tür menkul kıymet niteliğinde yatırım araçlarının ortaya çıktığı görülmektedir.

Bir ülkeye yönelik portföy yatırımlarının artmasında rol oynayan çok önemli etmenler vardır. Bu faktörlerden ilki beklenen getiri oranıdır. Getiri oranını yatırım sonucunda elde edilen temettü geliri veya faiz ile sermaye kazanç ve kayıpları belirlemektedir. Portföy yatırımlarını etkileyen diğer önemli unsur ise risk faktörüdür. Portföy yatırımında bulunan bir yatırımcı ekonomik, siyasi, kur riski gibi birçok risk unsuru ile karşı karşıyadır (Aslan, 1997: 52). Böylece ekonomideki getiri ve risk oranları portföy yatırımının miktar belirleyicileri olarak karşımıza çıkmaktadır.

Makroekonomik göstergelerde yaşanan gelişmeler portföy yatırımlarının risk ve getirisini yakından etkilemektedir. Bu bağlamda döviz kuru istikrarı, merkez bankasının döviz rezerv miktarı, ulusal banka sistemi istikrarı, tahvil ve hisse senedi piyasası likiditesi, reel faiz oranı gibi faktörler de portföy yatırımları üzerinde etkili olmaktadır (UNCTAD, 1999: 16). Ayrıca menkul kıymet piyasalarının etkinliği, yatırım yapılan ülkedeki düzenlemeler, muhasebe işlemleri, yatırımcı üzerindeki baskı ve sınırlamalar, vergi ve işlem maliyetleri gibi faktörler de portföy yatırımlarını etkilemektedir (Kaya, 2011: 94).

Siyasi istikrar da portföy yatırımlarının bir ülkeye yönelmesinde etkili olmaktadır. Çünkü yatırımcı yatırım yapacağı ülkede kendini güvende hissetmek ister. Hükümet değişikliklerinin sık olduğu ülkelerde ekonomik sistemi etkileyecek politikalarda da sık sık değişimler görülecek bu da yatırımcıyı olumsuz etkileyecektir. Ayrıca yatırımcı kambiyo ve sermaye kısıtlarının kaldırıldığı, finansal piyasalarda serbestleşmeye gidilen, özelleştirme uygulamalarının olduğu, piyasaların bütünleştiği, uluslararası piyasalarda entegrasyonun sağlandığı ve bunların hukuki düzenlemelerinin olduğu ekonomilere yönelmektedir (Duran, 2013: 146-147).

Öte yandan yatırım getirilerini yakından etkileyen iktisat politikaları da portföy yatırımları şeklinde gerçekleşen uluslararası sermaye hareketlerini etkileyebilmektedir. Örneğin “yüksek faiz ve düşük döviz kuru” şeklinde uygulanan ve yatırımcıya arbitraj imkânı sunan politikaları uygulayan ekonomiler borç senedi şeklindeki portföy yatırımlarını ülkeye daha çok çekebilmektedirler (Varış-Tezcanlı ve diğerleri, 1994: 50).

Ülkelerin opsiyon, future, swap gibi finansal enstrümanları sermaye piyasalarında geniş bir biçimde sunmaları portföy yatırımlarını ülkeye çekmek için yardımcı olmaktadır. Çünkü sermaye piyasalarında bu yeni enstrümanlarla sağlanan çeşitlilik yabancı yatırımcılar için risk yönetimi açısından önemli avantajlar sağlamaktadır. Yabancı portföy yatırımları sermaye piyasalarının gelişmiş, güçlü ve daha fonksiyonel olduğu ülkelere yönelmektedir. Böylece sermaye piyasalarının gelişip daha fonksiyonel hale gelmesi bir yandan daha fazla yabancı portföy yatırımı çekilmesini sağlarken öte yandan fonların ekonomide daha etkin bir şekilde tahsis edilmesine imkân vererek finansal ve reel piyasaların ve genel olarak ekonomik sistemin daha sağlıklı işlemesine yardımcı olmaktadır (Kaya, 2011: 93-94).

1.1.2.3. Diğer Yatırımlar

Uluslararası sermaye hareketlerinin doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları dışında kalan üçüncü türü diğer yatırımlar şeklinde gerçekleşmektedir. Diğer yatırımlar çerçevesinde bir ülkeye gelen sermaye finansal kesim içinde yer alan para piyasalarına aktarılmaktadır. Başka bir ifade ile diğer yatırımlar kapsamında yatırımda bulunan yatırımcı para piyasası araçlarına yatırım yapmaktadır. Dolayısı ile söz konusu yatırımlara para piyasası aracı kurumları olan bankalar aracılık etmektedir. Böylece bir ülkeye sermaye girişi veya ülkeden sermaye çıkışı para piyasaları üzerinden oluyorsa bu tür sermaye hareketlerine diğer yatırımlar adı verilmektedir.

Diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketlerinde banka mevduatları üzerinden gerçekleşen finansal fon akımı sürecinde tasarruf sahipleri kendi ülkelerindeki bankalarda mevduat hesabı açmak yerine yabancı ülkelerdeki bankalarda mevduat hesabı açarak faiz geliri elde etmektedirler. Burada yatırımcılar kendi ülkelerindeki mevduat faizi ile yabancı ülkedeki yüksek mevduat faizi arasındaki farktan yararlanmak istemektedir. Böylece tasarruf sahiplerinin yabancı bir ülkedeki bankalarda mevduat hesabı açmasının en önemli nedeni yabancı ülkedeki bankaların daha yüksek mevduat faizi ödemeleridir. Buna göre diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketlerine para piyasasında bankalar aracılık etmektedir. Bu arada bankalar arasında gerçekleşen sendikasyon kredileri ile de diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketlerinin gerçekleştiği görülmektedir. Öyle ki bir ülkedeki banka diğer bir ülkedeki bankadan kredi yolu ile fon sağlayarak kendi ülkesindeki üretici ve tüketicileri finanse etme yoluna gidebilmektedir.

Diğer yatırımlar doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımı dışında kalan diğer finansal hareketleri ve işlemleri kapsayan oldukça geniş bir uluslararası sermaye hareketi türüdür. Diğer yatırımlar ödemeler dengesi ayrıntılı sunum tablosunda çeşitli alt kalemlerden oluşmaktadır. Söz konusu bu kalemler mevduatlar, krediler, ticari krediler, diğer varlık ve yükümlülükler ile özel çekme hakları şeklinde sıralanabilmektedir. Ayrıca diğer yatırımlar vadelerine göre uzun vadeli yatırımlar ve kısa vadeli yatırımlar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Vadesi 1 yıldan fazla olan yatırımlar uzun vadeli yatırım, vadesi en fazla 1 yıla kadar olan yatırımlar ise kısa vadeli yatırım olarak ifade edilmektedir (TCMB, 2020: 24-26).

Uzun vadeli yatırımlar, portföy yatırımları içerisinde takip edilemeyen vadesi 1 yıldan uzun olan yurt içi borçlanmaları, borç vermeleri ve borçların geri ödenmesini kapsamaktadır. Uzun vadeli yatırımlar kamu kesimi, bankalar ve özel şirketler tarafından uluslararası finansal kuruluşlardan alınan veya yabancı ülke hükümetlerinden temin edilen ya da yabancı ülkelere açılan krediler olarak ifade edilmektedir. Söz konusu krediler genel olarak ekonomik sorunların giderilmesi ve proje finansmanı olarak verilmektedir. IMF, Dünya Bankası, bankalar tarafından oluşturulan konsorsiyumlar ve diğer kurum ve kuruluşlar bu tür yatırımların kaynağını oluşturmaktadır. Öte yandan kamu kuruluşlarının kredi kullanımları, kredi mektuplu döviz tevdiat hesabı ve dünyadaki finansal piyasalardan temin edilen diğer orta ve uzun vadeli krediler de uzun vadeli yatırımlar içinde değerlendirilmektedir (Seyidoğlu, 2013: 339).

Uzun vadeli yatırımların vadelerinin uzun olması ve borçların faiz ödemelerinin yüksek olması ekonomilerin borç yükünü artırabilmektedir. Bu nedenle bu yatırımlardan sağlanan kaynaklar etkin alanlarda kullanılmazsa söz konusu yatırımlar ekonomilerde istikrarsızlığa neden olabilmektedir. Ancak buradan elde edilen kaynakların verimli ve etkin alanlara aktarılması yatırımların dolayısıyla üretimin artmasına ve ekonomik istikrarın sağlanmasına yardımcı olarak ekonomik sisteme olumlu katkılar sağlayacaktır (Kar ve Kara, 2002: 55).

Diğer yatırımlar şeklinde gerçekleşen sermaye hareketleri kapsamında yer alan bir diğer sermaye hareketi de kısa vadeli yatırımlardır. Yerleşiklerle yabancılar arasındaki borçlanmalardaki değişimleri gösteren ve vadesi 1 yıla kadar olan genel olarak uygulamada süresi 30, 60 ya da 90 gün olan nitelikli sermaye hareketlerine kısa vadeli yatırım denir. Kısa vadeli yatırımlar hazine ve finansman bonoları, mevduat sertifikaları, vadeli banka mevduatları, ihracat ve ithalat finansmanı için verilen kredileri, prefinansman kredilerini, muhabir açıkları gibi vadesi 1 yıldan kısa olan borçlanma araçlarını, kredileri, banka mevduatlarını ve diğer alacak ve borçları kapsamaktadır (Seyidoğlu, 2013: 339). Ayrıca kısa vadeli yatırımlar “carry trade” kavramıyla da açıklanmaktadır. Örneğin bir “carry trade” yatırımcısının ABD’den %0,5 faiz oranı ile dolar borçlanıp söz konusu doları Türkiye’de %10 faiz düzeyinden bir fonda değerlendirmesi de kısa vadeli yatırıma örnek olarak verilebilir (Sağın, 2018: 6).

Kısa vadeli yatırımlar şeklinde gerçekleşen sermaye hareketlerinin bir ülkeye yönelmesinde bazı faktörler etkili olmaktadır. Buna göre yüksek getiri imkânları sunan aktif işleyen bir borsa, makroekonomik istikrar, ülkenin kredibilitesi, enflasyon düzeyi, kamu sektörü borç düzeyi, güvenilirlik duygusu gibi faktörler bir yatırımcının yabancı bir ülkede kısa vadeli yatırımda bulunmasını etkileyebilmektedir (Demir ve Sever, 2009: 219). Söz konusu faktörlerde yatırımcının aleyhine olacak şekilde yaşanan gelişmeler de kısa vadeli yatırımların ülkeyi terk etmesinde etkili olmaktadır. Bu tip yatırımların likiditelerinin çok yüksek olması nedeni ile ülkeyi hızla terk edebilme yeteneğine sahip olması ev sahibi ülke açısından önemli makroekonomik istikrarsızlıkların ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Faiz oranlarının düşmesi, döviz kurlarında yaşanan dalgalanmalar, borsanın yüksek getiri sağlamaması, ekonomik ve siyasi istikrarsızlıklar, ülkenin kredi notundaki düşüş, güvensizlik gibi faktörler yatırımcının ülkeyi terk etmesinde etkili olmaktadır (İnandım, 2005: 20). Bunun için kısa vadeli yatırımlar istikrarsız, dalgalı ve spekülatif özelliklere sahip yatırımlardır.

1.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Sınıflandırılması

Çalışmanın bu kısmına kadar uluslararası sermaye hareketlerinin türleri hakkında tanımlamalar yapılarak bilgiler verilmiştir. Bundan sonraki bölümde yapılan tanımlamalardan hareketle sermaye hareketleri özelliklerine göre çeşitli alt başlıklar altında sınıflandırılacaktır. Uluslararası sermaye hareketlerinin özelliklerine göre yapılacak sınıflandırmalarda devletler arasında ve uluslararası kuruluşlarca sağlanan resmi sermaye hareketleri analize katılmayacaktır. Çünkü finansal liberalizasyon uygulamaları ile birlikte özellikle 1990'lı yıllardan sonra resmi sermaye hareketleri büyük oranda önemini yitirmiştir. Buna karşılık özel sermaye hareketleri tarihte görülmemiş boyutlara ulaşmıştır. Bunun için sermaye hareketlerinin sınıflandırmasında doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar şeklinde gerçekleşen özel sermaye hareketleri incelenecektir. Çalışmanın bu kısmında yapılan analizler kapsamında öncelikle uluslararası özel sermaye hareketleri finansal ve fiziki yabancı sermaye hareketleri şeklinde sınıflandırılmıştır. Daha sonra ise kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleri ayrımı yapılmıştır. Uluslararası sermaye hareketleri son olarak da borç yaratan ve yaratmayan sermaye hareketleri alt başlıkları altında incelenmiştir.

1.2.1. Finansal ve Fiziki Sermaye Hareketleri

Bütün ülkeler için üretim kapasitesini geliştirerek üretilen mal ve hizmet miktarını artırmak en temel amaçtır. Böylece ihtiyaçların daha etkin bir biçimde karşılanması sonucunda toplumsal refah artırılmaktadır. Bu şekilde üretim kapasitesinin yükseltilmesi için ise sermaye birikimine ihtiyaç vardır. Sermaye birikiminde esas olan reel ekonomide üretim ve istihdamı doğrudan etkileyen fiziki sermayenin artırılmasıdır. Öte yandan finansal sermaye birikiminin sağlanması da dolaylı yoldan reel ekonomide üretim ve istihdamın geliştirilmesine katkı sağlar. Çünkü finansal sermaye ülkede arz edilebilecek fon miktarını artırarak fiziki sermaye yatırımlarının daha kolay finanse edilmesine imkân verir. Buradan hareketle uluslararası sermaye hareketlerini finansal ve fiziki sermaye hareketi şeklinde iki gruba ayırabiliriz. Finansal sermaye hareketleri yabancı tahvil, hisse senedi, hazine bonosu alım satımı, bankalarda açtırılan mevduat hesapları vb. gibi finansal fonları kapsamaktadır. Finansal olmayan sermaye hareketleri ise üretim tesisi, bina, arazi vb. gibi fiziki sermaye yatırımlarını kapsamaktadır. Bir başka ifade ile finansal sermaye hareketleri ekonominin finansal piyasalarına gelirken fiziki sermaye hareketleri doğrudan ekonominin reel kesimine yönelmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımlar doğrudan doğruya reel kesim üzerine yapılan sermaye hareketleridir. Portföy yatırımları ile diğer yatırımlar ekonominin finansal kesimine yönelik olarak gerçekleştirilen sermaye hareketleridir. Uluslararası sermaye hareketlerinin sermaye piyasaları üzerinden gerçekleşen türüne portföy yatırımları, para piyasaları üzerinden gerçekleşen türüne ise diğer yatırımlar adı verilmektedir

Bir ülkede fabrika, bina, arazi gibi fiziki varlıklara yatırım yapmak için gerçekleşen sermaye hareketleri fiziki sermaye hareketi olarak ifade edilmektedir. Doğrudan yabancı sermaye hareketleri sonucunda yabancı yatırımcı bir ülkede fabrika satın alarak veya yeni bir fabrika inşa ederek mal ve hizmet üretiminde bulunmaktadır. Böylece ekonominin üretim kapasitesi artmakta ve dolayısıyla ekonominin istihdam düzeyi artmaktadır. Buna göre doğrudan yabancı sermaye yatırımı şeklinde gerçekleşen uluslararası sermaye hareketleri reel ekonomideki üretim ve istihdam seviyesinde doğrudan etkili olacaktır. Bu şekilde reel kesim üzerinde doğrudan etki yaratan doğrudan yabancı yatırımlara fiziki sermaye hareketleri adı verilmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımlar hem fiziki sermaye hem de beraberinde getirmiş olduğu üretim sürecini olumlu yönde etkileyecek unsurlarla üretim yapısının kalitesinin yükselmesine katkı sağlayacaktır. Doğrudan yabancı yatırımlar ülkedeki üretim ve istihdamı artırmanın yanında yerli üreticilere getirmiş oldukları ileri teknoloji ve işletme ve yönetim bilgisi gibi faktörlerle önemli bir teknoloji transferi kanalı oluşturmaktadır. Böylece doğrudan yabancı yatırımlar sadece bir ülkenin fiziki üretim kapasitesini niceliksel olarak artırmaz. Aynı zamanda bu ülkenin fiziki üretim kapasitesini niteliksel olarak da geliştirir. Buna göre doğrudan yabancı yatırımlar hem fiziki sermaye transferi hem de teknoloji, müteşebbis ruhu, işletme ve yönetim bilgi ve becerisinin de transferini sağlar. Dolayısı ile doğrudan yabancı yatırımlar ülkede üretim düzeyi miktarında ve kalitesinde artış yaşanmasına yol açarak ekonominin rekabet gücünün yükselmesine dolayısı ile de global pazarlara ulaşmasına yardımcı olmaktadır.

Doğrudan yabancı yatırımlar genel olarak çok uluslu şirketler tarafından yapılmaktadır. Bu da yatırım yapılan ekonomilerin uluslararası piyasalarda faaliyet göstermesini ve dünya ekonomileriyle entegrasyonunu kolaylaştırmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlarla ekonomide üretilen kaliteli mal ve hizmetler çok uluslu şirketler üzerinden dünya piyasalarında ticarete konu olabilme imkânı bulmaktadır. Böylece yurt içinde üretimi yapılan ürünler dünya piyasalarına ihraç edilebilmekte ve döviz kazancı sağlanmaktadır. Döviz geliri sağlayan ekonomiler hem tasarruf düzeylerini artırma hem de sermaye birikimini güçlendirme imkânı bulmaktadır. Buna bağlı olarak doğrudan yabancı yatırımlar gitmiş olduğu ekonomilerin yatırım, üretim ve istihdam düzeyinde sürekli bir gelişim dinamiği yaratmaktadır (Hill, 2012: 266-269).

Öte yandan doğrudan yabancı yatırım şeklindeki sermaye girişleri ekonomilerde cari hesap açıklarının kapatılması için bir finansman kaynağı olarak görülmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar, hem ithal edilen ürünlerin yurt içinde üretilmesine imkân sağlayarak ithalat giderlerinin azalmasına hem de üretim miktarının artmasına ve buna bağlı olarak üretilen fazla ürünün ihraç edilmesi sonucu ihracat gelirlerinin artmasına yol açarak ekonominin döviz gelirinin artmasına katkı sağlamaktadır. Böylece ithalat giderlerinde azaltıcı ihracat gelirlerinde artırıcı etki yaparak ekonominin döviz stokunda artışa yol açan doğrudan yabancı yatırımlar ülkenin dış ticaret ve cari işlemler hesabı dengesini olumlu yönde etkilemektedir (Hill, 2012: 268; Durgan, 2016: 13).

Ayrıca doğrudan yabancı yatırımlar gitmiş olduğu ülkenin vergi ve özelleştirme gelirlerinin artmasına da imkân vermektedir. Doğrudan yabancı yatırımlarda bulunan şirketlerin elde etmiş oldukları kârlardan ödedikleri vergiler, şirketlerin faaliyetleri sonucu ödenen dolaylı vergiler, şirketlerin sağlamış oldukları istihdam dolayısıyla ödenen gelir vergileri, şirketlerin yaptıkları ihracat dolayısıyla ödedikleri vergiler kamu gelirlerini önemli derecede artırmaktadır. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımlar gitmiş olduğu ülkenin özelleştirme gelirlerini de artırmaktadır. Yabancı yatırımcılar özelleştirme faaliyetleri içerisinde yer alan en önemli aktörlerdendir. Özelleştirme faaliyetleri sonucunda ülkeye önemli miktarda yabancı sermaye girmekte ve devlet gelir elde etmektedir (Dikmen, 2010: 43-44).

Portföy yatırımları ve diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketleri öncelikle finansal sisteme gelerek fon miktarını artırmaktadır. Şüphesiz bu fonlar daha sonraki süreçte girişimcilerin yapacakları fiziksel yatırımlara finansman imkânı sağlayarak reel kesime aktarılacaktır. Buna bağlı olarak da en sonunda ekonomide üretim artacak istihdam düzeyi yükselecektir. Ancak buradan görüldüğü gibi portföy ve diğer yatırımlar şeklinde gerçekleşen uluslararası sermaye hareketleri ülke ekonomisinin finansal kesimi üzerinde doğrudan reel kesimi üzerinde ise dolaylı yoldan etkili olmaktadır. Üstelik bu etkinin otomatik olarak gerçekleşeceğini söylemek mümkün değildir. Finansal sistem ülkeye yönelen bu tür sermaye girişlerini reel kesime etkin bir şekilde yönlendirmeyebilir. Bunun için portföy yatırımları ve diğer yatırımlar şeklinde gerçekleşen sermaye hareketlerini finansal sermaye hareketleri olarak nitelendirmek daha doğru olacaktır.

Portföy yatırımları şeklinde gerçekleşen finansal sermaye hareketleri çerçevesinde yabancılar tarafından hisse senedi ve tahvil satın alınması sermaye piyasalarında fon birikiminin gerçekleşmesini sağlamaktadır. Böylece portföy yatırımları sonucu ülkeye gelen fonlar ülkenin kısıtlı tasarrufları ile yapılabilecek tüketim ve yatırım harcamaları düzeyinin üzerinde harcama yapılmasına imkân sağlamaktadır. Öte yandan hisse senedi şeklinde gerçekleşen portföy yatırımları “Tobin’in q Teorisi” çerçevesinde hisse senetlerinin değerlendirilmesi ile fiziki yatırım seviyesinin gelişmesine de imkân vermektedir. Böylece söz konusu finansal sermaye hareketleri ekonomide büyüme ve istihdam artışına yol açarak refah seviyesinin yükselmesine katkı sağlayacaktır (Todaro ve Smith, 2011: 694).

Portföy yatırımlarının ekonomi üzerindeki bir diğer olumlu etkisi ise söz konusu yatırımların yöneldiği ülkede sermaye piyasalarında alım satımı yapılan varlıkların değerlerini artırmasıdır. Portföy yatırımları sayesinde piyasada işlem gören menkul kıymetlerin fiyatı artmaktadır. Bu da işletmelerin mali yapılarını olumlu yönde etkilemektedir. Portföy yatırımlarındaki artış ulusal firmalar için bir taraftan yapacakları yeni yatırımlar için düşük maliyetli finansman olanağı sağlarken diğer taraftan menkul kıymet piyasasına aşırı talep olması sonucu firmaların hisselerinin değer kazanmasını sağlamaktadır. Bu durum firmaları olumlu yönde etkilemekte ve firmaları yeni hisse senedi ihracı için cesaretlendirmektedir (Pal, 2006: 3-4).

Portföy yatırımları, yatırımın yapıldığı ülkenin sermaye piyasalarının likiditesinin ve piyasaların etkinliğinin artmasına da katkı sağlamaktadır. Piyasalarda likiditenin artması sonucunda piyasaların genişlemesi ve derinleşmesi hız kazanırken finansal piyasalarda daha fazla fon birikecek ve reel kesim yatırımları için daha çok kaynak sağlanacaktır. Bu da daha fazla yatırım yapılmasını tetikleyecektir. Ayrıca portföy yatırımları yatırımın yapıldığı yerel piyasaların disiplin, uzmanlık ve teknik bilgi düzeyini artıracaktır. Bu durum yatırımcılara yeni yapacakları yatırımlar için daha fazla bilgi talep etmesine ve en doğru yatırımı yapmalarına yardımcı olacaktır. Yatırımcılara sunulan bilgi yatırımların şeffaf bir şekilde yapılmasına katkı sağlayacaktır. Böylece yatırımcılar deneyim kazanacaktır (Evans, 2002: 2).

Diğer yatırımlar şeklinde gerçekleşen finansal sermaye hareketleri ise genellikle kısa vadeli bir biçimde para piyasasında işlem görmektedir. Kısa vadede de olsa gitmiş oldukları ülkelerde yatırım ve üretimin kısa dönemli likidite ihtiyacında olumlu katkılar sunmaktadır. Bazı durumlarda para piyasasında yarattığı genişleme ile geçici olarak kamu ve ödemeler dengesi açıklarının kapatılmasında katkı sağlamaktadırlar. Görüldüğü gibi bu tür sermaye hareketleri ekonominin finansal kesimi içinde para piyasalarında gerçekleşmektedir ve para piyasalarında biriken fonlar bir ekonominin uluslararası ticarete ve piyasalarda yaşadığı likidite sorununun giderilmesinde kullanılmaktadır (Adıyaman, 2006: 24). Ancak bunun ötesinde diğer yatırımlar şeklinde gerçekleşen sermaye hareketlerinin uzun vadeli üretim kapasitesini geliştirecek biçimde kullanılması mümkün değildir. Dolayısı ile diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişleri ile uzun dönemli sürdürülebilir büyümenin finansmanı oldukça güç olmaktadır.

1.2.2. Uzun ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Uluslararası sermaye hareketlerinin sınıflandırılmasına yönelik bir diğer ayırım uzun vadeli ve kısa vadeli sermaye hareketleri şeklinde yapılmaktadır. Genelde sermaye hareketleri vadesi 1 yıldan daha çoksa uzun vadeli 1 yıldan daha az ise kısa vadeli olarak nitelenmektedir. Genel olarak doğrudan yabancı yatırımlar uzun vadeli sermaye hareketi sınıfında yer alırken portföy yatırımları ve diğer yatırımlar kısa vadeli sermaye hareketi sınıfında yer almaktadır. Portföy yatırımlarının yapıldığı menkul kıymetlerin ikinci el piyasaları yani borsaları olduğu için kolay ve hızlı bir şekilde alınıp satılması yani likiditeleri yüksektir. Aynı şekilde özellikle kısa vadeli diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketlerinin de para piyasalarında likiditeleri yüksek olduğu için ülkeye ani bir şekilde terk edebilmektedir. Bu nedenle portföy yatırımları ile diğer yatırımlar kısa vadeli, istikrarsız sermaye hareketleri olarak sınıflandırılabilir.

Üretimde bulunmak amacıyla dış ülkelerde yapılan doğrudan yabancı sermaye hareketleri uzun vadeli sermaye hareketi içerisinde yer almaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar yabancı bir ülkede şirket kurma, bir şirketi satın alma veya şirkete ortak olma şeklinde fiziki varlıklara yapıldığı için söz konusu yatırımlar uzun dönemli bir ilişki içermektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar, fiziki varlıklara yapıldığından ve uzun dönemli bir yatırım oldukları için yatırımcısına yatırım yapılan şirkette yönetim ve kontrol yetkisi sağlamaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlarda bulunan yatırımcılar söz konusu yatırımları spekülatif güdüler yerine uzun dönemde kâr beklentisi etkisi altında gerçekleştirmektedirler. Doğrudan yabancı yatırımlarda bulunan yatırımcı yapmış olduğu yatırımın uzun vadeli bir yatırım olduğunu ve kâr beklentilerinin uzun dönemde gerçekleşeceğini ve yapılan yatırımların likiditesinin düşük olduğunu bilmektedir. Bu nedenle de yatırımcının yatırımın yapıldığı ekonomide meydana gelen şoklarda veya ekonomide yaşanan daralma ya da küçülme dönemlerinde ülkeden çıkma eğilimleri düşüktür. Kısaca doğrudan yabancı yatırımların ticari kazanç amacıyla yapılan yatırımcısına kısmen veya tamamen firma yönetimine katılma ve kontrol yetkisi veren yatırımlar şeklinde olması uzun dönemli özelliğini ortaya koymaktadır (Galeza ve Chan, 2015: 34). Böylece doğrudan yabancı yatırımda bulunan girişimciler ülke ekonomisinin geleceği ile ilgili uzun vadeli bir kader birliği yapmaktadırlar.

Kısa vadeli yatırımlar ise para piyasalarında, bankaların aracılığıyla ve ticari krediler, ticari banka kredileri, banka mevduatları gibi yatırım araçları kullanılarak yapılmaktadır (Genç, 2015: 14). Vadesi 1 yıla kadar olan uluslararası sermaye hareketlerine kısa vadeli sermaye hareketi denilmektedir. Bu tür sermaye hareketlerinin süreleri uygulamada genel olarak 30, 60 ve 90 gündür. Hazine bonoları, finansman bonoları, mevduat sertifikaları, vadeli banka mevduatları, prefinansman kredileri, ihracat kredileri, muhabir açılar vb. gibi mali yatırım araçları kısa vadeli sermaye hareketleri içerisinde yer almaktadır. Kısa vadeli uluslararası sermaye hareketleri daha çok portföy ve diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketi niteliği taşımaktadır. Kısa vadeli uluslararası sermaye hareketleri genel olarak faiz ve kur arbitrajından yararlanmak amacıyla gerçekleştirilmektedir. Uluslararası sermaye hareketlerinin vadelerine göre sınıflandırılmasındaki temel faktör yatırım araçlarının likidite özellikleri yani paraya dönüştürülebilme hızıdır. Kısa vadeli yatırım araçlarının likiditesi yüksek iken uzun vadeli yatırım araçlarının likiditesi düşüktür. Fakat günümüzde sermaye piyasalarında meydana gelen değişime ve gelişmelere bağlı olarak bazı uzun vadeli tahvil ve hisse senetlerinin yüksek likiditeye sahip olduğu görülmektedir (Seyidoğlu, 2013: 339-340).

Portföy yatırımları ve diğer yatırımlar ülkede sermaye ve para piyasasındaki finansal varlıklara yapıldığı için doğrudan yabancı yatırımlar kadar bağlayıcı ve uzun vadeli yatırım değildir. Buna karşılık portföy yatırımları spekülasyon özellik gösteren ve likidite düzeyleri yüksek yatırımlar oldukları için kolay ve hızlı bir şekilde satılabilmektedir. Bu nedenle ekonomide meydana gelen şoklarda veya yaşanan daralma ya da küçülme dönemlerinde portföy yatırımcısı sahip olduğu finansal varlıkları her an elden çıkarıp ülkeyi terk edebilmektedir. Bu tür yatırımlar genel olarak kısa vadeli ve spekülasyon amaçlı olmasından dolayı yatırımcıların söz konusu yatırımlar üzerinde herhangi bir yönetim ve kontrol yetkisi söz konusu değildir (Galeza ve Chan, 2015: 34; Sağın, 2018: 8). Ülkeye yoğun bir şekilde gelen portföy yatırımları ve diğer yatırımlar şeklindeki kısa vadeli sermaye hareketleri yarattıkları likidite bolluğu ile enflasyonist baskıya, ulusal paranın aşırı değerlenmesine yol açarak söz konusu ülkenin cari açık sorunuyla karşı karşıya kalmasına ve menkul kıymet borsalarının aşırı değerlenmesine neden olabilmektedir.

Ayrıca portföy yatırımları ve diğer yatırımlar şeklindeki kısa vadeli finansal sermaye hareketlerinin ülkeye giriş sürecinde yol açtığı sorunların yanında ülkeden ani bir şekilde çıkışı sermaye piyasalarından başlayarak finansal kesimi ve genel olarak ekonomik sistemi olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Portföy yatırımları ve diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketleri kısa vadeli ve yüksek likiditeye sahip oldukları için oynak ve spekülative nitelik taşımaktadırlar. Bu nedenle de ülkeyi terk etme kabiliyetleri yüksektir. Söz konusu yatırımlar aynı zamanda dalgalı ve istikrarsız olmaları sonucunda ekonomide istikrarsızlığa yol açabilme gibi özelliklere de sahiptirler. Ani sermaye çıkışları döviz piyasalarını da olumsuz etkileyerek döviz kurlarında aşırı dalgalanmalara neden olabilmektedir. Ani sermaye çıkışları ekonomilerde kırılma eğilimi artırmakta, finansal sistemin yeteri kadar gelişmediği ve derinleşmediği ekonomilerde finansal krizlere yol açabilmektedir.

Portföy yatırımları ve diğer yatırımlar şeklindeki kısa vadeli sermaye hareketlerinin bir kısmı “sıcak para” (sıcak para hareketleri) olarak da nitelenmektedir. Bu doğrultuda sıcak para hareketleri spekülative amaçlar doğrultusunda gerçekleşen, hisse senedi ve kısa vadeli borç senetlerine yapılan portföy yatırımlarını, bankalara açılan kısa vadeli kredileri (ticari krediler hariç), diğer özel aktörlere açılan kredileri (ticari krediler hariç), banka mevduatlarında yaşanan değişimleri ve banka dışı diğer varlıklarda meydana gelen değişimleri kapsayan kısa vadeli sermaye hareketleri olarak tanımlanmaktadır (Borataş, 2001: 2; Canbay, 2018: 7). Böylece sıcak para, yatırımcısının beklenen getiri oranlarına ve risklerdeki değişimlere ani tepkiler veren portföy ve diğer yatırımlardan oluşan kısa vadeli sermaye hareketleri olarak ifade edilmektedir. Bu doğrultuda sıcak para, bir ülkeye ne zaman gireceği veya ülkeden ne zaman çıkacağı belirsiz olan finansal bir kaynak olarak nitelendirilmektedir. Yoğun miktarlarda ülkeye giren sıcak paranın geçici bir süre ülkenin likidite sorununu giderici etkisi olsa da ülkeyi ani bir şekilde terk edici özelliğinin bulunması ekonomide istikrarsızlığa yol açabilmektedir. Bunun için sıcak para şeklindeki sermaye girişlerine karşı ülkelerin orta ve uzun vadede ortaya çıkaracağı sorunları göz önüne alarak önlemler alması gerekmektedir. Literatürde sıcak para girişine dayalı olarak yaşanan krizlere yönelik çalışmalar bu konuda önlem alınması gerektiğini açıkça ortaya koymaktadır (Açıkalın ve Ünal, 2009: 15).

1.2.3. Borç Yaratan ve Yaratmayan Sermaye Hareketleri

Uluslararası sermaye, ülkeler arasında hareket ederken farklı ekonomik göstergeler üzerinde etki yaratabilmektedir. Sermaye hareketlerinin etkilediği önemli ekonomik göstergelerden bir tanesi de dış borç hacmidir. Ancak her sermaye hareketi dış borç miktarını etkilemez. Buna göre yabancı sermaye gelmiş olduğu ülke ekonomisi için bir yükümlülük yaratırsa borç yaratan sermaye hareketi olarak nitelendirilir. Eğer yabancı sermaye gelmiş olduğu ülke ekonomisinde dışarıya karşı bir yükümlülük oluşturmuyorsa borç yaratmayan sermaye hareketleri adı verilmektedir. Bu anlamda sermaye hareketlerini borç yaratan ve borç yaratmayan şeklinde sınıflandırmak da mümkündür. Doğrudan yabancı yatırımlar ile hisse senedi şeklinde gerçekleşen portföy yatırımları borç yaratmayan sermaye hareketlerini oluşturmaktadır. Bunun yanında borç senetleri üzerinden gerçekleştirilen portföy yatırımları ile diğer yatırımlar borç yaratan sermaye hareketleridir (Yentürk, 2005: 32).

Doğrudan yabancı yatırımlar ülke ekonomisinde herhangi bir yükümlülük yaratmadığı için ülkenin dış borç yükü üzerinde hiçbir etkisi olmaz. Doğrudan yabancı yatırımlarda bulunan yatırımcı gitmiş olduğu ülkede yatırımları kendi sermayesi ile yaptığı için söz konusu ülkeye herhangi bir borç yükü yüklememektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar, bir ülkedeki yatırımcının yabancı bir ülkede yeni bir işletme kurması, yabancı ülkedeki bir şirketle birleşmesi ya da ortak olması şeklinde yapmış oldukları yatırımlardır. Bu tür yatırımlar yabancı ülkelere üretim yapmak için yapılan ve yatırımcısına yabancı ülkelerdeki şirketlerde yönetime katılma hakkı tanıyan girişimlerdir (Genç, 2015: 2). Aynı şekilde portföy yatırımları kapsamında hisse senetlerine yapılan yatırımlarda yabancı ülkelerdeki şirketlerden pay edinmek üzere yapılan yatırım olduğu için ülkeye borç yükü getirmez. Doğrudan yabancı yatırımların getirisi kâr iken portföy yatırımlarında hisse senetlerine yönelik yatırımın getirisi temettü geliridir. Borç yaratmayan sermaye hareketleri olarak doğrudan yabancı yatırımlar, genel olarak çok uluslu şirketler tarafından gerçekleştirilirken portföy yatırımları ise gerçek kişi ya da kurumsal yatırımcılar tarafından yapılmaktadır. Bu anlamda çoğunlukla çok uluslu şirketler tarafından gerçekleşen doğrudan yabancı yatırımlar en uzun vadeli sermaye hareketi türünü oluşturmaktadır. Çünkü üretim süreci sonucunda kâr amacı güdülen doğrudan yabancı yatırımlar uzun vadeli bir bakış açısı gerektirmektedir.

Portföy yatırımlarının borç senedi şeklinde gerçekleşmesi ülke ekonomisine borç yaratırken, hisse senedi şeklinde gerçekleşmesi borç yaratmamaktadır. Borç senetlerine yönelik portföy yatırımı yapanlar borç faiz getirisi elde etmeye çalışırlar. Bu anlamda söz konusu yatırımın giriş yaptığı ülkeler borç anapara ve faiz ödemesi yükümlülüğü altına girmektedir. Borç senetleri şeklindeki portföy yatırımları, ödemeler bilançosunda finans hesabında yer almaktadır. Burada kaydı tutulan borç senetleri net varlık edinimi ve net yükümlülük oluşumu şeklinde iki kaleme ayrılmaktadır. Net varlık edinimi yerleşiklerin yurt dışı piyasalarda borç senedi şeklinde menkul kıymet alım satım işlemlerinin kayıt altına alındığı kalemdir. Net yükümlülük oluşumu ise yurt dışındaki yerleşiklerin ülkemizin sermaye piyasalarında borç senedi alım satım işlemlerini kapsamaktadır (TCMB, 2020: 24). Buradan görüldüğü gibi borç senedi şeklinde ülkeye giren portföy yatırımları ekonomide yükümlülük artışı sağlayarak dış borç stokunu yükseltmektedir.

Borç yaratan sermaye hareketlerinin önemli bir kısmını da para piyasası araçları üzerinden gerçekleştirilen diğer yatırımlar oluşturmaktadır. Bu şekilde ülkedeki kur ve faiz arbitrajından yararlanmak isteyen diğer yatırımlar ekonominin borç stokunu artıran en önemli sermaye hareketidir. Ülkedeki yüksek mevduat faizi gelirini elde etmek için yabancı gerçek kişi ya da kurumların bankalar üzerinden önemli miktarda yatırım yaptıkları görülmektedir. Özellikle Türkiye gibi bankacılık ağırlıklı finansal sisteme sahip olan ülkelerde sermaye hareketleri daha çok bankalar aracılığı ile para piyasası üzerinden gerçekleşmektedir. Ayrıca yabancı bankalarla yerli bankalar arasında sendikasyon kredisi çerçevesinde gerçekleşen diğer yatırımlar da borç yaratan sermaye hareketlerinin önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Böylece özel sektör girişimcileri sendikasyon kredisi ile kaynak sağlayan yerli bankalardan finansman sağladıklarında dolaylı yollardan yabancı bankaların fonlarını kullanmaktadır. Bu şekilde hem özel sektör girişimcileri hem de bankalar diğer yatırımlar şeklinde sermaye hareketlerini kullanabilmektedir. Bunun yanında özel sektör girişimcileri doğrudan doğruya yabancı bankalardan kredi kullanmak yolu ile diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketlerine kaynaklık edebilmektedir. Sonuçta görüldüğü gibi diğer yatırımlar para piyasası üzerinden gerçekleşen fon transferleri ile ülkenin dış borç stokunu artıran önemli bir dinamik yaratmaktadır. Buna göre sermaye hareketleri ile borç krizleri arasında bağlantı kurulurken daha çok bu tür sermaye hareketleri gündeme gelmektedir.

Uluslararası sermaye hareketlerinin bir kısmının bu şekilde borç stokunu artırarak ekonomileri borç yükü altına sokması çok önemli sorunlara yol açabilmektedir. Bu tip sermaye girişlerinin aniden durduğu durumlarda dış borçlar çevrilemez hale gelerek finansal krizlerle sonuçlanabilmektedir. Nitekim sermaye hareketliliğinin hız kazandığı 1990'lı yıllarda dünya ekonomilerinin yaşamış olduğu krizlerin en önemli nedenleri arasında ülkelerin borçlarının hızla artması gösterilmiştir (Hill, 2012: 271; Sinha ve Mittal, 2012: 95-96). Bunun için borç yaratan sermaye hareketlerinin kısa vadede kamu ve ödemeler dengesi açıklarını kapatarak ülkenin likidite sorununu çözmüş olması yanıltıcıdır. Çünkü söz konusu bu sermaye girişlerinin ekonomi üzerinde yarattığı olumlu etkiler geçicidir. Orta ve uzun vadede sermaye girişleri ile artan dış borç ülke ekonomisi için son derece önemli sorunlara yol açabilir. Böylece bütçe veya cari açığın borç yaratan sermaye girişleri ile geçici finansmanı ekonomik sorunların çözümlerini ötelemek anlamına gelmektedir. Böylece söz konusu sorunların çözümü ertelenirken bir de dış borç stokunun artması mevcut sorunların daha da derinleşmesine neden olmaktadır. Bunun için birçok ülkede borç yaratan sermaye girişlerinin makroekonomik istikrarsızlıklara neden olarak krizlere yol açtığı görülmektedir (Aksaraylı ve Tuncay, 2009: 106; Neumann, Penl ve Tanku, 2009: 488).

Borç yaratan şekilde ülkeye giriş yapan yabancı sermaye aynı zamanda parasal genişlemeye ve ani fiyat artışlarına yol açarak enflasyonist baskı oluşturmaktadır. Ayrıca bu tür sermaye hareketleri ekonomide yerli paranın aşırı değerlenmesine yol açmaktadır. Buna bağlı olarak ihracat gelirlerinin azalması cari açığın artmasına neden olabilmektedir. Bütün bunların sonucunda ülkede yerli paranın değer kaybetmesine ilişkin beklentilerin yaygınlaşması ile birlikte döviz kuru oynaklığının arttığı görülmektedir. Ayrıca ülkeye gelen borç yaratan sermayenin etkin ve verimli yatırımlarda kullanılmaması sonucu faiz ve anapara ödemeleri ülke ekonomisinin dış borç yükünde çok önemli artışa yol açabilmektedir. Dış borç stokundaki artışla birlikte ekonominin kırılganlığı artarak ekonomik krizlerle sonlanan olumsuz gelişmeler yaşanabilmektedir. Nitekim 1994'te Meksika'da, 1998'de Rusya'da, 1994-1999-2002'de Brezilya'da, 1995-2001'de Arjantin'de ve 1994-2000-2001'de Türkiye'de yaşanan krizlerde borç yaratan finansal sermaye hareketlerinin etkisi olduğu literatürde açıkça ortaya konmuştur (Demir, 2009: 673).

2. DÖVİZ KURU

Çalışmanın bu kısmında öncelikle döviz kurunun tanımı ve türleri hakkında bilgi verilecektir. Bu bağlamda düz ve çapraz, vadesiz ve vadeli, nominal ve reel döviz kuru ayrımları üzerinde durulacaktır. Daha sonra ise döviz kuru sistemleri açıklanacaktır. Burada sabit, esnek ve karma döviz kuru sistemleri hakkında bilgiler verilecektir.

2.1. Döviz Kuru Tanımı ve Türleri

Döviz, genel bir ifadeyle yabancı ülke paralarına bağlı likiditesi yüksek olan ödeme araçlarına verilen isimdir. Döviz olarak ifade edilen yabancı ülke paraları nakit şeklinde olabileceği gibi ödeme emirleri, banka havaleleri, mevduat sertifikaları, döviz poliçeleri, seyahat çekleri vb. gibi likiditesi yüksek olan varlıklar şeklinde de olabilmektedir. Söz konusu bu varlıklar kolay ve düşük bir maliyet karşılığında ilgili ülke para birimine dönüştürülebilirler (Seyidoğlu, 2013: 361-362). Bir ülkenin ulusal parasının döviz olarak kabul görmesi için diğer ülkeler tarafından kabul görmesi ve uluslararası ödemelerde kullanılması gerekmektedir. Ülkelerin ulusal para birimleri uluslararası ödemelerde farklı oranlarda kabul edilmektedir. İlgili ülkenin ulusal para biriminin diğer bir ülke tarafından talep edilmesi için öncelikle bu iki ülke arasında ticari ilişkilere bağlı olarak ödeme ilişkisinin olması gereklidir. Bunun yanında parası döviz olarak kabul edilen ülkenin diğer ülkelerle yoğun bir ticari ilişkilerinin olması ya da ilgili ülkenin parasının diğer ülkelerde yaygın bir biçimde kabul görmesi ve kullanılması gerekmektedir (Oksay, 2001: 4).

Yurt içi işlemlerden farklı olarak uluslararası ekonomik ve mali işlemlerde en az iki farklı ülkenin ulusal para birimleri kullanılmaktadır. Her ülkenin yurt içi ekonomik işlemlerinde kendi sınırları içinde kullanmış olduğu ulusal para birimi geçerli olmaktadır. Başka bir ifade ile ulusal para birimleri sadece yurt içi piyasalarda geçerlidir. Bu nedenle yurt dışında ticari ve mali işlemlerde bulunan ülkeler dünyada geçerli olan ülkelerin para birimlerine ihtiyaç duymaktadırlar. Böylece ticari ve mali işlemlerin gerçekleşmesi için para birimlerinin birbirlerine çevrilmesi ihtiyacı doğmaktadır. Ulusal para birimlerinin birbirlerine çevrildiği piyasalara döviz piyasası adı verilmektedir. Döviz piyasalarında da döviz arz edenler ile döviz talep edenler bir araya gelerek paraların birbirine çevrilme oranı olan döviz kurunu belirlemektedir (Albayrak, 2012: 4).

Döviz piyasasında yer alan aktörler genel olarak banka ve banka dışı işlemciler, dış ticaret ve dış yatırım işlemleri yapan kişiler ve firmalar, spekülâtörler, merkez bankaları, döviz brokerleri, enflasyondan korunmaya çalışanlar şeklinde sıralanabilirler. Döviz piyasalarında işleme taraf olan döviz arz edenler ile döviz talep edenler uluslararası mali ve ticari faaliyetlerde bulunan ya da spekülâtif faaliyet içinde olan gerçek kişiler, firmalar ve diğer mali ve mali olmayan kurumlardır. Bankalar alım satım işlemlerine aracılık eden kurumlar olsalarda bazen döviz piyasalarında alıcı veya satıcı olarak da bulunabilmektedirler. Ayrıca merkez bankaları da kurlara müdahale edebilmek için döviz piyasalarında alıcı veya satıcı pozisyonunda yer alabilmektedirler. Ekonomik birimler uluslararası mal ve hizmet ticareti yapmak, uluslararası sermaye hareketlerine katılmak, yurt içi tasarrufları enflasyon karşısında koruma altına almak, spekülasyon ve arbitraj faaliyetlerinde bulunmak gibi faktörlere bağlı olarak döviz piyasalarında işlem yapmaktadırlar. Bu faaliyetlerden mal ve hizmet talebi, yurt dışına yapılan sermaye yatırımlarına ilişkin talep, spekülasyon ve kur riskinden korunmaya yönelik talep toplam döviz talebinin nedenleri olarak gösterilmektedir. Yabancı mal ve hizmet satışı, yabancıların yurt içinde sermaye yatırımları yapmaları, spekülâtif ya da korunma amaçlı yapılan döviz satışları ise toplam döviz arzını oluşturan faktörlerdir.

Döviz piyasaları, diğer piyasalara göre bazı farklılıklar göstermektedir. Her şeyden önce döviz piyasalarında döviz arz ve talep edenler doğrudan karşılaşmaz. Döviz piyasaları bir menkul kıymet borsası gibi belirli bir yerde kurulmuş ve örgütsel yapıya sahip piyasalar değildir. Döviz işlemlerine aracılık eden banka ve banka dışı aracı kurumlar belirli bölgelerde yoğunlaşmış olsalarda işlemler müşteriler ile bankalar arasında ya da bankaların kendi aralarında serbest piyasa koşulları çerçevesinde gerçekleşmektedir. Döviz piyasasında aracılık işlemlerini yerine getiren bazı büyük bankalar piyasada önemli bir konuma sahip olup piyasa yapımcısı özelliği taşır. Döviz piyasaları örgütlenmiş piyasa olmadıkları için bu piyasalarda hemen ya da vadeli olarak alınıp satılan dövizler borsalardaki gibi standart sözleşmelere bağlanmamıştır. Döviz işlemlerinin miktarı, para cinsi ve vadesi tamamen müşterilerin isteklerine göre yapılmaktadır. Döviz piyasalarında aracılık eden bankalar ve mali kurumlar genel olarak borsaların geliştiği büyük merkezlerde ve çevrelerinde konumlanmışlardır. Döviz işlemlerinin yapıldığı merkezler arasında coğrafi olarak uzaklık olmasına rağmen tüm

ulusal piyasalarda kurlar uyumlu hareket etmektedir. Bu durum döviz piyasalarının küresel piyasa olduklarına işaret etmektedir. Döviz piyasalarında meydana gelen değişimler piyasaların 24 saat açık olması nedeniyle anında diğer piyasaları da etkilemektedir. Bu nedenle bir bölgede piyasalar kapalıyken başka bir bölgede açık olduğu için işlemler devam etmekte ve günün her saatinde döviz kurları değişebilmektedir. Hükümetlerin piyasalara müdahalesinin minimum olduğu varsayılırsa döviz piyasalarının tam rekabet piyasası koşullarına önemli ölçüde uyum göstereceği öngörülmektedir. Çünkü döviz piyasaları, tam rekabet piyasası koşullarına benzer özellikler göstermektedir (Seyidoğlu, 2013: 367-369).

Döviz piyasaları satın alma gücü transferi, kredi sağlama ve riskten koruma gibi üç önemli işlevi yerine getirmektedir. Ticaret yapmak için ilgili ülkeler ticaret yaptıkları ülkenin parasına veya ona dönüştürülebilen bir üçüncü ülke parasına ihtiyaç duymaktadırlar. Bu noktada döviz piyasalarına başvurulmaktadır. Böylece döviz piyasaları ulusal paraların birbirine dönüştürülmesini yani satın alma gücü transferini sağlayarak uluslararası ticaretin, yatırımın ve mali fon transferinin gerçekleştirilmesine imkân sunmaktadır. Dış ticaret işlemlerinde ticarete konu olan mallara ilişkin ödeme işleminin gerçekleşmesinde döviz piyasasında katılımcı olarak bulunan ve aracılık işlemlerini yürüten bankalar tarafından akreditif uygulaması ile kredi imkânı sunulmaktadır. Böylece döviz piyasaları çerçevesinde bankalar ihracatçıya malın üretiminde ve malın temin edilmesinde ihtiyacı olan finansmanı sağlamaktadırlar. Döviz piyasaları yabancı piyasalarda ödünç fon arayanların ya da dış yardımda bulunmak isteyen ekonomik birimlerin karşılaşılabilecekleri kur riskinden zarar görmemesi için birçok opsiyon sunar (Seyidoğlu, 2013: 369-370).

Döviz piyasalarında belirlenen kur en basit şekilde bir ülkenin ulusal parasının yabancı bir ülkenin para birimi üzerinden fiyatıdır. Döviz kuru, yabancı para biriminin yerel para birimi cinsinden fiyatı şeklinde tanımlanmaktadır. Bir başka ifadeye göre bir birim yabancı paranın satın alınması karşılığında verilecek olan ulusal para miktarına döviz kuru denir. Bu kapsamda döviz kuru ulusal para ile yabancı para arasındaki değişim oranı olarak da tanımlanabilmektedir. Diğer tanıma göre bir birim yabancı para ile değiştirilebilen ulusal para miktarına veya bir birim ulusal paranın karşılığı olan yabancı para tutarına döviz kuru adı verilmektedir (Feenstra ve Taylor, 2014: 438).

Döviz kurunda meydana gelen artış yabancı para biriminin fiyatındaki artışı ifade etmekte ve bir birim yabancı para almak için daha fazla miktarda yerli paraya ihtiyaç duyulması anlamına gelmektedir. Bu durum yerli para biriminin yabancı para birimi karşısında değer kaybetmesi olarak da ifade edilebilmektedir. Döviz kurunda meydana gelen düşüş ise yabancı para biriminin fiyatındaki azalmayı ifade etmektedir. Böylece bir birim yabancı para almak için daha az miktarda yerli paraya ihtiyaç duyulmaktadır. Bu durum yerli paranın yabancı para karşısında değer kazanması olarak da ifade edilebilmektedir (Copeland, 2014: 3).

Döviz kuru bir ekonominin hem reel hem de finansal kesimini etkileyen önemli makroekonomik göstergelerden biri olarak görülmektedir. Döviz kuru bir ekonominin büyüme, enflasyon ve dış ticaret gibi en önemli dinamiklerini etkilemektedir. Döviz kurları ekonomilerin dış dünya ile gerçekleştirecekleri ticari ve finansal ekonomik ilişkilerine yön vermektedir. Ayrıca döviz kurları ekonomilerin dış ticarete maliyet ve fiyat değerlendirmesi yapmalarına imkân tanımakta ve piyasalar arasındaki etkileşimi artırmaktadır. Küreselleşme sürecinin hız kazanması ve artan uluslararası ticari ve finansal ilişkiler döviz kuru seviyelerini ülke ekonomilerinin performansları açısından önemli bir faktör haline getirmiştir (Karahana ve Çolak, 2017: 984).

Günümüzde önemini bu derece artıran döviz kurunun etkin bir biçimde yönetilmesi ve bunun içinde her şeyden önce etkin bir biçimde ölçülmesini gerektirir. Döviz kurunun ölçülmesinde çok değişik kriterler kullanılmaktadır. Döviz kurunun hesaplanmasında en önemli ayrımlardan bir tanesi “dolaysız kotasyon” ve “dolaylı kotasyon” olmak üzere iki ayrı yöntem ile ortaya konabilir. Döviz kuru, bir birim yabancı paranın kaç birim ulusal para ile değiştirildiğini yansıtmak üzere hesaplanırsa bu durum dolaysız kotasyon yöntemi olarak tanımlanmaktadır. Bu yöntem Avrupa yöntemi adı verilmektedir. Örneğin bir ekonomide $1\$ = 2\text{₺}$ ise 1 ABD Doları 2 Türk Lirası (TL) ile değiştirilmektedir. Diğer taraftan döviz kuru, bir birim ulusal paranın kaç birim yabancı para ile değiştirildiğini gösterecek şekilde de dolaylı kotasyon yöntemi ile de hesaplanabilir. Bu yöntem Amerikan yöntemi olarak da bilinmektedir. Bu durumda bir ekonomide $1\$ = 2\text{₺}$ iken $1\text{₺} = (1/2)\$$ yani 1 Türk Lirası 0,5 ABD Doları ile değiştirilmektedir (Seyidoğlu, 2013: 375). Çalışmanın bundan sonraki kısmında döviz kuru hesaplamasına ilişkin kullanılan diğer yöntemlere ilişkin bilgiler verilecektir.

2.1.1. Düz ve Çapraz Döviz Kuru

Bir ülke parasının değerinin diğer ülke veya ülkelere ait para birimleri karşısındaki değeri belirlenirken kullanılan yöntemlerden bir tanesi düz ve çapraz kur ayrımı çerçevesinde gerçekleştirilmektedir. Kısaca bir ülke parasının değeri diğer ülke parasının değerine göre doğrudan doğruya belirlenirse bu dolaysız ya da düz döviz kurunu gösterir. Ancak bir ülke parasının değeri diğer ülke parası ile üçüncü bir ülkenin parası değeri üzerinden belirlenirse bu yöntem dolaylı ya da çapraz döviz kuru şeklinde ifade edilir.

Böylece iki ülkenin ulusal para birimleri arasında piyasada fiilen uygulanan değişim oranı doğrudan doğruya ele alınırsa buna düz kur veya dolaysız kur adı verilmektedir. Düz kur hesaplaması ile yabancı para biriminin değeri ulusal para birimi cinsinden ortaya konulmaktadır. Bir ABD Dolarının 2 Türk Lirasına ($1\$=2\text{₺}$) ve bir Euronun 4 Türk Lirasına eşit olduğu ($1\text{€}=4\text{₺}$) bir ekonomik durum varsayalım. Burada Dolar/TL kurunun 2, Euro/TL kurunun ise 4 olarak ifade edilmesi düz kur uygulamasına örnek olarak verilebilir.

Öte yandan iki farklı para biriminin bir başka para birimi üzerinden hesaplanmasıyla elde edilen kurlara çapraz kur veya dolaylı kur adı verilmektedir. Dünyanın farklı bölgelerinde döviz ticareti ile faaliyet gösteren bankalar ve diğer mali kurum ve kuruluşlar döviz kurlarının belirlenmesinde genel olarak ABD Doları ile ulusal paraları arasındaki değişim oranını baz almaktadırlar. Böylece Amerikan Doları dünyadaki döviz piyasalarında bir değer standardı olarak rol almaktadır. Döviz piyasalarında doların baz alınmasının veya değer standardı olarak kabul edilmesinde uluslararası sistemde rezerv para birimi olarak kabul görmesi etkili olmaktadır. Kurların bu şekilde dolar cinsinden ifade edilmesi kur hesaplamalarına önemli kolaylık sağlamaktadır. Çünkü çeşitli ülkelerin döviz piyasalarında dolar cinsinden ulusal paralarının değerini hesaplamaları sonucunda dolar dışındaki iki farklı ülkenin ulusal paraları arasındaki değişim oranı dolar değeri baz alınarak otomatik olarak hesaplanabilmektedir. Örneğin $1\$=4\text{₺}$ olduğunu aynı anda $1\$=2\text{€}$ olduğunu varsayalım. Bu durumda söz konusu bu iki kur eşitliğinden elde edilen verilerle Euro ve Türk Lirası arasındaki kur 2 olarak hesaplanabilir. Bu örnekte olduğu gibi ortak dolar paydasından hesaplanan kurlara çapraz kur denir (Seyidoğlu, 2013: 377).

2.1.2. Vadesiz ve Vadeli Döviz Kuru

Uluslararası ticari ve mali ilişkiler çerçevesinde ihtiyaç duyulan para birimleri arasındaki değişim döviz piyasasındaki anlık verilere veya gelecek dönem verilerine göre yapılabilir. Anlık veriler kullanılırsa buna spot veya vadesiz döviz kuru denir. Eğer para birimleri arasındaki değişim oranı gelecekte oluşacağı öngörülen bir değer üzerinden gerçekleşirse buna vadeli döviz kuru adı verilir.

Böylece döviz arz edenlerle ile döviz talep edenlerin arasında döviz piyasasında yapılan değiş tokuş işlemi sırasında geçerli olan döviz kuruna vadesiz veya spot kuru adı verilmektedir. Piyasada kullanılan her döviz kuru spot kur olarak nitelendirilmektedir. Spot kur uygulamalarında da 2 günlük bir opsiyon tanınmaktadır. Buna göre alım satım işleminin gerçekleştiği günü izleyen 2 gün içinde tarafların birbirlerine karşılıklı yükümlülüklerini yerine getirmeleri söz konusu olmaktadır. Spot kurlarda taraflara 2 günlük süre verilmesindeki amaç satışı gerçekleşen ulusal paranın yurt içi veya yurt dışı kaynaklardan temin edilebilmesi içindir. Spot kura göre döviz alıcısı ile satıcı arasında anlaşma sağlandığı anda para transferi yapılmaktadır (Ertürk, 2001: 330).

Vadeli kur, işlemin gerçekleşmesi ile işlemin tamamlanması arasında 180 güne kadar süre imkânı sağlayan, faiz, risk ve belirsizlik unsurlarının etkisi altında gerçekleşen kur şeklinde ifade edilmektedir. Döviz piyasalarında döviz alıcısı ile döviz satıcı arasında yapılan işlem sonucunda anlaşma sağlansa da söz konusu işleme yönelik para transferi işlemin yapıldığı anda gerçekleşmez. Bu şekilde döviz arz edenlerle döviz talep edenlerin yapacakları işlemi önceden belirlenmiş kura bağlı olarak gerçekleştirmesine vadeli kur denilmektedir. Vadeli döviz kuru, genel olarak dış ticaret faaliyetlerinde bulunan, varlık yönetimi gerçekleştiren, döviz piyasalarını takip ederek kur üzerinden beklenti oluşturan kişi veya firmalar tarafından kullanılan bir döviz piyasası aracıdır (Yaman, 2017: 29). Vadeli döviz kurunda döviz satıcısı ile döviz alıcısının anlaşması belirlenen bir vadeye göre yapılır ve vade günü geldiğinde teslim ve ödeme gerçekleşir. Döviz alıcısı ve satıcısının yapacakları işlemi vadeli kura göre yapması işleme taraf olanların kuru işlemin yapıldığı anda sabitlemelerine ve böylece kur riskinden korumuş olmalarına imkân sağlamaktadır. Bu nedenle ekonomilerde kur dalgalanmalarının yol açacağı riskleri azaltmak için vadeli kurun uygulandığı vadeli (forward) işlemlerin yapıldığına sıkça rastlanılmaktadır (Gedik, 2014: 4).

2.1.3. Nominal ve Reel Döviz Kuru

Para birimlerinin değişim oranlarının fiyat etkisinden arındırılmamış şekilde hesaplanması nominal kur değerini vermektedir. Öte yandan para birimlerinin değişim oranları fiyat farklılıkları yani enflasyon seviyesi göz önüne alınarak hesaplanırsa reel döviz kuruna ulaşılmaktadır.

Nominal döviz kuru bir birim ulusal paranın yabancı bir para birimi cinsinden değerini ifade etmektedir. Bir başka ifadeye göre ise nominal döviz kuru, döviz piyasasında herhangi bir anda bir para biriminin başka bir para birimine dönüştürüldüğü oran olarak tanımlanmaktadır. Örneğin ABD Doları ile Japon Yeni arasındaki döviz kuru dolar başına 120 Yen yani $1\$=120¥$ ise dünya döviz piyasalarında 1 ABD Doları 120 Japon Yeni ile değiştirilebilmektedir. Bu durumda yen almak isteyen bir Amerikalı ödemiş olduğu her bir dolar karşılığında 120 Yen alabilirken dolar almak isteyen bir Japon'da satın alacağı her bir dolar için 120 Yen ödeyecektir (Mankiw, 2010: 145).

Nominal döviz kurunda yaşanan yükseliş nominal değer kaybı anlamına gelmektedir. Bu duruma örnek olarak $1\$=1,60\text{₺}$ 'den $1\$=1,70\text{₺}$ 'ye yükselmesi verilebilmektedir. Nominal değer kaybı olduğunda ABD'de üretilen mallar Türkiye'nin vatandaşları için pahalı hale gelmektedir. Örneğin $1\$=1\text{₺}$ iken ABD'de üretilen bir X malının fiyatı 50\$ ise bu mal Türk vatandaşı için 50₺'dir. Fakat nominal döviz kuru yükselerek $1\$=2\text{₺}$ olduğunda ABD'ki fiyatı 50\$ olan X malının Türk vatandaşları için yeni fiyatı 100₺ olacaktır. Nominal değer kaybı ABD'de üretilen malları Türk vatandaşları için pahalı hale getirirken Türkiye'de üretilen malların ise ABD vatandaşları için ucuzlaması anlamına gelmektedir. Örneğin ekonomide $1\$=1\text{₺}$ iken Türkiye'de üretilen bir Y malının fiyatı 100₺ olsun. Bu durumda bu mal ABD vatandaşı içinde 100\$'dır. Ekonomide döviz kuru yükselip $1\$=2\text{₺}$ olduğunda Türkiye'deki fiyatı yine 100₺ olan Y malının ABD vatandaşları için yeni fiyatı 50\$ olacak yani Y malı ucuzlamış olacaktır. Böylece nominal döviz kurunun yükselmesi ithal malları pahalı hale getirirken ihraç mallarını ucuz hale getirmektedir. Nominal döviz kurunda düşüş yaşandığında ise süreç tersine işleyecektir. Nominal döviz kurlarında meydana gelen düşüş nominal değer kazancı olarak nitelendirilmektedir. Böyle bir durumda yurt dışında üretilen mallar ülke vatandaşları için daha ucuz hale gelirken yurt içinde üretilen mallar yabancı vatandaşlar için daha pahalı hale gelecektir (Ünsal, 2011: 140-141).

Bir ülke diğer çok sayıdaki ülke ile aynı anda ticari faaliyet içinde olabileceğinden ulusal para farklı yabancı paralar karşısında farklı oranlarda değişiklik gösterebilmektedir. Öyle ki, ulusal para bir ülkenin para birimine karşı değer kazanırken bir başka ülkenin para birimi karşısında değer kaybetmiş olabilmektedir. Bu nedenle ulusal para biriminin tüm yabancı para birimleri karşısındaki değişimini tespit etmek için nominal efektif döviz kurunun hesaplanması gerekmektedir. Bunun için ilk olarak yabancı para birimlerinden oluşan bir para sepeti oluşturulur. Bu para sepetine ilgili ülkenin ticari ilişkisinin yoğun olduğu ülkelerin para birimleri katılmaktadır. Buna göre efektif kur ulusal paranın yabancı ülke para birimlerinin oluşturduğu para sepeti karşısındaki dış değerindeki değişimleri ifade etmektedir (Seyidoğlu, 2013: 380). Böylece bir ülkenin para birimi tüm yabancı para birimleri karşısında dalgalanma gösterdiğinde bu ülkenin para biriminde yaşanan değişiklik gerçekte tüm nominal döviz kurlarında görülen değişimin ağırlıklı ortalamasını yansıtmaktadır. Nominal döviz kurlarının ağırlıklı ortalaması şeklinde hesaplanan ve ulusal paranın yabancı ülke para birimleri karşısında dış değerindeki değişimleri gösteren endekse nominal efektif döviz kuru denir. Nominal efektif döviz kuru, nominal ticaret ağırlıklı döviz kuru olarak da ifade edilmektedir. Söz konusu endeks hesaplanırken söz konusu ülkenin dış ticaret ortağı olan ülkelerin nominal döviz kurları hesaba katılmakta ve bunların her birine de ilgili ülke ile yaptıkları ticaret ölçüsünde ağırlık verilmektedir.

Nominal efektif döviz kuru Denklem (1.1)'de gösterildiği şekilde her ülkenin dış ticaretteki payı ile ağırlıklı bir şekilde hesaplanmaktadır (Ünsal, 2011: 141-142).

$$\text{Nominal Efektif Döviz Kuru} = 100 * \sum_{\text{tüm ülkeler}} \left[\frac{\text{Cari Yıl Nominal Döviz Kuru}}{\text{Baz Yılı Nominal Döviz Kuru}} * \text{Baz Yıl Ticaret Pay} \right] \quad (1.1)$$

Bu çerçevede reel döviz kuru, ülkeler arasındaki enflasyon farklılıklarının dikkate alınarak hesaplanan nominal döviz kuru olarak tanımlanmaktadır. Yurt dışında üretilen malların yurt içinde üretilen mallar cinsinden göreceli fiyatını yansıtan reel döviz kuru, uluslararası rekabetin ölçülmesinde de yaygın şekilde kullanılan bir ekonomik göstergedir. Bu nedenle reel döviz kurunu etkileyen ve belirleyen unsurların tespit edilmesi uygulanacak olan makroekonomik politikalara önemli bir rehberlik sağlayacaktır (İnandım, 2005: 29).

Reel döviz kurunun (R) hesaplanması aşağıdaki Denklem (1.2)'deki formül yardımı ile yapılmaktadır (Ünsal, 2011: 142).

$$R = \frac{eP^*}{P} \quad (1.2)$$

Denklem (1.2)'de (R) reel döviz kurunu, (e) nominal döviz kurunu, (P) yurt içi fiyatını, (P*) ise yurt dışı fiyat seviyesini göstermektedir. Denklemde yer alan (eP*) ifadesi yurt dışı fiyat düzeyinin ulusal para birimi cinsinden değerini göstermektedir. Bu durumda söz konusu denklem ulusal para cinsinden yurt dışı fiyatlar ile yurt içi fiyatlar arasındaki oranı ya da kısaca ulusal para birimi cinsinden nispi fiyat düzeyini ifade etmektedir. Böylece ülkelerde yaşanan fiyat değişimlerinin baz alınmasıyla hesaplanan ve iki ülke mallarının nispi fiyatını ifade eden reel döviz kuru, nominal döviz kurunun fiyat endeksleri ile deflete edilmiş hali olarak da tanımlanmaktadır.

Reel döviz kurunun yükselmesine reel değer kaybı adı verilmektedir. Reel değer kaybı yaşandığında yurt içinde üretilen mallar yurt dışında üretilen mallara göre daha ucuzlarken yurt dışında üretilen mallar ise yurt içinde üretilen mallara göre daha pahalı hale gelecektir. Sonuç olarak reel döviz kurundaki yükseliş yani reel değer kaybı ihracatın artmasına ve ithalatın azalmasına yol açarak net ihracatı olumlu yönde etkilemiş olacaktır. Öte yandan reel döviz kurunun düşmesine reel değer kazancı adı verilmektedir. Reel değer kazancı yaşandığında nispi fiyat düşecektir. Buna bağlı olarak da yurt içinde üretilen mallar yurt dışında üretilen mallara göre daha pahalı hale gelirken yurt dışında üretilen mallar ise yurt içinde üretilen mallara göre daha ucuz hale gelecektir. Sonuç olarak reel döviz kurundaki düşüş yani reel değer kazancı ihracatın azalmasına ve ithalatın artmasına yol açarak net ihracatı olumsuz yönde etkileyecektir (Güriş ve Büyükmumcu, 2015: 77).

Bir ülkenin enflasyon oranının diğer ülkelerin enflasyon oranından daha yüksek olması durumunda reel döviz kuru nominal döviz kurundan daha düşük değer alır. Reel döviz kurunun nominal döviz kurundan düşük olması ulusal paranın değerlenmesine ve dolayısıyla ilgili ülkenin dış ticaretteki rekabet gücünün azalmasına yol açar. Ters durumda ise reel döviz kuru nominal döviz kurunun üzerinde bir değer alacaktır. Bu da ulusal paranın değer kaybetmesine ve dolayısıyla söz konusu ülkenin dış ticaretteki rekabet gücünün artmasını sağlayacaktır (Aysoy, 2017: 5-6).

Bir ülkenin birden fazla ülke ile olan ticari ilişkilerinde çoklu veya reel efektif döviz kuru kullanılmaktadır. Bu döviz kurunda ilgili ülke ile ticari faaliyette bulunan ülkelere ticari ilişkilerin yoğunluklarına göre bir ağırlıklandırma yapılır. Ayrıca burada ticari faaliyette bulunan ülkelerin para birimlerinin ticaretteki önemi dikkate alınmaktadır. Reel efektif döviz kurunun elde edilişi Denklem (1.3)'te gösterilmiştir (Zanello ve Desruelle, 1997: 7). Aşağıdaki denklemde (P_i) (i) ülkesinin fiyat endeksini, (R_i) (i) ülkesinin parasının döviz karşılığını, (P_j) (j) ülkesinin fiyat endeksini, (R_j) (j) ülkesinin parasının döviz karşılığını, (W_{ij}) (i) ülkesi için (j) ülkesinin ağırlığını göstermektedir.

$$\text{Reel Efektif Döviz Kuru} = \prod_{j \neq i} \left[\frac{P_i * R_i}{P_j * R_j} \right]^{W_{ij}} \quad (1.3)$$

TCMB ülkemizin fiyat düzeyinin dış ticaret yaptığımız ülkelerin fiyat düzeylerine oranının ağırlıklı geometrik ortalamasını alarak reel efektif döviz kuru hesaplamaktadır. Endekse ilişkin formül Denklem (1.4)'te gösterilmiştir (TCMB, 2019: 8). Denklemde (W_i) (i) ülkesinin Türkiye'nin reel efektif döviz kuru endeksindeki dağılımını, (P_{TR}) Türkiye'nin fiyat endeksini, (P_i) (i) ülkesinin fiyat endeksini, $(e_{i,TR})$ TL cinsinden (i) ülkesi parasının kurunu ve (N) ülke sayısını ifade etmektedir.

$$\text{Reel Efektif Döviz Kuru} = \prod_{i=1}^N \left[\frac{P_{TR}}{P_i * e_{i,TR}} \right]^{W_i} \quad (1.4)$$

Buna göre reel efektif döviz kurunun yükselmesi Türk Lirasının reel olarak değer kazandığını yani yerli malların yabancı mallar cinsinden fiyatlarının arttığını göstermektedir. TCMB, reel efektif döviz kurunun hesaplanmasında Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank – ECB) tarafından izlenen yöntemi esas almıştır. Reel efektif döviz kurunun hesaplanmasında aritmetik ve geometrik ortalamalar kullanılabilmektedir. Fakat aritmetik ortalama baz yılından etkilendiği için geometrik ortalamanın kullanılması tercih edilmektedir (Özkan, 2003: 7).

Reel döviz kurları, yurt içinde ve yurt dışında üretilen benzer niteliklere sahip olan mal ve hizmetlerin göreceli fiyatlarını göstererek dış ticarete ülkelerin rekabet gücünün belirlenmesinde yararlanılan önemli bir göstergedir. Diğer taraftan benzer özelliklere sahip mal ve hizmetlerin hangi ülkeden temin edilmesine ilişkin tüketicilere fikir sunarak onların davranışlarını etkileyen bir faktör olarak da görülmektedir (Gözen, 2018: 6).

2.2. Döviz Kuru Sistemleri

II. Dünya Savaşı sonunda uluslararası ölçekte ticari ve finansal işlemlerin yürütülmesine ilişkin kuralları içeren Bretton Woods sistemi kurulmuştur. Bu sistem ile dünya genelinde döviz kuru hareketleri de gözlemlenmiştir. Söz konusu sistem ilk olarak doların altın konvertibilitesinin kaldırılması ve daha sonra devalüe edilmesi ile 1970’li yılların başında çökmüştür. Böylece dünyada döviz kurlarına yönelik nasıl bir sistemin uygulanacağına ilişkin ekonomik ve politik tartışmalar artmıştır. Bu tartışmalarda finansal küreselleşme süreci ile birlikte hangi döviz kuru sisteminin ekonomiler için daha avantajlı olduğu ve döviz kurlarının ekonomiler üzerindeki etki yaratma mekanizmalarının nasıl işlediğine ilişkin konular önem kazanmıştır (Cengiz, 2018: 2).

Döviz kurlarında meydana gelen değişimler ülkelerin ticareti başta olmak üzere birçok makroekonomik göstereyi etkilediği çok açıktır. Küreselleşme süreci ile birlikte ülkelerin ticari ve finansal bağımlılığının daha da artması döviz kurlarının önemini daha da artırmıştır. Gerçekten de bir ülkenin para biriminde yaşanan değişimler hem o ülkeyi hem de söz konusu ülkenin ticaret yapmış olduğu diğer ülkeleri önemli derecede etkilemektedir. Her ülkenin farklı para birimine sahip olması ve ticaretin söz konusu bu farklı para birimlerinin değişim oranlarına göre yapılması kurların belirlenmesi sürecini kritik bir faktör haline getirmiştir. Üstelik ülke para birimlerinin sıklıkla değişen değişim oranları istikrarlı bir ticari finansal ilişkiler ağının kurulmasını güçleştirmiştir. Çünkü para birimlerinin değer kazanması veya kaybetmesi uluslararası ekonomik ilişkilerde karar alma sürecini etkilemektedir. Böylece gelişen zaman sürecinde döviz kurlarının istikrarlı bir biçimde belirlenmesi hayati önem kazanmıştır (Doğanay, 2016: 151).

Bu bağlamda döviz kurunun belirlenmesinde temel rol oynayan döviz kuru sistemleri ekonomideki makroekonomik göstergeler üzerinde hayati bir role sahip olmuştur. Döviz kuru sistemi, döviz kurlarını ve kurlarda meydana gelen değişimleri belirleyen rejim olarak tanımlanmaktadır. Böylece döviz kuru sistemi, bir ülkenin milli parasının yabancı ülke para birimleriyle hangi yöntem ve oranlarla ve nasıl ilişkilendirileceğine ilişkin bir çerçeve ortaya koymaktadır (Krugman ve Obstfeld, 2000: 329). Buna göre döviz kuru sistemi bir ülkenin ulusal para biriminin değerini, yabancı ülkelerin para birimine göre ayarlamak ve yönetmek için uygulamış olduğu kurallar bütününden oluşmaktadır.

Tarihi süreç incelendiğinde ülkelerde farklı dönemlerde farklı döviz kuru sistemlerinin uygulandığı görülmektedir. Böylece şu ana kadar döviz kuru sistemlerine ilişkin birçok uygulama hayata geçirilmiştir. Her döviz kuru sisteminin bazı avantajları olduğu gibi dezavantajları da bulunmaktadır. Bu noktada önemli olan ekonomik yapı doğrultusunda en etkin döviz kuru sistemini tespit edip uygulamaktır. Döviz kuru sistemlerinde doğru tercih ekonomik faaliyetler üzerinde doğrudan ve dolaylı olarak olumlu etkisini göstermektedir. Bu nedenle her bir döviz kuru sisteminin özellikleri göz önünde bulundurularak ülke ekonominin yapısına uygun bir döviz kuru sisteminin seçilmesi önem kazanmaktadır (Akarsu ve Dilbaz-Alacahan, 2019: 82).

Ekonomilerde şu ana kadar çok değişik uygulamalar görölse de döviz kuru sistemlerine ilişkin genel olarak iki temel ayrım üzerinde durulmaktadır. Bu sistemler sabit döviz kuru sistemi ve esnek döviz kuru sistemidir. Fakat teoride ve uygulamada söz konusu bu iki döviz kuru sistemi arasında kalan çok çeşitli döviz kuru sistemlerinin hayata geçirildiği bilinmektedir. Sabit ve esnek döviz kuru sistemleri arasında bulunan döviz kuru sistemleri karma döviz kuru sistemleri alt başlığında değerlendirilmektedir. Karma döviz kuru sistemi içinde yer alan döviz kuru sistemleri, sabit döviz kuru sisteminin farklı esnekliklerdeki uygulanış şekilleri ile esnek döviz kuru sisteminin farklı derecede müdahale edilmiş şekillerinden oluşmaktadır (Yetiz, 2015: 8).

Genel bir ifade ile sabit kur sistemi ve esnek kur sistemi döviz kuru sistemlerinin iki uç örneği olarak kabul edilebilir. Böylece bu iki sistem döviz kuru sistemleri bir yelpaze olarak nitelendirildiğinde yelpazenin iki ucu olarak değerlendirilebilir. Bu iki uç sistem arasında ise birbirlerinden farklı içeriğe sahip karma döviz kuru sistemleri yer almaktadır. Buna göre karma döviz kuru sistemleri sabit ve esnek döviz kuru sistemlerine ilişkin birtakım özelliklerin birleştirilmesinden oluşmaktadır. Diğer bir ifade ile karma döviz kuru sistemi, sabit döviz kuru sisteminden esnek döviz kuru sistemine kadar esneklik derecesine göre farklılıklar gösteren kur sistemlerini içermektedir. Bu çerçevede döviz kuru sistemleri sabit döviz kuru sistemi, esnek döviz kuru sistemi ve karma döviz kuru sistemi olmak üzere üç alt başlıkta ele alınmaktadır (Seyidoğlu, 2013: 767). Çalışmanın bundan sonraki kısmında döviz kuru sistemlerine ilişkin olarak burada sözü edilen alt başlıklar altında açıklamalar yapılacaktır.

2.2.1. Sabit Döviz Kuru Sistemi

Sabit döviz kuru sistemi, bir ülkenin resmi otoriteleri tarafından ulusal para birimi değerinin yabancı bir para birimine veya bir döviz sepetine endekslenmesi şeklinde tanımlanmaktadır. Sabit döviz kuru sisteminde merkez bankası kuru sabit tutmak için döviz piyasasına müdahalelerde bulunmaktadır. Bu sistemin ilk uygulanış şekli altın standardına dayalı olarak gerçekleştirilmiştir. Söz konusu uygulama 1973 yılında Bretton Woods sisteminin çöküşüne kadar yaygın bir biçimde uygulanmıştır.

Sabit döviz kuru sisteminde döviz kurlarının döviz piyasasında arz ve talep koşulları çerçevesinde oluşmasına izin verilmez. Burada merkez bankası elindeki rezervleri kullanarak piyasaya müdahale etmektedir. Sabit döviz kuru sisteminde merkez bankasının müdahaleleri sonucunda kurlarda bir değişim yaşanmaz iken ülkenin resmi döviz rezervlerinde değişimler yaşanmaktadır. Özellikle piyasada kurların yükselme yönünde baskı göstermesi durumunda merkez bankası piyasaya yabancı para satmak zorunda kalır. Söz konusu yabancı paraları ise daha önce rezervlerinde tuttuğu kaynaklardan kullanarak piyasaya sürer. Böylece bu durumlarda merkez bankasının sabit kur sistemini sürdürebilmesi ancak sahip olduğu rezerv kaynaklarla sınırlı olmaktadır. Merkez bankaları sabit kur sistemi çerçevesinde yerli paranın değerini korumak üzere yapacağı uygulamalarda yeterli yabancı para rezervine sahip değilse başarısız olur. Bunun sonucunda merkez bankası daha yüksek seviyede yeni bir kur seviyesi belirleyerek uygulamasına devam edebilir. Bu uygulama devalüasyon olarak isimlendirilmektedir.

Sabit döviz kuru sistemi uygulanırken merkez bankası ödemeler bilançosu dengesi ile döviz piyasası arasındaki ilişkileri sürekli olarak kontrol etmek zorundadır. Ödemeler bilançosu fazla verdiğinde döviz piyasasında yabancı para miktarı yani döviz bollaşacaktır. Piyasada oluşan döviz arz fazlasının kuru etkilememesi için merkez bankası piyasadaki ulusal para karşılığında döviz alacaktır. Bu işlem sonucunda merkez bankasının döviz rezervleri artarken aynı zamanda para piyasada para arzı da genişleyecektir. Ödemeler bilançosu dengesinin açık verdiği durumda ise piyasada döviz miktarı azalacaktır. Bu durumun döviz kurlarını etkilememesi için merkez bankası kuru sabit tutmak için ulusal para karşılığında piyasaya döviz satacaktır. Bu işlem sonucunda bir yandan merkez bankasının döviz rezervleri azalırken diğer yandan piyasada para arzı azalacaktır.

Görüldüğü gibi sabit döviz kuru sisteminde merkez bankası ödemeler bilançosundaki gelişmelere bağlı olarak sürekli bir biçimde döviz piyasasına müdahale etmek zorunda kalmaktadır. Ayrıca döviz piyasasında yaptığı bu müdahalelere bağlı olarak rezervlerindeki yabancı para kaynağı ve yurt içi para arzı miktarı etkilenmektedir. Para piyasasındaki para miktarında yaşanan değişimler sabit döviz kuru sistemi altında merkez bankasının para politikası üzerinde etkinliğini kaybettiğini göstermektedir. Bir başka ifade ile sabit döviz kuru sisteminde merkez bankalarının uyguladığı para politikaları etkinsizdir (Jabiyev, 2018: 7-8).

Görüldüğü gibi sabit kur sisteminin uygulanması sonucunda bazı önemli dezavantajlar ortaya çıkmaktadır. Öncelikle sabit döviz kuru rejiminin uygulandığı ekonomilerde merkez bankasının kuru koruyabilmesi için yüksek miktarlarda döviz rezervine sahip olması gerekmektedir. Öte yandan merkez bankası para politikaları üzerinde kontrolü kaybetmeye razı olmaktadır. Ayrıca bu sistemde yerli para yabancı bir paraya endekslendiği için yabancı ülke para biriminde meydana gelen ani değişimler ekonomide önemli olumsuzluklara yol açabilmektedir. Diğer taraftan sabit kur sisteminde yerel paranın reel olarak değerlendirilmesi ihracatta azalışa ithalatla ise artışa yol açarak cari açık sorununa neden olabilmektedir (Yalçiner, 2012: 68-69).

Sabit döviz kurunun uygulanması sürecinde sağladığı bazı avantajlar da bulunmaktadır. Her şeyden önce sabit döviz kuru sistemi anlaşılabilir ve ekonomik birimler tarafından kolay bir şekilde takip edilebilir olmasından dolayı beklentileri yönlendirmede etkin bir çapa sunmaktadır. Bunun sonucunda ekonomik birimlerin kararlarını alırken karşılaştıkları kur riskini azaltmaktadır. Böylelikle hem yabancı yatırımların ülkeye gelişi hem de yerel ekonomik birimlerin uluslararası piyasalarda yaptığı işlemler artar. Bu şekilde kur riskinin azalması aynı zamanda yurt içinde uygulanan faizlerde ve dış borçlanmalarda ödenen faizlerdeki risk priminin düşmesine katkı sağlar. Bu sistemde ulusal paranın sabitlendiği yabancı ülkenin uygulamakta olduğu parasal disiplin de ithal edilmiş olmaktadır. Bu durum da ekonomide istikrarın sağlanmasına önemli bir katkı sunmaktadır. Sabit kur sistemi altında parasal şokların kurları etkilemesi mümkün değildir. Diğer taraftan sabit kur sistemi kurlar üzerinde kontrol sağlayarak enflasyonla mücadelede etkin bir araç olarak kullanılabilir.

2.2.2. Esnek Döviz Kuru Sistemi

Dalgalı veya serbest döviz kuru olarak da ifade edilen esnek döviz kuru sistemi, döviz kurunun herhangi bir müdahale olmadan döviz piyasasında döviz arz ve talebine bağlı olarak belirlendiği sistem olarak tanımlanmaktadır. Bu sistemde döviz kurlarının ödemeler bilançosu dengesinde meydana gelen değişimlerden etkilenmesine merkez bankası tarafından müdahale edilmez. Bu nedenle merkez bankaları para politikası araçlarını istediği gibi uygulayabilir. Başka bir ifade ile merkez bankası para politikası araçları üzerinde etkin bir denetim gücüne sahiptir (Ünsal, 2011: 144). Dünyada birçok ülke 1973 yılında Bretton Woods sisteminin sona ermesinden sonra sabit döviz kuru sistemini terk ederek esnek döviz kuru sistemini uygulamaya başlamıştır.

Esnek döviz kuru sisteminin uygulandığı bir ekonomide ödemeler dengesi açık verdiğinde döviz piyasasında döviz miktarı azalacaktır. Bu durumda döviz piyasasında döviz talebi döviz arzını aşacak ve böylece kur yükselirken ulusal para değer kaybedecektir. Ulusal paranın değer kaybetmesi sonucunda ulusal malların fiyatı düşerken yabancı malların fiyatı artacaktır. Buna bağlı olarak da ihracat artacak ve ithalat azalacaktır. Dolayısıyla ödemeler dengesindeki açık giderilecektir. Ödemeler dengesi fazla verdiğinde ise döviz piyasasında döviz miktarı artacaktır. Böylelikle döviz piyasasında döviz arzı döviz talebinden fazla olacak ve buna bağlı olarak kur düşerken ulusal para değer kazanacaktır. Ulusal paranın değerlenmesi sonucunda ulusal malların fiyatı artarken yabancı malların fiyatı azalacaktır. Bunun sonucunda ihracat azalacak ve ithalat artacaktır. Böylece ödemeler dengesindeki fazlalık ortadan kalkacaktır. Görüldüğü gibi esnek döviz kuru sisteminde döviz piyasasında serbestçe oluşan kurlar dış ticaret ve ödemeler bilançosu dengesinin sağlanmasında otomatik stabilizatör görevini yerine getirmektedir.

Günümüzde esnek kur sisteminin uygulanmasında tam bir serbestlikten söz etmek oldukça güçtür. Kurların döviz piyasasında belirlenmesi temel bir prensip olmakla birlikte merkez bankası doğrudan olmasada bazı dolaylı yollardan kısmende olsa kurları yönlendirmeye çalışmaktadır. Bu kısıtlı müdahalelere gerekçe olarak esnek döviz kuru sistemi altında dahi olsa, finansal istikrarın sağlanması açısından, kurlarda belirli bir düzeyin korunmasının zorunluluk olduğu gösterilmektedir. Dolayısı ile finansal istikrarın sağlanması hedefi esnek döviz kuru sisteminin uygulamalarını gevşetmektedir.

Böylece esnek döviz kuru sisteminin saf bir biçimde uygulanması yerine farklı uygulanış şekilleri hayata geçirilmektedir. Buna göre merkez bankasının döviz piyasasına hiç müdahale etmediği sisteme tam esnek döviz kuru sistemi adı verilmektedir. Fakat günümüzde çok sayıda ülkede merkez bankası kısa dönemde kurlardaki aşırı dalgalanmaları önlemek için döviz piyasasına müdahale etmektedir. Bu tür döviz kuru sistemine ise yönetilen ya da kirli esnek kur sistemi denir (Jabiyev, 2018: 8). Ancak burada kurları tamamı ile yönlendirmek temel amaç değildir. Esnek kur sistemi altında döviz piyasasına yapılan müdahalelerin temel nedeni kur seviyesini tam olarak arzu edilen düzeye çekmek yerine kur seviyesindeki aşırı dalgalanmaları önlemektir.

Esnek döviz kurunun sahip olduğu bazı avantajlar şu şekilde sıralanabilir. Esnek döviz kuru sisteminde kurlar dışsal şoklara ve reel sektörden gelen şoklara karşı esneklik gösterebilmektedir. Bunun sonucunda dış ticarete ve dolayısı ile ödemeler bilançosunda dengeden uzaklaşma durumlarında kurlardaki değişimler yeniden dengeye ulaşılmasına katkı sunabilmektedir. Ayrıca esnek döviz kuru sistemlerinde merkez bankası kur taahhüdü bulunmadığı için hiçbir koşulda döviz piyasasına müdahale etmek zorunda kalmamaktadır. Bunun sonucunda da merkez bankaları etkin bir şekilde para politikası uygulamalarını hayata geçirebilmektedir. Böylece merkez bankası para politikasını belirlediği ekonomik hedefler doğrultusunda istediği gibi kullanabilmektedir. Bu sistemin sağlamış olduğu bir başka avantaj ise merkez bankasının rezervinde büyük miktarlarda döviz bulundurma zorunluluğunun ortadan kalkmasıdır. Son olarak bu sistemde ulusal paranın aşırı değerlenmesi ve bunun sonucunda ekonomide ortaya çıkan sorunlar yaşanmaz (Yalçiner, 2012: 71-72).

Yukarıda ifade edilen avantajlar yanında esnek döviz kuru sisteminin dezavantajları da bulunmaktadır. Esnek döviz kuru sisteminde yabancı ülkelere fiyat artışları kur üzerinden yurt içi fiyatları da etkilemektedir. Böylece yabancı ülkelerdeki enflasyonist süreçler kur üzerinden transfer edilmektedir. Öte yandan esnek kur sisteminde kur seviyesi çok daha fazla dalgalı olduğu için buradan doğan risk unsurları ekonomik birimleri tedirgin ederek risk primlerini artırıp ekonomideki ticari ve finansal işlemleri azaltabilir. Son olarak esnek döviz kuru sisteminde özellikle yabancı kaynaklar açısından açık pozisyonda olan banka ve firmalar kurlarda oluşacak bir artış sonucunda önemli ölçüde zarara uğrayabilmektedirler (Alpan-İnan, 2002: 38).

2.2.3. Karma Döviz Kuru Sistemi

Sabit döviz kuru ve esnek döviz kuru sistemleri arasında yer alan ve bu iki temel döviz kuru sistemine ilişkin bazı özelliklere sahip olan çeşitli döviz kuru sistemleri bulunmaktadır. Söz konusu bu döviz kuru sistemleri karma döviz kuru sistemi altında yer almaktadır. IMF (2000) karma döviz kuru sistemi içerisinde yer alan döviz kuru sistemlerini tam dolarizasyon (full dollarization), para kurulu (currency board), ayarlanabilir sabit kur (fixed-but-adjustable exchange rate), yatay bant içindeki sabit kur (pegged exchange rate within horizontal bands), sürünen pariteler (crawling peg), sürünen bant (crawling band), yönetimli dalgalanma (managed/dirty float) ve serbest dalgalanma (free float) şeklinde belirlemiştir. Edwards ve Savastano (1999) ise esnek ve sabit kur dışında kalan karma döviz kuru sistemlerini şu başlıklar altında sınıflandırmıştır: yönetimli dalgalanma (managed/dirty float), aralık içinde dalgalanma (floating within a band), kaygan aralık (sliding band), yönlendirilmiş sabit aralık (crawling band), yönlendirilmiş sabit parite (crawling peg), ayarlanabilir sabit kur sistemi (fixed-but-adjustable exchange rate), para kurulu (currency board) ve tam dolarizasyon (full dollarization). Çalışmanın bundan sonraki kısmında Edwards ve Savastano (1999) tarafından yapılan sınıflamaya göre oluşturulan karma döviz kuru sistemleri hakkında bilgi verilecektir.

Yönetimli Dalgalanma veya Kirli Dalgalanma (Managed Float): Merkez bankasının belirli aralıklarla herhangi bir pariteye bağımlı olmadan döviz kurlarındaki istikrarın korunması amacıyla döviz piyasasına müdahale ettiği döviz kuru sistemidir. Bu sistem ayrıca gözetimli veya kontrollü dalgalanma olarak da bilinmektedir. Bu sistemde döviz kurları döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarına göre belirlenmektedir (Aybar, 2001: 58). Kurlarda aşırı derecede dalgalanmalar meydana geldiğinde ise merkez bankası müdahale etmektedir. Bu kur sisteminde merkez bankasının döviz kurlarına müdahalesi önceden açıklanmış kurallar dahilinde yapılmamaktadır. Müdahale şekli ve aralığı konjonktüre göre değişmekte ekonomik göstergelerde yaşanan değişim ve gelişmeler doğrultusunda gerçekleşmektedir (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000: 2). Bu sistemde kurlar kısmen kontrol edildiği için esnek kur sisteminin neden olduğu bazı belirsizlikler yaşanmaz. Öte yandan bu sistemde müdahaleler kısa sürelidir ve istikrar odaklı değildir (Gök, 2006: 134-135).

Yönetimli dalgalanma sisteminde müdahale şekli temiz ve kirli dalgalanma olarak ikiye ayrılmaktadır. Temiz dalgalanma, merkez bankasının döviz kurlarında kısa dönemli yaşanan dalgalanmaları önlemek için döviz piyasasına müdahale ettiği durumdur. Döviz piyasasına müdahaleler ekonomide olumlu sonuçlar elde etmek amacıyla yapılıyorsa kirli dalgalanma sisteminden söz edilmektedir. Ülkeler uluslararası ticarete rekabet gücünü korumak için genellikle kirli dalgalanma sistemi uygulamaktadır (Karluk, 1996: 362).

Aralık İçinde Dalgalanma (Floating within a Band): Bu sistem kurların merkez bankası tarafından belirlenen paritenin etrafındaki bant içerisinde aşağı veya yukarı yönde serbest bir şekilde dalgalanmasına izin verir. Ancak merkez bankaları kurların belirlenen bandın dışına çıkması durumunda belirli aralıklarla döviz piyasalarına müdahale etmektedir. Aralık içinde dalgalanma sisteminde merkez bankalarının müdahale aralığı daraldıkça sistemin sabit döviz kuru sistemine yakın olduğu aralık genişledikçe ise esnek döviz kuru sistemine yakın olduğu anlaşılmaktadır (Yapraklı, 2007: 11).

Bu sistemde merkezi parite ile paritenin altında ve üstündeki bant aralığı kurlara bir belirlilik kazandırmaktadır. Bu da ekonomideki beklentilerin sağlıklı bir şekilde oluşturulmasına yardımcı olmaktadır. Diğer taraftan bu sistemde kurların belirlenen aralıkta dalgalanmasına izin verilmesi dışsal şokların kurların dalgalanması ile telafi edilmesine imkân sağlamaktadır. Aralık içerisinde dalgalanan döviz kuru sistemi, uygulamada belirlenen bandın genişliğine göre dar aralık ve genişletilmiş aralık olarak ikiye ayrılmaktadır. Dar aralık, döviz kurunun belirlenen oran etrafında aşağı veya yukarı yönde %1 oranında dalgalanma gösterebileceğini ifade eden döviz kuru sistemidir. Genişletilmiş aralık ise kurlarda meydana gelen dalgalanmaların aşırı derecelere ulaşmasını engellemek için bant genişliğinin optimum bir düzeyde tutulduğu döviz kuru sistemidir (Yıldırım, 2003: 35-36).

Bunun yanında bu sistemde bant aralığının doğru bir şekilde belirlenmesi gerekmektedir. Özellikle bant aralığının çok dar olacak şekilde belirlenmesi durumunda ekonomik istikrar bu durumdan olumsuz etkilenebilir ve ekonomi spekülatif ataklara açık hale gelebilir. Diğer taraftan bu sisteme güven için belirlenen bant aralığında istikrarın sağlanabilmesi gerekmektedir. Ayrıca sistemin esnek yapıda olması merkezi paritenin ve aralık değerlerinin değiştirilmesine olanak tanımaktadır. Fakat bu durum uygulamanın kredibilitatesini azaltmaktadır (Gök, 2006: 136).

Kaygan Aralık (Sliding Band): Kaygan aralık sisteminde merkez bankası, belirli bir merkez pariteyi izlemeyi taahhüt etmektedir. Bu sistemde merkez parite belirli sürelerle çeşitli göstergeler doğrultusunda ayarlanır. Dünya ortalamasının üzerinde enflasyon yaşayan ülkelerde aralık içinde dalgalanma döviz kuru sisteminin uygulanması bu ülkelerde paranın aşırı değer kazanmasını önler. Öte yandan merkez paritenin ne zaman ve ne ölçüde ayarlanacağını bilinmemesi ekonomide belirsizlik ortamının yaşanmasına neden olabilmektedir (Edwards ve Savastano, 1999: 6).

Yönlendirilmiş Sabit Aralık (Crawling Band): Yönlendirilmiş sabit aralık sisteminde ülke parasının değeri önceden ilan edilmiş merkezi bir parite etrafında belirli bantlar arasında dalgalanmaktadır. Bu sistemde merkez parite makroekonomik göstergelerde meydana gelen gelişmelere bağlı olarak zaman içinde ayarlanabilmektedir. Geçmiş enflasyon oranları farkı gibi geçmişe dönük veya beklenen enflasyon oranı şeklinde ileriye yönelik yaklaşımlar bu sistemin en sık uygulanış şekilleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Yönlendirilmiş sabit aralık sistemi, yönlendirilmiş sabit parite sistemi ile karşılaştırıldığında daha esnek bir uygulamadır. Bu sistemin sabit döviz kuru rejiminden farkı ise kur üzerinde yaşanabilecek bir baskı karşısında gerekli ayarlamaların hemen değil belirli aralıklarla ve sıklıkla yapılmasıdır (Gök, 2006: 138).

Bu sistemin önemli bir avantajı yüksek enflasyon oranına sahip ülkelerin merkez pariteye yönelik büyük bir ayarlama yapmadan bu sistemi uygulayabilmelerine imkân tanınmasıdır. Ayrıca merkezi kura ilişkin ayarlamaların belirli aralıklarla yapılması ve kurun belirlenen bantlar içinde dalgalanmasına izin verilmesi hem dışsal şokların hem de spekülatif atakların önlenmesine yardımcı olmaktadır. Öte yandan bu sistemde yönlendirilen oranın belirlenmesi bazı önemli riskler taşımaktadır. Geçmişe yönelik yaklaşım enflasyonist ortama yol açarken geleceğe yönelik yaklaşımda ise yanlış enflasyon hedeflerinin belirlenmesi durumunda yerli para aşırı değerlenme ve spekülatif baskılar yaşanmasına neden olabilmektedir (Williamson, 2009: 115). Diğer taraftan bu sistemin uygulanabilmesi faiz politikalarının kurları destekleyecek şekilde kullanılmasını gerektirmektedir. Bu durum ise faizlerin ekonominin ihtiyaçları doğrultusundan daha farklı bir biçimde kullanılmasını zorlaştırmaktadır. Böylece faiz oranı gibi önemli bir para politikası aracı üzerinde kontrol kaybedilmektedir (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000: 4).

Yönlendirilmiş Sabit Parite (Crawling Peg): Yönlendirilmiş sabit parite sisteminde ülke parasının değeri sabitlenmiştir. Söz konusu bu sabit değer periyodik olarak makroekonomik göstergelerde meydana gelen gelişmelere bağlı olarak zaman içinde ayarlanabilmektedir. Bu sistem yönlendirilmiş sabit aralık sistemi ile karşılaştırıldığında daha katı bir uygulamadır. Sabit döviz kuru rejimi ile karşılaştırıldığında ise sabit kur üzerinde bir baskı oluştuğunda gerekli ayarlamaların hemen değil belirli aralıklarla ve sıklıkla yapılması ile ayrışmaktadır (Gök, 2006: 138). Bu sistemde döviz kurunun çok dar bir aralık alanında hareket imkânı vardır. Döviz kurundaki sapmalar merkez bankası müdahaleleri ile önlenmektedir. Bu sistemde nominal döviz kuru genellikle cari enflasyon oranının altında artacak şekilde ayarlanmaktadır. Yönlendirilmiş sabit parite sistemi özellikle enflasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde reel döviz kuru değerlenmelerini önlemekte kullanılmaktadır. Diğer taraftan bu sistem piyasa beklentilerinin şekillendirilmesine dolayısı ile belirli düzeyde politikalara kredibilite sağlamaktadır. Ancak sistemde geçmişe yönelik süreçleri ele alan bakış açısı enflasyonist sürece yol açabilmektedir. Bu da para politikasında döviz kurunun nominal çıpa etkisinin ortadan kalkmasına neden olabilir. Ayrıca bu sistemde mali ve gelir politikalarının birbiriyle uyumlu olması hayati bir öneme sahiptir. Söz konusu uyumun sağlanmadığı durumlarda ise yönlendirilmiş sabit parite sistemi istikrarlı bir şekilde uygulanamaz (Edwards ve Savastano, 1999: 7). Dolayısı ile söz konusu önkoşul bu sistemin başarılı biçimde uygulanmasına önemli bir kısıt getirmektedir

Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi (Fixed-but-adjustable exchange rate): Ayarlanabilir sabit kur sisteminde kurlar sabit seviyede tutulmaya çalışılır. Ancak burada merkez bankası, sabit döviz kuru sisteminde olduğu gibi, sıkı kurallara bağlı olmadığı için öngörülen politika hedeflerinin dışına çıkabilmektedir. Bu doğrultuda da sık sık devalüasyon uygulamalarına başvurulabilir. Bu şekilde ayarlanabilir sabit kur sistemi sistem belirsizliklerinin az olduğu ortamlarda makroekonomik disiplinin sağlanmasında çok önemli bir rol oynamaktadır. Ayrıca devalüasyon imkânının sıklıkla kullanılabilmesi sisteme uygulanma sürecinde büyük bir esneklik olanağı kazandırmaktadır. Ancak bu sistem içerisinde devalüasyon uygulamalarına sıkça başvurulması ekonomik birimlerin beklentilerinde belirsizlik yaşanmasına yol açabilmektedir. Bu durum beklentiler yolu ile enflasyonist baskılar oluşturmaktadır (Edwards ve Savastano, 1999: 7).

Para Kurulu (Currency Board): Bu sistemde para arzı sabit kur üzerinden döviz rezervlerine bağlanmaktadır. Böylece para kurulu, yasal taahhütlere bağlı olarak ulusal parayı yabancı paraya dönüştürme (ya da tersi) işlemini yapan bir kurumdur (Balino ve Enoch, 1997: 1). Böylece para kurulu sistemi kesin kurallara bağlanmış sabit döviz kuru sistemi olarak nitelendirilmektedir. Bu sistemde para politikası yasal sınırlamalara bağlı olarak yürütülmektedir. Para kurulu sisteminde ulusal para sadece yabancı para girişi karşılığında basılmaktadır. Sistemin basit bir kural çerçevesinde işlemesine bağlı olarak anlaşılmasının kolay olması, basit bir uygulama olması ve piyasa tarafından kolay takip edilmesi önemli avantajlar sağlamaktadır. Diğer taraftan sistem üst düzeyde kredibilite imkânı sağladığı ve zaman tutarsızlığı sorununu ortadan kaldırdığı için önemli katkılar sunmaktadır. Sistemin yüksek kredibilite sağlaması faizlerin uluslararası seviyelere yaklaşmasına, döviz kurlarının istikrar kazanmasına ve ekonomide mali disiplinin elde edilmesini mümkün kılmaktadır (Yıldırım, 2003: 42). Bununla birlikte sistemin katı yapısı dışsal şoklar karşısında ekonomik faaliyetlerin sürdürülebilmesi için hiçbir çözüm üretmeye imkân vermemektedir. Ayrıca sistem koşullarına bağlı olarak merkez bankası son kredi mercii olma fonksiyonunu yitirmektedir. Diğer taraftan bankaların likiditeye duyarlılıkları aşırı derecede artmaktadır. Öte yandan bu sistemin başarı ile işleyebilmesi için güçlü bir kamu finansmanına, sağlıklı işleyen bir finansal yapıya ve yeterli düzeyde döviz rezervine ihtiyaç duyması ulaşılması zor ön koşullara işaret etmektedir (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000: 6).

Tam Dolarizasyon (Full Dollarization): Bu sistem altında bir ülke diğer ülkelerin parasını kendi ulusal parası yerine kullanmaktadır. Bunun yanında parasal birliğin gerektirdiği koşullarda ülkelerin tek bir para birimini kullanmaları da bu sistemin tarif ettiği döviz kuru rejimine denk gelmektedir. Buradan görüldüğü gibi tam dolarizasyon sistemi, bir ülkenin parasal bağımsızlığını tamamı ile kaybederek bir başka ülkenin para birimini kullandığı düzeni tanımlamaktadır (Kansu, 2006: 33).

Bu sistemde devalüasyon olasılığının ve kur riskinin olmamasına bağlı olarak faiz oranları düşük seviyelerde seyretmektedir. Ayrıca bu sistem bütçe disiplininin ve makroekonomik istikrarın artmasına katkı sunmaktadır. Öte yandan merkez bankasının farklı bir hareket imkânı olmadığı için maksimum düzeyde kredibilite sağlamaktadır. Sistemin bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Sistem kredibilite açısından olumlu olsa da

esneklik yönü zayıf bir sistemdir. Bu sistemde bir ülke parasal bağımsızlığı kaybetmektedir. Ayrıca bu sistemde merkez bankasının para basma yetkisi olmayacak ve senyoraj geliri elde edemeyecektir. Dışsal şokların tamamı para kurulu sisteminde olduğu gibi reel ekonomi tarafından telafi edilmektedir. Merkez bankası son kredi mercii olma fonksiyonunu kaybetmektedir. Söz konusu sistemin başarılı bir şekilde uygulanmasının önünde çok önemli politik engeller de bulunmaktadır (Yetiz, 2015: 11).



İKİNCİ BÖLÜM: TEORİK VE AMPİRİK ÇERÇEVE

Çalışmanın bu bölümünde Mundell–Fleming Modeli kullanılarak finansal sermaye hareketleri ve döviz kuru arasındaki ilişki ortaya konulmaya çalışılacaktır. Bu doğrultuda ilk olarak Mundell–Fleming Modeli hakkında kuramsal bilgiler verilecektir. Daha sonra Mundell–Fleming Modeli çerçevesinde finansal sermaye hareketleri ve döviz kuru arasındaki ilişki teorik olarak incelenecektir. Son olarak da literatürde finansal sermaye hareketleri ve döviz kuru arasındaki ilişkiyi ampirik olarak inceleyen çalışmalara yer verilecektir.

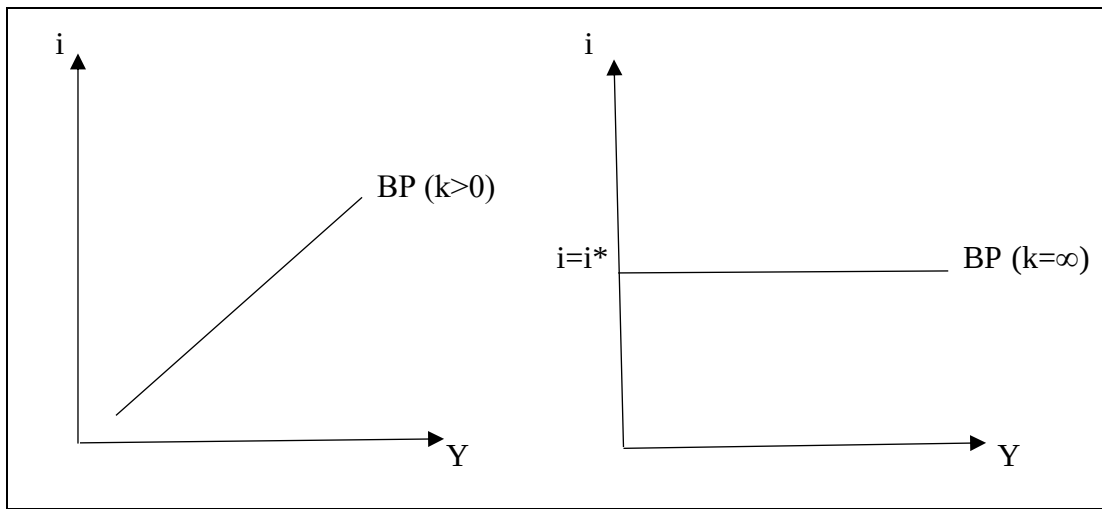
1. MUNDELL FLEMING MODELİNDE SERMAYE HAREKETLERİ VE DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ

İktisat yazınında finansal sermaye akımlarının nedenleri ve ekonomi üzerine yarattığı etkiler en kapsamlı şekilde Robert Mundell (1960, 1961) ve J. Marcus Fleming (1962) tarafından geliştirilen model çerçevesinde ele alınmıştır. Mundell–Fleming Modeli olarak isimlendirilen bu yaklaşım esas itibarı ile John Hicks ve Alvin Hansen tarafından ortaya konan IS–LM Modelinin dışa açık ekonomiler için uyarlanmış versiyonudur. IS–LM modeli dışa kapalı ekonomilerde reel ve parasal kesimdeki gelişmeleri birlikte ele alarak incelemektedir. Böylece IS–LM modeli ekonominin genel dengesinin mal ve para piyasalarında dengenin sağlanmasıyla oluşacağını göstermektedir. IS–LM modelinde otonom harcamalar ve maliye politikaları yanında faiz oranları ve para politikası uygulamaları toplam talebi ve gelir düzeyini etkileyen faktörler olarak ele alınmaktadır (Yıldırım, Karaman ve Taşdemir, 2008: 179).

IS–LM modeli dışa kapalı ekonomiler için geliştirildiği için bu modelde dışa açık olan ekonomilerde uygulanan politikaların ve çeşitli şokların etkisi tam olarak görülmemektedir. Bu nedenle ekonomilerin dış ekonomilerle ilişkilerini yansıtan ödemeler dengesi eğrisi (Balance of Payment – BP) IS–LM modeline dahil edilmiştir. Böylece IS–LM–BP modeli olarak ifade edilen Mundell–Fleming modeli geliştirilmiştir. Mundell–Fleming modeli, tam sermaye hareketliliği varsayımı doğrultusunda döviz kurlarını açıklamaya çalışmaktadır. Bu modelde Keynesyen yaklaşım çerçevesinde çarpan mekanizmasına dayalı olarak geliştirilen gelir harcama yaklaşımına uluslararası sermaye hareketleri ilave edilmektedir (Jabiyev, 2018: 6).

Finansal serbestleşme süreci ile birlikte bilgi ve iletişim teknolojisinde yaşanan gelişmelerin yarattığı küreselleşme sonucunda sermaye hareketleri dış ekonomik ilişkilerde ticari faaliyetlere göre çok daha büyük boyutlarda gelişme göstermiştir. Bu süreçte Mundell–Fleming modeli hızla büyüyen uluslararası sermaye hareketlerini analize katarak önemli bir katkı sunmuştur. Özellikle bu modelde geleneksel döviz kuramlarının kurların belirlenmesi sürecinde ihmal ettiği sermaye hareketleri olgusunu analize katması çok büyük önem arz etmektedir. Geleneksel döviz kuramlarında döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarının sadece ihracat ve ithalat hareketleri ile belirlendiği varsayılmaktadır. Oysa Mundell–Fleming modelinde döviz kurunun belirlenmesinde uluslararası sermaye hareketlerinin de etkili olduğu ortaya konulmuştur. Böylece uluslararası ticari ve finansal ilişkilerinin birlikte ele alınması ile ödemeler dengesi bir bütün olarak modele katılmıştır. Bu çerçevede IS–LM modeline ödemeler dengesini ifade eden BP eğrisi ilave edilerek açık ekonomiye uyarlanması sonucu Mundell–Fleming modeli güçlü bir analitik çerçeve sunmuştur (Tunca, 2005: 349-357).

Mundell–Fleming modelinde IS–LM modeline ilave edilen BP eğrisinin eğimi çok önemlidir. Aşağıda Şekil 2.1’deki grafiklerden görüldüğü gibi BP eğrisi yukarı eğimli bir biçimde çizilebileceği gibi tamamen yatık bir biçimde de çizilebilir. Burada BP eğrisinin eğiminin belirlenmesinde ödemeler dengesindeki iki ana kalem olan cari işlemler hesabı ile sermaye hesabına ilişkin yapılan varsayımlar büyük rol oynamaktadır.



Şekil 2.1. BP Eğrisinin Eğimi

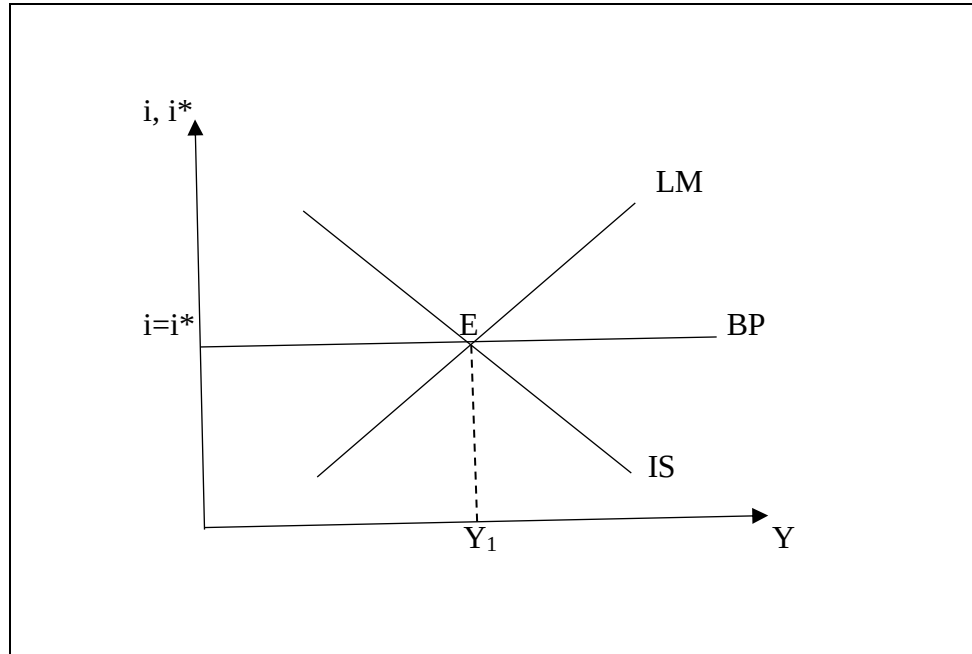
Kaynak: (Ünsal, 2011: 415)

Ödemeler bilançosu ana kalemlerinden olan cari işlemler hesabında kaydı tutulan ithalata ilişkin marjinal ithalat eğilimi BP eğrisinin eğimini belirleyen birinci faktördür. Öte yandan ödemeler bilançosunun ikinci ana kalemini oluşturan finans hesabına ilişkin olarak uluslararası sermaye hareketlerinin serbestlik derecesi BP eğrisinin eğimini etkileyen ikinci faktörü oluşturmaktadır (Ünsal, 2011: 414-415).

BP eğrisinin eğimini belirleyen birinci faktör olan marjinal ithalat eğilimi ile ilgili olarak, marjinal ithalat eğilimi ne kadar yüksek olursa, BP eğrisi o kadar dik, marjinal ithalat eğilimi ne kadar düşük olursa BP eğrisi o kadar yatık olmaktadır. Marjinal ithalat eğilimi ne kadar yüksek olursa, milli gelirde yaşanan artışa bağlı olarak ithalat hacminin gelişmesi o kadar fazla olmaktadır. Dolayısıyla net ihracatta meydana gelen azalış o kadar büyük olmaktadır. Milli gelirde meydana gelen artış sonucunda net ihracatta yaşanan azalma ne kadar büyük olursa, sermaye hesabında meydana gelmesi gereken artış da o kadar büyük ve böylelikle de faiz oranlarında yaşanacak artış o kadar yüksek olmaktadır. Bunun sonucunda marjinal ithalat eğiliminin yükseklik derecesi BP eğrisinin de bir o kadar dik olmasına neden olmaktadır.

BP eğrisinin eğimini belirleyen ikinci faktör ise sermaye hareketlerinin yurt içi ve dünya faiz oranları arasındaki farka olan duyarlılık derecesidir. Milli gelirde meydana gelen artışa bağlı olarak, net ihracatta yaşanan azalış veri iken, sermaye hareketleri yurt içi ve dünya faiz oranları farkına ne kadar duyarlı ise net ihracattaki azalışı sermaye hesabındaki artış ile dengelemek için faiz oranlarında meydana gelmesi gereken artış o kadar düşük olacaktır. Bunun sonucunda BP dik ekseninde yurt içi ve yurt dışı faiz oranı farkının gösterildiği grafikte daha yatık bir konum alacaktır. Sermaye hareketlerinin yurt içi ve dünya faiz oranları farkına duyarlılığı çok yüksek olduğu durumda ($k=\infty$) ise, BP eğrisi yatay eksene paralel bir konum almaktadır. Çünkü yurt içi faiz oranının dünya faiz oranına eşit olduğu ($i=i^*$) durumda, yurt içi faiz oranında meydana gelen küçük bir hareketlilik yoğun bir şekilde sermaye girişine veya sermaye çıkışına neden olmaktadır. Bu arada sermaye hareketlerinin yurt içi ve yurt dışı faiz farkına duyarlı olması için sermaye hareketlerinde serbestlik derecesinin tam olması gerekir. Fakat ülkede sermaye hareketliliği kısıtlı ise diğer bir ifadeyle tam olmayan sermaye hareketliliği söz konusu ise BP eğrisi pozitif eğimli bir doğru şeklinde gösterilmektedir.

Çalışmada tam sermaye hareketliliğinin geçerli olduğu küçük gelişmekte olan ülke örneğinden hareketle BP eğrisi yatay bir şekilde ele alınacaktır. Buna göre küçük bir gelişmekte olan ülkenin hem dünya faiz oranını etkileme şansı yoktur hem de bu tip ülkelerin ekonomileri fon kısıtı altında bulunduğundan yurt içi ve yurt dışı faiz oranına aşırı derecede duyarlıdır. Şekil 2.2’de tam sermaye hareketliliği varsayımı altında Mundell–Fleming modeli çerçevesinde belirlenen genel denge durumu gösterilmiştir. Burada mal piyasasında dengeyi sağlayan faiz haddi–hasıla düzeyi bileşimlerinin geometrik yerini gösteren IS eğrisi, para piyasasında dengeyi sağlayan faiz haddi–gelir düzeyi bileşimlerinin geometrik yerini gösteren LM eğrisi ve ödemeler dengesinde dengeyi sağlayan faiz haddi–hasıla düzeyi bileşimlerinin geometrik yerini gösteren BP eğrisi birlikte incelenmektedir. Tam sermaye hareketliliğinin varsayımı durumunda IS, LM ve BP eğrilerinin kesiştiği Y_1 gelir düzeyi ile faiz haddi bileşimlerini gösteren E noktasında denge sağlanmıştır. Bu noktada mal piyasasında toplam planlanan harcama gelire, para piyasasında reel para talebi reel para arzına ve döviz piyasasında ise döviz arzı döviz talebine eşittir. Diğer bir ifadeyle E noktası mal, para ve sermaye piyasalarında eşanlı dengenin sağlandığını göstermektedir (Ünsal, 2011: 415-416).



Şekil 2.2. Mundell–Fleming Modeli

Kaynak: (Ünsal, 2011: 416)

Görüldüğü gibi IS–LM–BP modeli sermaye hareketlerinin faiz oranları ve ulusal gelir üzerindeki etkilerini birlikte ortaya koyan önemli bir analitik çerçeve sunmaktadır. Modelde BP eğrisi ödemeler bilançosunda cari işlemler dengesindeki ve uluslararası sermaye hareketlerindeki gelişmelerin etkilerinin analiz edilmesine imkân vermektedir. Burada özellikle uluslararası sermaye hareketleri ve döviz kuru arasında kurulan ilişki oldukça önemlidir. Döviz kurlarının açıklanmasında, uluslararası ticari ilişkiler yanında, sermaye hareketlerinin de göz önünde bulundurulması kurların daha gerçekçi bir biçimde açıklanmasına imkân sağlamaktadır. Çünkü günümüzde hızla genişleyen sermaye hareketleri hacmi döviz piyasasında uluslararası ticari ilişkilerin yarattığı etkiden çok daha büyük bir etki yaratabilmektedir.

Öte yandan IS–LM–BP modeli faiz oranı ile milli gelir ilişkisi bağlamında cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasındaki etkileşimi de ortaya koymaktadır. Buna göre ülkeye sermaye girişi olduğunda cari hesap açığı, ülkeden sermaye çıktığında ise cari hesap fazlası yaşanmaktadır. Öte yandan cari işlemler hesabı dengesi ülkedeki toplam harcama ile gelir arasındaki dengeden hareketle belirlenmektedir. Böylece IS–LM–BP modeli harcama gelir dengesi ile ödemeler bilançosundaki cari işlemler hesabı dengesi ile finans hesabı dengesi arasında bağlantıyı kuran oldukça güçlü bir analiz sunmaktadır. Buna göre harcama gelir açığı cari açığa, cari açık ise finans hesabında fazlaya neden olabilmektedir. Bunun yanında ekonomide toplam harcamalar milli gelirin gerisinde kaldığında oluşan cari işlemler hesabı fazlası finans hesabında açıklara yol açmaktadır.

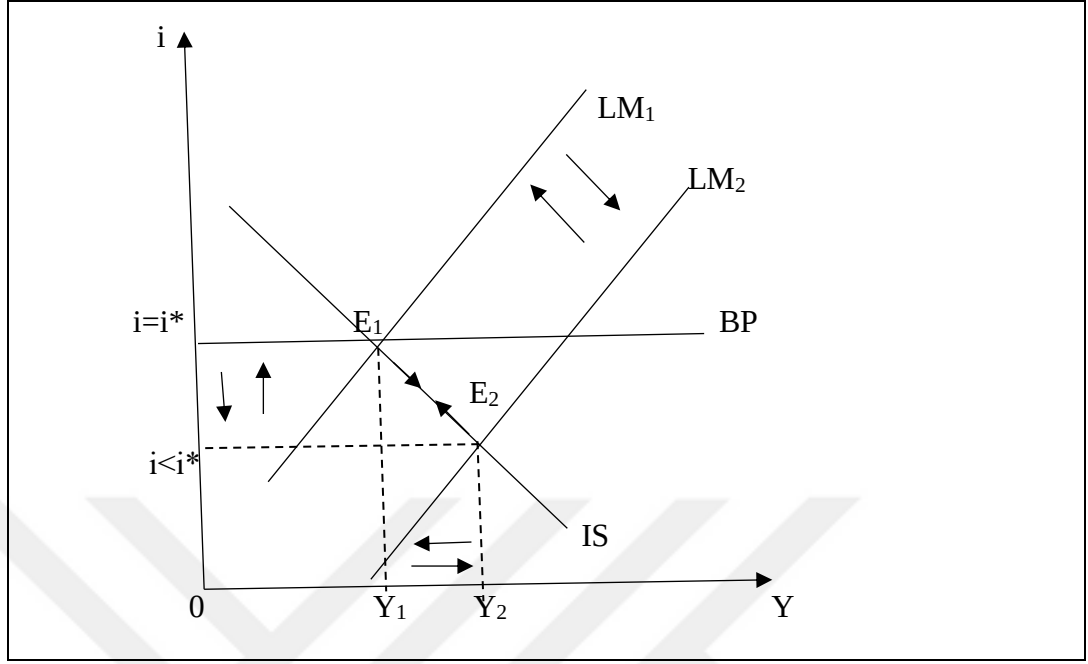
Mundell-Fleming modeli bazı noktalardan eleştirilmektedir. Buna göre modelin kısa dönemli bir analiz olması modelin zayıf yönü olarak görülmektedir. Öte yandan fiyatlar genel seviyesinin sabit kabul edilmesi ile eksik istihdam varsayımları da modelin analiz gücünü zayıflatan unsurlar olarak ileri sürülmektedir. Örneğin bir ekonomide cari açık sorunu yaşanırken ülkeye gelen sermaye uzun dönemde borç yükünü daha da artırabilmektedir. Ancak bu eksikliklerine rağmen Mundell–Fleming modeli sermaye hareketlerini dikkate alarak sabit döviz kuru ve esnek döviz kuru sistemleri altında para ve maliye politikalarının etkilerini belirlemek açısından oldukça güçlü bir analiz aracı sunmaktadır (Tunca, 2005: 349-357). Çalışmanın bundan sonraki bölümünde tam sermaye hareketliliğinin olduğu bir ekonomi için sabit ve esnek döviz kuru sistemlerinde uygulanan genişlemeci para ve maliye politikalarının etkisi değerlendirilmektedir.

1.1. Sabit Döviz Kuru Sisteminde Sermaye Girişi ve Kur İlişkisi

Bu bölümde genişlemeci iktisat politikalarının etkileri tam sermaye hareketliliğinin geçerli olduğu ve sabit döviz kurunun uygulandığı bir ekonomi için analiz edilecektir. Bunun için öncelikle genişlemeci para politikasının daha sonrada genişlemeci maliye politikalarının etkileri Mundell–Fleming modeli çerçevesinde incelenecektir.

Tam sermaye hareketliliği durumunda sabit döviz kuru sisteminin benimsendiği bir ekonomide uygulanan genişlemeci para politikasının etkinliği Şekil 2.3'te gösterilmektedir. Şekilde ekonomi başlangıçta IS, LM_1 ve BP eğrilerinin kesiştiği E_1 noktasında dengededir. Ekonomi dengede iken genişletici para politikası uygulandığında LM_1 eğrisi sağa kayarak LM_2 konumuna gelir. Bu durumda ekonomide iç denge E_2 noktasında gerçekleşir. E_2 denge noktasında başlangıçtaki denge noktasına göre yurt içi faiz oranları dünya faiz oranlarından daha düşük gelir düzeyi ise daha yüksektir. Fakat ekonominin bu yeni denge noktası geçicidir. Çünkü bu noktada yurt içi faiz oranları dünya faiz oranının altındadır. Bu durumda bir taraftan ülkeden aşırı bir şekilde sermaye çıkışı yaşanırken diğer taraftan ise geçici denge noktasında gelir artışına bağlı olarak ithalatın artması net ihracatı olumsuz etkilemesi sonucunda ödemeler bilançosu açık verir. Artan sermaye çıkışları sonucunda ekonomide dövize talep artar ve döviz kuru yükselir. Merkez bankası daha önceden belirlemiş olduğu kuru sabit tutabilmek için ekonomiye döviz satar karşılığında ise ekonomiden ulusal para satın alır. Böylece ekonomide para arzı azalır ve LM_2 eğrisi sola kayarak LM_1 konumuna gelir. Bu doğrultuda ekonomi başlangıçtaki gibi IS, LM_1 ve BP eğrilerinin kesiştiği yurt içi faiz oranı ile dünya faiz oranının eşit olduğu faiz haddi ile Y_1 gelir düzeyi bileşimlerini gösteren E_1 noktasında yeniden dengeye gelir.

Sonuç olarak tam sermaye hareketliliğinde sabit döviz kuru sisteminde ekonomi dengede iken genişletici para politikası faiz oranını ve gelir düzeyini etkilememektedir. Dolayısıyla sabit kur sisteminde tam sermaye hareketliliğinde uygulanan genişletici para politikası sonucunda merkez bankasının döviz rezervleri azalmakta, ulusal gelirden ise bir değişiklik olmamaktadır. Böylece merkez bankasının piyasadaki likiditeyi emisyon yolu ile artırmasının ekonomideki reel göstergeler üzerinde bir etki yaratmaması genişlemeci para politikasının sabit döviz kuru sisteminde etkili olmadığını göstermektedir (Dornbusch, Fischer ve Startz, 2017: 317-318).



Şekil 2.3. Sabit Döviz Kuru Sisteminde Genişlemeci Para Politikası

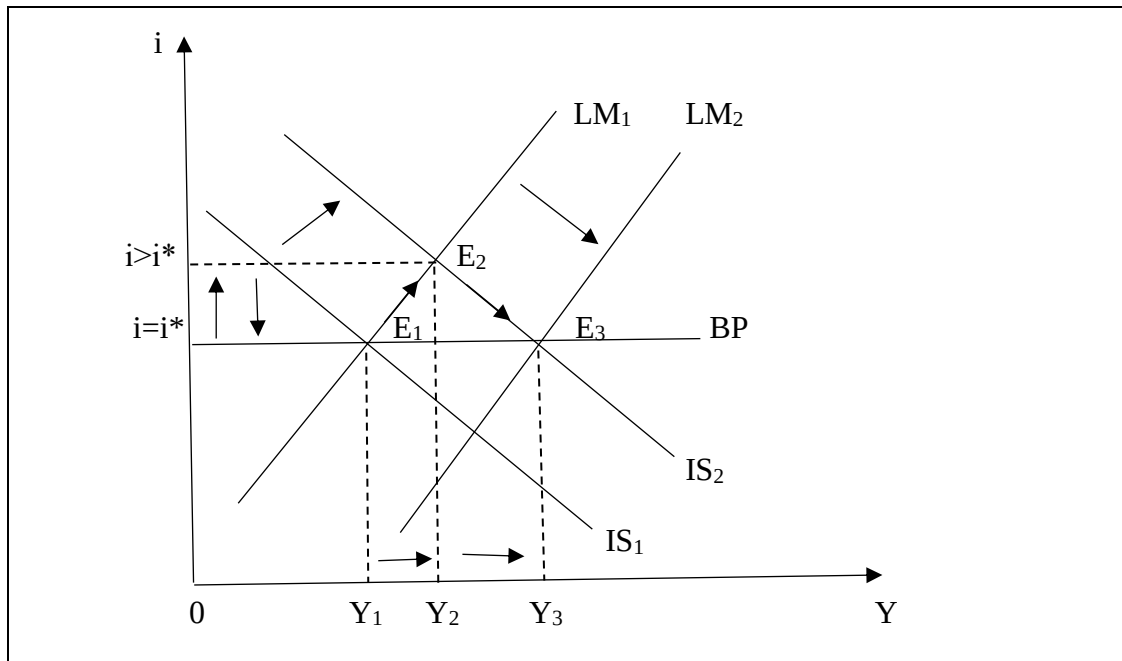
Kaynak: (Dornbusch, Fischer ve Startz, 2017: 317)

Genişlemeci para politikasının etkisinin gösterildiği Şekil 2.3'te görüldüğü gibi sermaye hareketlerinin tamamen serbest olduğu durumda yurt içi faiz oranları ile dünya faiz oranları arasındaki küçük bir farklılık uluslararası sermayenin hızlı bir şekilde yer değiştirmesine yol açmaktadır. Tam sermaye hareketliliği varsayımı altında yurt içi faiz oranları (i) ile dünya faiz oranlarının (i^*) birbirine eşit olmaktadır ($i=i^*$). Dolayısı ile bu eşitlik çerçevesinde dünya faiz oranları dışsal kabul edilmekte ve böylece yurt içi faiz oranlarını belirlemektedir. Bu nedenle tam sermaye hareketliliğinin olduğu ve sabit döviz kuru rejiminin uygulandığı bir ekonomide Şekil 2.3'te gösterildiği üzere merkez bankası bağımsız bir biçimde genişlemeci para politikası uygulayamaz.

Aynı şekilde merkez bankasının daraltıcı bir para politikası uygulaması da mümkün değildir. Daraltıcı para politikası sonucunda yurt içi faiz oranlarında kısa süreli bir artış yaşandığında yabancı yatırımcı söz konusu piyasadan yüksek gelir elde etmek amacıyla bu ülkeye gelmeye başlayacaktır. Ülkeye gelen yabancı sermayenin döviz kurları üzerinde düşürücü baskısını ortadan kaldırmak için merkez bankası tekrar yerli para ile döviz satın alarak genişlemeci para politikası uygulamak zorunda kalacaktır.

Tam sermaye hareketliliği durumunda sabit döviz kuru sisteminin benimsendiği bir ekonomide uygulanan genişlemeci maliye politikasının etkinliği Şekil 2.4'te

gösterilmektedir. Şekilde ekonomi başlangıçta IS_1 , LM_1 ve BP eğrilerinin kesiştiği E_1 noktasında dengededir. Ekonomi dengede iken genişletici maliye politikası uygulandığında IS_1 eğrisi sağa kayarak IS_2 konumuna gelir. Bu durumda ekonomide iç denge E_2 noktasında gerçekleşir. E_2 denge noktasında başlangıçtaki denge noktasına göre yurt içi faiz oranları ve gelir düzeyi daha yüksektir. Fakat ekonominin bu yeni denge noktası geçicidir. Yurt içi faiz oranlarının dünya faiz oranının üzerine çıkması ülkeye aşırı bir şekilde sermaye girişine neden olur. Geçici denge noktasında gelir düzeyinin yükselmesi ithalatı artırsa da yurt içi faiz oranlarının dünya faiz oranlarının üzerinde olduğu için ülkeye gelen aşırı sermaye net ihracattaki azalmayı telafi etmekte ve ödemeler bilançosu fazla vermektedir. Artan sermaye girişi sonucunda ekonomide döviz miktarı bollaşır ve ulusal para değer kazanır yani döviz kurları düşer. Merkez bankası daha önceden belirlemiş olduğu kuru sabit tutabilmek için ekonomideki döviz arz fazlasını alarak ve karşılığında ulusal parayı piyasayı sürer. Böylece ekonomide para arz fazlası olur ve LM_1 eğrisi sağa kayarak LM_2 konumuna gelir. Bu doğrultuda ekonomi IS_2 , LM_2 ve BP eğrilerinin kesiştiği yurt içi faiz oranı ile dünya faiz oranının eşit olduğu faiz haddi ile Y_3 gelir düzeyi bileşimlerini gösteren E_3 noktasında dengeye gelir.



Şekil 2.4. Sabit Döviz Kuru Sisteminde Genişletici Maliye Politikası

Kaynak: (Frenkel ve Razin, 1987: 574)

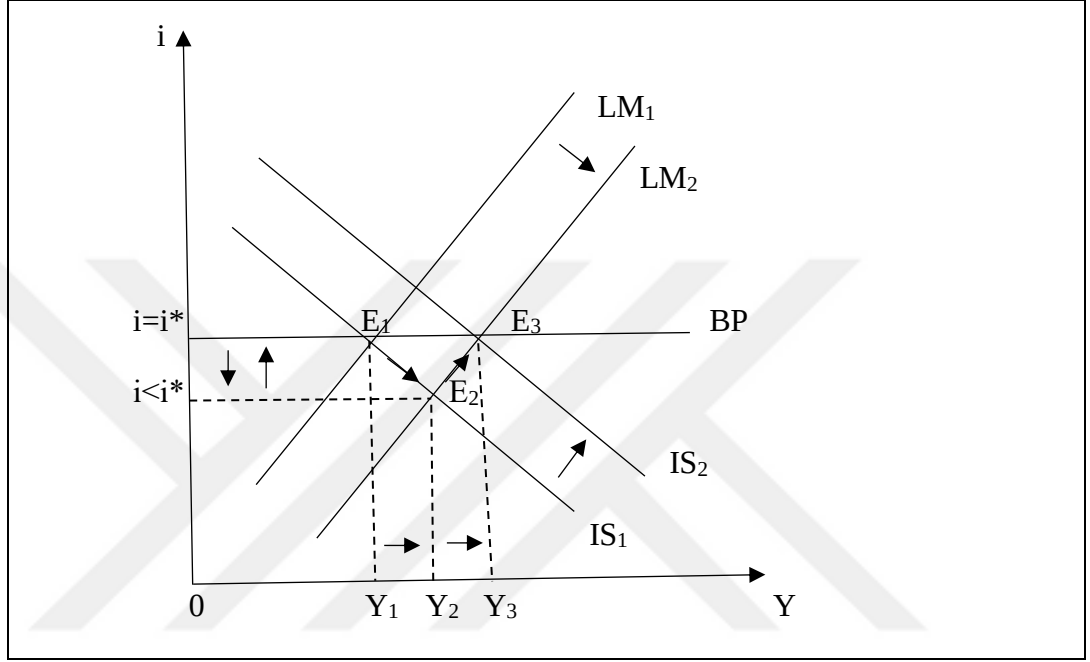
Sonuç olarak tam sermaye hareketliliğinde sabit döviz kuru sisteminde ekonomi dengede iken genişletici maliye politikası faiz oranını etkilemezken gelir düzeyini yükseltmektedir. Dolayısıyla sabit döviz kuru sisteminde tam sermaye hareketliliğinde genişlemeci maliye politikası tam etkin olmaktadır (Frenkel ve Razin, 1987: 574-3-574).

1.2. Esnek Döviz Kuru Sisteminde Sermaye Girişi ve Kur İlişkisi

Esnek döviz kuru sisteminde ülke parasının dış değeri, tamamen serbest bir şekilde döviz piyasasındaki arz ve talep güçleri tarafından belirlenmektedir. Böylece merkez bankalarının korumak zorunda kaldıkları bir döviz kuru seviyesi yoktur. Bunun için para politikası uygulamaları serbest bir biçimde belirlenir. Diğer bir ifade ile Mundell–Fleming modeli çerçevesinde esnek döviz kuru sisteminde döviz kuru içsel bir değişken olarak belirlenirken para arzı dışsal bir değişken olarak merkez bankası tarafından belirlenebilmektedir (Dornbusch, Fischer ve Startz, 2017: 320).

Tam sermaye hareketliliği durumunda esnek döviz kuru sisteminin benimsendiği bir ekonomide uygulanan genişlemeci para politikasının etkinliği Şekil 2.5’te gösterilmektedir. Şekilde ekonomi başlangıçta IS_1 , LM_1 ve BP eğrilerinin kesiştiği E_1 noktasında dengededir. Ekonomi dengede iken genişletici para politikası uygulandığında LM_1 eğrisi sağa kayarak LM_2 konumuna gelir. Bu durumda ekonomide iç denge E_2 noktasında gerçekleşir. E_2 denge noktasında başlangıçtaki denge noktasına göre yurt içi faiz oranları daha düşük gelir düzeyi ise daha yüksektir. Fakat ekonominin bu yeni denge noktası geçicidir. Çünkü bu noktada yurt içi faiz oranları dünya faiz oranının altındadır. Bu durumda bir taraftan ülkeden aşırı bir şekilde sermaye çıkışı olması diğer taraftan ise yeni geçici denge noktasında gelir artışına bağlı olarak ithalatın artması net ihracatı olumsuz etkilemesi sonucunda ödemeler bilançosu açık verir. Sermaye çıkışları çerçevesinde yabancıların ellerindeki yerli parayı bırakıp döviz taleplerinin artması ile ulusal para değer kaybeder. Döviz piyasasında döviz talebin artması ile döviz kuru seviyesi yükselmektedir. Bu durum ise dış ticarete ithalat miktarını olumsuz etkilerken ihracat hacmini teşvik edecektir. Buna bağlı olarak da net ihracat artacaktır. Net ihracattaki artış ise IS_1 eğrisini sağa kaydırır ve IS_2 konumuna gelir. Bu doğrultuda ekonomi IS_2 , LM_2 ve BP eğrilerinin kesiştiği yurt içi faiz oranı ile dünya faiz oranının eşit olduğu faiz haddi ile daha yüksek Y_3 gelir düzeyi bileşimlerini gösteren E_3 noktasında dengeye gelir.

Sonuç olarak tam sermaye hareketliliğinde esnek döviz kuru sisteminde ekonomi dengede iken genişletici para politikası faiz oranını etkilemezken gelir düzeyini yükseltmektedir. Dolayısıyla tam sermaye hareketliliği durumunda esnek döviz kuru sisteminde para politikası tam etkindir (Dornbusch, Fischer ve Startz, 2017: 322-323).

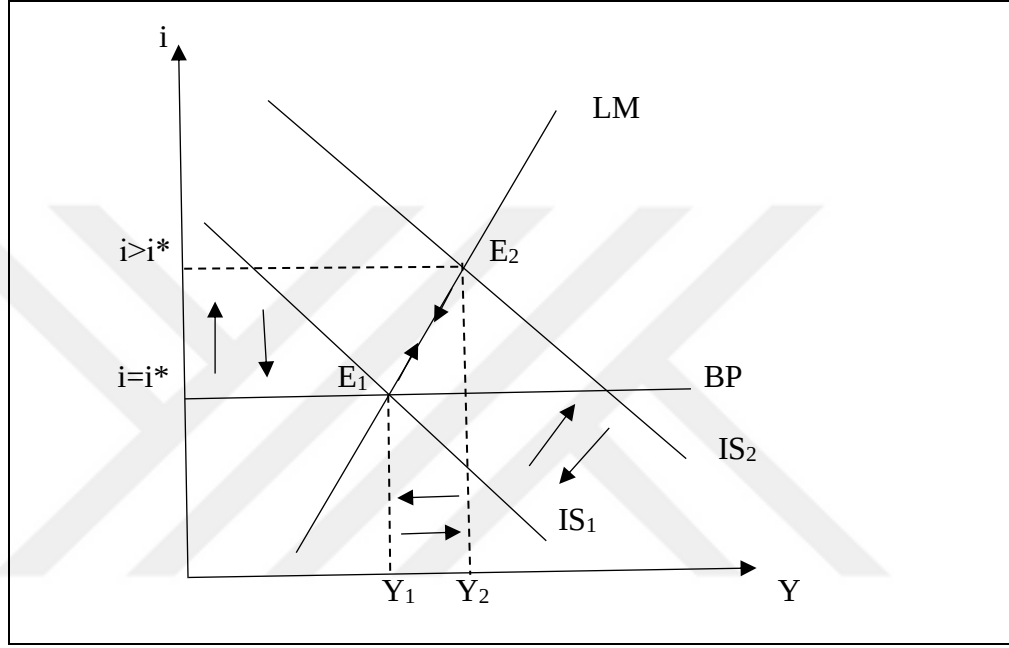


Şekil 2.5. Esnek Döviz Kuru Sisteminde Genişlemeci Para Politikası

Kaynak: (Dornbusch, Fischer ve Startz, 2017: 322-323)

Tam sermaye hareketliliği durumunda esnek döviz kuru sisteminin benimsendiği bir ekonomide uygulanan maliye politikasının etkinliği ise Şekil 2.6'da gösterilmektedir. Şekilde ekonomi başlangıçta IS_1 , LM ve BP eğrilerinin kesiştiği E_1 noktasında dengededir. Ekonomi dengede iken genişletici maliye politikası uygulandığında IS_1 eğrisi sağa kayarak IS_2 konumuna gelir. Bu durumda ekonomide iç denge E_2 noktasında gerçekleşir. E_2 denge noktasında başlangıçtaki denge noktasına göre yurt içi faiz oranları ve gelir düzeyi daha yüksektir. Yurt içi faiz oranının dünya faiz oranının üstüne çıkmış olması ülkeye sermaye girişinin artmasına neden olur. Geçici denge noktasında gelir düzeyinin yükselmesi ithalatı artırsa da yurt içi faiz oranlarının dünya faiz oranlarının üzerinde olduğu için ülkeye gelen aşırı sermaye net ihracattaki azalmayı telafi etmekte ve ödemeler bilançosu fazla vermektedir. Sermaye girişlerindeki artış sonucu yabancılar döviz verip karşılığında ulusal para talep etmesi ekonomide dövizin bollaşmasına ulusal paranın ise değerlenmesine yol açacaktır. Böylece döviz kuru düşecektir. Bu durum

ihracatı olumsuz etkilerken ithalatı özendirecektir. Buna bağlı olarak da net ihracat azalacaktır. Net ihracattaki azalış ise IS_2 eğrisini sola kaydırır ve IS_1 konumuna geri gelir. Sonuçta ekonomi başlangıçtaki IS_1 , LM ve BP eğrilerinin kesiştiği yurt içi faiz oranı ile dünya faiz oranının eşit olduğu faiz haddi ile Y_1 gelir düzeyi bileşimlerini gösteren E_1 noktasında yeniden dengeye gelir (Frenkel ve Razin, 1987: 585-586).



Şekil 2.6. Esnek Döviz Kuru Sisteminde Genişlemeci Maliye Politikası

Kaynak: (Frenkel ve Razin, 1987: 586)

Sonuç olarak tam sermaye hareketliliğinde esnek döviz kuru sisteminde ekonomi dengede iken genişletici maliye politikası faiz oranını ve gelir düzeyini etkilememektedir. Dolayısıyla tam sermaye hareketliliği durumunda esnek döviz kuru sisteminde genişlemeci maliye politikası tam etkisizdir.

Yukarıdaki açıklamalardan görüldüğü gibi tam sermaye hareketliliğinin olduğu bir ekonomide sabit döviz kuru sistemi altında genişlemeci para politikası etkili olmazken genişlemeci maliye politikası etkili olmaktadır. Öte yandan, tam sermaye hareketliliği altında, esnek döviz kuru sisteminin uygulanması durumunda genişlemeci para politikası etkin olurken genişlemeci maliye politikası etkin olamamaktadır. Dolayısı ile iktisat politikası uygulayan otoritelere sermaye hareketliliğinin serbest olduğu bir ortamda politika tasarımı etkinlik sağlamak için Mundell–Fleming modeli oldukça etkili bir rehberlik sunmaktadır.

1.3. Mundell Fleming Modelinde Genişlemeci İktisat Politikalarının Etkinliği

Yukarıdaki açıklamalardan görüldüğü üzere Mundell–Fleming modeli açık ekonomide iktisat politikalarının etkinliğini analiz etmek için oldukça kapsamlı bir araç sunmaktadır. Bu çerçevede, sermaye hareketliliğinin serbest olduğu bir ortamda, genişlemeci para ve maliye politikalarının etkinliğini hem sabit hem de esnek döviz kuru sistemi altında incelendiğimizde çok önemli sonuçlara ulaşılmıştır.

Tam sermaye hareketliliğinde sabit döviz kuru sisteminde genişlemeci maliye politikası etkindir. Buna göre ekonomi dengede iken genişletici maliye politikası kısa vadede milli geliri ve yurt içi faizleri artırmaktadır. Uzun vadede ise artan yurt içi faizlerin sermaye girişlerine yol açarak kurlar üzerinde aşağıya yönlü baskı yapması nedeni ile merkez bankası piyasadaki döviz para arzını artırarak çekmeye çalışmaktadır. Bunun sonucunda artan para arzı yurt içi faiz oranlarını tekrar dünya faiz oranlarına getirirken bu süreçte uyarılan toplam talebin etkisi ile milli gelir daha da yükselir. Böylece en sonunda genişlemeci maliye politikaları faizler üzerinde bir etki oluşturmadan milli gelirde artışa neden olmaktadır. Buna göre milli gelirdeki artışı göz önüne alarak genişlemeci maliye politikalarının sabit döviz kuru sisteminde etkili olduğu söylenebilir.

Tam sermaye hareketliliğinde esnek döviz kuru sisteminde ise genişletici maliye politikası etkili değildir. Genişlemeci maliye politikası kısa vadede yine milli geliri ve yurt içi faizleri artırmaktadır. Yüksek faizden yararlanmak üzere ülkeye yönelen sermaye girişi kurları düşürmektedir. Esnek döviz kuru sistemi uygulandığından merkez bankası bu duruma herhangi bir tepki göstermez. Böylece yerli paranın değerlenmesi net ihracatı olumsuz etkileyerek milli geliri düşürüp tekrar eski seviyesine çeker. Bu arada milli gelir azalmasına yol açan net ihracattaki ya da toplam talepteki azalış aynı zamanda faizlerinde eski seviyesine dönmesine neden olmaktadır. Buna göre hem milli gelir hem de faizlerin uzun dönemde eski seviyesine dönmesi nedeni ile esnek döviz kuru sisteminde genişlemeci maliye politikasının etkili olmadığı sonucuna varılmaktadır.

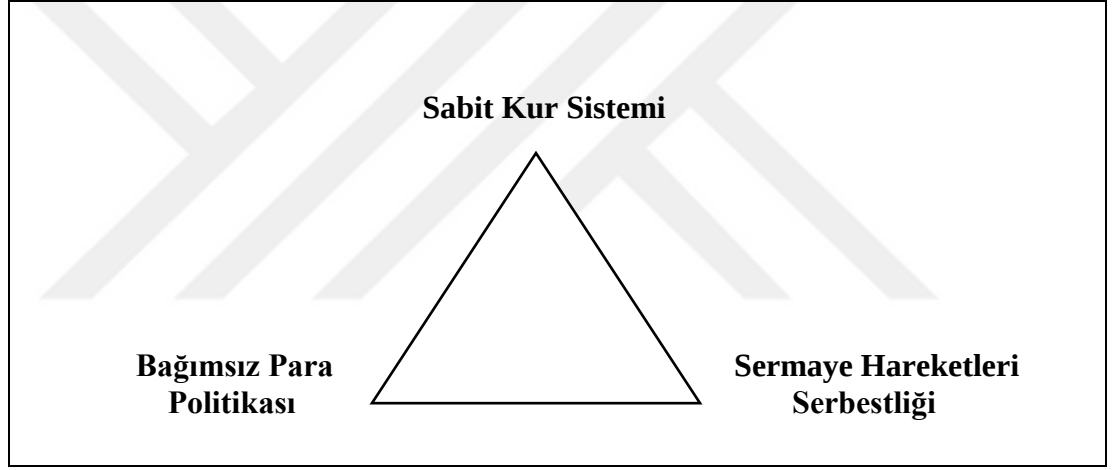
Böylece genişlemeci maliye politikaları, sermaye hareketliliğinin tam esnek olduğu varsayımı altında, Mundell–Fleming modeline göre esnek döviz kuru sisteminde etkili değilken sabit döviz kuru sisteminde etkilidir. Bunun için esnek döviz kuru sisteminde genişlemeci maliye politikalarının tercih edilmesi anlamsızdır.

Mundell–Fleming modelinde, tam sermaye serbestliği altında, farklı döviz kuru sistemlerinde uygulanan genişlemeci para politikası uygulamaları da ilginç sonuçlar vermektedir. Esnek döviz kuru sistemi altında uygulanan genişlemeci para politikası etkilidir. Buna göre genişlemeci para politikası uygulamaları yurt içi faiz oranlarını düşürerek kısa vadede milli geliri artırmaktadır. Uzun vadede ise düşen faizler nedeni ile yaşanan sermaye çıkışları döviz piyasasında kurların yükselmesine neden olup net ihracatın artmasına yol açar. Bunun sonucunda artan toplam talep bir yandan faizleri yükseltip tekrar eski seviyesine getirir. Bu arada net ihracattaki artışa bağlı olarak gelişen toplam talep milli gelirin daha da yükselmesine neden olmaktadır. Bütün bunlar uzun vadede genişlemeci para politikasının esnek döviz kuru sisteminde etkili olduğunu ortaya koymaktadır.

Öte yandan, sermaye hareketliliğinin serbest olduğu varsayımı altında, sabit döviz kuru sisteminin uygulandığı durumda genişlemeci para politikaları etkili değildir. Para arzı artışı kısa dönemde faizleri aşağıya çekip toplam talebi uyararak milli gelirde artış sağlamaktadır. Ancak uzun vadede faizlerin dünya faiz oranının altına gerilemesi sermaye çıkışlarını harekete geçirerek kurlar üzerinde yükseltici baskı oluşturur. Sabit kur rejimi uygulandığından merkez bankası hemen döviz piyasasına müdahale ederek kurlardaki artış baskısını yok etmek için döviz karşılığında piyasadan yerli para alımına girer. Bu süreçte para arzının kısıtlanması ile birlikte tekrar faizler yükselerek dünya faiz oranı seviyesine gelir. Bu arada faizlerin yükselmesi toplam talep üzerinde baskı oluşturacağından milli gelirin düşüp ilk seviyesine inmesine yol açmaktadır. Böylece sabit kur sistemi altında genişlemeci para politikası etkin olmayan sonuçlar vermektedir.

Özetlemek gerekirse genişlemeci para politikaları, sermaye hareketliliğinin tam esnek olduğu varsayımı altında, Mundell–Fleming modeline göre esnek döviz kuru sisteminde etkili bir biçimde çalışırken sabit döviz kuru sisteminde etkili değildir. Bunun için sabit döviz kuru sisteminde genişlemeci para politikalarının tercih edilmesi anlamsızdır. Öyle ki yukarıda ifade edildiği şekilde sabit kur sisteminde ilk etapta para arzını artıran merkez bankası daha sonrasında kur seviyesini korumak için kendi yaptığı para arzı artışını tekrar piyasadan çekmek zorunda kalmaktadır. Bu şekilde sermaye hareketliliğinin serbest olduğu bir rejimde sabit döviz kuru uygulanıyorsa merkez bankasının bağımsız bir para politikası uygulaması mümkün değildir.

Sermaye hareketleri serbest bırakılmışken sabit kur sisteminde merkez bankasının para politikası üzerindeki kontrolünü kaybetmesi durumu literatürde “imkânsız üçleme” (impossible trinity) veya “üçlü açmaz” (trilemma) kavramı ile ifade edilmektedir. Bu şekilde imkânsız üçleme kavramı iktisadi hedeflere ulaşmak için kullanılan politika araçları arasındaki uyumsuzluğu ifade etmektedir. Buna göre açık ekonomilerde sınırsız sermaye hareketliliği, sabit döviz kuru politikası ve bağımsız para politikasının birlikte uygulanması mümkün olmadığı için ülkeler üç politika tercihinden sadece ikisini aynı anda uygulayabilmektedir. Bu noktada ekonomiler amaçlarındaki önceliğe göre hangi politika uygulamalarını seçeceğine diğer bir ifadeyle hangi politikadan vazgeçeceğine karar vermek zorundadır. İmkânsız üçleme olgusu aşağıdaki Şekil 2.7’de gösterilmiştir.



Şekil 2.7. İmkânsız Üçleme

Kaynak: (Krugman, Obstfeld ve Melitz, 2018: 589)

Yukarıdaki Şekil 2.7’de üçgenin köşelerinde bağımsız para politikası, sermaye hareketliliği serbestliği ve sabit kur sisteminin uygulanması gösterilmektedir. Söz konusu bu hedeflerin üçünün aynı anda kullanılması mümkün olmadığı için ekonomik hedefler doğrultusunda iki hedef seçilir ve diğer hedeften vazgeçilmektedir. Örneğin açık ekonomilerde sermaye hareketliliğinde tam serbestlik ve döviz kuru istikrarı hedefleniyorsa bağımsız bir para politikasının uygulanması mümkün değildir. Döviz kuru istikrarı ve bağımsız para politikası hedefleniyorsa sermaye hareketliliğinin sınırlandırılması gerekmektedir. Son olarak sermaye hareketlerinde tam serbestlik ve bağımsız para politikası hedefleniyorsa sabit döviz kuru sisteminin uygulamasından vazgeçilmelidir (Krugman, Obstfeld ve Melitz, 2018: 589).

Ülkeler bağımsız para politikası, sermaye hareketliliği serbestliği ve döviz kuru istikrarı hedefleri arasından içinde bulundukları koşullara göre bir kombinasyon seçeceklerdir. Eğer ülkede öncelikli hedef olarak döviz kuru istikrarı belirlenmiş ise para politikası bağımsızlığı ile sermaye hareketliliği serbestliğinin birinden vazgeçmek zorunda kalacaklardır. Fakat ülke sık sık reel şoklara maruz kalıyorsa böyle bir durumda şokların absorbe edilmesi için para politikası bağımsızlığı ya da esnek döviz kuru tercih önceliğine sahip olacaktır (Yanar, 2008: 48). Diğer taraftan finansal serbestleşme süreci ile birlikte sermaye hareketleri dünya ekonomileri arasında hızla yayılmış ve ekonomilerin sermaye hareketlerine bağımlılıkları artmıştır. Bunun için tam sermaye hareketliliği serbestliği ekonomiler için kaçınılmaz bir hal almıştır. Bu doğrultuda da ekonomiler imkânsız üçleme hipotezi çerçevesinde tam sermaye hareketliliği politikasının yanında döviz kuru istikrarı ile bağımsız para politikası arasında tercih yapmak zorunda kalmaktadırlar. Bu durumda ekonomiler ya döviz kuru istikrarını tercih ederek sabit döviz kuru rejimini uygulayacak ya da bağımsız para politikasını tercih ederek esnek döviz kuru rejimini uygulayacaklardır (Obstfeld ve Rogoff, 1995: 75-76).

Yukarıdaki açıklamalardan görüldüğü gibi imkânsız üçleme olgusu ile ifade edilen durum politika yapımcıların önüne çok büyük bir kısıt koymaktadır. Çünkü imkânsız üçleme yaklaşımında değerlendirilen bağımsız para politikası, istikrarlı bir kur rejimi ve sermaye hareketleri serbestliğine ilişkin hedeflerin her biri dışa açık ekonomiler için çok büyük yararlar sağlamaktadır (Puckelwald, 2012: 6).

İlk olarak bağımsız bir para politikası resmi otoritelerin makroekonomik hedeflerine ulaşmada kullanmış olduğu en etkili politika araçlarından biridir. Para politikası araçları direkt hedef odaklı, kısa sürede etkisini gösteren, daha etkin ve kolay kullanılabilme özelliklerinden dolayı resmi otoriteler tarafından maliye politikası araçlarına göre daha çok tercih edilmektedir. Bu nedenle ekonomi yönetimleri için son derece önem arz etmektedir.

İkinci olarak ülkeler sermaye hareketliliğinin serbest olmasını arzu edebilirler. Çünkü özellikle tasarruf düzeyi düşük olan ülkelerde yatırımların yapılarak büyümenin sağlanması için sermayeye ihtiyaç duyulmaktadır. Söz konusu sermaye yurt içi kaynaklardan temin edilemediğinde yabancı kaynaklara ihtiyaç duyulmaktadır. Bu noktada da uluslararası sermaye hareketliliğinin serbest olması önem taşımaktadır.

Uluslararası sermaye hareketliliği sadece tasarruf düzeyi düşük ülkelere fayda sağlamamaktadır. Gelişmiş ülkeler de uluslararası sermaye hareketliliği ile birlikte atıl olan sermayelerinin kârlı yatırım alanlarına yönlendirme imkânı bularak kazanç elde etmektedirler. Dolayısıyla uluslararası sermaye hareketliliği ile birlikte kaynaklar optimum bir şekilde dağılmakta dolayısıyla ekonomiler fayda sağlamaktadır.

Üçüncü olarak resmi otoriteler döviz kurlarında istikrarı sağlamayı hedeflemektedirler. Döviz kuru istikrarı ile birlikte döviz kuru oynaklığı azalır, ekonomik birimlerin dış ticaretle ilgili karşılaştıkları riskler azalır ve yatırımcılar gelecekle ilgili daha sağlıklı planlar yapabilir. Diğer taraftan kurların istikrarlı olması yabancı yatırımcıların gelirlerinin azalacağına ilişkin risklerin azalmasını sağlar ve böylece yabancı yatırımcı kendini güvende hisseder. Ayrıca döviz kuru istikrarı ithal malların fiyatlarındaki değişikliklerin yurt içi fiyatları olumsuz etkilemesini önleyerek fiyat istikrarının sağlanmasına katkı sağlamaktadır.

Böylece imkânsız üçleme olgusu ile belirlenen ekonomik hedeflerin her biri politika yapıcılar için günümüzde büyük önem taşımaktadır. Bunun için, imkânsız üçleme olgusu ile ortaya konmasına rağmen, özellikle gelişmekte olan ülkelerde her üç amaca da birlikte ulaşmaya çalışan iktisat politikalarının uygulandığı görülmüştür. Ancak bunun sonucunda özellikle gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere çok sayıda ülkede finansal krizler yaşanmıştır. Bu krizler ekonomileri derinden etkilemiş ve ekonomilerde uygulanan politikaların sorgulanmasına neden olmuştur. Meydana gelen bu krizlerin nedenleri daha sonra sermaye hareketliliğindeki serbestlik ve uygulanan döviz kuru rejimleri ve para politikası tercihleri ile bağlantılı bir biçimde incelenmiştir. Ampirik bulgular, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin, imkânsız üçleme kavramı çerçevesinde tam sermaye serbestisi, sabit döviz kuru ve para politikası bağımsızlığının eş zamanlı olarak yürütülemeyeceğini açıkça bir kez daha ortaya koymuştur (Eichengreen, 1994; Obstfeld ve Rogoff, 1995; Fischer, 2001; Aydın, 2014: 2).

Böylece yaşanan tecrübeler de sermaye hareketlerinin serbest olduğu günümüz ekonomisinde sabit döviz kuru ile bağımsız para politikasının eş zamanlı olarak uygulanmasının olumsuz sonuçlara yol açtığını göstermiştir. 1994 Meksika, 1997 Güney Kore, 1998 Rusya, 2000 Arjantin, 2000 ve 2001 Türkiye olmak üzere gelişmekte olan ülkelerde ardı ardına yaşanan krizlerin temel nedenlerinden biri sabit döviz kuru ile

bağımsız para politikası uygulamalarının birlikte yürütülmesidir. Ayrıca para politikasının kurlara tepkisinin yavaş olması ve yurt içinde ve yurt dışında meydana gelen şokların denge döviz kurunda sapmalara yol açması gibi nedenler bağımsız para politikası uygulanırken sabit döviz kuru rejiminin uygulamasının mümkün olmayacağını göstermiştir. Bu noktada sermaye hareketleri serbestliğinin döviz kuru üzerinde yol açacağı olumsuz etkilerin önlenmesi için sermaye hareketlerine yönelik kontrollerin uygulanıp uygulanamayacağı gündeme gelmiştir. Fakat özellikle gelişmekte olan ülkeler finansal sistem içerisinde yer almak istemektedirler. Çünkü bu ülkeler yabancı sermayeye yüksek düzeyde ihtiyaç duymaktadırlar. Nitekim bu ülkeler için sermaye hareketliliğine ilişkin fayda maliyet analizi yapıldığında söz konusu hareketliliğin faydalarının daha fazla olduğu düşünülmektedir. Diğer yandan sermaye giriş ve çıkışlarına yönelik kontrollerin yapılabilmesi için ülkenin belirli bir kalkınmışlık düzeyine sahip olması, belirli bir düzeyde finansal büyüklüğe ve derinliğe sahip olması ve ülkede etkin bir para politikası uygulamasının olması gerekmektedir. Bu nedenle sermaye hareketliliğine yönelik bir kontrol mekanizmasının oluşturulması güç görülmektedir (Fischer, 2001: 8).

2. PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ İLE SERMAYE HAREKETLERİ VE DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ

Finansal sermaye hareketlerinin hacmi uygulanan liberalizasyon politikaları sonucunda 1990'lı yılların başından itibaren önemli bir miktarda artmıştır. Bütün dünyada finansal fon miktarı aynı miktarda bulunmadığından fon hareketlerine serbesti tanınması ile birlikte finansal fonlar bol bulunduğu dolayısı ile az getiri kazandığı ülkelere kıt bulunduğu bunun için de yüksek getiri sunduğu ülkelere doğru hareket etmeye başlamıştır. Uluslararası sermaye hareketlerindeki bu artış süreci başlangıçta hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelere sağladığı katkılar göz önünde bulundurularak oldukça olumlu karşılanmıştır. Çünkü finansal fon hareketlerinin gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılar için para çantası çeşitlendirmesi imkânı sunarak yatırım risklerini aşağıya çekerken getirilerde artış sağlayacağı beklenmiştir. Bunun yanında gelişmekte olan ülkeler açısından dünyada finansal fon hareketlerinin artması tasarrufların yetersizliği nedeni ile yatırımların finansmanı konusunda yaşadıkları soruna bir çözüm olarak görülmüştür (World Bank, 1997: 23).

Bütün dünyada, yukarıda ifade edilen faydaları göz önünde bulundurularak, finansal liberalizasyon uygulamaları yaygınlaşmış ve günümüzde uluslararası sermaye hareketleri çok büyük boyutlara ulaşmıştır. Ancak yaşanan bu süreç sonunda uluslararası sermaye hareketlerinin kendisinden beklenen bir takım faydaları sağlamasına rağmen aynı zamanda çok ciddi sorunlara yol açtığı görülmektedir. Özellikle finansal sermaye hareketleri para ve sermaye piyasalarında fon miktarında yarattığı dalgalanmalara bağlı olarak makroekonomik göstergelerde büyük istikrarsızlıklara yol açmıştır. Bunun sonucunda gelişmekte olan ülkelerde reel ekonomiyi derinden sarsan finansal piyasa kaynaklı krizler yaşanmıştır. Çok ciddi krizlerle karşılaşmasa bile bir takım ülkelerde de ekonomik büyümeyi istenilen seviyede sürdürmek oldukça zorlaşmıştır. Bütün bu yaşananlar iktisat literatüründe oldukça kapsamlı yeni bir araştırma alanının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Çünkü bütün dünyada hızla gelişen sermaye hareketleri hemen hemen bütün iktisat konularının alanına girecek şekilde çok çeşitli makroekonomik göstergelerle etkileşime girmiştir. Üstelik bu etkileşimin kimi zaman ekonomik krizlere yol açması iktisatçıları uluslararası sermaye hareketlerini analiz eden araştırmalara iyice yoğunlaştırmıştır.

Literatürde sermaye hareketlerini konu alan araştırmalar gözden geçirildiğinde özellikle döviz kuru ile etkileşiminin ele alındığı çalışmaların ağırlıklı bir yere sahip olduğu görülmektedir. Çünkü uluslararası sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerine ilk giriş yeri döviz piyasaları olmaktadır. Dolayısı ile de sermaye hareketleri öncelikle makroekonomik gösterge olarak döviz kuru üzerinde etki yaratmaktadır. Böylece uluslararası sermaye hareketleri döviz kuru üzerinden yarattığı etkiye bağlı olarak diğer makroekonomik göstergeleri değiştirip dönüştürebilmektedir. Bu anlamda sermaye hareketlerinin döviz kuru ile ilişkisi bütün ekonomi üzerinde yaratacağı etkiler bakımından kritik bir öneme sahiptir. Yurt içine gelen sermaye sonucunda döviz piyasasında kur seviyesi veya yerli paranın değerinde oluşan dalgalanmanın boyutu diğer makroekonomik göstergeleri ve dolayısı ile ekonomi üzerinde yaratacağı etkiyi belirlemektedir. Yüksek boyutlu bir sermaye girişi sonunda kur seviyesinde yaşanan büyük miktardaki düşüşler yanında hızlı bir sermaye çıkışına bağlı olarak kur seviyesinde yaşanan hızlı artışlar sermaye hareketlerinin ekonomik etkilerinde oldukça belirleyici olmaktadır.

Yukarıda ifade edildiği şekilde uluslararası sermaye hareketleri ile döviz kuru arasındaki ilişki önemli bir araştırma konusu haline gelmiştir. Söz konusu bu ilişki analiz edildiğinde ise ilk dikkat çeken konu sermayenin ülkeler arasında artan oranda hareket etmesi ile birlikte döviz piyasalarındaki gelişmelerin tamamen bu dinamikler tarafından belirlenmeye başlamış olmasıdır. Gerçekten de döviz piyasalarında kurları belirleyen arz ve talep koşulları üzerinde sermaye hareketleri çok büyük bir rol oynamaya başlamıştır. Sermaye hareketlerinin gelişmemiş olduğu süreçte döviz piyasasında arz ve talep koşulları sadece uluslararası ticaretin ihtiyaçlarına yönelik olarak belirlenmekteydi. Ancak uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmesi ile birlikte bu durum tamamen değişmiştir. Döviz piyasasında yerli ve yabancı para arz ve talebi günümüzde büyük oranda uluslararası sermaye hareketlerinin ortaya koyduğu dinamikler çerçevesinde belirlenmektedir. Öyle ki dünyanın her hangi bir ülkesinde yüksek getiri elde edebileceğini düşündüğünde yabancı sermaye hemen bu ülkeye yönelmekte böylece yerli paranın değerlenmesine yol açmaktadır. Bunun yanında yeterli getirinin sunulmadığı durumlarda yabancı sermaye derhal ülkeden çıkış yapmakta dolayısı ile döviz piyasalarında kurların artmasına yani ülke parasının değer kaybetmesine neden olmaktadır.

Döviz piyasalarında dominant bir rol oynamasına bağlı olarak sermaye hareketlerinin artan hacmi yanında dalgalı bir seyir izlemesi de kur seviyesinde ciddi istikrarsızlıkların yaşanmasına neden olmuştur. Böylece sermaye hareketlerinin daha ilk ülkeye girdiği aşamada kur seviyesi üzerindeki olumsuz etki ülke ekonomisinde yaratacağı sorunların ana kaynağını oluşturmuştur (Wagner, 2000: 195). Buradan hareketle bir grup iktisatçı kurlar üzerinde oluşturduğu olumsuzluğu hafifletmek için sermaye girişlerinin sıkı kurallarla düzenlenmesini savunmuştur. Ancak bu yaklaşım sermaye hareketlerinin günümüzde ulaştığı seviyenin geri döndürülemez olduğu ileri sürülerek kabul görmemiştir. Bunun yerine sermaye hareketlerine bağlı olarak yaşanan kur seviyesindeki dalgalanmaların kontrol altına alınması için para politikası araçlarının yaygın bir biçimde kullanılması tercih edilmiştir. Bu çerçevede literatürde sermaye hareketlerinin döviz kuru seviyesinde oluşturduğu istikrarsızlıkları ortadan kaldırmak için çok çeşitli para politikası stratejileri geliştirilmiştir.

Sermaye hareketleri ile döviz kuru etkileşiminde istikrarın sağlanması için bir dönem doğrudan kur seviyesini kontrol etmek üzere sabit kur sistemi çerçevesinde kur hedeflemeli para politikası stratejisi benimsenmiştir. Burada sermaye hareketleri üzerine bir kısıtlama getirilmeden döviz piyasasında kur üzerinde yarattığı etkiler politika araçları ile yok edilmeye çalışılmıştır. Ayrıca sermaye hareketlerinin kur üzerindeki etkisini kontrol etmek yerine burada oluşan değişimlerin ekonomiye yansımaları azaltmak üzere de çeşitli stratejiler geliştirilmiştir. Bunun içinde öncelikle parasal hedeflemeli daha sonra da enflasyon hedeflemeli para politikası stratejileri benimsenmiştir.

Araştırmanın bundan sonraki kısmında, geçmişte uygulanan para politikası stratejileri çerçevesinde sermaye hareketleri ile kur seviyesi arasındaki etkileşimin nasıl kontrol altına alınmaya çalışıldığı incelenecektir. Bu çerçevede ilk bölümde döviz kuru hedeflemeli stratejiye dayalı olarak geliştirilen para politikaları altında sermaye hareketleri ile döviz kuru arasındaki etkileşim ele alınmıştır. İkinci bölümde parasal hedeflemeli para politikası stratejileri bağlamında sermaye hareketleri ile döviz kuru arasındaki ilişki araştırılmıştır. Üçüncü bölümde enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisinde sermaye hareketlerinin kur üzerinde yarattığı etkiler ortaya konmuştur. Böylece sermaye hareketlerinin kur üzerinde yarattığı dalgalanmaları önleyecek iktisat politikalarına ilişkin önemli tespitlere ulaşılmıştır.

2.1. Para Arzı Hedeflemeli Para Politikası Stratejisi

Parasal hedeflemeli politika stratejisinde merkez bankası belirlediği hedeflere ulaşmak için parasal büyüklüklere odaklı bir politika araç seti kullanmaktadır. Bu şekilde doğrudan doğruya para arzı yönetimi ile fiyat düzeyi ve diğer hedeflere ulaşılmaya çalışılmaktadır. Burada özellikle para arzı miktarı ile toplam talep üzerinden kurulan ilişkiye bağlı olarak başta fiyat istikrarı olmak üzere diğer hedeflere ulaşılır (Akbakay, 2016: 78). Para arzı hedeflemeli stratejide merkez bankası parası, parasal taban, rezerv para ve merkez bankası bilanço büyüklüğü gibi değişkenlere ait hedef bir büyüklük belirlenmektedir. Bu hedef büyüklük ekonomide beklentileri yönlendirmek için bir “çıpa” görevi görür. Buna göre söz konusu çıpa çerçevesinde beklentilerin oluşması sağlanarak fiyat istikrarına ilişkin ortaya konan hedeflere ulaşılmaya çalışılır.

Merkez bankasının seçmiş olduğu göstergenin “cıpa” görevini yerine getirebilmek için üç özelliği taşıması gerekmektedir. İlk olarak cıpa olarak belirlenen parasal göstergenin ekonomik faaliyetleri etkileme gücü yüksek olmalıdır. İkinci olarak merkez bankası elindeki para politikası araçları ile cıpa olarak seçtiği göstergeyi kolaylıkla etkileyebilmelidir (Keyder, 2002: 240). Son olarak cıpa olarak seçilen parasal büyüklüklere yönelik hedefler net bir biçimde kamuoyuna açıklanmalıdır. Bu şekilde para politikası uygulamalarına ilişkin sağlanan şeffaflık, hedeflerde meydana gelebilecek bir sapma durumunda, merkez bankasının sorumluluğunu açıkça ortaya koymaktadır (Mishkin ve Savastano, 2000: 21).

Dünyada Bretton Woods sistemin çökmesi ile birlikte yeni bir para politikası anlayışına ihtiyaç duyulmuştur. Ayrıca savaş sonrası dönemde enflasyonun bütün ülkelerde artışı da bu ihtiyacı daha da artırmıştır. Bunun üzerine söz konusu dönemde Almanya, İsviçre, Amerika, Kanada ve İngiltere olmak üzere birçok ülkede parasal hedeflemeli para politikası uygulamasına geçilmiştir. Böylece bu dönemde özellikle Monetarist iktisatçıların savunduğu görüşlerin geniş bir kabul gördüğü bilinmektedir. Buna göre para politikasının temel hedefi fiyat istikrarına yoğunlaşırken bu çerçevede para arzındaki artışın reel büyüme oranıyla tutarlı bir şekilde ayarlanması temel ilke olarak kabul edilmiştir (Bofinger, 2001: 249).

Parasal hedefleme stratejisi uygulama süreci içerisinde ekonomilere birçok avantaj sağlamıştır. Öncelikle bu stratejide merkez bankası elindeki para politikası araçlarını kullanma konusunda tam serbestliğe sahip olmaktadır. Başka bir ifade ile merkez bankaları ekonomide yaşanan sorunlara elindeki araçlarla müdahale etmesi konusunda hiçbir kısıt altında değildir. Öte yandan nominal cıpa olarak belirlenen parasal büyüklüklere merkez bankasının kolaylıkla etki yapabilmesi ve bu durumun kamuoyunca kolaylıkla takip edilebilmesi politikalara ilişkin sinyallerin daha kolay verilmesini sağlamıştır. Bu durum ayrıca para politikası uygulamalarında zaman tutarsızlığı sorununun azaltılmasına imkân sunmuştur (Mishkin, 2014: 248). Gerçekten de para politikasına ilişkin kararların alınmasından sonra uygulama sürecine kadar geçen zaman aralığı oldukça dardır. Dolayısı ile para politikası araçlarının uygulanması ve ekonomide etki yaratmasına kadar geçen sürecin kısa olması politikaların etkinliği açısından büyük önem taşımaktadır.

Zaman içinde uluslararası sermaye hareketlerinin hacminin artırması finansal piyasalarda işleyiş mekanizmasını kökten değiştirmiş bunun sonucunda da birçok yeni mali enstrümanlar kullanılmaya başlanmıştır. Böylece merkez bankalarının elindeki araçlarla ekonomideki para arzını dolayısı ile finansal piyasalardaki gelişmeleri yönlendirme gücü zayıflamıştır. Çünkü her şeyden önce bu süreçte finansal piyasalarda standart bir para tanımı yapmak bile güç hale gelmiştir. Birçok ülkede paranın dolaşım hızındaki istikrarın kaybolduğu görülmüştür (Eroğlu, 2007: 3). Bütün bunlar neticesinde para talebi istikrarsız bir yapıya bürünmüştür. Ayrıca para talebindeki istikrarsızlıklar tek başına fiyatlar genel düzeyinde önemli dalgalanmalar yaratmaya başlamıştır. Bu durumda merkez bankaları parasal hedeflerle ortaya konan politika sinyallerini fiyat istikrarı hedefi çerçevesinde etkin bir biçimde oluşturmamıştır. Başka bir ifade ile parasal büyüklüklerin nominal çıpa olarak kullanılma özelliği büyük oranda zayıflamıştır (Yiğitbaş, 2009: 212).

Uluslararası sermaye hareketlerindeki gelişmeler yukarıda ifade edildiği şekilde sadece parasal göstergelerin çıpa olma işlevini ortadan kaldırmamıştır. Aynı zamanda sermaye hareketlerine bağlı olarak döviz piyasasında kurlar üzerinde çok büyük baskılar oluşmuştur. Dolayısı ile merkez bankası için kur seviyesindeki dalgalanmalar başta fiyat istikrarı olmak üzere birçok hedefe ulaşmayı zorlaştırmıştır. Parasal hedeflemeli para politikası stratejisinde kur seviyesi serbest dalgalanmaya bırakıldığından artan sermaye hareketleri ile birlikte burada yaşanan değişimler ekonomiler için büyük bir risk unsuru olmaya başlamıştır. Bu gelişmeler sonuçta parasal hedeflemeli stratejinin uygulanmasında önemli sorunların ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Parasal hedeflemeli politika stratejisinde kur seviyesinden bağımsız bir biçimde fiyat istikrarı hedefine ulaşmak mümkündür. Buna göre parasal hedeflemeli strateji kur seviyesinin döviz piyasasında serbestçe belirlendiği bir süreçte aynı zamanda fiyat istikrarı hedefine ulaşılabilceğini varsaymaktadır. Ancak zaman içinde döviz piyasasındaki arz ve talep güçlerinin gittikçe artan oranda uluslararası sermaye hareketlerinin baskısı altına girmesi bu varsayımın geçerliliğini tamamen ortadan kaldırmıştır. Böylece uygulanan esnek döviz kuru sistemi ile parasal hedeflemeli stratejide merkez bankasının politika bağımsızlığına kavuşması söz konusu olsa da sermaye hareketlerine bağlı olarak yaşanan kur dalgalanmalarının yarattığı riskler bu politikaların başarısını olumsuz yönde etkilemektedir. Başka bir ifade ile esnek kur rejimi

altında uygulanan parasal hedeflemeli politika stratejisinde merkez bankası politika araçlarını serbestçe uygulama şansına kavuşmaktadır. Fakat artan sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerinde oluşturduğu baskılar merkez bankası politikalarının başarılı bir biçimde uygulamasını engelleyebilmektedir.

Sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerinde yarattığı etkiler parasal hedeflemeli politika stratejinin etkinliğini bozacak bir biçimde işlemektedir. Ülkeye yönelik bir sermaye girişi olduğu zaman öncelikle kur seviyesi düşerek yerli para değer kazanmaktadır. Daha sonra yerli paranın değer kazanmasına bağlı olarak ihracatın azalıp ithalatın artması cari işlemler hesabı açığının gittikçe büyümesine yol açmaktadır. Bunun sonucunda ekonomik birimlerin yerli paranın değer kaybetmesine ilişkin beklentileri neticesinde ülkeden sermaye çıkışları tetiklenmektedir. Aniden sermaye çıkışı ise ekonominin önce finansal piyasalarında daha sonra ise reel ekonomisinde büyük çöküşlere yol açmaktadır. Böyle bir ortamda merkez bankasının uyguladığı parasal hedeflemeli politika araçları ile ekonomiye herhangi bir biçimde müdahale ederek sorunları çözmesi mümkün değildir. İlk olarak büyük oranda sermaye girişleri ile belirlenen ekonomideki likidite ortamını etkileyecek parasal araçlara yeterince sahip değildir. İkinci olarak sermaye kaçışlarının yerli parada yaratacağı çöküşü telafi edecek biçimde döviz piyasasına müdahale etmek için döviz rezervleri sınırlı kalmaktadır.

Görüldüğü üzere sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide parasal hedeflemeli strateji altında döviz kurunda yaşanan gelişmeler oldukça önemli sonuçlar ortaya koymaktadır. Bunun için parasal hedeflemeli para politikası stratejisinin para politikası amaçlarına ulaşmak için döviz kuru seviyesine ilişkin yaptığı varsayımlar sermaye hareketlerinin geniş hacimlere ulaştığı günümüz ekonomilerinde geçerli değildir. Böylece kısa vadeli bir bakış açısı ile bu para politikası rejimi altında sermaye girişlerinde yerli paranın değer kazanacağını, sermaye çıkışlarında ise yerli paranın değer kaybedeceğini söylemek etkin bir analiz biçimi olmamaktadır. Çünkü orta ve uzun vadede sermaye hareketleri döviz kuru üzerinden finansal ve reel ekonomide önemli krizlere neden olmaktadır. Bu şekilde döviz kurunu serbest dalgalanmaya bırakan para politikası uygulamalarında ekonomilerin karşılaştıkları sorunları ortaya koyan literatürde birçok çalışma bulunmaktadır (Ibarra 2011; Globan, 2014; Urbanovsky, 2017).

2.2. Döviz Kuru Hedeflemeli Para Politikası Stratejisi

Döviz kuru hedeflemeli para politikası stratejisinde döviz kuru seviyesinin piyasada arz ve talep güçleri tarafından serbestçe belirlenmesine izin verilmez. Burada belirli bir kur seviyesi nominal çıpa olarak belirlenerek merkez bankası tarafından kontrol altında tutulmaya çalışılır. Buna göre döviz kuru hedeflemeli para politikası stratejisinde sabit döviz kuru sisteminin uygulanması esastır. Bu çerçevede ekonomik beklentileri kontrol altında tutmak için bir ülkenin milli para değeri diğer bir ülkenin parasının değerine endekslenmektedir (Orhan ve Erdoğan, 2015: 293-294). Burada ülke parasının değerinin endeksleneyeceği ülkenin seçiminde bazı kriterlere uymak gerekir. Öncelikle seçilen ülke dünyada güçlü ve güvenilir bir ekonomiye sahip olmalıdır. Ayrıca bu ekonominin ülkenin en çok dış ticaret yaptığı bir ülkeye ait olması önemlidir. Son olarak para birimi esas alınan ülkede uygulanan iktisat politikalarının istikrarlı bir biçimde yürütüleceğine güven duyulmalıdır (Quispe-Angoli, 2001: 3).

Ülkenin para birimi başka bir ülkenin para birimine endekslenirken bir yöntem tam endekslemenin uygulanmasıdır. Diğer bir yöntem ise ulusal paranın değerinde belirli dönemlerde değişiklikler yapılmasına imkân tanıyan esneklikler uygulamasıdır (Büyükkın ve Eraslan, 2004: 19). Bu iki yönteme bağlı olarak değişik uygulamalarda hayata geçirilebilmektedir. Buna göre ülke parasının tek bir yabancı paraya endekslenmesinden yabancı para sepetine endekslenmesine kadar uzanan çok değişik uygulamalara gidilebilmektedir. Ayrıca bu kapsamda ülke parasının sınırlı dalgalanması, ülke parasının gözetimli dalgalanması ve son olarak ülke parasının sınırsız dalgalanması şeklinde uygulamalarda söz konusu olabilmektedir (Quirk, 1996: 44).

Genel bir ifade ile döviz kuru hedeflemeli para politikası stratejisinde uygulanan döviz kuru sistemi katı döviz kuru rejimi veya yumuşak döviz kuru rejimi şeklinde ikiye ayrılabilir. Katı döviz kuru rejimi para kurulu ve tam dolarizasyon olmak üzere iki şekilde uygulanabilmektedir. Para kurulu uygulamasında öngörülen kur seviyesinin koruması için yerli paranın basılması %100 döviz karşılığında gerçekleştirilmektedir. Tam dolarizasyon uygulamasında ise yerli para yabancı bir para ile tamamen ikame edilmektedir. Yumuşak döviz kuru rejimlerinin seçimi durumunda yönlendirilmiş sabit aralık, yönlendirilmiş sabit parite ve sabit parite uygulamaları şeklinde çeşitli uygulamalar hayata geçirilebilir. Bu tip uygulamaların daha çok kredibilite düzeyi düşük

olan gelişmekte olan ülkelerde daha iyi sonuçlar verebileceği öngörülmektedir (Calvo ve Mishkin, 2003: 99).

Döviz kuru hedeflemesi stratejisi sağladığı bazı avantajlar nedeni ile uzunca bir dönem dünyanın çeşitli ülkelerinde uygulama alanı bulmuştur. Bu para politikası stratejisinde her şeyden önce kurlarda meydana gelen dalgalanmaların ekonomide yarattığı belirsizlikler ortadan kalkmaktadır. Böylece sermaye hareketlerinin kur dalgalanmaları üzerinden oluşturduğu enflasyonist baskılar önlenmektedir (Obstfeld ve Rogoff, 1995: 76). Öte yandan kur seviyesinde sağlanan istikrar sayesinde dış ticaret hacminin genişlemesi dünyada kaynak dağılımının etkin bir biçimde gerçekleşmesine dolayısı ile de refahın artmasına imkân vermektedir (Petursson, 2000: 36-37). Bu durum aynı zamanda dünyada ülkeler arasında ticari entegrasyonların kurulmasını hızlandırıcı bir dinamik oluşturmaktadır. Döviz kuru hedeflemesi rejimi son olarak bir ülkedeki para politikası uygulamalarına yönelik disiplinin sağlanmasına ve buna bağlı olarak da kredibilitenin sağlanmasına yardımcı olur. Bunun için büyük sorunlar yaşayan dolayısı ile merkez bankasının kredibilitesini kaybettiği ülkelerde döviz kuru hedeflemesi stratejisinin uygulanması ile ülke parasının endekslendiği ülkenin sahip olduğu kredibilite ithal edilerek yurt içinde para politikasının kredibilitesi artırılmış olur (Valesco, 2000: 3).

Döviz kuru hedeflemesinin uygulanması sürecinde zaman içinde yaşanan bazı sorunlar söz konusu sistemin terk edilmesine yol açmıştır. Gerçekten de döviz kuru hedeflemeli para politikası stratejisi uygulanmasında zaman içinde ciddi sorunlar ortaya kmıştır. Öncelikle bu stratejinin uygulandığı ekonomilerde bir süre sonra merkez bankasının para politikaları üzerindeki bağımsızlığını kaybettiği görülmektedir (Mishkin, 1998: 4). Bunun yanında ulusal paranın endekslendiği ülkenin ekonomisinde yaşanan sorunların yerli ekonomiye aktarılması ile önemli şoklarla karşı karşıya kalınmaktadır. Böylece ulusal ekonominin dış ekonomik gelişmelere karşı kırılganlığı artmaktadır. Ayrıca yerli paranın reel olarak değerlenmesi cari işlemler dengesinde ortaya çıkardığı sorunlara bağlı olarak ciddi ekonomik krizlere yol açabilmektedir. Burada özellikle ticarete konu olmayan mallardaki fiyat artışları cari açığı artıracak biçimde nispi fiyat yapısını bozmaktadır (Telatar, 2000: 478). Bu durum da ileri süreçte ihracatın gerilemesine bağlı olarak cari işlemler hesabında açık oluşmasına neden olmaktadır.

Yukarıda ifade edilen olumsuzluklara bağılı olarak merkez bankaları günümüzde kur hedeflemeli para politikası stratejisine dayalı olarak gerçekleştirdikleri uygulamaları büyük oranda sonlandırmıştır. İlk dönemlerde sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerinde yaratacağı dalgalanmaları yok etmesi bu para politikası stratejisine olan ilgiyi artırmıştır. Ancak zaman içinde sermaye hareketlerinin hızla gelişmesi sonucunda döviz piyasasında oluşan baskıları telefi etmek için uygulanan para politikaları çerçevesinde merkez bankaları para piyasasında kontrolü tamamen kaybetmeye başlamıştır (Orhan ve Erdoğan, 2015: 295-296). Öyle ki ülkeye yönelik sermaye giriş ve çıkışları merkez bankasının para arzı politikasını doğrudan doğruya belirlemeye başlamıştır. Buna göre ülkeye yönelik yoğun sermaye girişi dönemlerinde kurlarda aşağıya doğru baskıyı telafi etmek üzere merkez bankası yerli parayı bollaştırıp yabancı paraları kıtlaştırmak üzere genişlemeci para politikası uygulamak zorunda kalmaktadır. Öte yandan ülkeden sermaye çıkışının hızlandığı durumlarda ise kurlar üzerinde artış yönünde baskı oluşup yerli para değer kaybetmeye başladığında merkez bankası kur seviyesini korumak için piyasada yerli parayı kıtlaştırmak ve yabancı paraları bollaştırmak üzere daraltıcı para politikası uygulamaktadır. Görüldüğü gibi bir ekonomide sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda kur hedeflemeli para politikası rejimi altında, her ne kadar merkez bankası kurları kontrol altında tutsa bile para arzı üzerindeki kontrolünü tamamen kaybetmektedir.

Böylece kur hedeflemeli para politikası stratejisinin altında merkez bankası, para arzı üzerindeki kontrolünü kaybetmek pahasına, sermaye hareketleri ile kur seviyesi arasındaki etkileşimi ortadan kaldırmaktadır. Ancak burada kontrol altında tutulan kur seviyesinin nominal kur seviyesi olduğu gözden kaçmamalıdır. Merkez bankası kur hedeflemeli para politikası stratejisinde reel kur seviyesini değil ancak nominal kur seviyesini kontrol edebilir. Çünkü nominal kur değeri yanında iki ülke arasındaki fiyat değişimi farklılığını hesaba katan reel kur seviyesini merkez bankasının etkilemesi mümkün değildir. Sermaye girişleri bir ekonomide sadece döviz piyasasında nominal kurlar üzerinde etki yaratmaz. Aynı zamanda ülke içinde yarattığı ek finansman ile toplam talebi artırıp içindeki fiyatlar genel seviyesini de etkileyebilir. Buna göre sermaye girişi durumunda her ne kadar kur etkisi yok edilse de genişleyen toplam talebin yurt içi fiyat seviyesini artırması engellenemez. Bunun için sermaye girişleri halinde nominal kur

seviyesi merkez bankası tarafından korunsa da reel kur seviyesinin kontrol edilmesi mümkün değildir (Ffrench-Davis, Agosin ve Uthoff, 1995: 124).

Sermaye girişlerinin, kur hedeflemeli para politikası stratejisinde, reel kur üzerinde yarattığı etkiler, tıpkı esnek döviz kuru sisteminde, nominal kur üzerinde yarattığı etkiler gibi ekonomi için olumsuzluklara yol açabilmektedir. Çünkü sermaye girişleri ile nominal kur seviyesi sabit tutulsa dahi, yurt içi fiyat hareketleri reel kur üzerine oluşturduğu değişimlerle, yerli paranın değerlenmesine yol açar. Bir süre sonra da bu durum ekonomik birimlerin devalüasyon beklentilerinin artmasına neden olur (Athukorala, 2003: 613-614). Devalüasyon beklentilerinin arttığı bir ekonomide ise kısa bir süre sonra çok önemli sermaye çıkışları yaşanmaktadır. Büyük oranda sermaye çıkışları karşısında merkez bankasının nominal kur seviyesinin sabit bir oranda tutması güçleşir. Merkez bankası sınırlı rezervleri ile büyük sermaye çıkışlarını telafi edemediği bir noktada devalüasyon yapmak zorunda kalmaktadır. Bu durum kur hedeflemeli para politikası stratejisinde dahi sermaye hareketlerinin nominal kur üzerindeki etkisinin ancak kısa dönemde ortadan kaldırılabildiğini göstermektedir. Bir başka deyişle kur hedeflemeli para politikası stratejisinde sermaye hareketleri ile kur arasındaki etkileşimi uzun vadede ortadan kaldırmak mümkün değildir (Corden, 1994: 8).

Kur hedeflemeli para politikası stratejisinde sermaye hareketlerinin reel kur seviyesi üzerinden yarattığı etkilerle merkez bankasını uzun dönemde nominal kur seviyesini koruyamaz hale getirmesi süreci aynı zamanda ciddi bir kriz dinamiği oluşturmaktadır. Gerçekten de Latin Amerika ve Güney Doğu Asya'daki gelişmekte olan ülkelerde sabit kura dayalı para politikası uygulamalarının sonunda önemli ekonomik krizlerle sonuçlandığı görülmektedir. Bu çerçevede kur hedeflemeli para politikası uygulamalarının büyük devalüasyonlarla ve dolayısı ile ciddi ekonomik krizlerle sonlandığını ortaya koyan literatürde çok sayıda çalışma bulunmaktadır (Aspe, 1993; Ito, 2000; Edwards, 2001; Cardarelli, Elekdag ve Kose, 2010). Bu araştırmalarda gösterildiği şekilde uzun dönemde yaşanan devalüasyonlar sonucunda nominal kurlardaki yükselişler hem finansal hem de reel piyasalarda önemli krizlere neden olmuştur. Diğer bir ifade ile kur hedeflemeli para politikası stratejisi altında dahi, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, sermaye hareketleri ile kur arasındaki etkileşim ekonomileri çok ciddi krizlere sürükleyebilmektedir.

2.3. Enflasyon Hedeflemeli Para Politikası Stratejisi

Enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisinde belirli bir dönem için enflasyon hedefi belirlenerek bu hedef oranının kamuoyuna duyurulması ile merkez bankası politika çerçevesini belirlemektedir (Engin, 2011: 48). Merkez bankası belirlemiş olduğu enflasyon hedefine ulaşmak için faiz oranını Taylor kuralı çerçevesinde yönetmeye çalışmaktadır. Buna göre faiz oranları enflasyon hedefine ulaşmak ve ekonomideki dinamikleri yönetmek için kullanılmaktadır. Bu politika stratejisinde ekonomik birimlerin beklentilerinin yönetilmesi merkez bankası için büyük önem taşımaktadır. Çünkü merkez bankasının enflasyon hedefleri ancak ekonomik birimlerin beklentileri bu hedefler çerçevesinde oluşursa başarılı olabilmektedir. Bunun için enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisinde geniş bir iletişim mekanizması kullanılarak merkez bankası uygulamalarına ilişkin açıklık ve şeffaflık ilkelerinin hayata geçirilmesine çalışılır. Böylece aynı zamanda merkez bankasının başarısız uygulamalar sonucunda sorumluluğu üzerine alması da sağlanmaktadır. Bütün bunlar merkez bankalarına yönelik güvenin dolayısı ile politikalara kredibilitenin artmasını sağlar (Bernanke ve diğerleri, 1999: 4).

Enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisinin uygulama süreci için enflasyon hedefinin etkin bir biçimde belirlenmesi önemlidir. Buna göre öncelikle enflasyonist beklentileri kontrole alabilecek makul bir fiyat artışı oranı hedef olarak seçilmelidir. Bunun için hedef enflasyon oranının merkez bankasının enflasyon oranını düşürmekle ilgili güçlü bir irade göstereceğini temsil etmesi gerekmektedir. Merkez bankasının amacındaki samimiyeti göstermesi yanında hedefin anlaşılır ve gözlemlenebilir olması da önemlidir. Bunun için zamanında ve sık sık yayınlanan bir endeks üzerinden kolaylıkla takip edilebilir olması gereklidir. Son olarak enflasyon hedef seviyesine ilişkin yukarıda ifade edilen kriterler yanında hedefin hangi zaman ufkunda nasıl gerçekleştirileceği de uygun bir çerçevede belirlenmelidir (Heenan, Peter ve Roger, 2006: 17).

Son yıllarda büyük bir uygulama alanı bulmuş olan enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisinin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi bazı ön koşulların sağlanmasına bağlıdır. Öncelikle merkez bankası bu strateji çerçevesinde gerçekleştirdiği uygulamalarda tam bir araç bağımsızlığına sahip olmalıdır. Hükümetler bu para politika stratejisinde fiyat istikrarının belirlenmesinde önemli bir rol oynar. Ancak bu taahhütün hayata geçirilmesindeki sorumluluk merkez bankasındadır. Bunun için merkez bankası

enflasyon hedefine ulaşırken para politikası uygulamalarını istediği gibi belirleme hakkına sahiptir (Doğan ve Akbakay, 2016: 635). Enflasyon hedeflemeli para politikasının başarıya ulaşmasında etkili olan bir diğer faktör mali baskınlık olgusu ile ilgilidir. Buna göre ülkede uygulanan maliye politikalarının yarattığı sonuçların para politikaları ile ulaşılmaya çalışılan hedeflerle tezat oluşturmaması gerekir. Mali baskınlığın olduğu bir ekonomide devlet için senyoraj geliri büyük önem arz etmektedir. Ayrıca finansal piyasalar devlet borçlanması ile ihtiyaç duyulan fonlara büyük oranda kaynaklık etmektedir. Bütün bunlar devletin ekonomide enflasyon yaratarak büyük bir finansman sağlayabileceği anlamına geldiğinden enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisinin etkin bir biçimde uygulanmasını güçleştirmektedir (Masson, Savastano ve Saharma, 1997: 8). Son olarak enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisinin uygulanmasında finansal sistemin yapısı kritik rol oynamaktadır. Çünkü merkez bankası uygulamalarının enflasyon hedefine ulaşması için uygulayacağı para politikalarının reel ekonomiye yansımada işlev gören aktarım mekanizmalarının işleyebilmesi için etkin bir finansal sistemin varlığına çok fazla ihtiyaç duyulmaktadır (Fraga, Goldfajn ve Minella, 2003: 25-26).

Günümüzde sağladığı avantajlar göz önünde bulundurularak birçok ülkede enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisinin benimsendiği görülmektedir. Öncelikle bu strateji çerçevesinde merkez bankası ekonomik birimlerin beklentilerini yönlendirebilmek için önemli bir çığaya sahip olmaktadır. Burada fiyat seviyesi yerine fiyat seviyesindeki değişimin yani enflasyon oranının hedef olarak belirlenmesi seçilen çıpanın gücünü artırmaktadır (Güney ve Ceylan, 2014: 144). Merkez bankasının fiyat istikrarı hedefi bu para politikası stratejisi altında net bir biçimde ortaya konmuştur. Böylelikle fiyat istikrarı hedefine odaklanması için enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisi merkez bankalarına oldukça güçlü bir mekanizma sunmaktadır. Üstelik bu para politikası stratejisi ekonomide yaşanan talep ve arz şoklarına karşı merkez bankasına büyük bir esneklik sağlamaktadır. Böylece merkez bankaları enflasyonist beklentilerde bir bozulma yaşanmadan toplam talepteki dalgalanmaları ortadan kaldırma imkânına sahip olmaktadır. Öte yandan enflasyon hedefine arz kaynaklı şokların olumsuz etkisini azaltabilmek için merkez bankasına enerji fiyatları ve dış ticaret fiyatları üzerinden gelen etkileri dışlayabilme imkânı tanınmıştır (Mishkin, 2000: 105-106).

Gelişen zaman süreci içinde enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmasına bağlı olarak bazı olumsuzlukların yaşanması da söz konusu olmuştur. Buna göre merkez bankaları döviz kuru ve parasal büyüklükler yerine enflasyonu kontrol etmeye çalışırken oldukça zorlanmaktadır. Çünkü döviz kuru ve çeşitli parasal hedeflerle kıyaslandığında, enflasyon hedefine ulaşmak merkez bankası için uzun veya gecikmeli bir vadeyi gerekli kılmaktadır. Bunun yanında hükümetin uyguladığı maliye politikasının para politikası ile uyum göstermemesi de önemli bir aksaklığa yol açmaktadır. Özellikle bu noktada uygulanan politikalar neticesinde ekonomide mali baskınlığın artması enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisinin hedeflerine başarı ile ulaşmasını zorlaştırmaktadır (Şanlı, 2006: 42).

Enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisinde uluslararası sermaye hareketlerinin artması ile kur düzeyi üzerinden ülkedeki iç fiyatlar seviyesine yarattığı etkiler de enflasyon hedeflerinin tutturulmasını zorlaştırmaktadır. Burada özellikle döviz kuru geçişkenliğinin yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde, esnek döviz kuru sistemi altında, kurları dalgalanmaya bırakarak fiyat istikrarının sağlanması güçleşmiştir (Mishkin, 2000: 107). Buna göre güçlü döviz kuru geçişkenliğinin yaşandığı ekonomilerde sermaye giriş ve çıkışları sadece kur seviyesini değil aynı zamanda fiyatlar genel seviyesini etkileyebilmektedir. Böylece esnek kur rejiminde enflasyon hedeflemeli para politikası çerçevesinde sermaye giriş ve çıkışlarının sadece kur seviyesi üzerindeki etkilerini ele alan bir analiz yetersiz kalmaktadır. Bunun yerine kur geçişkenliği süreci içinde sermaye hareketlerinin kur üzerinden fiyatlar genel seviyesine etkisi analize katılmalıdır.

Sermaye girişindeki değişimlere bağlı olarak kurlarda yaşanan değişimler, kur geçişkenliği sürecinde sadece fiyatlar genel seviyesini değil, aynı zamanda dış ticaret dolayısı ile cari işlemler hesabı üzerinde de etki yapabilmektedir. Buna göre sermaye girişleri ile yerli paranın değerlenmesi ihracatı pahalı hale getirirken ithalatı teşvik etmektedir. Böylece sermaye girişine bağlı olarak yaşanan kurlardaki değişim cari işlemler hesabındaki açığı büyötmektedir. Bunun sonucunda ekonomik birimlerin deflasyonist beklentilerinin artmasına bağlı olarak ülkeden sermaye çıkışı yaşanabilmektedir. Sermaye çıkışları ise özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal ve reel kesimde çok ciddi krizlere yol açmaktadır. Görüldüğü gibi sermaye girişlerinin kur

üzerindeki etkileri analiz edilirken dinamik bir bakış açısı ile söz konusu etkileri kısa ve uzun dönem çerçevesinde ele almak daha doğru olacaktır. Öyle ki, ülkeye yönelik sermaye girişi, her ne kadar kısa dönemde kurları düşürse de uzun vadede kur seviyesinde artış beklentisine dolayısı ile sermaye çıkışına yol açan dinamikleri harekete geçirerek krizlere neden olmaktadır. Yukarıda ortaya konduğu çerçevede enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisinin uygulandığı ekonomilerde sermaye girişine bağlı olarak yaşanan krizler literatürde gerçekleştirilen birçok araştırmada ortaya konmuştur. Öyle ki, yaşanan ekonomik krizlerin temel dinamiği olarak sermaye hareketleri ile kur seviyesi arasındaki uzun dönemde yaşanan etkileşimler gösterilmiştir (Jongwanich ve Kohpaiboon, 2013; Benazic ve Kersan-Skabic, 2016).

Üstelik enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisinin uygulandığı ekonomilerde sermaye hareketleri ile kur arasında krizlere yol açan uzun dönemli ilişkilerin “sistemik bir risk” niteliği taşıdığı tespit edilmiştir (Calvo, Leiderman ve Reinhart, 1993; Agenor, 1998; Lartey, 2008). Buna göre esnek döviz kuru sistemi altında uygulanan enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisi otomatik olarak sermaye hareketleri ile kur arasında olumsuz bir etkileşim yaratarak krizlere yol açmaktadır. Öyle ki piyasadaki likiditenin dolayısı ile enflasyonist talep baskısının sınırlanması için yurt içinde faiz oranlarının yükseltilmesi aynı zamanda ülkeye sermaye girişlerini tetiklemektedir. Bunun üzerine sermaye girişi ülkede kurları düşürüp yerli paranın değerlenmesi yolu ile ihracatı kısıtlarken ithalatı teşvik etmektedir. En sonunda cari açığın hızla büyümesi ekonomik birimlerin deflasyonist beklentileri artırması dolayısı ile de sermaye kaçışına bağlı olarak ekonomik krize neden olmaktadır. Böylece enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisi çerçevesinde faiz oranları üzerinden gerçekleştirilen anti enflasyonist politikalar sonunda ekonomik krizleri tetiklemektedir.

Görüldüğü gibi merkez bankaları için fiyat istikrarı amacına ulaşmak için uygulayacağı para politikası stratejileri açısından optimum seçeneği bulmak oldukça zordur. Özellikle sermaye hareketlerinin günümüzde ulaştığı seviye ve iç ekonomik göstergeler üzerinde oluşturduğu baskılar para politikası stratejisi seçimini daha güç bir hale getirmiştir. Buradan hareketle otomatik olarak bir para politika stratejisinin bütün ülkeler için geçerli olduğunu söylemek yerine her ülkenin kendi ekonomik özelliklerine göre para politikası stratejisini seçmesi daha uygun olacaktır.

3. AMPİRİK ÇALIŞMALARDA SERMAYE HAREKETLERİ VE DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ

Literatürde birçok çalışma sermaye hareketleri ve kur arasındaki etkileşimi analiz ederken sermaye hareketlerini farklı türlerde ele almaktan daha çok toplu bir değer olarak kur üzerinde yarattığı etkileri araştırmıştır. Fakat sermaye hareketlerinin özellikleri bir birinden çok farklıdır. Dolayısı ile ekonomi üzerine yarattığı etkilerde oldukça farklı kanallardan çok değişik biçimlerde olabilmektedir. Bu gerçeğe uygun olarak daha sonraki süreçte literatürde sermaye hareketlerinin doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar şeklindeki ayrımına göre döviz kuru ile ilişkisinin analiz edilmeye başlandığı görülmektedir. Bazı çalışmalarda sermaye hareketlerinin özelliklerine göre sınıflandırılarak ekonomi üzerine yarattığı etkilerin bu şekilde de ele alındığı görülmektedir.

Literatür gözden geçirildiğinde bir başka dikkat çeken nokta özellikle ilk zamanlarda iktisatçıların sermaye hareketlerinin çoğunlukla kısa vadede döviz piyasasında yarattığı etkilere yoğunlaşmış olmasıdır. Bununla birlikte sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerinden ekonomide çeşitli olumsuzluklara yol açtığının iddia edilmesi ile birlikte ampirik çalışmaların sermaye hareketlerinin uzun vadeli etkilerini de ele aldığı gözlemlenmiştir. Bu çerçevede sermaye hareketlerinin kısa vadede döviz piyasasında oluşturduğu etkilere bağlı olarak özellikle cari işlemler hesabında bozulmalara neden olduğu birçok çalışmada ortaya konmuştur. Bunun yanında dış borç stoku ve buradan hareketle ekonomi üzerinde yarattığı çeşitli olumsuzluklara da işaret edilmiştir. Öte yandan bir dönem sermaye hareketlerinin, kur düzeyinde ciddi dalgalanmalara yol açmadan, ekonomik büyüme düzeyini olumlu yönde etkileyen önemli bir dinamik olarak analizlere katıldığı da görülmektedir.

Günümüze kadar gelişen literatür incelendiğinde artık sermaye hareketlerinin türlerine göre analize katılması gerektiği bir ön koşul gibi görülmektedir. Bu arada çalışmaların çoğunda doğrudan yabancı yatırımların, portföy yatırımlarına ve özellikle diğer yatırımlara göre başta kur düzeyi olmak üzere diğer makro ekonomik göstergeler üzerinde daha olumlu etkiler yarattığı tespit edilmiştir. Bunun yanında diğer yatırımların ve borç senedi şeklindeki portföy yatırımlarının ise kur ve diğer ekonomik göstergeler üzerinde olumsuz gelişmelere neden olacak potansiyele sahip olduğu ortaya konmuştur.

3.1. Yabancı Ülkelere Yönelik Çalışmalar

Dünyanın çok çeşitli bölgelerindeki ülkelerin sermaye hareketleri ile ilgili tecrübelerini ele alan çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Araştırmalarda ilk zamanlar toplam sermaye girişlerinin döviz kuru üzerinde kısa dönemde yarattığı etkiler incelenmiştir. Böylece sermaye hareketlerinin kur üzerinden diğer makroekonomik göstergeler üzerinde yarattığı etkiler yerine sadece kur seviyesi üzerine yoğunlaşıldığı görülmektedir.

Morande (1988), Şili’de 1977–1981 dönemi için reel döviz kuru, yabancı sermaye girişi, faiz oranı arbitrajı ve ticaret hadleri arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik testi yöntemiyle araştırmıştır. Çalışmada yabancı sermaye girişi, reel döviz kuru, dış ticaret hadleri, faiz oranı değişkenlerine ilişkin veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda kısa vadeli sermaye hareketlerinden reel döviz kurlarına doğru bir nedensellik ilişkisi olduğunu tespit etmiştir. Sermaye girişlerinin reel döviz kurunu düşürmesi sonucunda ulusal paranın değerlendirilmesine bağlı olarak ticarete konu olan yerli malların uluslararası ticarete rekabet gücünün bozulabileceği belirtilmiştir.

Chakraborty (2003), Hindistan’da 1993:Q2–2001:Q4 dönemi için sermaye girişlerinin reel döviz kuru üzerindeki etkisini vektör otoregresyon modeliyle (Vector Autoregression – VAR) araştırmıştır. Çalışmada reel döviz kuru, sermaye girişleri, yurt içi kredi büyüme oranı ve enflasyon oranı değişkenlerine ilişkin üçer aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda sermaye akımlarının reel döviz kurunu yükselttiğini diğer bir ifadeyle reel döviz kurunun değer kaybetmesine yol açtığını tespit etmiştir. Ayrıca sermaye akımlarının reel döviz kuru üzerinde sürekli bir etkiye sahip olduğu bulgusuna ulaşmıştır.

Opoku-Afari, Morrissey ve Lloyd (2004), Gana’da 1966–2000 dönemi için sermaye girişlerinin reel döviz kuru üzerindeki etkisini VAR modelini kullanarak araştırmışlardır. Çalışmada resmi ve özel sermaye girişleri, reel döviz kuru, dış ticaret hadleri, kamu harcamaları, teknolojik gelişme değişkenlerine ilişkin yıllık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda uzun dönemde sermaye girişlerinin reel döviz kurunun değerini artırdığını tespit etmişlerdir. Sermaye girişleri değişkeninin uzun dönemde reel

döviz kuru değeriinde artışa yol açan tek değişken olduğu, diğer tüm değişkenlerin ise reel döviz kurunun değeriinde düşüşe neden olduğu bulgusuna ulaşmışlardır.

Hyder ve Mahboob (2006), Pakistan’da 1978–2005 dönemi için reel döviz kurunu etkileyen faktörleri Granger eşbütünleşme tekniğini kullanarak araştırmışlardır. Çalışmada reel döviz kuru, dış ticaret açıklığı, dış ticaret hadleri, yatırım, kamu harcamaları, işçi dövizleri, uzun vadeli sermaye akımları ve faktör verimliliği değişkenlerine ilişkin yıllık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda dışa açıklık, kamu harcamaları ve net sermaye girişlerindeki artışların reel döviz kuruna değer kaybettirdiğine, dış ticaret hadlerinde bir iyileşme ve toplam faktör verimliliğinde yaşanan artışın ise reel döviz kurunu değerlendirdiğine ilişkin bulgular elde etmişlerdir.

Bakardzhieva, Naceur ve Kamar (2010), Afrika, Avrupa, Asya, Latin Amerika ve Orta Doğu’yu kapsayan 57 gelişmekte olan ülkede 1980–2007 dönemi için sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerindeki etkisi genelleştirilmiş momentler yöntemini (Generalized Method of Moments – GMM) kullanarak araştırmışlardır. Çalışmada doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, diğer yatırımlar, reel efektif döviz kuru, kamu harcamaları, dışa açıklık, üretim, dış ticaret hadleri değişkenlerine ilişkin veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda MENA ülkeleri haricinde portföy yatırımları şeklinde gerçekleşen sermaye girişlerinin reel efektif döviz kurunu artırdığı tespit edilmiştir.

Sohrabji (2011), Hindistan’da 1975–2006 dönemi için sermaye akımlarının reel döviz kuru üzerindeki etkisini VAR modeli çerçevesinde eşbütünleşme ve hata düzeltme modellerini (Error Correction Model – ECM) kullanarak incelemiştir. Çalışmada sermaye girişleri, reel döviz kuru, dış ticaret hadleri değişkenlerine ilişkin veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda sermaye akımlarının reel döviz kurunun sapmasında önemli bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca sermaye akımlarındaki artışın döviz kurunu düşürerek Hindistan Rupisini aşırı değerlendirdiği belirtilmiştir.

Dua ve Sen (2013), Hindistan’da 1993:Q2–2010:Q4 dönemi için sermaye akımları ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik testi, etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması yöntemleriyle incelemişlerdir. Çalışmada doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarından oluşan net sermaye girişleri, reel döviz kuru, kamu harcamaları, para arzı ve cari hesap fazlası değişkenlerine ilişkin üçer aylık

veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda reel döviz kurunun net sermaye girişleri kamu harcamaları ve cari hesap fazlası ile pozitif, para arzı ile ise negatif ilişkili olduğu tespit edilmiştir.

Gabrisch (2015), Batı Balkan ülkelerinde 1996–2012 dönemi için sermaye akımları ile reel döviz kuru arasındaki ilişkiyi panel veri analizi yöntemiyle araştırmıştır. Çalışmada net sermaye girişleri, döviz kuru, gayri safi milli hasıla (GSMH), işgücü maliyetleri değişkenlerine ilişkin veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda sermaye girişlerinden reel döviz kurunun değeriyle doğru bir nedensellik ilişkisi tespit etmiştir. Bu durumun da cari işlemler dengesini olumsuz etkileyeceği belirtilmiştir. Böylece elde edilen bulgulardan yararlanarak ekonomide ihracatın ve büyümenin sağlanabilmesi için sermaye girişleri ile döviz kuru arasındaki ilişkinin uygulanacak politikalar için yararlı olacağına vurgu yapılmıştır.

Yukarıda görüldüğü gibi literatürdeki birçok çalışmada sermaye hareketleri toplu bir değer olarak ele alınıp döviz kuru üzerinde yarattığı etkiler ortaya konmuştur. Burada ilk dikkat çeken nokta bu çalışmalarda sermaye hareketlerinin türlerine yönelik bir ayırım yapılmamıştır. Oysa sermaye hareketleri özellikleri birbirinden farklı üç türden oluşmaktadır. Bunun yanında araştırmalarda sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerinde genellikle olumsuz etkiler yarattığına ilişkin bulgulara ulaşılmıştır. Bu doğrultuda sermaye girişlerine bağlı olarak kur seviyesinde yaşanan olumsuzlukların ekonomide uzun vadede yaratacağı olumsuzluklara işaret edilmiştir. Literatürde sermaye hareketlerini türlerine göre ayırarak gerçekleştirilen çalışmalarda da benzer şekilde kur üzerinden ekonomide yarattığı olumsuz etkiler ortaya konmuştur.

Elbadawi ve Soto (1997), Şili’de 1960–1992 dönemi için dört gruba ayırdıkları sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerindeki etkisini eşbütünleşme yöntemiyle analiz etmişlerdir. Çalışmada kısa vadeli sermaye hareketleri, uzun vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları, doğrudan yabancı sermaye yatırımları, reel döviz kuru, kamu harcamaları ve kamu yatırımları değişkenlerine ilişkin yıllık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda kısa vadeli sermaye hareketleri ile portföy yatırımlarının uzun dönemde denge reel döviz kuru üzerinde etkili olmadığını, uzun vadeli sermaye hareketleri ile doğrudan yabancı sermaye yatırımların ise denge reel döviz kuru üzerinde etkili olduğunu tespit etmişlerdir. Fakat kısa vadeli sermaye hareketleri ile portföy yatırımlarının kısa dönemde

reel döviz kuru üzerinde etkili olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Böylece kısa dönemde ancak finansal sermaye hareketleri döviz kuru üzerinde bir etki yaratabilme gücüne sahip olmaktadır.

Athukorala ve Rajapatirana (2003), Asya ve Latin Amerika'daki 14 gelişmekte olan ülkede 1985–2000 dönemi için uluslararası sermaye girişleri ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi zaman serisi analizleri ile araştırmışlardır. Çalışmada doğrudan yabancı yatırımlar, doğrudan yabancı yatırımlar dışında kalan sermaye akımları, reel döviz kuru, para arzı, kamu harcamaları, dışa açıklık değişkenlerine yönelik yıllık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda sermaye girişlerindeki artışın döviz kurunun değerini artırdığını tespit etmişlerdir. Bu etkinin Latin Amerika ülkelerinde Asya ülkelerine göre daha yüksek olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Ayrıca doğrudan yabancı yatırım dışında gerçekleşen sermaye akımlarının reel döviz kurunun değerini artırdığına, doğrudan yabancı yatırım şeklinde gerçekleşen sermaye akımlarının ise reel döviz kurunun değerini azalttığına yönelik bulgular ortaya koymuşlardır.

Aizenman ve Riera-Crichton (2008), gelişmekte olan ve gelişmiş ülke olmak üzere toplam 80 ülkede 1970–2004 dönemi için uluslararası rezervlerin, ticaret haddi şoklarının ve sermaye akımlarının reel döviz kuru üzerindeki etkilerini korelasyon analizi ile araştırmışlardır. Çalışmada sermaye girişi, reel döviz kuru, ticaret hadleri, uluslararası rezervler, finansal derinlik değişkenlerine ilişkin veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda ticaret haddi şoklarının reel döviz kuru üzerindeki etkisinin uluslararası rezervler tarafından hafifletildiği ve bu bulgunun gelişmekte olan özellikle Asya ülkeleri ve doğal kaynak ihraç eden ülkelerde istatistiki olarak anlamlı olduğunu tespit etmişlerdir. Ticaret hadlerinin reel döviz kuruna etkisinde uluslararası rezervlerin tampon görevi görmesinin söz konusu ülkeler için önemli olduğunu belirtmişlerdir. Çalışmada elde edilen bir diğer sonuç ise finansal derinliğin, gelişmekte olan ülkelerde uluslararası rezervlerin tampon rolünü azaltmasıdır. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde reel döviz kurunun rezerv varlıklardaki değişimlere duyarlı olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Son olarak gelişmiş ülkelerde sıcak para şeklinde gerçekleşen sermaye hareketlerinin reel döviz kurunu değerlendirdiğine ve bu bulgunun istatistiki olarak anlamlı olduğuna yönelik bulgulara ulaşmışlardır.

Combes, Plane ve Kinda (2010), gelişmekte olan 42 ülkede 1980–2006 dönemi için sermaye girişlerinin ve ekonomide uygulanan döviz kuru rejiminin döviz kuru üzerindeki etkisini panel eşbütünleşme yöntemiyle analiz etmişlerdir. Çalışmada zel ve kamu sektörü sermaye girişleri, reel efektif döviz kuru, dış ticaret hadleri değişkenlerine ilişkin veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda hem kamu hem de özel sektör sermaye girişlerinin reel efektif döviz kurunun değerlenmesine yol açtığını ortaya koymuşlardır. Reel efektif döviz kurunun değerlenmesinde en etkili olan sermaye girişinin portföy yatırımları olduğunu daha sonra ise sırasıyla doğrudan yabancı yatırımların, banka borçlarının ve işçi döviz girişlerinin etkili olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca ekonomide esnek döviz kuru rejiminin uygulanmasının sermaye girişlerinin reel efektif döviz kuru üzerindeki değer artışını azaltabileceğine yönelik bulgulara ulaşmışlardır.

Ibarra (2011), Meksika’da 1988:Q1–2008:Q2 dönemi için farklı tredeki sermaye akımlarının döviz kuru üzerindeki etkisini ARDL sınır testi yaklaşımıyla araştırmıştır. Çalışmada portföy yatırımları, doğrudan yabancı yatırımlar, reel döviz kuru, yabancı krediler, kamu harcamaları, enflasyon, faiz oranı, gayri safi milli hasıla, sanayi üretim endeksi, para arzı, petrol fiyatları, ticaret hadleri, cari açık değişkenlerine ilişkin üçer aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda portföy yatırımlarının ve doğrudan yabancı yatırımların reel döviz kurunu değerlendirdiğini tespit etmiştir. Özellikle doğrudan yabancı yatırımların cari açığın önemli bir bileşeni olduğu durumda reel döviz kuru üzerinde değer artırıcı etki oluşturacağı belirtilmiştir. Böylece doğrudan yabancı yatırımlarının diğer sermaye giriş türlerine göre ekonomi üzerinde daha olumlu etki yarattığı ortaya konmuştur.

Jongwanich ve Kohpaibonn (2013), yükselen 9 Asya ülkesinde 2000–2009 dönemi için sermaye girişlerinin reel döviz kuruna etkisini dinamik panel veri analiz yöntemiyle araştırmışlardır. Çalışmada net doğrudan yabancı yatırım girişi, net portföy yatırımı girişi, banka kredileri akışı, reel döviz kuru, kamu harcamaları, bir ülke ile dış ticaret ortakları arasındaki mal üretimindeki üretkenlik artışı oranındaki fark, dış ticaret hadleri ve dış ticaret açığı değişkenlerine ilişkin altı aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda doğrudan yabancı yatırımların ve portföy yatırımlarının reel döviz kurunu artırdığını, özellikle portföy yatırımları şeklinde gerçekleşen sermaye akımlarının döviz kurları üzerinde daha etkili olduğunu tespit etmişlerdir. Bu nedenle özellikle portföy

yatırımlarının ulusal para biriminde aşırı değerlenmelere yol açacağını belirtmişlerdir. Ayrıca hem doğrudan yabancı yatırımlar hem de portföy yatırımları şeklinde gerçekleşen sermaye çıkışlarının sermaye girişlerine göre döviz kurları üzerinde daha fazla etki gösterdiği bulgusuna ulaşmışlardır.

Maturu (2017), Kenya’da 2000:Q1–2012:Q4 dönemi için kısa vadeli sermaye girişlerinin döviz kuru üzerindeki etkisini Bayesian VAR modelini kullanarak incelemiştir. Çalışmada net kısa vadeli sermaye hareketleri, döviz kuru, faiz oranı, tüketici fiyat endeksi (TÜFE), cari açık değişkenlerine ilişkin üçer aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda net kısa vadeli sermaye girişlerinde meydana gelen ani artışların ilk iki çeyrekte döviz kuruna değer kaybettirdiği daha sonraki dört çeyreklik dönemde ise değer kazandırdığı tespit edilmiştir.

Muhammed-Rafi ve Ramachandran (2018), gelişmekte olan 10 ülkede 1997:Q1–2017:Q1 dönemi için yabancı sermaye akımlarının döviz kuru oynaklığı üzerindeki etkisini panel vektör otoregresyon (Panel Vector Autoregression – PVAR) modelini kullanarak analiz etmişlerdir. Çalışmada net doğrudan yabancı yatırım girişleri, net doğrudan portföy yatırımı girişleri, döviz kuru, faiz oranı, büyüme oranı değişkenlerine ilişkin üçer aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda portföy yatırımı şeklinde gelen sermayenin doğrudan yabancı yatırım şeklinde gelen sermaye akımına göre döviz kuru oynaklığını daha fazla artırdığı bulgusuna ulaşmışlardır. Ayrıca çalışmada kullanılan değişkenler arasında yabancı portföy yatırımlarının döviz kuru oynaklığındaki değişimleri açıklayan en önemli değişken olduğu tespit edilmiştir.

Literatürde özellikle son dönemlerde sermaye hareketlerinin ekonomik etkilerini daha uzun vadeli bir bakış açısı ile ele alan çalışmalar da bulunmaktadır. Buna göre sermaye girişlerinin sadece döviz piyasası üzerindeki kısa vadeli etkileri değil aynı zamanda uzun vadede cari işlemler hesabındaki açıkları büyüten dolayısı ile krize yol açan etkileri üzerinde de durulmuştur.

Calvo, Leiderman ve Reinhart (1996), 1990’lı yıllarla birlikte dünya ekonomileri arasında hızla yayılan uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmekte olan Latin Amerika ve Asya ülkelerinin ekonomileri üzerindeki etkisini teorik olarak değerlendirmişlerdir. Uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomiler üzerinde hem olumlu hem de olumsuz

etkilerinin olabileceğini vurgulamışlardır. Özellikle söz konusu sermaye akımlarının döviz kurlarını etkilediğini ve reel döviz kurunu değerlendirdiğine vurgu yapmışlardır. Sermaye girişleri ile döviz kuru arasındaki ilişki doğrultusunda da 1990'larda Latin Amerika ve Asya'da yaşanan döviz krizlerine dikkat çekmişlerdir.

Edwards (1998), sermaye girişleri ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi teorik olarak değerlendirdiği çalışmasında sermaye girişlerindeki artışın ekonomide reel döviz kurunu yükselteceğini kurdaki bu yükselmenin de ulusal parayı değerlendirdiğini ortaya koymuştur. Bu durumun da bir taraftan ekonomilerin ithalatında artışa neden olarak cari açık sorunun yaşanmasına diğer taraftan ekonomilerin rekabet gücünü etkileyeceğine dikkat çekmiştir. Ayrıca sermaye hareketlerinin kurlar üzerinden ekonomileri finansal krizlere sürükleyebileceğini belirtmiş buna örnek olarak da 1990'lı yıllarda Latin Amerika ve Asya'da yaşanan krizler gösterilmiştir.

Fratzscher ve Bussiere (2004), gelişmiş ve gelişmekte olan toplam 45 ülkede 1980–2002 dönemi için finansal açıklık ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi dinamik panel veri yöntemini kullanarak araştırmışlardır. Analiz sonucunda ülkelerin sermaye hareketlerinin serbestleşmesinden hemen sonra sermaye akımlarına bağlı olarak kısa vadede büyüme eğilimine girdiklerini tespit etmişlerdir. Fakat bu büyümenin kısa vadeli bir yatırım patlamasından kaynaklandığını gözlemlemişlerdir. Sermaye girişlerinin kısa vadede büyüme üzerindeki olumlu etkisinin orta ve uzun vadede tersine döndüğünü saptamışlardır.

Cardarelli, Elekdag ve Kose (2010), gelişmekte ve gelişmiş olan toplam 52 ülkede 1987–2007 dönemi için sermaye akımlarındaki dalgalanmaların makroekonomik göstergeler üzerindeki etkisini değerlendirmişlerdir. Çalışmada net özel sermaye girişi, reel döviz kuru, cari açık ve gayri safi yurt içi hasıla (GSYİH) değişkenlerine ilişkin yıllık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda yüksek düzeyde sermaye girişlerinin reel döviz kurunda değer artışına yol açtığını bunun da cari işlemler değesinde bozucu etkilerinin olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde GSYİH'deki büyümenin hızlandığını fakat daha sonra GSYİH'de bir azalmanın yaşandığını belirtmişlerdir. Böylece sermaye girişleri her ne kadar kısa dönemde toplam talep canlanmasına bağlı olarak ekonomiyi büyütücü etki yaratsa da uzun dönemde bu olumlu etkinin ortadan kalktığı tespit edilmiştir.

Caporale, Ali ve Spagnolo (2015), ABD, Avustralya, Kanada, Euro Bölgesi, Japonya, İsveç ve İngiltere’de 1988:01–2011:12 dönemi için döviz kuru belirsizliğinin net portföy yatırımlarının farklı bileşenleri üzerindeki etkisini VAR ve BEKK–GARCH yöntemiyle analiz etmişlerdir. Çalışmada döviz kuru ile portföy yatırımlarının bileşenlerinden net hisse senedi ve net tahvil girişleri değişkenlerine ilişkin aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda döviz kuru belirsizliğinin net hisse senedi akımları üzerindeki etkisinin Euro bölgesinde, İngiltere’de ve İsveç’te negatif Avustralya’da pozitif olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Döviz kuru belirsizliğinin net tahvil akışları üzerindeki etkisinin ise Kanada’da pozitif diğer tüm ülkelerde negatif olduğunu tespit etmişlerdir. Analiz sonucunda elde edilen bulgular doğrultusunda yatırımcıların döviz kuru belirsizliğinden dolayı finansal faaliyetlerini azalttıklarını belirtmişlerdir.

Caporale, Ali, Spagnolo ve Spagnolo (2015), toplam 8 gelişmekte ve yükselen Asya ülkesinde 1993:01–2012:11 dönemi için uluslararası portföy akımlarının döviz kuru oynaklığı üzerindeki etkisini Markov-Switching modelini kullanarak araştırmışlardır. Çalışmada reel döviz kuru ile portföy yatırımlarının bileşenlerinden net hisse senedi ve net tahvil girişleri değişkenlerine ilişkin aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda net hisse senedi girişleri şeklinde gerçekleşen portföy yatırımlarının döviz kuru oynaklığını artırdığını, net tahvil girişleri şeklinde gerçekleşen portföy yatırımlarının ise döviz kuru oynaklığını düşürdüğünü tespit etmişlerdir.

Tiryaki (2017), OECD ülkeleri ile Brezilya, Çin, Güney Afrika ve Hindistan olmak üzere 38 ülkede 2002–2014 dönemi için reel döviz kuru ile uluslararası sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi panel veri yöntemini kullanarak araştırmıştır. Bu araştırmada örnekleme oluşturan 38 ülke gelişmiş ve gelişme yolunda olan ülke olmak üzere iki gruba ayrılmıştır. Çalışmada reel efektif döviz kuru, doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımı girişleri ve işçi döviz girişleri değişkenlerine ilişkin veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda uluslararası sermaye girişlerinin gelişmiş ülkelerde reel efektif döviz kuru üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığını, gelişme yolunda olan ülkelerde ise reel efektif döviz kurunun değerini artırdığını göstermiştir. Ayrıca çalışmada net sermaye akımlarının G–7 ülkeleri ile G–20 içerisinde cari fazla veren ülkelerde ekonomik büyümeyi negatif, G–7 dışında kalan G–20 ülkeleri ile cari açık veren G–20 ülkelerinde ise pozitif yönde etkilediği bulgusuna ulaşmıştır.

3.2. Türkiye Üzerine Yapılan Çalışmalar

Literatürde sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi üzerinde yarattığı etkilere ilişkin çok sayıda araştırma bulunmaktadır. Türkiye ekonomisi 1989 yılı ile birlikte uluslararası sermaye hareketlerine açık bir hale gelmiş ve bunun sonucunda ülkeye önemli miktarda sermaye girişi olmuştur. Bunun sonucunda sermaye girişlerinin döviz kuru ile etkileşimi çerçevesinde Türkiye ekonomisinde önemli bir tecrübe yaşanmıştır. Bu tecrübenin analiz edilmesine ilişkin olarak da birçok araştırma yapılmıştır. Araştırma sonuçları genellikle sermaye girişlerinin Türkiye ekonomisinde başta döviz kuru seviyesi olmak üzere diğer birçok makroekonomik göstergede dalgalanmaya yol açtığını ortaya koymuştur. Bunun ötesinde Türkiye'ye yönelik çalışmalarda sermaye girişlerinin ciddi krizlere neden olduğu da belirlenmiştir.

Agenor, McDermott ve Ucer (1997), Türkiye'de 1987:Q1–1995:Q1 dönemi için maliye politikası, sermaye girişi ve faiz oranları ile reel döviz kuru arasındaki ilişkiyi VAR modelini kullanarak araştırmışlardır. Çalışmada kamu harcamaları, GSMH, faiz oranları, reel döviz kuru ve özel sermaye girişleri değişkenlerine ilişkin üçer aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda kamu harcamalarındaki ve sermaye girişlerindeki artışın reel döviz kurunu değerlendirdiğini tespit etmişlerdir. Ayrıca faiz oranlarındaki artışın sermaye girişlerini artırdığına ve döviz kurunu değerlendirdiğine yönelik bulgulara ulaşmışlardır. Maliye politikalarının makroekonomik istikrarın sağlanmasında önemli rol oynayacağını belirtmişlerdir.

Şimşek (2004), Türkiye ekonomisinde 1975–2003 dönemi için reel döviz kurunu belirleyen uzun dönemli temel etkenleri sınır testi ve ARDL yöntemiyle incelemiştir. Çalışmada net yabancı sermaye girişi, reel döviz kuru, M2 para arzı, Türkiye ile önemli dış ticaret ortaklarının gelirlerinin ağırlıklı ortalaması arasındaki fark, dış ticaret haddi ve dış ticaret dengesi değişkenlerine ilişkin yıllık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda uzun dönemde net yabancı sermaye girişi ve M2 para arzının reel döviz kuru üzerindeki etkisinin pozitif ve anlamlı; Türkiye ile Türkiye'nin dış ticaret ortakları olan ülkelerin kişi başına GSYİH'leri arasındaki farkın reel döviz kuru üzerindeki etkisinin ise negatif ve anlamlı olduğunu tespit etmiştir. Ayrıca dış ticaret hadlerinin reel döviz kuru üzerinde negatif ve anlamlı bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşmıştır. Diğer yandan dış ticaret dengesinin reel döviz kuru üzerindeki etkisi anlamsız bulunmuştur.

Güriş ve Kıran (2007), Türkiye’de 1992–2005 dönemi için reel faiz oranı ile reel döviz kurunun kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki etkisini sınır testi ve ARDL yöntemiyle araştırmışlardır. Çalışmada kısa vadeli sermaye hareketleri, reel döviz kuru ve reel faiz oranı değişkenlerine ilişkin aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda, reel faiz oranının kısa ve uzun vadede kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde etkili olmadığını, reel döviz kurunun ise, kısa ve uzun vadede kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde etkili olduğunu tespit etmişlerdir. Buradan görüldüğü gibi çalışmada sermaye girişlerinin kurları etkilemesinden daha çok kurlardaki gelişmelerin sermaye hareketlerini etkilediği belirlenmiştir. Bu şekilde bulunan ilişki nadir de olsa bazı çalışmalarda ortaya konmuştur.

Uçan ve Öztürk (2010), Türkiye’de 1991:Q4–2007:Q2 dönemi için kısa vadeli sermaye hareketleri ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi VAR modeli çerçevesinde Johansen eşbütünleşme testi, etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması yöntemleriyle incelemişlerdir. Çalışmada diğer yatırımlar kaleminden uzun vadeli yatırımlar ve uluslararası para fonu kredilerinin çıkarılmasıyla elde edilen kısa vadeli sermaye hareketleri, reel döviz kuru, kamu harcamalarının GSYİH’ye oranı, dış ticaret hadleri ve yurt içi kredilerin GSYİH’ye oranı değişkenlerine yönelik üçer aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerinde zayıf bir etkisinin olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. İlgili dönemde yurt içi krediler ile dış ticaret hadleri döviz kuru üzerinde daha etkin bulunmuştur.

Erataş ve Öztekin (2010), Türkiye’de 1995–2009 dönemi için reel faiz oranının ve nominal döviz kurunun kısa vadeli sermaye akımları üzerindeki etkisini ARDL yöntemiyle araştırmışlardır. Çalışmada portföy yükümlülüklerinin, bankalara kısa vadeli kredilerin, diğer sektörlere kısa vadeli kredilerin ve banka mevduatlarının toplanması ile oluşturulan kısa vadeli sermaye akımları, reel faiz oranı ve nominal döviz kuru değişkenlerine ilişkin üçer aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda uzun dönemde değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi tespit edilmiştir. Reel faiz oranlarındaki artışın kısa vadeli sermaye girişlerini artırdığına, kur artışları yatırımcılar için risk unsuru görüldüğü için nominal döviz kurundaki artışların kısa vadeli sermaye akımlarını olumsuz yönde etkilediğine yönelik bulgulara ulaşmışlardır. Elde edilen bulguların Türkiye’de düşük kur-yüksek faiz politikasını desteklediğini belirtmişlerdir.

Aslan, Terzi ve Siampın (2014), Türkiye’de 1998–2011 dönemi için kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kuru ve büyüme üzerindeki etkisini VAR modeli çerçevesinde Granger nedensellik testi, etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması yöntemlerini kullanarak araştırmışlardır. Çalışmada kısa vadeli sermaye hareketleri, reel döviz kuru ve GSYİH değişkenlerine ilişkin üçer aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda kısa vadeli sermaye hareketlerinden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi, kısa vadeli sermaye hareketleri ile döviz kuru arasında ise çift yönlü bir nedensellik ilişkisi bulmuşlardır. Resmi otoritelerin uygulayacakları makroekonomik politikalarda kısa vadeli sermaye hareketleri ve reel döviz kurunun etkilerini göz önünde bulundurmaları gerektiğini ifade etmişlerdir.

Karpuz ve Kızıltan (2014), Türkiye’de 2003:01–2014:03 dönemi için kısa vadeli yabancı yatırımlar ve reel döviz kuru arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik analizi yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışmada portföy hesabı ile diğer yatırımların toplamı alınarak oluşturulan kısa vadeli yabancı yatırım değişkeni ile tüketici fiyatları esas alınarak hesaplanan reel efektif döviz kuru değişkenine ilişkin aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda değişkenler arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi bulmuşlardır. Böylece sermaye girişleri kur üzerinde etki yaratırken bu etki daha sonra sermaye girişlerini de etkileyebilmektedir. Bunun için özellikle kısa vadeli yabancı yatırımlar ile döviz kurunda meydana gelen değişimlerin ekonomide istikrarsızlığa yol açmaması için gerekli önlemlerin alınması gerektiğine dikkat çekmişlerdir. Bu doğrultuda ekonomilerin tasarruflarını artırarak yabancı sermayeye ihtiyaçlarının azaltılması, kısa vadeli yabancı yatırım yerine doğrudan yabancı yatırım şeklinde gerçekleşen uzun vadeli yabancı yatırımların ülkeye çekilmesi, teknolojiye yönelik inovasyon yatırımlarına ağırlık verilerek döviz kazancı elde edilmesi gerektiğini ifade etmişlerdir.

Saraçoğlu, Kuzu ve Kocaoğlu (2015), küresel finansal krizi–ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Banks – FED) çıkış sinyali arası dönem (2008:01–2013:05) ile FED çıkış sinyali sonrası dönemi (2013:06–2015:05) karşılaştırmalı olarak ele almış ve sermaye hareketleri, döviz kuru, enflasyon ve faiz oranı arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Bunun için VAR modeli çerçevesinde Granger nedensellik testi, etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması yöntemlerini kullanmışlardır. Çalışmada sermaye hareketleri, reel döviz kuru, enflasyon ve reel faiz oranı değişkenlerine ilişkin aylık

verilerden yararlanılmıştır. Analiz sonucunda döviz kurlarının sermaye hareketlerinde meydana gelen şoka FED çıkış sinyali öncesi dönemde negatif, FED çıkış sinyali sonrası dönemde ise pozitif tepki gösterdiğini ortaya koymuşlardır. Ayrıca her iki dönemde de döviz kurlarından sermaye hareketlerine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Diğer taraftan sermaye hareketleri değişkeninin her iki dönem için de döviz kurunda meydana gelen değişimleri açıklayabilme gücü zayıf bulunmuştur. Sermaye hareketlerinin ve döviz kurunun ekonomileri olumsuz etkilememesi için resmi otoritelerin faiz oranı aracını doğru bir şekilde kullanması gerektiğine vurgu yapmışlardır.

Berke (2016), Türkiye’de 1994:Q4–2013:Q2 dönemi için sermaye akımlarının oynaklığının reel döviz kuruna etkisini VAR modeli çerçevesinde Granger nedensellik testi, etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması yöntemlerini kullanarak analiz etmiştir. Çalışmada doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımların ağırlıklandırılmış aritmetik ortalaması alınarak ve bu ortalamanın standart sapması hesaplanarak oluşturulmuş olan sermaye akımları oynaklık endeksi, reel efektif döviz kuru, kişi başına reel GSYİH, dış ticaret hadleri, kamu yatırımlarının GSYİH’ye oranı ve kamu tüketiminin GSYİH’ye oranı değişkenlerine ilişkin üçer aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda sermaye akımlarının oynaklığında yaşanan bir artışın reel döviz kuruna değer kaybettirdiğine yönelik bulgulara ulaşmıştır. Böylece sermaye hareketlerindeki değişimler döviz kuru istikrarının sağlanması için ele alınması gereken önemli bir dinamik olarak belirlenmiştir. Buradan hareketle sermaye hareketlerine yönelik politika önerilerinde bulunulmuştur. Buna göre sermaye akımlarındaki oynaklığın ekonomilerde yol açacağı olumsuz sonuçların önlenmesi için sermaye kontrolleri ve makro ihtiyatlı politika araçları gibi farklı türden araçların kullanılması gerektiği vurgulanmıştır.

Organ ve Berk (2016), Türkiye ekonomisinde 2005:01–2014:12 dönemi için kısa vadeli sermaye hareketleri ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi VAR modeline dayalı olarak etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması yöntemleriyle araştırmışlardır. Çalışmada portföy ve kısa vadeli yabancı yatırımların toplamı olarak kısa vadeli sermaye hareketi, döviz kuru, yurt içi faiz oranı ve yurt dışı faiz oranı değişkenlerine yönelik aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen bir şokun döviz kurunu %4 seviyesinde düşürdüğünü ve gelecek dönemde döviz kurunu etkileyen en önemli değişkenin kısa vadeli sermaye hareketleri olduğunu bulmuşlardır.

Çalışmada ayrıca spekülâtif amaçlı sermaye hareketlerinin döviz kurlarındaki istikrar bozucu etkisini önlemek için uygulanan Tobin vergisinin etkinliğini değerlendirmişlerdir. Tobin vergisinin tüm dünyada aynı oranda ve biçimde uygulanmasının spekülâtif amaçlı gerçekleşen sermaye hareketlerinin maliyetini artıracaklarını böylece döviz piyasasındaki oynaklığın azaltılacağını ifade etmişlerdir. Aksi takdirde sermaye hareketlerinin kurlar üzerinden ekonomide önemli sorunlar yaratacağına işaret edilmiştir.

Arslan ve Çiçek (2017), Türkiye’de 2006:Q1–2016:Q4 dönemi için yabancı portföy yatırımları ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi VAR modeli kapsamında etki tepki fonksiyonu ve varyans ayrıştırması yöntemlerini kullanarak incelemişlerdir. Ayrıca bu kapsamda yabancı portföy yatırımları için Tobin vergisinin etkinliğini ve gerekliliğini değerlendirmişlerdir. Çalışmada yabancı portföy yatırımları, reel döviz kuru ve yurt içi faiz oranı değişkenlerine yönelik üçer aylık veriler kullanılarak analiz yapılmıştır. Analiz sonucunda yabancı portföy yatırımlarında yaşanan bir şokun döviz kurları üzerinde %3 seviyesinde düşürücü bir etkisinin olduğunu ve yabancı portföy yatırımları değişkeninin ileriki dönemler için döviz kurunu %38’lik pay ile etkilemesi beklenen en önemli değişken olduğunu tespit etmişlerdir. Bu bulgular doğrultusunda yabancı portföy yatırımlarının döviz kuru üzerinde etkili olduğunu ifade etmişlerdir.

Apaydın ve Şahin (2017), kısa vadeli sermaye akımlarının iktisadi dalgalanmalar üzerindeki etkisini 1992:Q1–2007:Q3 dönemi için yapısal vektör otoregresyon modelini (Structural Vector Autoregression – SVAR) kullanarak analiz etmişlerdir. Çalışmada hisse senetlerine yapılan yatırımlar, bankalara ve diğer sektörlerle kısa vadeli krediler, banka ve diğer sektörlerdeki mevduat ve sıcak para kapsamında değerlendirilen kısa vadeli sermaye hareketleri, reel döviz kuru ve reel GSYİH değişkenlerine ilişkin üçer aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel döviz kuru üzerinden ekonominin reel kesiminde önemli dalgalanmalara neden olduğunu tespit etmişlerdir.

Türkiye’ye yönelik sermaye hareketlerinin yarattığı ekonomik etkilere ilişkin olarak bazı çalışmalarda orta ve uzun vadeli analizler çerçevesinde kur üzerinden diğer makroekonomik göstergelerde yaratılan değişimler de ortaya konmuştur. Burada özellikle sermaye girişlerinin kur vasıtası ile cari işlemler hesabında oluşturduğu açıklar

üzerinde durulmuştur. Ayrıca sermaye hareketlerinin dış borç stoku ve bankacılık sektöründeki dış yükümlülükler üzerinde yarattığı baskılar da ele alınmıştır.

Çeviş ve Kadılar (2001), Türkiye ekonomisinde 1989:10–1997:09 dönemi için kısa vadeli sermaye girişlerinin seçili makroekonomik göstergeler üzerindeki etkisini VAR modelini kullanarak analiz etmişlerdir. Çalışmada kısa vadeli net dış borç, banka rezervleri, ödemeler dengesi, Türk bankacılık sektöründeki döviz mevduatları, destekli bütçe açığı, reel döviz kuru ve cari denge değişkenlerine ilişkin aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda yüksek faiz-düşük kur (sıcak para) politikasının kısa vadeli sermaye girişlerinin temel nedeni olduğu kanısına varmışlardır. Bu doğrultuda kısa vadeli sermaye girişlerinin döviz kurunu düşürerek TL'nin değerlenmesine yol açtığı bu durumun da cari işlemler dengesini olumsuz etkilediği belirlenmiştir. Bunun yanında yüksek faiz oranlarının kamu kesiminin borçlarını artırdığını bunun da finansal disiplini olumsuz etkilediğini ifade etmişlerdir. Cari açıkların ve bütçe açıklarının kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilmesi durumunda yaratılan risklerin bir süre sonra ani sermaye çıkışlarına bağlı olarak finansal ve reel sektörde krizler yaşanabileceğine işaret etmişlerdir.

Balkan, Biçer ve Yeldan (2002), Türkiye'de 1992–2001 dönemi için kısa vadeli finansal sermaye girişleri ile seçili makroekonomik göstergeler arasındaki ilişkiyi zaman serisi, çoklu regresyon modeli çerçevesinde araştırmışlardır. Çalışmada kısa vadeli finansal sermaye girişleri, reel döviz kuru, BİST–100, reel faiz oranı, sanayi üretim endeksi, ticari açıklık değişkenlerine ilişkin aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda finansal sermaye girişleri ile sanayi üretim endeksi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca finansal sermaye girişlerindeki yükselişin yerli paranın değerlenmesine yol açarak cari açığı artırdığını belirlemişlerdir. Sermaye girişleri ile borsa endeksinin bir aylık gecikmeli değeri ile pozitif ilişkili olduğunu son olarak finansal sermaye girişleri ile sabit getirili yatırımlar arasında da pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Emil ve Vehbi (2003), Türkiye'de 1987:01–2002:04 dönemi için sermaye hareketlerindeki serbestleşme sonrası sermaye hareketlerinin ekonomi üzerindeki etkilerini Granger nedensellik testi yöntemiyle araştırmışlardır. Çalışmada sermaye hareketleri, tüketim, yatırım, kredi, GSYİH, reel döviz kuru ve cari işlemler dengesi

değişkenlerine ilişkin aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda sermaye girişlerinin tüketimi ve yatırımı tetikleyerek ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediğini tespit etmişlerdir. Ayrıca sermaye girişlerinin reel döviz kurunu etkilediği bulgusuna ulaşmışlardır. Sermaye girişi sonrasında reel kurdaki değerlenmenin cari açığı artırdığını belirtmişlerdir. Sermaye hareketlerinin ekonomi üzerinde yol açacağı sorunların giderilmesine yönelik politikaların uygulanması gerektiğine ve sermaye hareketlerinden ekonominin maksimum fayda sağlayacağı şekilde yararlanılması gerektiğine vurgu yapılmıştır.

İnsel ve Sungur (2003), Türkiye’de 1989:Q3–1999:Q4 dönemi için farklı türdeki sermaye akımlarının seçili makroekonomik göstergeler üzerindeki etkilerini korelasyon analizi, Granger nedensellik testi, en küçük kareler yöntemi, otoregresif koşullu değişen varyans (Autoregressive Conditional Heteroskedasticity – ARCH) ve genelleştirilmiş otoregresif koşullu değişen varyans (Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity – GARCH) yöntemlerini kullanarak analiz etmişlerdir. Çalışmada kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları, doğrudan sermaye yatırımları, diğer uzun vadeli sermaye yatırımları, GSMH, bütçe açığı, tüketim, yatırım, tasarruf, ithalat, ihracat, cari açık, dış borç, M1, M2, M2Y, rezerv para, merkez bankası parası, mevduat bankası kredileri, nominal ve reel DİBS faiz oranları, nominal ve reel döviz kuru, Toptan eşya fiyat endeksi (TEFE), çekirdek enflasyon, resmi rezervler değişkenlerine ait üçer aylık veriler kullanılmıştır. Sonuçlar yalnızca doğrudan yabancı sermaye girişlerinin ekonomik büyümeye neden olduğunu, diğer sermaye girişleri ile büyüme arasında ilişkinin bulunmadığını göstermiştir. Diğer yandan kısa vadeli sermaye girişlerinin kamu sektörü nihai tüketimini, özel sektör sabit sermaye yatırımlarını, DİBS faiz oranlarını, resmi rezervleri, enflasyonu artırdığı bulgusuna ulaşmışlardır. Ayrıca kısa vadeli sermaye girişlerinin yerli parayı değerlendirerek ithalatta artışa yol açıp cari açığı yükselttiği bulgusuna ulaşmışlardır. Portföy yatırımları şeklindeki sermaye girişlerinin ise yatırımları, tasarrufları, M2Y’yi, döviz kurunu ve enflasyonu etkilediğine ilişkin bulgular elde etmişlerdir. Son olarak koşullu varyans modelleri doğrultusunda sermaye akımlarının reel ve finansal göstergelerde oynaklıkları artırdığını gözlemlemişlerdir.

Berument ve Dinçer (2004), Türkiye’de 1992:01–2001:06 dönemi için sermaye akımlarının makroekonomik performans üzerindeki etkilerini VAR modelini kullanarak

araştırmışlardır. Çalışmada sermaye girişi, reel döviz kuru, bankalar arası gecelik faiz oranı, TÜFE, M2, GSYİH değişkenlerine ilişkin aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda sermaye girişlerindeki artışın döviz kurunu düşürerek yerli parayı reel olarak değerlendirdiğini, faiz ve enflasyon oranlarını düşürdüğünü, para arzını ve ekonomik büyümeyi artırdığını tespit etmişlerdir. Resmi otoritelerin sermaye girişlerini teşvik edici ve sermaye girişlerinde istikrar sağlayıcı politikalar uygulaması gerektiğine vurgu yapılmıştır. Buna göre doğrudan yabancı yatırımların uzun vadeli ve istikrarlı oldukları için portföy yatırımlarına göre daha çok tercih edilmesi gerektiği belirtilmiştir. Böylece ülkeye doğrudan yabancı yatırımları çekecek koşulların yaratılmasına ilişkin politikaların bir an önce hayata geçirilmesinin sermaye hareketlerinin yönetim politikalarının önemli bir ayağını oluşturduğu ortaya konmuştur.

İnandım (2005), kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kurları arasındaki etkileşimi 1995–2005 dönemine ilişkin veriler üzerinden Kalman ve HP filtreleme, Granger nedensellik testi ve regresyon yöntemlerini kullanarak araştırmıştır. Çalışmada kısa vadeli yabancı sermaye, sıcak para, doğrudan yabancı yatırım, reel efektif döviz kuru değişkenlerine yönelik aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda kısa vadeli sermaye hareketleri ve sıcak para akımlarından döviz kuruna doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Diğer bir ifadeyle kısa vadeli sermaye hareketleri ve sıcak para akımlarının denge reel döviz kurundan sapmaları etkilediği tespit edilmiştir. Ayrıca kısa vadeli sermaye hareketleri ve sıcak para akımlarının ilgili dönemde sabit döviz kuru rejiminin uygulandığı yıllarda daha olumsuz etkilerinin olduğu ortaya konulmuştur. Doğrudan yabancı yatırımların ise ilgili dönemde denge reel döviz kuru üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamıştır. Dalgalı döviz kuru rejiminde döviz kurlarının kısa vadeli sermaye hareketlerine aşırı bir duyarlılığının olmadığı gözlemlemekle birlikte kısa vadeli sermaye hareketlerinin başta döviz kuru olmak üzere makroekonomik göstergeleri olumsuz etkilediğine de vurgu yapılmıştır. Fayda maliyet analizi doğrultusunda yapılacak uygulamalarla istikrarlı ve uzun vadeli yapıda olan sermayenin ülkeye geleceği belirtilmiştir. Bunun da döviz kuru ve diğer makroekonomik göstergeleri olumsuz etkilemeyeceği vurgulanmıştır.

Çimenoglu ve Yentürk (2005), Türkiye’de 1987–2002 dönemi için uluslararası sermaye akımları ile tüketim harcamaları ve reel döviz kuru arasındaki ilişkiyi analiz

etmiştir. Ayrıca 1990–2002 dönemi için uluslararası sermaye akımları ile tüketim ve yatırım arasındaki ilişki de araştırılmıştır. Analizlerde VAR yöntemi kullanılarak gerçekleştirilen incelemelerde sermaye girişleri, reel döviz kuru, özel tüketim ve yatırım değişkenlerine ilişkin üçer aylık veriler kullanılmıştır. Analizler sonucunda sermaye girişlerinin özel tüketimi ve yatırımları artırdığı ve döviz kurunu düşürerek yerli parayı reel olarak değerlendirdiği bulgularına ulaşmışlardır. Uluslararası sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerinden cari açık sorununa yol açarak ekonomide kriz ortamının doğmasına yol açabileceğini vurgulamışlardır.

Apak, Uçak ve Uzunoğlu (2006), Türkiye ekonomisinde 1991–2005 dönemi için sıcak para girişleri, GSYİH ve reel döviz kuru arasındaki ilişkiyi VAR Granger nedensellik testi yöntemini kullanarak araştırmışlardır. Çalışmada sıcak para girişleri, GSYİH ve reel döviz kuru değişkenlerine yönelik veriler kullanılmışlardır. Analiz sonucunda sıcak para girişlerinin sıcak para şeklinde ülkeye giren finansal sermaye akımlarının reel döviz kuru ve GSYİH üzerinde etkili olduğunu tespit etmişlerdir. Diğer yandan sıcak para girişlerinden etkilenen reel döviz kurunun da GSYİH üzerinde etkili olduğuna yönelik bulgulara ulaşmışlardır. Böylece sıcak para şeklinde ülkeye yönelen sermaye ekonomik büyümede bir canlanma yaratmasına rağmen reel döviz kuru üzerinde de önemli risklerin doğmasına neden olmaktadır.

Şengönül, Altıok ve Gürbüz (2007), kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik etkilerini 1990:Q1–2005:Q3 dönemi için VAR modeli kapsamında etki tepki fonksiyonları yöntemini kullanarak araştırmışlardır. Çalışmada net kısa vadeli sermaye girişi, özel kesim tüketim ve yatırım talebi, reel GSYİH, bankalar arası gecelik reel faiz oranı, reel döviz kuru indeksi, enflasyon oranı, net ihracat değişkenlerine ilişkin üçer aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda kısa vadeli sermaye hareketlerinin tüketim ve yatırımları etkileyerek GSYİH’de kısa süreli artışa neden olduğunu ayrıca kurları etkileyerek yerli paranın değer kazanmasına yol açtığını bunun da dış ticaret dengesini olumsuz etkilediğini tespit etmişlerdir. Diğer yandan kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin uzun dönemde faiz oranlarını artırdığı fakat enflasyon ile anlamlı bir ilişkisinin olmadığı bulgusuna ulaşmışlardır. Kısa vadeli yabancı sermayenin sahip olduğu özelliklerden dolayı ülkeye girişlerinin ekonomide istikrarsızlığa ve kriz ortamının yaşanmasına zemin hazırladığını belirtmişlerdir.

Kıran (2007), Türkiye’de 1992:01–2006:10 dönemi için reel döviz kuru ile kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi vektör hata düzeltme modeli (Vector Error Correction Model – VECM) ve VAR modelleri çerçevesinde analiz etmiştir. Çalışmada portföy yatırımları ile diğer kısa vadeli yatırımların toplanmasıyla oluşturulan kısa vadeli sermaye hareketleri, doğrudan yatırımlar ile diğer uzun vadeli yatırımların toplanmasıyla uzun vadeli sermaye hareketleri, reel efektif döviz kuru değişkenlerine ilişkin aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda uzun dönemde reel döviz kurunun hem kısa vadeli hem de uzun vadeli sermaye hareketleri ile ilişkili olduğunu tespit etmiştir. Ayrıca reel döviz kurunda meydana gelen bir birim standart sapmalık şoka kısa vadeli sermaye hareketlerinin göstermiş olduğu tepkinin uzun vadeli sermaye hareketlerinin göstermiş olduğu tepkiye göre daha uzun süreli olduğu gözlemlenmiştir. Bu doğrultuda kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel döviz kurundaki değişimlere daha duyarlı olduğu belirlenmiştir.

Keskin (2008), Türkiye’de 1992:01–2007:07 dönemi için finansal sermaye hareketlerinin seçilmiş makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisini sınır testi ve ARDL yöntemi ile araştırmıştır. Çalışmada portföy yatırımları, kısa vadeli sermaye hareketleri, reel döviz kuru endeksi, cari işlemler dengesi, TCMB döviz rezervleri, M2 para arzı, DİBS faiz oranı, aylık mevduat faiz oranı, İMKB–100 endeksi, İMKB işlem hacmi değişkenlerine yönelik aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye hareketlerinin uzun dönemde kurları etkilediği ve ulusal paranın reel olarak değer kazandığı tespit edilmiştir. Bu durumun da cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Diğer yandan söz konusu finansal sermaye hareketleri ile para arzı arasında uzun dönemde bir ilişki bulunamamış fakat faiz oranları ile bir ilişkinin olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Ayrıca portföy yatırımlarının uzun dönemde TCMB döviz rezervleri, İMKB endeksinin getirisi ve İMKB işlem hacmi üzerinde artırıcı bir etkisinin olduğu gözlemlenmiştir. Finansal sermaye hareketlerinin ülke ekonomileri üzerinde olumlu etkilerinin yanında olumsuz etkilerinin de olduğu vurgulanmıştır. Ayrıca ülkedeki kaynakların etkin ve verimli kullanılarak ihracata dayalı büyümenin sağlanması gerektiğine işaret edilmiştir. Bu şekilde ihracat gelirlerinin tasarrufta ve yeni üretim alanlarında kullanılması ile finansal sermaye hareketlerine olan bağımlılığın azaltılacağına dikkat çekilmiştir.

Karahan ve olak (2011), Türkiye’de 1992:Q1–2010:Q4 dönemi için finansal sermaye girişlerinin ekonomik büyüme ve döviz kurları üzerindeki etkisini VAR modeline dayalı olarak etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması yöntemleri çerçevesinde araştırmışlardır. Çalışmada portföy yatırımları ile banka kredileri toplamından oluşan finansal sermaye girişleri, reel döviz kuru ve ekonomik büyüme değişkenlerine ilişkin üçer aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda finansal sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi tetiklediği ve reel döviz kurunu değerlendirdiği bulgusuna ulaşmışlardır. Bunun için sermaye girişlerinin döviz kurunu değerlendirmesine bağlı olarak ithalat üzerinden cari açık sorununun yaşanmasını önleyecek politikalar yürütülmesi gerektiği ifade edilmiştir.

Yılmaz (2014), Türkiye’de 1992:Q1–2013:Q3 dönemi için finansal sermaye hareketlerinin makroekonomik göstergeler üzerindeki etkisini VAR modelini kullanarak araştırmıştır. Çalışmada kısa vadeli sermaye girişleri, kamu ve özel sektör borç senetlerine gelen portföy yatırımları, BİST’e gelen portföy yatırımları, sıcak para hareketleri, reel döviz kuru endeksi, GSYİH, cari açık, DİBS faiz oranları ve TÜFE değişkenlerine yönelik üçer aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda döviz kuru üzerinde kısa vadeli sermaye akımlarının negatif, portföy yatırımları ile sıcak para hareketlerinin ise pozitif etkisinin olduğunu fakat bu etkilerin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını tespit etmiştir. Bunun yanında kısa vadeli sermaye hareketleri ve portföy yatırımları şeklinde ülkeye gelen finansal sermayenin cari açığı artırdığı bulgusuna ulaşmıştır. Böylece, cari açığın azaltılması için ülkeye gelen finansal sermayenin ihracata yönelik üretim yapılacaağı alanlara yönlendirilmesi gerektiğine vurgu yapılmıştır. Bunlara ek olarak analiz sonucunda ekonomik büyüme üzerinde kısa vadeli sermaye hareketleri ile portföy yatırımlarının negatif, sıcak para hareketlerinin ise pozitif etkisinin olduğu ortaya konmuştur. Ayrıca DİBS’ye yapılan portföy yatırımlarının bir gecikmeli değerinin DİBS faiz oranları üzerinde negatif bir etkisinin olduğu gösterilmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: EKONOMETRİK ANALİZ

1. TÜRKİYE’DE FİNANSAL SERMAYE HAREKETLERİ VE DÖVİZ KURU İLİŞKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

Çalışmanın bu bölümünde Türkiye’ye yönelik finansal sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerinde yarattığı etkiler ampirik olarak incelenecektir. Bu doğrultuda ilk olarak araştırmanın modellerine ilişkin bilgi verilecektir. İkinci olarak ekonometrik analizde kullanılan veri setine ait açıklamalarda bulunulacaktır. Daha sonra araştırmanın ampirik analiz yöntemine ait teorik bilgiler sunulacaktır. En son olarak ekonometrik çalışmada ulaşılan ampirik bulgulara ve yorumlara yer verilecektir.

1.1. Araştırma Modelleri

Çalışmada Türkiye’ye yönelik finansal sermaye hareketleri ve döviz kuru arasındaki ilişki iki model çerçevesinde analiz edilecektir. Burada ilk olarak döviz piyasasında oluşan kur seviyesi üzerinde dış ticaret faaliyetlerinin ve finansal sermaye hareketlerinin etkileri belirlenecektir. İkinci olarak ise portföy yatırımları ve diğer yatırımlar şeklinde gerçekleşen finansal sermaye hareketlerinin hangi türünün kur seviyesi üzerinde daha etkili olduğu analiz edilecektir. Bu çerçevede aşağıdaki Denklem (3.1)’de gösterildiği şekilde reel döviz kuru üzerinde etkisi olan dört adet bağımsız değişkenin etkisi ampirik olarak incelenecektir.

$$DK = f(FS, PY, DY, NX) \quad (3.1)$$

Yukarıdaki Denklem (3.1)’de ifade edilen modelde reel efektif döviz kuru (DK) bağımlı değişken olarak yer alırken, portföy yatırımları ile diğer yatırımların toplamından oluşan finansal sermaye hareketleri (FS), portföy yatırımları (PY), diğer yatırımlar (DY) ve net ihracat (NX) ise bağımsız değişken olarak yer almaktadır.

Ampirik analizde Model 1 çerçevesinde döviz kurunun temel dinamiklerinin belirlenmesi çerçevesinde döviz piyasasında uluslararası ticaretten doğan faaliyetlerin mi yoksa uluslararası finansal sermaye hareketlerinden doğan işlemlerin mi daha etkili olduğu belirlenecektir. Model 2 çerçevesinde ise finansal sermaye hareketlerinin türlerine göre döviz kuru üzerinde yarattığı etkiler analiz edilecektir. Bunun için portföy yatırımları ile diğer yatırımların kur üzerinde oluşturduğu etkiler incelenecektir.

Model 1: Döviz Kurunun Temel Dinamikleri

$$DK = f(FS, NX) \quad (3.2)$$

Yukarıda ifade edilen Model 1 çerçevesinde belirlendiği ve Denklem (3.2)'de gösterildiği şekilde çalışmada ampirik olarak öncelikle Türkiye'de döviz kurunun temel dinamikleri araştırılacaktır. Bilindiği gibi döviz kuru döviz piyasasındaki arz ve talep güçleri tarafından belirlenmektedir. Burada arz ve talep güçlerini belirleyen en önemli dinamik de uluslararası ticari faaliyetler ile uluslararası finansal sermaye hareketlerinden kaynaklanmaktadır.

Uluslararası ticari faaliyetler bağlamında ithalat yapan birimler döviz piyasasında döviz talebi yaratan önemli bir ekonomik kesimi oluşturmaktadır. Öte yandan ihracatçı sektörler ise ekonomiye döviz kazandıran üretici bir güç olarak döviz piyasasında döviz arzının önemli bir kaynağını oluşturmaktadır. Böylece uluslararası ticari işlemlerle ilgili olarak döviz piyasasında ithalat faaliyetleri döviz talebinin ihracat faaliyetleri ise döviz arzının bir unsuru olarak kabul edilebilir.

Döviz piyasasındaki işlemler sadece uluslararası ticari faaliyetlerinden doğmaz. Aynı zamanda uluslararası sermaye hareketleri de döviz piyasasında arz ve talep güçlerine kaynaklık yapabilmektedir. Buna göre ülkeye sermaye girişi sürecinde döviz piyasasında önemli miktarda döviz arzı olmaktadır. Çünkü bu süreçte yerli para üzerinden sağlanan yüksek finansal getiriye elde etmek için yabancılar ellerindeki dövizleri yerli para ile değiştirmek ister. Bunun yanında ülkeden sermaye çıkışı sürecinde yabancılar ellerindeki yerli parayı döviz ile değiştirmek istediğinden döviz piyasasında döviz talebi yükselir.

Böylece döviz piyasasında oluşan döviz arz ve talep güçlerini uluslararası ticari faaliyetler ve sermaye hareketleri çerçevesinde belirlemek mümkündür. Bu şekilde aynı zamanda döviz kurunun oluşum sürecinde rol oynayan temel dinamiklerde ortaya konabilir. Buna göre döviz piyasasında uluslararası ticaret ile ilgili olarak net ihracat (NX) ve uluslararası sermaye hareketleri ile ilgili olarak net finansal sermaye hareketleri (FS) döviz talep ve arzını dolayısı ile kur seviyesini (DK) belirleyen faktörler olarak ele alınmıştır. Buradan hareketle uluslararası ticari ve finansal sermaye hareketlerinin kur üzerindeki etkileri belirlenmeye çalışılacaktır.

Model 2: Döviz Kuru ve Finansal Sermaye Hareketleri İlişkisi

$$DK = f(PY, DY) \quad (3.3)$$

Yukarıda ifade edilen Model 2 çerçevesinde belirlendiği ve Denklem (3.3)'te gösterildiği gibi finansal sermaye hareketlerinin kur üzerine etkisi portföy yatırımları (PY) ile diğer yatırımlar (DY) ayrımı ile incelenmiştir. Böylece daha önceki modelde ortaya konan finansal sermaye hareketleri ve döviz kuru ilişkisi daha ayrıntılı bir biçimde analiz edilmiştir. Bu kapsamda finansal sermaye hareketlerinin iki türü olan portföy yatırımları ile diğer yatırımların döviz kuru üzerindeki göreceli etkileri incelenmiştir.

Portföy yatırımları, fon sahiplerinin sermaye piyasalarında faiz ve temettü kazancı elde etmek için hisse senedi, tahvil ve borç senedi gibi finansal enstrümanlara yapmış oldukları yatırımlar şeklinde ifade edilmektedir. Bu şekilde portföy yatırımları sermaye piyasalarında kullanılan menkul kıymet üzerinden gerçekleştirilen finansal sermaye hareketlerini temsil etmektedir. Sermaye piyasasındaki finansal enstrümanlara yönelik yapılan portföy yatırımlarının likiditesinin yüksek olması nedeniyle ülkelere ani giriş ve çıkış yapabilmektedir. Bunun için portföy yatırımlarındaki gelişmeler kurlar üzerinde dalgalanma yaratan önemli bir dinamiğe sahip olmaktadır. Menkul kıymet getirilerinde artış beklendiğinde ülkeye giren portföy yatırımları döviz arzı aksi durumda ise ülkeden çıkan portföy yatırımları döviz talebi yaratmaktadır. Modelde giriş ve çıkış göz önüne alınarak net portföy yatırımı göz önüne alınmıştır.

Bir ülkeye yönelik finansal sermaye hareketlerinin önemli bir kısmını da diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketleri oluşturmaktadır. Diğer yatırımlar şeklinde bir ülkeye gelen sermaye finansal kesim içinde bankaların aracılık ettiği para piyasalarında faaliyet göstermektedir. Böylece diğer yatırımlar çerçevesinde yatırımda bulunan fon sahipleri para piyasası araçlarına yatırım yapmaktadır. Özellikle bankacılık ağırlıklı finansal sisteme sahip olan ülkelerde diğer yatırımlar önem kazanmaktadır. Buna göre özellikle yüksek mevduat faizi verildiği dönemlerde diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinde yaşanan artış ile döviz piyasasında döviz arzı artmaktadır. Aksi durumda ise diğer yatırımlar şeklindeki sermaye çıkışları döviz piyasasında önemli bir döviz talebi yaratabilmektedir. Yukarıda belirtilen modelde giriş ve çıkışlar göz önüne alınarak diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketleri net değer olarak ele alınmıştır.

1.2. Veri Seti

Çalışmada, 2009:Q1–2019:Q4 dönemi için Türkiye’de finansal sermaye hareketleri ve döviz kuru arasındaki ilişki üçer aylık veriler kullanılarak gecikmesi dağıtılmış otoregresif model (Autoregressive Distributed Lag – ARDL) yöntemiyle analiz edilecektir. Çalışmada 2008 küresel finans krizi sonrasındaki döneminin araştırılması hedeflendiği için başlangıç yılı 2009 olarak seçilmiştir. Analiz döneminin 2019 ile son bulmasında ilk kez 2019 Aralık ayında Çin’in Wuhan kentinde ortaya çıkan Corona virüsü salgınının (COVID-19) tüm dünyaya yayılması ile dünya ekonomilerinde kriz belirtilerinin yaşanması etkili olmuştur.

Çalışmada reel efektif döviz kuru değişkeni dışındaki tüm değişkenler gayri safi yurt içi hasılaya (GSYİH) oranlanarak analiz edilmiştir. GSYİH’ye ilişkin de üçer aylık veri setine ulaşıldığı için çalışmada üçer aylık veri seti kullanılmıştır. Çalışmada kullanılacak değişkenlere ilişkin veri setleri TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi’nden (EVDS) elde edilmiştir. Çalışmada değişkenlerle ilgili verilerin zaman serisi özelliklerinin analiz edilmesinde ve modelin tahmin edilmesinde E-Views ekonometri paket programından yararlanılmıştır. Türkiye’de finansal sermaye hareketleri ve döviz kuru ilişkisinin araştırılacağı çalışmada modelde kullanılan değişkenlerin kısaltmaları ve açıklamaları Tablo 3.1’de gösterilmiştir.

Tablo 3.1. Değişkenlerin Tanımlaması

Kısaltma	Açıklama	Kaynak
DK	TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100)	TCMB-EVDS
FS	Net Finansal Sermaye Hareketleri (% GSYİH)	TCMB-EVDS
PY	Net Portföy Yatırımları (% GSYİH)	TCMB-EVDS
DY	Net Diğer Yatırımlar (% GSYİH)	TCMB-EVDS
NX	Net İhracat (% GSYİH)	TCMB-EVDS

Çalışmada reel efektif döviz kuru (DK) bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Reel efektif döviz kurunda meydana gelebilecek dalgalanmalar ekonomilerde önemli makroekonomik dengeler üzerinde önemli etkiler gösterebilmektedir. Ayrıca reel efektif döviz kuru bir ekonomiye dış ticarete önemli bir rekabet gücü sağlamaktadır. Bu nedenle reel efektif döviz kurunda meydana gelen yükselişler veya düşüşler bir ekonominin uluslararası ticaretteki rekabet gücünü ve dolayısıyla dış ticaret hacmini etkileyebilmektedir.

Net finansal sermaye hareketleri (FS) çalışmadaki ilk bağımsız değişkendir. Net finansal sermaye hareketleri serisi ödemeler dengesi istatistiklerinde yer alan finans hesabı kaleminden net portföy ve net diğer yatırımların toplamı alınarak oluşturulmuş ve milyon ABD doları cinsinden ifade edilmektedir. Seri, net finansal sermaye hareketlerinin GSYİH'ye oranlanmış haliyle modele eklenmiştir.

İkinci bağımsız değişken net portföy yatırımlarıdır (PY). Net portföy yatırımları serisi ödemeler dengesi istatistiklerinde yer alan finans hesabı kaleminden alınmıştır ve Milyon ABD doları cinsinden ifade edilmektedir. Seri, net portföy yatırımlarının GSYİH'ye oranlanmış haliyle modele eklenmiştir.

Üçüncü bağımsız değişken net diğer yatırımlardır (DY). Net diğer yatırımlar serisi ödemeler dengesi istatistiklerinde yer alan finans hesabı kaleminden alınmıştır ve Milyon ABD doları cinsinden ifade edilmektedir. Seri, net diğer yatırımların GSYİH'ye oranlanmış haliyle modele eklenmiştir.

Dördüncü ve son bağımsız değişken ise net ihracattır (NX). Net ihracat serisi ödemeler dengesi istatistiklerinde yer alan cari işlemler hesabı kaleminden alınmıştır ve Milyon ABD doları cinsinden ifade edilmektedir. Seri, net ihracatın GSYİH'ye oranlanmış haliyle modele eklenmiştir.

1.3. Ekonometrik Analiz Yöntemi

Çalışmanın yöntem kısmında ilk olarak analizde kullanılan değişkenlerin kaçınıcı dereceden bütünleşik olduklarının tespit edilmesi için uygulanacak olan durağanlık analizi ile ilgili bilgiler sunulacaktır. Bu doğrultuda serilerin durağanlık sınamasında kullanılan Genişletilmiş Dickey ve Fuller (ADF), Phillips ve Perron (PP) ve Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin (KPSS) birim kök testlerine ilişkin açıklamalarda bulunulacaktır. İkinci olarak ARDL analiz yöntemi hakkında açıklamalar yapılacaktır. Bu doğrultuda da ilk olarak değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin ortaya konulmasında kullanılan ARDL sınır testi yaklaşımı açıklanacaktır. Daha sonra ise modelde kullanılan değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisi gösteren katsayılar tahmin edilecektir. En son olarak ise değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişkilere yönelik tahminler yapılacaktır. Böylece sermaye hareketleri ve döviz kuru arasındaki ilişki dinamik bir analiz çerçevesinde ortaya konulacaktır.

1.3.1. Durağanlık Analizi

Durağan (stationary) veya durağan olmama (nonstationary) durumu zaman serilerinin en önemli yönlerinden biri olarak görülmektedir. Zaman serisi ekonometrisinde oluşturulan modellerin etkin ve tutarlı bir şekilde tahmin edilebilmesi için modelde kullanılacak değişkenlerin durağan bir yapıda olması diğer bir ifadeyle birim kök içermemesi gerekmektedir. Değişkenlere ilişkin oluşturulan zaman serilerinde trend bulunması durumunda değişkenler arasındaki ilişki gerçeği yansıtmayacak ve söz konusu ilişki sahte regresyonu (spurious regression) yansıtabilecektir (Tarı, 2015: 374).

Durağanlık analizlerinde amaç değişkenlerin ortalamasında, varyansında ve ortak varyansında zaman içerisinde bir değişiklik olup olmadığının belirlenmesidir. Durağanlık “ortalaması ile varyansında zaman içinde bir değişiklik olmayan ve iki dönem arasındaki ortak varyansı, bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olan süreç” olarak tanımlamaktadır. Buna göre (Y_t) zaman serisi için durağanlık şartlarının sıralanışı (3.4), (3.5) ve (3.6) numaralı denklemlerde gösterilmektedir (Gujarati, 1999: 712-713).

$$\text{Ortalama: } E(Y_t) = \mu \quad (3.4)$$

$$\text{Varyans : } \text{var}(Y_t) = E(Y_t - \mu)^2 = \sigma^2 \quad (3.5)$$

$$\text{Ortak Varyans : } \gamma_k = E[(Y_t - \mu)(Y_{t+k} - \mu)] \quad (3.6)$$

Yukarıda (3.6) numaralı denklemdeki (k) gecikme mesafesini, (γ_k) aralarında (k) dönem fark olan iki (Y) değeri (Y_t, Y_{t+k}) arasındaki kovaryansı ifade etmektedir. Zaman serisi için durağanlık şartlarının gösterildiği (3.4), (3.5) ve (3.6) numaralı denklemlerde gösterilen koşullardan birinin veya birkaçının sağlanamadığı durumda serinin durağan olmadığı anlaşılmaktadır. Böyle bir durumda zaman serisinin sabit ortalama etrafında dağılmadığı veya stokastik sürecin özelliklerinin zaman içinde değiştiği gözlemlenmektedir (Sevüktekin ve Çınar, 2017: 70). Analizde durağan olmayan serilerin kullanılması tahmin yapılırken sahte regresyona neden olmakta ve durağan olmayan serilerle yapılan analizlerden güven vermeyen ve sahte ilişki içeren sonuçlar elde edilebilmektedir. Elde edilen bulgulardan yüksek bir (R^2) ve anlamlı (t) istatistiklerine

ulaşılmış olsa da Durbin-Watson istatistik değerlerinin küçük olduğuna ulaşılması sahte regresyonun varlığına işaret etmektedir (Halaç ve Kuştepeli, 2003: 90).

Ampirik çalışmalarda serilerin durağan olup olmadıklarını test etmek için birim kök testleri yapılarak serilerin birim kök içerip içermedikleri analiz edilmektedir. Durağan olan bir zaman serisi $I(0)$ şeklinde gösterilmektedir. Durağan olmayan zaman serileri ise fark alma işlemi ile durağan hale getirilmektedir. Birinci farkı alındığında durağan hale gelen bir zaman serisi $I(1)$ şeklinde gösterilmekte ve bu seriye birinci dereceden bütünleşik (entegre) seri adı verilmektedir. Aynı şekilde ikinci farkı alındığında durağan hale gelen bir zaman serisi $I(2)$ şeklinde gösterilmekte ve bu seriye ikinci dereceden bütünleşik (entegre) seri denilmektedir. Genel olarak bir zaman serisinin durağan hale getirilmesi için (d) defa farkının alınması gerekiyorsa serinin (d) sayısınca farkı alınır ve $I(d)$ şeklinde gösterilen bu seri (d)'inci dereceden bütünleşik (entegre) seri olarak adlandırılmaktadır (Johnston ve Dinardo, 1997: 220; Gujarati, 1999: 719).

Literatürde serilerin durağanlığını test etmek amacıyla Augmente Dickey Fuller (ADF), Phillips Perron (PP) ve Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) birim kök testlerinin sıkça kullanıldığı görülmektedir. Bu çalışmada da serilerin durağanlık analizlerini yaparken bu üç birim kök testi uygulanmıştır. Aşağıda bu üç birim kök testine yönelik teorik bilgiler verilecektir.

1.3.1.1. Genişletilmiş Dickey-Fuller Testi

Zaman serilerinin durağanlıklarının araştırılmasında yaygın olarak kullanılan birim kök testlerinden biri Genişletilmiş Dickey Fuller (Augmented Dickey Fuller – ADF) birim kök testidir. ADF birim kök testini açıklamadan önce Dickey-Fuller (DF) birim kök testinin açıklanması gerekmektedir. Çünkü ADF testi, genişletilmiş DF testinin uzantısı durumundadır. DF birim kök testinin ortaya çıkmasında serinin uzun dönemde sahip olduğu özellikler üzerinde geçmiş dönemlerde değişkende yaşanan değişimlerin değişkenin gelecek dönemlerde göstermiş olduğu değişiklikler üzerinde etkisinin olup olmadığının eğer bir etkisi varsa bu etkisinin ne kadar süreceğinin tespit edilmesi fikri etkili olmuştur. Bu doğrultuda Dickey-Fuller tarafından 1979 yılında ortaya atılan DF testinde AR (1) sürecinden hareketle oluşturulan regresyon modelleri oluşturulmaktadır (Bayır, 2019: 151-152).

Dickey Fuller tarafından geliştirilen birim kök testinin ilk halinin açıklanacağı (3.7) numaralı denklemde, (t) dönemindeki (Y) değişkeninin (t-1) dönemindeki kendi değerine göre oluşturulan regresyon modeli gösterilmiştir.

$$Y_t = PY_{t-1} + u_t \quad (3.7)$$

Yukarıdaki (3.7) numaralı denklemde (u_t) ortalaması sıfır, varyansı değişmeyen ve ardışık bağımlı olmayan stokastik hata terimini göstermektedir. Böyle bir hata terimi beyaz gürültü (white noise) hata terimini ifade etmektedir. (3.7) numaralı denklemde yer alan (P) katsayısının 1'e eşit olması (Y_t)'nin durağan olmadığını göstermektedir. Bu durumda serinin durağan olmadığını ifade eden (H_0) hipotezi kabul edilmektedir. (Y_t) serisinin durağan olduğu durumda ise (H_0) hipotezinin alternatifi olan (H_1) hipotezi geçerli olacaktır. Böylece (3.7) numaralı denkleme bağlı olarak oluşturulan hipotez testleri aşağıda gösterilmiştir.

$$H_0 : P = 1 \text{ (seri durağan değil, seride birim kök var)}$$

$$H_1 : P \neq 1 \text{ (seri durağan, seride birim kök yok)}$$

Burada belirlenen hipotezler çerçevesinde (3.7) numaralı denklemde (P) katsayısının 1'e eşit olması durumunda (Y_t) serisinin durağan olmadığına yani birim kök içerdiğine karar verilir. Buna göre (3.8) numaralı denklem elde edilir ve burada yer alan Y_t serisi durağan değildir. Bu durum seride bir önceki dönemde meydana gelen şokun etkisini sürdürdüğüne işaret etmektedir. (P) katsayısı 1'den küçük bir değer aldığında ise seride bir önceki dönemde ortaya çıkan şokun etkisi belli bir süre devam edecek olsa da bu etki giderek azalacak ve kısa bir süre sonra tamamen ortadan kalkacaktır (Tarı, 2015: 388). Böylece aşağıdaki (3.8) numaralı denklem kullanılarak analiz geliştirilebilir.

$$Y_t = Y_{t-1} + u_t \quad (3.8)$$

Yukarıda (3.7) numaralı denklemde belirlenen eşitliğin her iki tarafından (Y_{t-1}) çıkarılmasıyla oluşturulan yeni denklem aşağıdaki gibi belirlenebilir.

$$Y_t - Y_{t-1} = PY_{t-1} - Y_{t-1} + u_t \quad (3.9)$$

$$\Delta Y_t = (P - 1)Y_{t-1} + u_t \quad (3.10)$$

Yeni bir düzenleme ile (3.10) numaralı denklemde $(P_1 - 1)$ 'e (δ) dersek yeni denklem aşağıdaki gibi olacaktır:

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t \quad (3.11)$$

Burada (P-1) katsayısına (δ) denildiğinde (P) katsayısının 1'e eşit olup olmadığının test edilmesiyle (δ) katsayısının sıfıra eşit olup olmadığının test edilmesi eşdeğer olacaktır. Diğer bir ifadeyle $(P=1)$ olduğunda $(\delta=0)$ olacaktır. Dolayısıyla $(H_0 : P = 1)$ ve (3.11) numaralı denkleme göre $(H_0 : \delta = 0)$ hipotezi serinin durağan olmadığını gösterirken alternatif hipotezler $(H_1 : P \neq 1)$ ve (3.11) denkleme göre $(H_1 : \delta \neq 0)$ ise serilerin durağan olduğunu göstermektedir. (3.11) numaralı denkleme bağlı olarak hipotez testleri aşağıdaki gibi oluşturulmaktadır.

$H_0 : \delta = 0$ (seri durağan değil, seride birim kök var)

$H_1 : \delta \neq 0$ (seri durağan, seride birim kök yok)

Yukarıda ifade edildiği şekilde DF testinde temel hipotez test edilirken (t) istatistiği sıfır etrafında dağılmadığı için (t) testi kullanılamaz. Bu nedenle (t) istatistiği yerine Dickey-Fuller (1979)'in Monte Carlo simülasyon yaklaşımı sonucunda elde ettikleri tau istatistiği (τ) kullanılmaktadır. Bunun kritik değerleri çeşitli anlamlılık düzeylerine göre Dickey-Fuller tarafından Monte Carlo simülasyonlarına göre tablo şekline sunulmuştur. Burada (τ) tablosu kritik değerleri sabitin olduğu, hem sabitin hem de trendin olduğu ve her ikisinin de olmadığı modellere göre sırasıyla (τ_M, τ_T, τ) şeklinde farklı değerler almaktadır (Enders, 2015: 206-207).

Dickey-Fuller tarafından Monte Carlo simülasyonlarına göre oluşturulan tablolar daha sonra MacKinnon tarafından Monte Carlo simülasyonlarına göre genişletilmiş ve elde edilen bu kritik değerler MacKinnon kritik değerleri olarak ifade edilmektedir. Temel hipotez test edilirken çeşitli anlamlılık düzeylerinde Dickey-Fuller test istatistiği ile MacKinnon kritik değerleri karşılaştırılmaktadır. Eğer hesaplanan (τ) test istatistiğinin mutlak değerinin $|\tau|$, MacKinnon kritik değerleri mutlak değerinden büyük olması serinin durağan olduğunu, hesaplanan test istatistiğinin mutlak değerinin $|\tau|$, MacKinnon kritik değerleri mutlak değerinden küçük olması ise serinin durağan olmadığını göstermektedir (Göktaş, 2005: 32-33).

Yukarıda ifade edilen süreçte durağanlık analizinin yapıldığı denklemler yalnızca değişkenin kendi gecikmeli değerleriyle açıklanmaktadır. Bu durum deterministik bazı unsurların dikkate alınmadığı için sorunların yaşamasına yol açabilmektedir. Bu sorunların ortadan kaldırılması için söz konusu serinin deterministik unsurlarının da yer aldığı bazı denklemler oluşturulmuştur. Oluşturulan bu denklemler doğrultusunda yapılan durağanlık analizleri, deterministik özellikleri açısından farklılık gösteren serilere yönelik birim kök analizlerinin daha sağlıklı sonuçlar vermesini sağlamaktadır.

Dickey ve Fuller (1979), tarafından serilerin durağanlığını test etmek için (3.11) numaralı denkleme ilave olarak sabit terim ve sabit terim ile doğrusal trendin dahil olduğu üç farklı regresyon denklemi oluşturulmuştur (Enders, 2015: 206).

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t \quad (3.12)$$

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \delta Y_{t-1} + u_t \quad (3.13)$$

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 t + \delta Y_{t-1} + u_t \quad (3.14)$$

Dickey Fuller testi çerçevesinde oluşturulan regresyon denklemlerine yönelik yapılan tahminlerde hata teriminin beyaz gürültü olduğu varsayımı yapılmaktadır. Fakat ileriki dönemlerde söz konusu varsayımlardan sapmayı engellemek ve hata terimleri arasında otokorelasyon sorunu olması durumunda bu sorunu ortadan kaldırmak amacıyla DF testinde bir düzenleme yapılmış ve ADF testi geliştirilmiştir. Bu bağlamda birim kök testi yapılırken DF testi yerine ADF testi kullanılmıştır. ADF birim kök testleri, bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin DF denklemlerine ilave edilmesi ile yapılmaktadır. Bu nedenle ADF testinde uygun gecikme uzunluklarının belirlenmesi önem taşımaktadır. Çünkü gecikme uzunluğunun yanlış belirlenmesi yanıltıcı tahminlerde bulunulmasına yol açabilmektedir (Gujarati, 1999: 720).

Serilerin durağanlıklarını analiz etmek için kullanılan ADF birim kök testi için geliştirilmiş regresyon denklemlerinin çeşitli versiyonları aşağıda gösterilmiştir. Burada değişik versiyonlar altında regresyon denklemlerini üç biçimde göstermek mümkün olmaktadır. Buna göre (3.15) numaralı denklem sabit terimsiz ve trendsiz ADF testini, (3.16) numaralı denklem sabit terimli ve trendsiz ADF testini, (3.17) numaralı denklem ise hem sabitli hem de trendli ADF testini göstermektedir (Asteriou ve Hall, 2011: 344).

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \beta_i \Delta Y_{t-i} + u_t \quad (3.15)$$

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \beta_i \Delta Y_{t-i} + u_t \quad (3.16)$$

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \beta_i \Delta Y_{t-i} + u_t \quad (3.17)$$

Regresyon denklemlerinde DF testinde olduğu gibi ADF testinde de temel hipotez serinin durağan olmadığını seride birim kök olduğunu gösterirken alternatif hipotez serinin durağan olduğunu ileri sürmektedir.

$H_0 : \delta = 0$ (seri durağan değil, seride birim kök var)

$H_1 : \delta \neq 0$ (seri durağan, seride birim kök yok)

Böylece (H_0) hipotezinin kabul edilmesi serinin durağan olmadığı yani birim kök içerdiği anlamına gelirken alternatif (H_1) hipotezi kabul edildiğinde ise serinin durağan olduğu ve birim kök içermediği anlaşılmaktadır.

1.3.1.2. Phillips-Perron Testi

Birim kök içinde DF birim kök testinde hata terimlerinin istatistiki olarak bağımsız ve sabit varyansa sahip oldukları varsayımı yapılmaktadır. Diğer bir ifadeyle şoklar arasında bir otokorelasyon sorununun olmadığı varsayılmaktadır. ADF testinde ise hata terimindeki mevcut serisel ilişkiyi ortadan kaldırmak için bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri modele dahil edilmektedir. Fakat burada uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi önem taşımaktadır. Aksi bir durumda tutarlı sonuçlara ulaşılması güçleşmektedir. Gecikme uzunluğunun artması ise seride serbestlik derecesinin azalmasına ve dolayısıyla bilgi kaybının yaşanmasına neden olabilmektedir.

Phillips ve Perron (1988), yapmış oldukları çalışmalarında hata teriminde yaşanabilecek ilişkiyi göz önünde bulundurmak amacıyla otokorelasyonu düzelten parametrik olmayan bir düzeltme önererek DF'nin hata terimlerine yönelik varsayımının yumuşatılmasını amaçlamışlardır. Böylece Phillips-Perron'un DF testindeki hata

terimlerine ilişkin varsayımları yumuşatmasının nedeni hata terimlerini veya hata terimlerinin geçmiş değerlerini hareketli ortalama olarak (Moving Avarage – MA) kullanmış olmalarıdır. Bu durum DF testindeki AR otoregresif sürecinin PP testinde ARMA sürecine dönüştüğünü göstermektedir. PP testinde kullanılan ARMA sürecinin kullanılması trende sahip serilere yönelik yapılan durağanlık analizlerinin daha tutarlı sonuçlar vermesine imkân tanımaktadır. Özellikle trend içeren serilerde MA sürecinin pozitif olması durumunda PP testi DF testine göre daha güçlü olmaktadır. Fakat MA sürecinin negatif olduğu durumlarda ise ADF testleri PP testine göre daha güçlü hale gelmektedir. PP testinde hata terimlerinin beklenen ortalamasının sıfıra eşit olması varsayımı yapılmaktadır. Diğer taraftan hata terimleri arasında korelasyon olmaması ve homojenlik varsayımlarının bir önemi yoktur. Bu doğrultuda PP testinin en önemli avantajı DF testinde kabul gören varsayımların gerçekleşmediği durumlarda da uygulanabilmesidir (Kirchgässner ve Wolters, 2007: 173-174).

Phillips ve Perron (1988), tarafından geliştirilen ve DF testinin hata terimleri ile ilgili olan varsayımlarını genişleterek oluşturdukları genişletilmiş PP birim kök testi regresyon denklemleri aşağıda gösterilmiştir.

$$Y_t = \alpha_0^* + \alpha_1^* Y_{t-1} + \tilde{u}_t \quad (3.18)$$

$$Y_t = \check{\alpha}_0 + \check{\alpha}_1 Y_{t-1} + \check{\alpha}_2 \left(t - \frac{T}{2} \right) + \tilde{u}_t \quad (3.19)$$

Yukarıda (3.19) numaralı denklemde (T) gözlem sayısını, ($\tilde{u}_t$) hata terimini göstermektedir. Denklemde hata teriminin beklenen ortalaması sıfıra eşittir. Burada hata terimleri arasında içsel bir ilişkinin olmaması ya da homojenlik özelliğine yönelik bir gereklilik söz konusu değildir. Özetle, PP testinde DF testinde olan bağımsızlık ve homojenlik varsayımları yerine hata terimlerinin zayıf bağımlılığı ve heterojen dağılım unsurları geçerlidir.

Phillip Peron birim kök testinde otokorelasyon sorunu olduğunda bu sorunun giderilmesine yetecek kadar bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin modele eklenmesine gerek yoktur. Bu işlem yerine PP testinde Newey–West tahmincisi kullanılmaktadır. Diğer taraftan PP birim kök testinde test istatistiğinin hesaplanmasında DF testine göre farklılık bulunmaktadır. PP testinde de DF testinde olduğu gibi sabitin yer aldığı hem

sabitin hem de trendin yer aldığı ve her ikisinin de olmadığı modele göre farklı anlamlılık düzeylerinde çeşitli istatistik değerleri bulunmaktadır. PP birim kök testi sonucunda hesaplanan $(Z(\hat{\alpha}), Z(t_{\hat{\alpha}}), Z(t_{\hat{\nu}}))$ istatistik değerleri ile DF testinde kullanılan tablo değerleri karşılaştırılmaktadır. Hesaplanan test istatistiğinin mutlak değerinin, MacKinnon kritik değerleri mutlak değerinden büyük olması serinin durağan olduğunu ifade etmektedir. Bu durumda (H_0) hipotezi reddedilmektedir. Eğer hesaplanan test istatistiğinin mutlak değerinin, MacKinnon kritik değerleri mutlak değerinden küçük olması durumu ise serinin durağan olmadığını göstermektedir. Bu durumda da (H_0) hipotezi kabul edilmektedir. Buna göre PP testinde hipotezler aynı DF testinde olduğu gibi oluşturulmaktadır (Phillips ve Perron, 1988: 335-346).

$H_0 : \alpha = 1$ (seri durağan değil, seride birim kök var)

$H_1 : \alpha \neq 1$ (seri durağan, seride birim kök yok)

Görüldüğü gibi temel hipotezin kabul edilmesi serinin durağan olmadığı yani serinin birim kök içerdiği anlamına gelirken alternatif hipotezin kabul edilmesi durumunda ise serinin durağan olduğu ve birim kök içermediği anlaşılmaktadır.

1.3.1.3. Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) Birim Kök Testi

Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) testinin geliştirilmesinde DF birim kök testinin gecikme uzunlukları belirlenirken tahminde meydana gelebilecek sapmalara ilişkin eksiklikler önemli bir rol oynamıştır. Böylece KPSS birim kök testinde tahmin edilen regresyonun hata terimlerinin kullanılmasıyla hesaplanan test istatistiğinin bu sorunu giderdiğine dikkat çekilmektedir. KPSS birim kök testinde amaç modele dâhil edilen seriyi deterministik trendden arındırarak durağan hale getirmektir. KPSS testinde DF, ADF ve PP birim kök testlerinin tersine (H_0) hipotezi serinin durağan olduğunu birim kök içermediğini ifade ederken (H_1) hipotezi ise serinin durağan olmadığını birim kök içerdiğini ifade etmektedir. (H_0) hipotezinin trend durağanlığı belirtmesi nedeniyle rassal yürüyüş hipotezinin varyansı sıfırdır (Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin, 1992: 159-178).

KPSS birim kök testi, Lagrange Multiplier (LM) testi ile benzerlik gösterdiği için LM istatistiğinin elde edilmesindeki aşamalar önem arz etmektedir. Çünkü LM testinde boş hipotezi, rassal yürüyüşe sahip bir serinin varyansının sıfır olmasını ifade etmektedir.

Bu durumda LM testi, bir serinin rassal yürüyüşü ve deterministik trendi ile bu iki bileşenin dışındaki hata terimlerinin toplanmasıyla açıklanmaktadır. KPSS testi yapılırken (u_t) ile sembolize edilen hata terimlerinin toplamı alınmaktadır. Analiz yapılırken seride trendin olmaması durumunda rassal yürüyüş üzerinden analiz yapılmaktadır. LM istatistiği, hata terimlerinin toplamının karesinin varyansa bölünmesi sonucu elde edilen değerlerin toplanması ile hesaplanmaktadır. KPSS birim kök testinin test istatistiği, LM test istatistiğinden elde edilmektedir (Hephaktan, 2009: 46).

Kwiatkowski ve diğerleri (1992) tarafından geliştirilen LM testine ait denklemler (3.20) ve (3.21) numaralı denklemlerde gösterilmiştir.

$$Y_t = \delta t + r_t + \varepsilon_t \quad t = 1, \dots, T. \quad (3.20)$$

$$r_t = r_{t-1} + u_t \quad (3.21)$$

Yukarıdaki (3.20) numaralı denklemde (Y_t) gözlemlenmiş seriyi, (t) deterministik trendi, (r_t) rassal yürüyüş sürecini, (ε_t) ise durağan hata terimini ifade etmek için kullanılmıştır. (3.20) numaralı denklemde (Y_t) trend durağan ise rassal yürüyüş sürecini gösteren (3.21) numaralı denklem incelenmektedir. (3.21) numaralı denklemde (u_t) değişkeni, sıfır ortalama $[E(u_t) = 0]$ ve sabit varyansa $[(u_t^2) = \sigma_u^2]$ sahip normal dağılımlıdır. (3.20) ve (3.21) numaralı denklemlerdeki hata terimleri birbirinden bağımsız ve normal dağılımlı olduğu varsayılmaktadır. Bu durumda (H_0) hipotezi, (Y_t) serisinin durağan veya trend durağan olduğunu ifade etmektedir. (Y_t) regresyonunun içermiş olduğu düzey durağan için sabit (r_t) trend durağan için ise trend (r_t) ve sabit (r_t) terimleri tahmin edildikten sonra hata terimlerinin (ε_t) kısmi toplamı (S_t) hesaplanmaktadır. Bunun için (3.22) numaralı denklemde gösterilen formül kullanılmaktadır (Kwiatkowski ve diğerleri, 1992: 162-163).

$$S_t = \sum_{i=1}^t e_i, \quad t = 1, \dots, T. \quad (3.22)$$

Öte yandan Lagrange Multiplier (LM) test istatistiğinin hesaplanması (3.23) numaralı denklemde gösterilmektedir.

$$LM = \sum_{t=1}^T \frac{S_t^2}{\hat{\sigma}_\varepsilon^2} \quad (3.23)$$

Hata terimlerinin bağımsız ve aynı dağılıma sahip oldukları durumlarda (3.23) numaralı denklemde ifade edilen LM test istatistiği kullanılmaktadır. Ancak bu durum sağlanamadığında $(\hat{\sigma}_\varepsilon^2)$ yerine (σ^2) kullanılmaktadır. (σ^2) 'nin hesaplanış formülü (3.24) numaralı denklemde gösterilmiştir (Kwiatkowski ve diğerleri, 1992: 164).

$$\sigma^2 = \lim_{T \rightarrow \infty} T^{-1} E(S_T^2) \quad (3.24)$$

KPSS test istatistiğinde (σ^2) 'nin hata terimlerinin düzenlenmiş şekli ve (σ^2) 'nin tutarlı tahmini $(S^2(l))$ şeklinde ifade edilmektedir. KPSS testinde $(S^2(l))$ 'nin hesaplanışı (3.25) numaralı denklemde gösterilmiştir.

$$S^2(l) = T^{-1} \sum_{t=1}^T e_t^2 + 2T^{-1} \sum_{s=1}^l w(s, l) \sum_{t=s+1}^T e_t e_{t-s} \quad (3.25)$$

Yukarıda (3.25) numaralı denklemde $(w(s, l))$ fonksiyonu zorunlu olmayan ağırlık fonksiyonunu ifade ederken (l) ise gecikme parametresini ifade etmektedir. Ayrıca $(w(s, l) = 1 - s/(l + 1))$ 'e eşittir. (3.25) numaralı denklemdeki formülle hesaplanan (σ) değerinin (3.23) numaralı denklemdeki yerine konulmasıyla LM istatistik değeri dolayısıyla KPSS birim kök testi istatistiği hesaplanmaktadır (Kwiatkowski ve diğerleri, 1992: 164-165).

$$\eta = T^{-2} \sum \frac{s_t^2}{S^2(l)} \quad (3.26)$$

Son olarak hesaplanan LM test istatistik değeri Kwiatkowski ve diğerleri (1992)'de düzey ve trend tablo kritik değerleriyle karşılaştırılarak serinin durağanlık analizi yapılmaktadır. Bu çerçevede aşağıdaki hipotezler sınanmaktadır.

$$H_0 : \sigma_u^2 = 1 \text{ (seri durağan, seride birim kök yok)}$$

$$H_1 : \sigma_u^2 \neq 1 \text{ (seri durağan değil, seride birim kök var)}$$

Burada LM istatistik değerinin mutlak değeri tablo kritik değerinin mutlak değerinden büyük olması durumunda serinin durağan olduğunu ifade eden (H_0) hipotezi reddedilir. Tersi bir durumda ise serinin durağan olduğunu ifade eden (H_0) hipotezi kabul edilmektedir (Yavuz, 2004: 244).

1.3.2. ARDL (Autoregressive Distributed Lag) Modeli

Zaman serisi analizi ile ilgili olarak gecikmesi dağıtılmış otoregresif modeli (autoregressive distributed lag – ARDL) oldukça önemli bir analiz yöntemi sunmaktadır. Bu yöntem çerçevesinde öncelikle sınır testi (bound test) yardımı ile değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisi araştırılır. Değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin tespit edilmesinden sonra ikinci aşamada uygun gecikme uzunlukları seçilerek ARDL modeli çerçevesinde uzun dönem katsayıları tahmin edilmektedir. Daha sonra ise ilgili modelde elde edilen hata terimlerinin bir gecikmeli değerlerinin ilave edilmesiyle oluşturulan hata düzeltme modeli yardımıyla kısa dönemli ilişkileri gösteren katsayılar tahmin edilmektedir. Son olarak ise modelin parametrelerinin kararlılığından hareketle yapısal değişikliğin olup olmadığının belirlenmesi için CUSUM ve CUSUMSQ testleri sonuçları incelenmektedir.

1.3.2.1. Sınır Testi

İktisadi teoride değişkenler arasında bir ilişkinin olduğu kabul edildiğinde söz konusu bu ilişkinin varlığının ampirik olarak da ortaya konulması değişkenler arasındaki ilişkinin istatistiki olarak yorumlanmasına imkân tanımaktadır. Bu doğrultuda durağan olmayan iki veya daha fazla seri arasındaki uzun dönemli ilişkinin ortaya konulmasında eşbütünleşme testi yöntemi kullanılmaktadır. Bu çerçevede eşbütünleşme kavramı, kısaca iktisadi değişkenlerin uzun dönemde birlikte hareket etmesi olarak ifade edilmektedir.

Literatürdeki ampirik çalışmalar incelendiğinde özellikle Engle–Granger (1987) tarafından geliştirilen eşbütünleşme yöntemi ile Johansen (1988) ve Johansen Juselius (1990) tarafından geliştirilen Johansen eşbütünleşme yaklaşımının kullanıldığı görülmektedir. Ancak son dönemde ARDL sınır testinin değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin belirlenmesinde yoğun biçimde kullanılmaya başladığı görülmektedir. Son dönemde ARDL sınır testi yaklaşımının yoğun bir biçimde

kullanılmasında ARDL sınır testi yaklaşımının standart eşbütünleşme testlerine göre sahip olduğu bir takım avantajlar önemli rol oynamaktadır.

Öncelikle standart eşbütünleşme testlerinin uygulanabilmesi için serilerin düzeyde durağan olmaması ve aynı derecede farkı alındığında ise durağan hale gelmesi gerekmektedir. Bu durum eşbütünleşme testinin yapılabilmesinde önemli bir kısıt oluşturmaktadır. Bu sorun Pesaran ve Pesaran (1997), Pesaran ve Smith (1998), Pesaran ve Shin (1999) tarafından ortaya atılan ve Pesaran ve diğerleri (2001) tarafından geliştirilen ARDL sınır testi yöntemi ile aşılmaktadır. Çünkü ARDL sınır testi yöntemi, değişkenlerin farklı dereceden bütünleşik oldukları durumlarda da değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin analiz edilmesine imkân sağlamaktadır. Böylece ARDL sınır testi yaklaşımında değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki değişkenler düzey hallerinde $I(0)$, birinci farkları alındığında $I(1)$ ya da bir değişken düzey halde diğer değişken birinci farkı alındığında durağan olduğunda dahi analiz edilebilmektedir (Pesaran ve diğerleri, 2001: 289-290).

Öte yandan ARDL sınır testi yaklaşımı kısıtlanmamış hata düzeltme modeli (Unrestricted Error Correction Model – UECM) üzerinden tahmin yaptığı için standart eşbütünleşme testlerine göre istatistiksel olarak daha güvenilir sonuçlara ulaşılmasına imkân verir (Akel ve Gazel, 2014: 30-31). Ayrıca bu yaklaşımda hata düzeltme modelinin kullanılması ile uzun dönem bilgisi kaybedilmeden değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönem katsayıları aynı anda tahmin edilebilmektedir. Böylece değişkenlere ve otokorelasyonlara yönelik ihmal edilen sorunlar ortadan kaldırılabilir (Narayan ve Narayan, 2006: 471). Son olarak bu yöntem ile az sayıda gözlemi kapsayan verilerin kullanıldığı ve bazı açıklayıcı değişkenlerin içsel olduğu analizlerde dahi sağlıklı sonuçlara ulaşılabilir. Bu da ARDL modelinin tarafsız ve etkin bir yaklaşım olmasını sağlamaktadır (Ozturk ve Acaravci, 2010: 3222).

Sınır testi, kısıtlanmamış hata düzeltme modelinin en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmesine dayanmaktadır. Sınır testi gerçekleştirilirken (3.27) numaralı denklemde gösterilen kısıtlanmamış hata düzeltme modeli kullanılmaktadır (Kasman, Turgutlu ve Konyalı, 2005: 91). Aşağıda sınır testi çerçevesinde yapılan tahmine ilişkin denklem gösterilmektedir.

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_1 \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_2 \Delta X_{t-i} + \alpha_3 Y_{t-1} + \alpha_4 X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.27)$$

(3.27) numaralı denklemde (Δ) değişkenlerin birinci farklarını, (p) optimum gecikme uzunluğunu, (Y_t) bağımlı değişkeni, (X_t) (n) tane bağımsız değişkeni, (α_0) sabit terimi, (ΔY_t)'nin gecikmeli değerleri ile (ΔX_t)'nin cari ve gecikmeli değerlerinden elde edilecek katsayıları yansıtan (α_1) ve (α_2) kısa dönem dinamikleri, (α_3) ve (α_4) uzun dönem katsayıları ve (ε_t) hata terimini ifade etmektedir.

Sınır testi uygulaması Denklem (3.27)'deki UECM üzerinden gerçekleştirilirken öncelikle uygun gecikme uzunluğu (p) belirlenir. Bunun için Akaike (AIC), Schwarz (SIC) ve Schwarz-Bayesian (SBC) gibi bilgi kriterleri kullanılır. Bilgi kriterlerinden elde edilen en küçük kritik değeri sağlayan gecikme uzunluğu model için uygun gecikme uzunluğu olarak seçilir. Fakat burada önemli olan seçilen gecikme uzunluğu kullanılarak oluşturulan modelin hata terimlerinde otokorelasyon sorununun olmamasıdır. Bu nedenle en küçük kritik değeri sağlayan gecikme uzunluğu ile tahmin edilen modelin otokorelasyon sorunu içermesi durumunda ikinci en küçük kritik değeri sağlayan gecikme uzunluğu alınmaktadır. Kurulan modelde otokorelasyon sorunu devam ediyorsa söz konusu sorun ortadan kalkana kadar bu işlem sürdürülmektedir (Koçak, 2014: 68).

Sınır testi yaklaşımında eşbütünleşme ilişkisi (3.27) numaralı denklemde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin (α_1 ve α_2) bir dönem gecikmeli değerlerine ilişkin katsayılarına topluca F testi (veya Wald testi) uygulanarak anlamlılığının test edilmesi yöntemiyle ortaya konulmaktadır. Burada F istatistiği kullanılarak değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin ortaya konulmasında aşağıdaki hipotezler sınanmaktadır.

$$H_0 = \alpha_3 = \alpha_4 = 0 \text{ (eşbütünleşme ilişkisi yoktur)}$$

$$H_1 \neq \alpha_3 \neq \alpha_4 \neq 0 \text{ (eşbütünleşme ilişkisi vardır)}$$

Yukarıda görüldüğü gibi temel hipotez (H_0) eşbütünleşme ilişkisi yoktur şeklinde tanımlanmaktadır. Öte yandan alternatif hipotez (H_1) eşbütünleşme ilişkisi vardır şeklinde ifade edilmektedir. Bu çerçevede değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olduğunu ifade edebilmek için (H_0) hipotezinin reddedilmesi gerekmektedir (Pesaran ve diğerleri, 2001: 290).

Değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığına karar verilirken hesaplanan F istatistiği ile çeşitli güven seviyeleri için üretilen alt ve üst sınır değerleri karşılaştırılır. Burada modelde yer alan değişkenlerin bütünleşme derecelerinin aynı olup olmaması çok önemli bir konudur. Modeldeki değişkenlerin bütünleşme derecesi bazılarında $I(0)$ iken bazılarında $I(1)$ ise hesaplanan F istatistiği alt sınır ve üst sınır değerleriyle, tüm değişkenlerin bütünleşme derecesi $I(0)$ ise sadece alt sınır değerleriyle son olarak tüm değişkenlerin bütünleşme derecesi $I(1)$ ise üst sınır değerleriyle karşılaştırılmaktadır.

Modelde yer alan değişkenlerin bütünleşme derecesi bazılarının $I(0)$, bazılarının ise $I(1)$ olduğu durumda hesaplanan F istatistiği üst sınır değerinden büyük ise söz konusu değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olmadığını ifade eden (H_0) hipotezi reddedilmektedir. Böylece değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğuna karar verilmektedir. Hesaplanan F istatistiği alt sınır değerinden küçük olduğunda ise söz konusu değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olmadığını ifade eden (H_0) hipotezi kabul edilmektedir. Başka bir ifade ile değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Modelde yer alan değişkenlerin tamamının bütünleşme derecesi $I(0)$ olduğunda ise hesaplanan F istatistiği alt sınır değeriyle karşılaştırılır. F istatistiği alt sınır değerinden büyükse (H_0) hipotezi reddedilerek değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğuna, eğer F istatistiği alt sınır değerinden küçükse ise (H_0) hipotezi kabul edilerek değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olmadığına karar verilir.

Diğer taraftan modelde yer alan değişkenlerin tamamının bütünleşme derecesi $I(1)$ olduğunda ise hesaplanan F istatistiği üst sınır değeriyle karşılaştırılır. F istatistiği üst sınır değerinden büyükse (H_0) hipotezi reddedilerek değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğu, fakat F istatistiği üst sınır değerinden küçükse ise (H_0) hipotezi kabul edilerek değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olmadığı sonucuna ulaşılır.

Son olarak hesaplanan F istatistik değeri, alt ve üst sınır değerleri arasında yani kararsız bölgede kalırsa bu durumda değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığına ilişkin bir karar verilememekte diğer bir ifadeyle yorum yapılamamaktadır (Pesaran ve diğerleri, 2001: 291).

1.3.2.2. Uzun Dönem Tahmini

Değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı tespit edildikten sonra ARDL yöntemi çerçevesinde uzun dönem katsayıları hesaplanmaktadır. Bunun için Denklem (3.28)'de belirlenen katsayılar üzerinden tahminler gerçekleştirilmektedir. Burada (p) ve (q) simgeleri bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin uygun gecikme uzunluklarını ifade etmektedir. Gecikme uzunlukları Akaike (AIC), Schwarz (SIC), Schwarz-Bayesian (SBC) ve Hannan-Quinn (HQC) gibi bilgi kriterlerinden faydalanılarak belirlenmektedir. Buna göre tahmin edilecek model ARDL (p,q) olarak ifade edilmektedir (Keskin, 2008: 228).

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_1 Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \alpha_2 X_{t-i} + e_t \quad (3.28)$$

Tahmin edilen ARDL (p,q) modelinin sonuçları doğrultusunda uzun dönem katsayıları hesaplanmaktadır. Uzun dönem katsayısının hesaplanış formülü (3.29) numaralı denklemde gösterilmiştir. Uzun dönem katsayısı, bağımsız değişkenlerin katsayılarının gecikmeli bağımlı değişkenlerin katsayılarının 1'den farkına oranlanmasıyla elde edilmektedir. Böylece (3.29) numaralı denklemdeki formül kullanılarak elde edilen uzun dönem katsayısının işaretine ve istatistiksel olarak anlamlılığına bakılarak değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkiye yönelik yorum yapılabilmektedir (Tanrıöver ve Yamak, 2015: 193).

$$Uzun\ Dönem\ Katsayısı = \frac{\sum_{i=0}^q \beta_{2,i}}{1 - \sum_{i=1}^p \beta_{1,i}} \quad (3.29)$$

Değişkenler arasında uzun dönemli ilişkiye yönelik katsayılar belirlendikten sonra modelin tanısal (diagnostik) testlerine bakılarak modelin uygun olup olmadığına karar verilmektedir. Bu kapsamda Jarque–Bera testi, Lagrange Çarpanı yöntemine dayalı olarak hata teriminin normal dağılım özellikleri taşıyıp taşımadığını kontrol eder. Öte yandan Breusch–Pagan–Godfrey testi modelde değişen varyans durumunun tespiti konusunda yardımcı olabilmektedir. Son olarak modelde kullanılan değişkenlerin uzun dönem katsayılarının istikrarlı olup olmadıklarının sınanması için CUSUM ve CUSUMSQ testleri kullanılmaktadır (Koçak, 2014: 69).

1.3.2.3. Kısa Dönem Tahmini

Kurulan modelin uzun dönem katsayıları tahmin edildikten sonra değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişkinin ortaya konulması için koşullu hata düzeltme modeli (Error Correction Model – ECM) oluşturulmaktadır. Denklem (3.30)'da koşullu hata düzeltme modeli gösterilmiştir. (3.30) numaralı denklemde ifade edilen hata düzeltme modeline, uzun dönem ARDL modelinden elde edilen hata terimlerinin bir dönem gecikmeli değerinin daha önce ifade edilen (3.28) numaralı denklemdeki modele ilave edilmesiyle ulaşılmaktadır (Bayır, 2019: 161).

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 ECM_{t-1} + \sum_{i=1}^p \alpha_2 \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \alpha_3 \Delta X_{t-i} + u_t \quad (3.30)$$

Burada (p) ve (q) gecikme uzunluklarını ve (Δ) simgesi ise fark operatörünü ifade etmektedir. Bilgi kriterlerine göre en uygundan başlayarak otokorolasyon sorunu yaşatmayan gecikme uzunlukları sırası ile denenerek belirlenmektedir. Bu şekilde denklemde belirlendiği gibi (Y) bağımlı değişkeni kendisinin ve (X) bağımsız değişkeninin gecikme değerleri ile ilişkili bir biçimde analizi yapılmaktadır. Böylece kısa dönem katsayı tahminleri ile dinamik inceleme yapılmaktadır. Bunun yanında (3.30) numaralı denklemde yer alan (ECM_{t-1}) ifadesi hata düzeltme terimi olarak tanımlanmaktadır. Bu terim değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin elde edildiği modelin kalıntılarının diğer bir ifadeyle hata terimlerinin bir dönem gecikmeli değerini göstermektedir.

Hata düzeltme modelinin çalışması için hata düzeltme teriminin katsayısının negatif ve istatistiki olarak anlamlı olması gerekmektedir. Negatif işaretli ve istatistiki olarak anlamlı olan hata düzeltme terimi, kısa dönemde modelde meydana gelen dengesizliklerin uzun dönemde ortadan kalkacağını ve modelin tekrardan dengeye yöneleceğini ifade etmektedir. Başka bir ifade ile hata teriminin katsayısı, kısa dönemde yaşanan dengesizliğin ne kadarının uzun dönemde düzeleceğini göstermektedir. Bu katsayısının 0 ile -1 arasında bir değer alması uzun dönemli ilişkide yaşanacak bir şoka bağlı olarak meydana gelen sapmanın uzun dönemde dengeye yaklaşacağını, pozitif bir değer alması ise dengeden uzaklaşacağını göstermektedir (Demirgil ve Türkay, 2018: 523-524).

1.4. Ampirik Bulgular ve Yorum

Çalışmanın bu bölümünde Türkiye’de finansal sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerinde yarattığı etkiler ARDL yöntemi kullanılarak analiz edilmiş ve elde edilen ampirik sonuçlar sunulmuştur. Bu çerçevede ilk olarak değişkenlere ilişkin yapılan durağanlık sınaması kapsamında çeşitli birim kök testlerinin sonuçları gösterilmiştir. Çünkü birim kök içeren verilerle çalışmak ekonometrik analizlerde yanlış sonuçlara ulaşılmasına neden olmaktadır. Ekonometrik analizin ikinci aşamasında değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin tespit edilmesi için sınır testi kapsamında analiz yapılmış ve elde edilen sonuçlar aktarılmıştır. Daha sonra değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin tespit edilmesi üzerine uzun ve kısa dönemli ilişkiler araştırılarak tahmin edilen katsayı değerleri sunulmuştur.

1.4.1. Durağanlık Analizi Sonuçları

Çalışmada kullanılan döviz kuru (DK), finansal sermaye hareketleri (FS), portföy yatırımları (PY), diğer yatırımlar (DY) ve net ihracat (NX) değişkenlerine ait gerçekleştirilen ADF, PP ve KPSS birim kök testi sonuçları Tablo 3.2’de sunulmuştur. Her bir birim kök testinde hem sabitli hem de sabitli + trendli iki ayrı model uygulanmıştır. Bu çerçevede ilk olarak değişkenlerin düzey halde durağan olup olmadıkları belirlenmiş ve durağan olmayan değişkenlerin birinci farkı alındığında durağan olup olmadıkları kontrol edilmiştir. Analizlerde otokorelasyon sorununun çözülmesi amacıyla ADF testinde Schwarz Bilgi Kriterine göre, PP ve KPSS testlerinde ise Newey–West tahmincisine göre belirlenen gecikme uzunlukları kullanılmıştır.

Değişkenlere ilişkin gerçekleştirilen durağanlık analizinde kullanılan birim kök testlerinden elde edilen sonuçlar birlikte değerlendirildiğinde; DK serisinin yapılan üç birim kök testinin ikisinde birinci farkı alındığında durağan hale geldiği belirlenmiş dolayısıyla serinin $I(1)$ olduğuna karar verilmiştir. Diğer FS, PY, DY ve NX serilerinin ise yapılan üç birim kök testinin üçünde de düzey halde durağan olduğu tespit edilmiş dolayısıyla serinin $I(0)$ olduğuna karar verilmiştir. Serilerin bütünleşik derecelerinin ortaya koyduğu özellikler değişkenler arasındaki ilişkilerin analizinde ARDL modelinin kullanılmasında bir engel olmadığını göstermektedir. Çünkü ARDL modeli farklı derecede bütünleşik olan zaman serilerini analize katabilmektedir.

Tablo 3.2. Birim Kök Testi Sonuçları

ADF Birim Kök Testi Sonuçları				
	Düzy		Birinci Fark	
Değişkenler	Sabit	Sabit+Trend	Sabit	Sabit+Trend
DK	-0.6677 (0) [0.8440]	-3.2741 (0) [0.0843]***	-6.5127 (0) [0.0000]*	-6.4877 (0) [0.0000]*
FS	-4.8021 (0) [0.0003]*	-5.0507 (0) [0.0009]*		
PY	-5.2853 (0) [0.0001]*	-5.7779 (0) [0.0001]*		
DY	-2.6492 (2) [0.0917]***	-2.6808 (2) [0.2494]	-9.9764 (1) [0.0000]*	-9.8509 (1) [0.0000]*
NX	-3.5578 (0) [0.0109]**	-4.1638 (5) [0.0115]**		
PP Birim Kök Testi Sonuçları				
	Düzy		Birinci Fark	
Değişkenler	Sabit	Sabit+Trend	Sabit	Sabit+Trend
DK	-6.6677 (0) [0.8440]	-3.2741 (0) [0.0843]***	-6.5273 (2) [0.0000]*	-6.5151 (3) [0.0000]*
FS	-4.8190 (1) [0.0003]*	-4.9930 (3) [0.0011]*		
PY	-5.3083 (2) [0.0001]*	-5.7572 (6) [0.0001]*		
DY	-5.6009 (3) [0.0000]*	-5.5629 (2) [0.0002]*		
NX	-3.5578 (0) [0.0109]**	-5.0358 (9) [0.0010]*		
KPSS Birim Kök Testi Sonuçları				
	Düzy		Birinci Fark	
Değişkenler	Sabit	Sabit+Trend	Sabit	Sabit+Trend
DK	0.7239 (5)*	0.1540 (4)*		
FS	0.2868 (2)*	0.1000 (1)*		
PY	0.4028 (1)*	0.0679 (3)*		
DY	0.1679 (3)*	0.1342 (3)*		
NX	0.2131 (4)*	0.1749 (4)*		

Not: Tabloda (t) istatistik değerlerinin yanındaki parantez içerisindeki rakamlar ADF birim kök testi için Schwarz Bilgi Kriterine göre belirlenen gecikme uzunluklarını, PP ve KPSS birim kök testleri için ise Newey–West tahmincisine göre hesaplanan gecikme uzunluklarını göstermektedir. (t) istatistik değerlerinin altındaki köşeli parantez içerisindeki değerler ise olasılık değerlerini vermektedir. Ayrıca *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.

1.4.2. Döviz Kurunun Temel Dinamiklerinin Analizi (Model 1)

Çalışmada kullanılan serilere uygulanan birim kök testleri Model 1'deki bütün değişkenlerin $I(0)$ veya $I(1)$ 'inci dereceden bütünleşik olduklarını göstermiştir. Bu sonuçlar ARDL yöntemi kullanılarak değişkenler arasındaki ilişkilerin tahmin edilebileceğini göstermiştir. Çünkü ARDL modeli farklı dereceden bütünleşik verilerin analizine imkân vermektedir. Buradan hareketle Model 1 çerçevesinde ortaya konulduğu şekilde uluslararası finansal sermaye hareketlerinin ve ticari faaliyetlerin kur üzerindeki etkileri incelenmiştir. Bunun için finansal sermaye hareketleri (FS) ve net ihracatın (NX) döviz kuru (DK) üzerindeki etkileri aşağıda belirlendiği şekilde araştırılmıştır.

$$DK = f(FS, NX) \quad (Model\ 1)$$

Ampirik analiz kapsamında öncelikle Model 1'de belirlenen değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisi sınır testi yöntemi kullanılarak araştırılmıştır. Bunun için öncelikle (3.27) numaralı denklemde ifade edilen UECM tahmin edilmektedir. UECM tahmin edilirken en küçük bilgi kriterlerini sağlayacak ve otokorelasyon sorunu içermeyecek şekilde uygun gecikme uzunluğu belirlenmektedir. Sınır testinde, oluşturulan UECM'de yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin bir gecikmeli değerlerinin katsayılarının topluca anlamlılığı F testi ile sınanmaktadır. Hesaplanan F istatistik değeri Pesaran ve diğerleri (2001)'deki tablo alt ve üst kritik değerleri ile karşılaştırılarak eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığına karar verilmektedir.

Çalışmada analiz edilen Model 1'e ilişkin sınır testi için oluşturulması gereken kısıtlanmamış hata düzeltme modeli (3.31) numaralı denklemde gösterilmiştir.

$$\begin{aligned} \Delta DK_t = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_1 \Delta DK_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_2 \Delta FS_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_3 \Delta NX_{t-i} + \alpha_4 DK_{t-1} + \alpha_5 FS_{t-1} \\ & + \alpha_6 NX_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (3.31)$$

Burada (Δ) serilerin birinci farkını, (p) değişkenler için optimum gecikme uzunluğunu göstermektedir. Modelin tahmin edilmesinde ilk olarak en uygun gecikme uzunluğuna sahip modelin seçilmesi gerekmektedir. Bu doğrultuda Akaike Bilgi Kriterinden (AIC) faydalanılarak elde edilen en uygun gecikme uzunluğu ARDL (10,12,12) modelinde sağlanmaktadır.

ARDL modeli belirlendikten sonra hipotez testine geçilmektedir. Buna göre (3.31) numaralı denklemde yer alan DK, FS ve NX değişkenlerinin bir dönem gecikmeli değerlerinin katsayılarının ($H_0 = \alpha_4 = \alpha_5 = \alpha_6 = 0$) topluca anlamlılığı Wald testi ile sınanmaktadır. Seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı tespit edilirken F istatistik değeri ile Pesaran ve diğerleri (2001)'in tablo alt ve üst kritik değerleri %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde karşılaştırılmıştır. Çalışmada Model 1 için elde edilen sınır testi sonuçları Tablo 3.3'te gösterilmiştir. Elde edilen bulgular F istatistik değerinin %1 anlamlılık düzeyinde üst sınır değerinden büyük olduğunu göstermiştir. Bu durumda eşbütünleşme ilişkisinin olmadığını ifade eden temel hipotez %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 3.3. Sınır Testi Sonuçları (Model 1)

k	F İstatistik	Kritik Tablo Değeri		
		Anlamlılık Düzeyi	Alt Sınır	Üst Sınır
2	6.394501	%1	3.88	5.3
		%5	2.72	3.83
		%10	2.17	3.19

Not: (k) denklemdeki bağımsız değişken sayısını ifade etmektedir. Tablo değerleri Pesaran, Shin ve Smith (2001)'den alınmıştır.

Model 1 için değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi tespit edildikten sonra uzun dönem katsayılarının tahmin edilmesi amacıyla ARDL (p,q,r) modeli kurulmuş ve model (3.32) numaralı denklemde gösterilmiştir. Bu denklemde (p), (q) ve (r) simgeleri gecikme değerlerini göstermektedir.

$$DK_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_1 DK_{t-i} + \sum_{i=0}^q \alpha_2 FS_{t-i} + \sum_{i=0}^r \alpha_3 NX_{t-i} + e_t \quad (3.32)$$

Uzun dönem katsayılarının tahmin edildiği ARDL modelinde gecikme uzunlukları daha önceden sırasıyla (10,12,12) olarak belirlenmişti. Bu doğrultuda tahmin edilen ARDL modelinden elde edilen uzun dönem katsayılarına ve tanısallık test sonuçlarına ilişkin bulgular Tablo 3.4'te sunulmuştur. Tablo 3.4 incelendiğinde hem finansal sermaye hareketlerinin hem de net ihracatın döviz kurunu uzun dönemde pozitif etkilediği görülmektedir. Söz konusu bu pozitif etki %1 düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. Ayrıca bu şekilde elde edilen bulgular Mundell–Fleming modeli çerçevesinde ortaya konan teorik görüşleri de desteklemektedir.

Gerçekten de finansal sermaye hareketlerinin ve net ihracatın döviz kuru üzerinde uzun dönemde yerli paraya değer kaybettirecek şekilde etki yaratması Mundell–Fleming modeli çerçevesinde beklenen bir durumdur. Çünkü uzun dönemde finansal sermaye girişleri hem cari işlemler hesabında oluşturduğu açıklar hem de dış borç stokundaki artışlar ile ekonomik birimlerin yerli paranın değer kaybetme beklentisini artırarak kurların yükselmesine neden olmaktadır. Öte yandan net ihracat Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde sürekli olarak negatif değer almakta dolayısı ile bu şekilde ithalatın ihracattan yüksek olması nedeni ile döviz piyasasında döviz talebindeki artışa kaynaklık etmektedir. Bu yüzden de net ihracattaki gelişmeler ile döviz kuru arasında pozitif ilişki olmaktadır. Başka bir ifade ile net ihracattaki olumsuz gelişmeler yerli paranın değer kaybetmesine yol açmaktadır.

Öte yandan Tablo 3.4’te gösterildiği şekilde finansal sermaye hareketlerinin katsayısı, net ihracatın katsayısından daha yüksektir. Gerçekten de finansal sermaye girişlerinin döviz kuru üzerindeki etkisi (8.13), net ihracatın döviz kuru üzerindeki etkisinden (4.28) yaklaşık iki kat daha büyüktür. Bu durum döviz piyasasında net sermaye hareketlerinin uluslararası ticaret işlemleriyle karşılaştırıldığında döviz kuru seviyesinin oluşum sürecinde daha baskın bir rol oynadığını göstermektedir. Ampirik analizden elde edilen bu bulgular da günümüzde uluslararası ekonomik ilişkiler bağlamında yaşanan olgulara uymaktadır. Öyle ki günümüzde yaşanan finansal globalizasyon sonucunda uluslararası finansal sermaye hareketleri uluslararası ticaret hacminin çok ötesine geçmiştir. Bunun içinde döviz piyasalarında kur seviyesinin belirlenmesinde finansal sermaye hareketleri daha büyük bir rol oynamaktadır.

Uzun dönem hesaplamalarına ilişkin bilgilerin verildiği Tablo 3.4’ün son bölümünde tanısal test sonuçları gösterilmiştir. Elde edilen R ve R^2 değerleri ele alınan örneklem çerçevesinde bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni açıklama gücünün oldukça güçlü olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca Tablo 3.4’teki tanısal testler içinde yer alan Jarque–Bera testi sonucunda tahmin edilen modelin hata terimlerinin normal dağılım gösterdiği belirlenmiştir. Diğer taraftan Breusch–Pagan–Godfrey testi sonucu tahmin edilen modelin değişen varyans sorunu taşımadığını göstermiştir. Bu bulgular kullanılan model çerçevesinde gerçekleştirilen tahminlerin güvenilir olduğunu açıkça ortaya koymaktadır.

Tablo 3.4. ARDL (10,12,12) Modeli Regresyon Tahmin Sonuçları (Model 1)

Bağımlı Değişken: DK				
Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları				
Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t istatistiği	p-değeri
FS	8.135265	0.496329	16.39087	0.0000*
NX	4.280592	0.641725	6.670449	0.0002*
Tanısal Test Sonuçları				
R ²			0.9610	
Düzeltilmiş R ²			0.8324	
Jarque-Bera Testi			3.7348	0.1545
Breusch-Pagan-Godfrey Testi			0.4141	0.9609

Not: * işareti % 1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkilerin araştırıldığı analizlerden sonra değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişkilerin ortaya konulması için ARDL modeline dayalı hata düzeltme modeli oluşturulmuştur. Bu doğrultuda ARDL (10,12,12) modelinin tahminindeki hata terimlerinin gecikmeli değerlerinin eklendiği (3.33) numaralı denklemde gösterilen hata düzeltme modeli tahmin edilmektedir.

$$\Delta DK_t = \alpha_0 + \alpha_1 ECM_{t-1} + \sum_{i=1}^p \alpha_2 \Delta DK_{t-i} + \sum_{i=0}^q \alpha_3 \Delta FS_{t-i} + \sum_{i=0}^r \alpha_4 \Delta NX_{t-i} + u_t \quad (3.33)$$

Denkem (3.33)'te gösterilen hata düzeltme modeline ilişkin kısa dönem tahmin sonuçları Tablo 3.5'te gösterilmiştir. Kısa dönemde finansal sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerindeki etkisi tüm dönemlerde, net ihracatın döviz kuru üzerindeki etkisi ise 6. ve 8. gecikmeli dönemler dışında istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Öte yandan beklendiği gibi finansal sermaye hareketlerinin kısa dönem tahmin değerleri serinin ilk dönemi dışında negatiftir. Bu durum finansal sermaye girişlerinin kısa dönemde kurları düşürerek yerli parayı değerlendirdiğini göstermektedir. Ayrıca döviz kuru üzerinde finansal sermaye hareketlerinin etkisi net ihracata göre bütün gecikme değerlerinde mutlak olarak daha büyüktür. Bu da döviz kuru üzerinde kısa dönemde de finansal sermaye hareketlerinin ticari faaliyetlere göre daha baskın olduğunu göstermektedir.

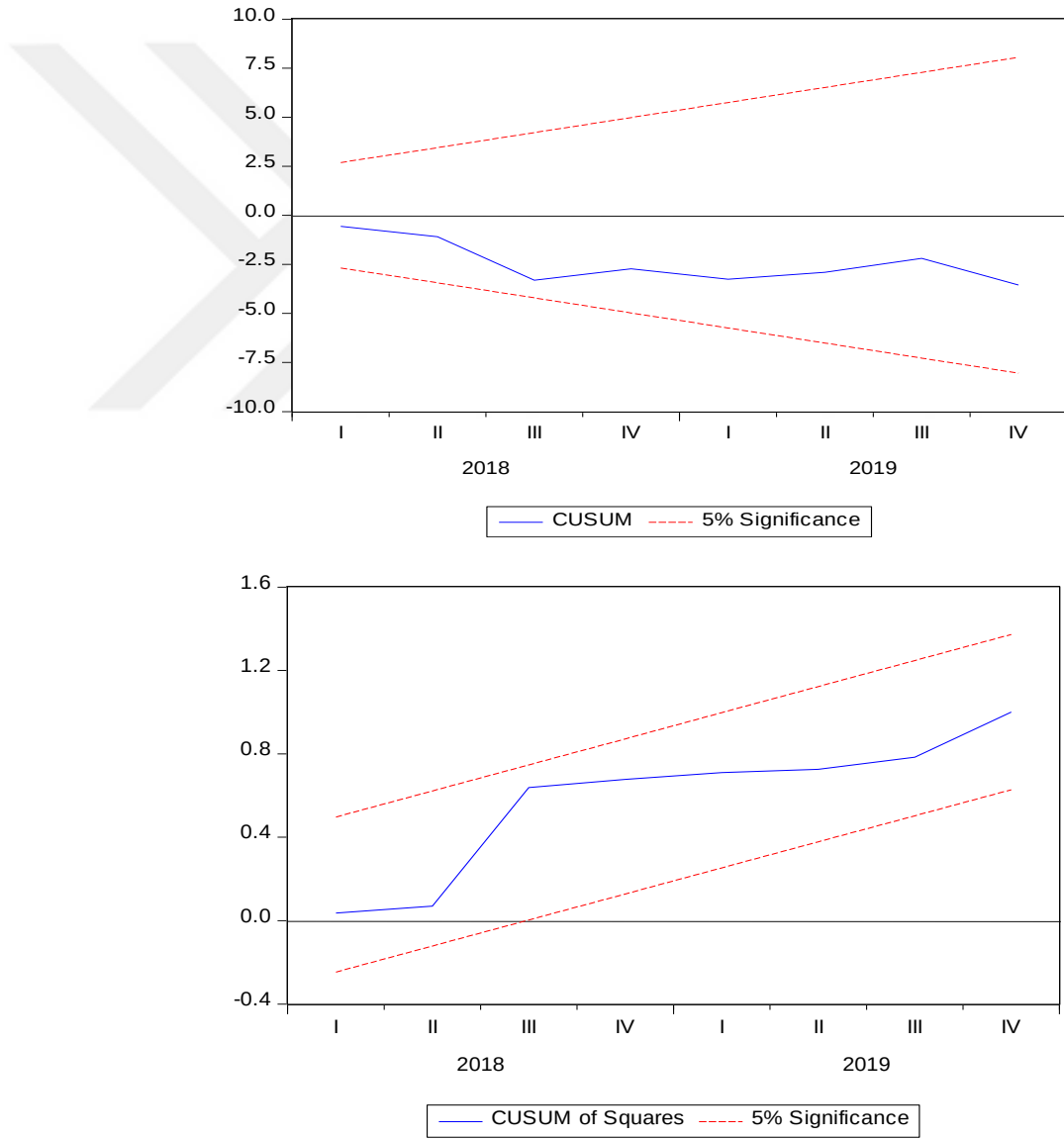
Hata düzeltme katsayısı (ECM) beklentilere uygun olarak negatif ve istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Buna göre modelde hata düzeltme mekanizmasının çalıştığını ve sisteme gelen bir şok karşısında oluşan dengesizliğin üç aylık dönemde yaklaşık %32 oranında dengeye doğru yöneldiğini söylemek mümkündür.

Tablo 3.5. Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları (Model 1)

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t istatistiği	p-değeri
D(DK(-1))	-0.592651	0.232660	-2.547279	0.0343**
D(DK(-2))	-0.041134	0.121986	-0.337204	0.7446
D(DK(-3))	0.375421	0.115968	3.237273	0.0119**
D(DK(-4))	-0.028042	0.155716	-0.180085	0.8616
D(DK(-5))	0.076476	0.135104	0.566051	0.5869
D(DK(-6))	-0.307499	0.158857	-1.935694	0.0889***
D(DK(-7))	0.532367	0.148759	3.578713	0.0072*
D(DK(-8))	0.192250	0.214345	0.896918	0.3960
D(DK(-9))	0.237728	0.147462	1.612134	0.1456
D(FS)	0.424517	0.194284	2.185029	0.0604***
D(FS(-1))	-1.499407	0.467308	-3.208604	0.0125**
D(FS(-2))	-2.030482	0.427263	-4.752301	0.0014*
D(FS(-3))	-2.803709	0.549581	-5.101539	0.0009*
D(FS(-4))	-3.254584	0.690539	-4.713109	0.0015*
D(FS(-5))	-3.300786	0.658898	-5.009558	0.0010*
D(FS(-6))	-2.725287	0.607611	-4.485248	0.0020*
D(FS(-7))	-2.284293	0.544734	-4.193411	0.0030*
D(FS(-8))	-1.472632	0.491176	-2.998177	0.0171**
D(FS(-9))	-1.416600	0.386304	-3.667056	0.0063*
D(FS(-10))	-1.700769	0.376976	-4.511606	0.0020*
D(FS(-11))	-0.834809	0.327128	-2.551933	0.0341**
D(NX)	-1.273357	0.464645	-2.740493	0.0254**
D(NX(-1))	-1.064738	0.482951	-2.204649	0.0586***
D(NX(-2))	-2.292901	0.473240	-4.845114	0.0013*
D(NX(-3))	-1.930856	0.713258	-2.707094	0.0268**
D(NX(-4))	-1.241741	0.438663	-2.830739	0.0221**
D(NX(-5))	-1.783696	0.368219	-4.844111	0.0013*
D(NX(-6))	-0.740788	0.544409	-1.360721	0.2107
D(NX(-7))	0.681006	0.301097	2.261752	0.0536***
D(NX(-8))	-0.240380	0.364065	-0.660266	0.5276
D(NX(-9))	-1.020140	0.425179	-2.399320	0.0432***
D(NX(-10))	-0.915033	0.242930	-3.766649	0.0055*
D(NX(-11))	-0.711229	0.302311	-2.352641	0.0465**
CointEq(-1)*	-0.319691	0.065285	-4.896874	0.0012*

Not: *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.

Son olarak, kısa dönem dinamiklerine ilişkin olarak hata düzeltme teriminin elde edilmesinde kullanılan uzun dönem katsayılarının istikrarının ölçülmesi için CUSUM ve CUSUMSQ testleri yapılmıştır. CUSUM ve CUSUMSQ test sonuçlarından elde edilen bulgular Şekil 3.1’de gösterilmiştir. Burada kesikli doğrular %5 anlamlılık düzeyinde kritik sınırları, düz çizgiler ise CUSUM ve CUSUMSQ test değerlerini göstermektedir. CUSUM ve CUSUMSQ test değerlerinin gösterildiği Şekil 3.1’deki her iki grafikte de çizgiler alt ve üstteki güven sınırının içinde kaldığı için tahmin edilen modelin seçilen dönem için istikrarlı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.



Şekil 3.1. CUSUM ve CUSUMSQ Testi Sonuçları (Model 1)

1.4.3. Döviz Kuru ve Finansal Sermaye Hareketlerinin Analizi (Model 2)

Çalışmada kullanılan verilere uygulanan birim kök testleri Model 2'deki bütün değişkenlerin $I(0)$ veya $I(1)$ 'inci dereceden bütünleşik olduklarını göstermiştir. Buradan hareketle ARDL yöntemi kullanılarak değişkenler arasındaki ilişkilerin analiz edilmesi mümkün olmaktadır. Çünkü ARDL modeli sunduğu tahmin tekniği ile farklı dereceden bütünleşik verilerin analizine imkân tanımaktadır. Buradan hareketle Model 2 çerçevesinde ortaya konduğu şekilde uluslararası finansal sermaye hareketleri türlerinden portföy yatırımları (PY) ve diğer yatırımların (DY) döviz kuru üzerindeki (DK) etkileri incelenmiştir. Tahmin edilen Model 2 aşağıda belirlenmiştir.

$$DK = f(PY, DY) \quad (Model\ 2)$$

Ampirik analiz kapsamında öncelikle Model 2'de belirlenen değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisi yani uzun dönemli etkileşim sınır testi yöntemi kullanılarak incelenmiştir. Bunun için (3.26) numaralı denklemde ifade edilen kısıtlanmamış hata düzeltme modeli tahmin edilmektedir. Burada UECM tahmin edilirken en küçük bilgi kriterlerini sağlayacak ve otokorelasyon sorunu içermeyecek şekilde uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gereklidir. Sınır testinde, değişkenlerin bir gecikmeli değerlerinin katsayılarının anlamlılığı F testi ile sınanmaktadır. Hesaplanan F istatistik değeri Pesaran ve diğerleri (2001)'deki tablo alt ve üst kritik değerleri ile karşılaştırılarak eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığına karar verilmektedir.

Çalışmada analiz edilen Model 2'ye ilişkin sınır testi için oluşturulması gereken kısıtlanmamış hata düzeltme modeli (3.34) numaralı denklemde gösterilmiştir.

$$\begin{aligned} \Delta DK_t = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_1 \Delta DK_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_2 \Delta PY_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_3 \Delta DY_{t-i} + \alpha_4 DK_{t-1} + \alpha_5 PY_{t-1} \\ & + \alpha_6 DY_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (3.34)$$

Burada (Δ) serilerin birinci farkını, (p) değişkenler için optimum gecikme uzunluğunu göstermektedir. Modelin tahmin edilmesinde ilk olarak en uygun gecikme uzunluğuna sahip modelin seçilmesi gerekmektedir. Bu doğrultuda Akaike Bilgi Kriterinden (AIC) faydalanılarak elde edilen en uygun gecikme uzunluğu ARDL (10,9,12) modelinde sağlanmaktadır.

Daha önce oluşturulmuş olan kısıtlanmamış hata düzeltme modeli seçilen gecikme uzunluğunda tahmin edildikten sonra hipotez testine geçilmektedir. Buna göre (3.34) numaralı denklemde yer alan DK, PY ve DY değişkenlerinin bir dönem gecikmeli değerlerinin katsayılarının ($H_0 = \alpha_4 = \alpha_5 = \alpha_6 = 0$) topluca anlamlılığı Wald testi ile sınanmaktadır. Seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı tespit edilirken F istatistik değeri ile Pesaran ve diğerleri (2001)'in tablo alt ve üst kritik değerleri %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde karşılaştırılmıştır. Bu çerçevede Model 2 için elde edilen sonuçlar Tablo 3.6'da gösterilmiştir. F istatistik değeri %10 anlamlılık düzeyinde üst sınır değerinden büyük bulunmuştur. Bu durumda eşbütünleşme ilişkisinin olmadığını ifade eden temel hipotez %10 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş ve değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olduğuna karar verilmiştir.

Tablo 3.6. Sınır Testi Sonuçları (Model 2)

k	F İstatistik Değeri	Kritik Tablo Değeri		
		Anlamlılık Düzeyi	Alt Sınır	Üst Sınır
2	3.225837	%1	3.88	5.3
		%5	2.72	3.83
		%10	2.17	3.19

Not: (k) denklemdeki bağımsız değişken sayısını ifade etmektedir. Tablo değerleri Pesaran, Shin ve Smith (2001)'den alınmıştır.

Model 2 için değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi tespit edildikten sonra uzun dönem katsayılarının tahmin edilmesi amacıyla ARDL (p,q,r) modeli kurulmuş ve model (3.35) numaralı denklemde gösterilmiştir. (3.35) numaralı denklemde (p), (q) ve (r) gecikme değerlerini göstermektedir.

$$DK_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_1 DK_{t-i} + \sum_{i=0}^q \alpha_2 PY_{t-i} + \sum_{i=0}^r \alpha_3 DY_{t-i} + e_t \quad (3.35)$$

Uzun dönem katsayılarının tahmin edildiği ARDL modelinde gecikme uzunlukları daha önceden sırasıyla (10,9,12) olarak belirlenmişti. Bu doğrultuda tahmin edilen ARDL modelinden elde edilen uzun dönem katsayılarına ve tanısıl test sonuçlarına ilişkin bulgular Tablo 3.7'de sunulmuştur. Burada portföy ve diğer yatırımların döviz kuru üzerinde uzun dönemde yarattığı etkilerin sırası ile %5 ve %1 düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketleri Tablo 3.7’den görüleceği gibi döviz kuru üzerinde pozitif etki yaratmaktadır. Bu durum diğer yatırımlar şeklinde gerçekleşen sermaye girişlerinin uzun dönemde kurları artırdığını göstermektedir. Buna bağlı olarak da yerli para değer kaybetmektedir. Böylece elde edilen ampirik bulgular Mundell–Fleming modelinin ortaya koyduğu teorik görüşlere uymaktadır. Diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketleri zaman içinde cari işlemler hesabı açığı ve borç stoku yükünü artırarak uzun dönemde ekonomik birimlerin yerli paranın değer kaybedeceğine ilişkin beklentilerini besleyerek kur seviyesinin artmasına neden olmaktadır.

Öte yandan portföy yatırımlarının döviz kuru üzerindeki etkisi incelendiğinde elde edilen sonuçların Mundell–Fleming modelinin iddia ettiği tespitlere uyum göstermediği görülmektedir. Çünkü portföy yatırımlarına ait katsayı negatif değer taşımaktadır. Bu sonuç uzun dönemde portföy yatırımlarının kur seviyesini düşürerek yerli paranın değerlendirilmesine yol açtığını göstermektedir. Oysa Mundell–Fleming modeli finansal sermaye hareketlerinin, tıpkı diğer yatırımların yarattığı etkiye benzer şekilde, uzun vadede döviz kurlarını artırarak yerli paranın değer kaybetmesine neden olacağını ileri sürmektedir. Böylece çalışmada portföy yatırımlarına ilişkin sermaye girişlerinin kur üzerinde yarattığı etkiler Mundell–Fleming modelinin tezini doğrulamamıştır.

Portföy yatırımları ile diğer yatırımların kur üzerinde yarattığı etkiler karşılaştırmalı olarak incelendiğinde ise diğer yatırımların portföy yatırımlarına göre kur seviyesi üzerinde daha fazla etkili olduğunu göstermiştir. Buna göre diğer yatırımların döviz kuru üzerindeki etkisi (37.06), portföy yatırımlarının döviz kuru üzerindeki etkisinden (16.67) mutlak değer olarak iki kattan daha büyüktür. Bu sonuç Türkiye bankacılık ağırlıklı bir finansal sisteme sahip olduğundan beklenen bir sonuçtur.

Uzun dönem hesaplamalarına ilişkin bilgilerin verildiği Tablo 3.7’nin son bölümünde tanısal test sonuçları gösterilmiştir. Burada yer alan Jarque–Bera testi sonucunda tahmin edilen modelin hata terimlerinin normal dağılım gösterdiğini belirlenmiştir. Diğer taraftan Breusch–Pagan–Godfrey testi sonucu tahmin edilen modelin değişen varyans sorunu taşımadığını göstermiştir. Bu bulgular kullanılan model çerçevesinde gerçekleştirilen tahminlerin güvenilir olduğunu göstermektedir.

Tablo 3.7. ARDL (10,9,12) Modeli Regresyon Tahmin Sonuçları (Model 2)

Bağımlı Değişken: DK				
Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları				
Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t istatistiği	p-değeri
PY	-16.67773	7.501160	-2.223353	0.0481**
DY	37.06586	7.061261	5.249184	0.0000*
Tanısal Test Sonuçları				
R ²			0.8293	
Düzeltilmiş R ²			0.4353	
Jarque-Bera Testi			0.5907	0.7442
Breusch-Pagan-Godfrey Testi			1.1626	0.4225

Not: * ve ** işaretleri sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkilerin araştırıldığı analizlerden sonra değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişkilerin ortaya konulması için ARDL modeline dayalı Hata Düzeltme Modeli oluşturulmuştur. Bu doğrultuda ARDL (10,9,12) modelinin tahminindeki hata terimlerinin gecikmeli değerlerinin eklendiği aşağıdaki (3.36) numaralı denklemde gösterilen hata düzeltme modeli tahmin edilmektedir.

$$\Delta DK_t = \alpha_0 + \alpha_1 ECM_{t-1} + \sum_{i=1}^p \alpha_2 \Delta DK_{t-i} + \sum_{i=0}^q \alpha_3 \Delta PY_{t-i} + \sum_{i=0}^r \alpha_4 \Delta DY_{t-i} + u_t \quad (3.36)$$

Yukarıda Denklem (3.36)'da gösterilen hata düzeltme modeline ilişkin kısa dönem tahmin sonuçları Tablo 3.8'de gösterilmiştir. Portföy yatırımlarının döviz kuru üzerindeki etkisi serinin ilk dönemi ve 5. gecikmeli dönemi dışındaki tüm dönemlerde istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Öte yandan kısa dönemde portföy yatırımlarının döviz kuru üzerindeki etkisi tüm dönemlerde pozitif olmuştur. Diğer yatırımlar serisinin ise kısa dönemde döviz kurunu ilk dönemde pozitif serinin tüm gecikmeli dönemlerinde ise negatif etkilediği görülmektedir. Serinin gecikmeli değerlerinin döviz kuru üzerindeki negatif etkisi ise son gecikme değeri dışında istatistiki olarak anlamlıdır. Ayrıca finansal sermaye hareketleri kapsamında yer alan diğer yatırımların portföy yatırımlarına göre döviz kuru üzerindeki etki gücünün daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

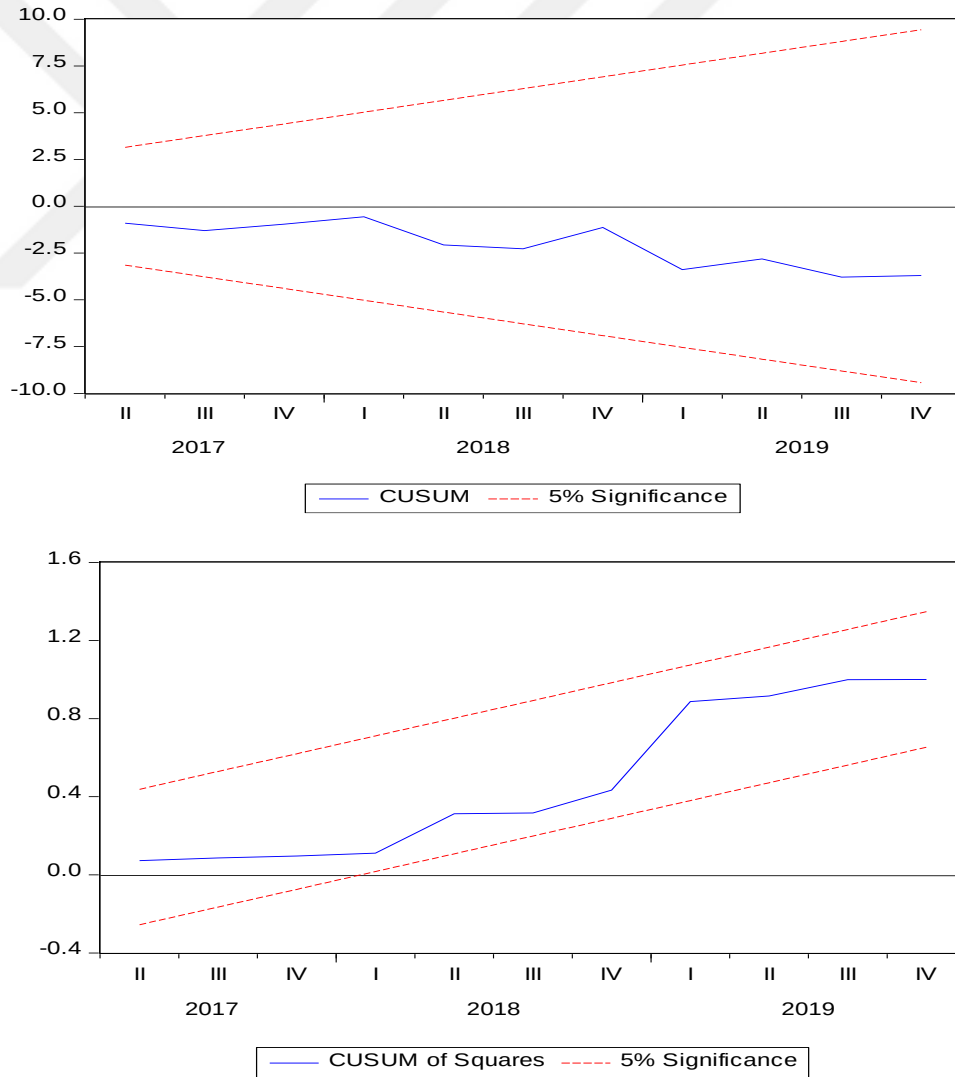
Hata düzeltme katsayısı (ECM) beklentilere uygun olarak negatif ve istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Buna göre modelde hata düzeltme mekanizmasının çalıştığını ve sisteme gelen bir şok karşısında oluşan dengesizliğin üç aylık dönemde yaklaşık %21 oranında dengeye doğru yöneldiği söylenebilir.

Tablo 3.8. Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları (Model 2)

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t istatistiği	p-değeri
D(DK(-1))	-0.415663	0.234332	-1.773817	0.1037
D(DK(-2))	-0.464713	0.265124	-1.752817	0.1074
D(DK(-3))	0.228758	0.182369	1.254367	0.2357
D(DK(-4))	-0.101859	0.209349	-0.486549	0.6361
D(DK(-5))	0.370119	0.226659	1.632933	0.1308
D(DK(-6))	0.050861	0.230251	0.220893	0.8292
D(DK(-7))	0.609283	0.224598	2.712766	0.0202
D(DK(-8))	0.421634	0.264773	1.592432	0.1396
D(DK(-9))	0.572217	0.323468	1.769005	0.1046
D(PY)	0.176250	0.424876	0.414828	0.6862
D(PY(-1))	4.108884	1.067474	3.849167	0.0027*
D(PY(-2))	3.702850	1.228187	3.014891	0.0118**
D(PY(-3))	2.866639	1.059614	2.705361	0.0205**
D(PY(-4))	2.257692	1.014146	2.226199	0.0478**
D(PY(-5))	1.452635	0.939076	1.546877	0.1502
D(PY(-6))	1.628031	0.711613	2.287805	0.0429**
D(PY(-7))	1.341295	0.613268	2.187129	0.0512***
D(PY(-8))	1.158449	0.581881	1.990869	0.0719***
D(DY)	1.137240	0.455361	2.497446	0.0296**
D(DY(-1))	-6.251003	2.123629	-2.943547	0.0134**
D(DY(-2))	-5.349942	1.955144	-2.736341	0.0194**
D(DY(-3))	-6.324877	1.852939	-3.413430	0.0058*
D(DY(-4))	-5.914861	1.779787	-3.323354	0.0068*
D(DY(-5))	-6.770202	1.731491	-3.910041	0.0024*
D(DY(-6))	-5.820637	1.678768	-3.467208	0.0053*
D(DY(-7))	-5.765654	1.623192	-3.552046	0.0045*
D(DY(-8))	-4.107691	1.352922	-3.036162	0.0113*
D(DY(-9))	-3.526917	1.266617	-2.784517	0.0178**
D(DY(-10))	-1.942760	0.781697	-2.485310	0.0303**
D(DY(-11))	-0.875870	0.534415	-1.638933	0.1295
CointEq(-1)*	-0.211905	0.062659	-3.381872	0.0061*

Not: *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.

Son olarak, kısa dönem dinamiklerine ilişkin olarak hata düzeltme teriminin elde edilmesinde kullanılan uzun dönem katsayılarının istikrarının ölçülmesin için CUSUM ve CUSUMSQ testleri yapılmıştır. CUSUM ve CUSUMSQ test sonuçlarından elde edilen bulgular Şekil 3.2’de gösterilmiştir. Burada kesikli doğrular %5 anlamlılık düzeyinde kritik sınırları, düz çizgiler ise CUSUM ve CUSUMSQ test değerlerini göstermektedir. CUSUM ve CUSUMSQ test değerlerinin gösterildiği Şekil 3.2’deki her iki grafikte de çizgiler alt ve üstteki güven sınırının içinde kaldığı için tahmin edilen modelin seçilen dönem için istikrarlı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.



Şekil 3.2. CUSUM ve CUSUMSQ Testi Sonuçları (Model 2)

SONUÇ

Uluslararası sermaye hareketleri günümüzde hızla artarak ülke ekonomilerindeki gelişmeleri belirleyen en büyük dinamik haline gelmiştir. Bu durum ekonomiyi yöneten birimler için oldukça güç sorunların ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Çünkü ulusal düzeyde tasarlanıp uygulanacak politikalarla ekonomik göstergeleri istenilen yönde ve seviyede etkilemek gittikçe zorlaşmaktadır. Üstelik uluslararası sermaye hareketlerinin hızlı gelişimi neticesinde ulusal ekonomilerin dış şoklara karşı kırılganlıkları çok fazla artmıştır. Yaşanan bu sorunların çözümü için uluslararası sermaye hareketlerinin kısıtlanmasına ilişkin bazı öneriler ortaya atılsa da bunlar genel bir kabul görmemiştir. Finansal liberalizasyon ve globalizasyonun günümüzde geldiği seviyeden geri dönülemeyeceği ileri sürülmüştür. Bunun yerine var olan sorunların çözümü için uluslararası sermaye hareketlerinin yönetilmesi fikri çoğunlukla benimsenmiştir.

Uluslararası sermaye hareketlerinin yönetimi konusu bugün ekonomi yöneticilerinin birinci gündem maddesi haline gelmiştir. Çünkü belirlenen ulusal hedefler çerçevesinde ekonomik politikaların başarılı bir biçimde uygulanabilmesi ancak uluslararası sermaye hareketlerinin etkin bir biçimde yönetilmesi ile sağlanabilmektedir. Bu yüzden ülkeye yönelik sermaye hareketlerinin ekonomiyi etkilediği kanalların kapsamlı bir biçimde ortaya konmasına ihtiyaç vardır. Her ülkenin kendine özgü özellikleri göz önüne alınarak, yabancı sermayenin ekonomiyi etkileme kanalları ne kadar başarılı bir biçimde ortaya konursa sermaye hareketlerinin yönetiminde etkinliğin sağlanması da o derece mümkün olur. Dolayısı ile sermaye hareketlerinin ekonomileri etkileme mekanizmalarının belirlenmesi günümüzde büyük önem taşımaktadır.

Literatür incelendiğinde özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal sermaye hareketlerinin döviz piyasası kanalından oluşturduğu değişimlerle ekonomi üzerinde önemli etkiler yarattığı görülmektedir. Yüksek finansal getiri amacı ile gelişmekte olan ülkelere yönelen yabancı sermaye ilk olarak döviz piyasası üzerinde önemli bir etki yaratmaktadır. Daha sonra döviz piyasası üzerinde yarattığı etkiye bağlı olarak diğer birçok makroekonomik göstergelerde dalgalanmalara yol açmaktadır. Böylece, finansal sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerindeki etkilerini incelemek diğer ekonomik göstergeler üzerindeki etkileri için kritik bir öneme sahip olmaktadır.

Yukarıda anlatılanlardan hareketle bu çalışmanın amacı Türkiye'ye yönelik finansal sermaye hareketlerinin kur seviyesi üzerinde yarattığı etkiyi analiz etmektir. Bunun için 2009 ile 2019 yılı arasındaki çeyrek dönemlik veriler ARDL yöntemi kullanılarak ampirik olarak analiz edilmiştir. Bu kapsamda çalışmada aşağıda belirtildiği şekilde iki ayrı model kullanılmıştır.

$$DK = f(FS, NX) \quad (Model\ 1)$$

$$DK = f(PY, DY) \quad (Model\ 2)$$

Model 1 yardımı ile Türkiye'ye yönelik finansal sermaye hareketlerinin (FS) döviz kuru (DK) üzerindeki etkisi net ihracat (NX) ile karşılaştırmalı olarak analiz edilmiştir. Burada amaç döviz piyasasında kur seviyesinin belirlenmesi sürecinde etkin olan döviz arz ve talebi üzerinde finansal sermaye hareketleri ile ticari faaliyetlerden hangisinin daha baskın olduğunu tespit etmektir. Böylece Türkiye'de döviz piyasasında döviz kuru seviyesinin belirlenmesi sürecinde temel dinamiklerin rolü belirlenmeye çalışılmıştır.

Model 2 de ise Türkiye'de döviz kuru (DK) seviyesinin belirlenmesinde finansal sermaye hareketleri içinde yer alan portföy yatırımları (PY) ile diğer yatırımların (DY) oynadığı rol karşılaştırmalı olarak araştırılmaktadır. Portföy yatırımları sermaye piyasalarında hisse senedi ve borç senedi gibi menkul değerler, diğer yatırımlar ise para piyasasında daha çok bankalar kanalı ile işlem gören yatırım araçları üzerinden gerçekleşen finansal sermaye hareketi türünü oluşturmaktadır. Böylece ikinci model yardımı ile finansal sermaye hareketlerinin kur üzerinde yarattığı etkiler sermaye ve para piyasasında işlem göre yatırım araçları üzerinden ayrı ayrı incelenmiştir.

Özetle, oluşturulan ilk modelde Türkiye'ye yönelik finansal sermaye hareketlerinin döviz piyasasında kur seviyesini belirleyen arz ve talep dinamiklerine etkisi ortaya konmuştur. Daha sonra ikinci model ile finansal sermaye hareketlerinin kompozisyonunun döviz kuru seviyesi ile ilişkisi araştırılmıştır. Buradan elde edilen bilgilerle Türkiye'ye yönelik finansal sermaye hareketlerinin ekonomiyi etkileme kanallarına ilişkin bilgi birikiminin artırılması amaçlanmıştır. Böylece Türkiye'ye yönelik finansal sermaye hareketlerinin etkin bir şekilde yönetilmesine ilişkin olarak hayata geçirilecek uygulamaların tasarlanmasına katkı sunulması hedeflenmiştir.

Model 1'den elde edilen ampirik bulgular döviz piyasasında kur seviyesinin belirleyicileri olarak döviz arz ve talebi üzerinde finansal sermaye hareketlerinin net ihracat ile karşılaştırıldığında çok daha fazla baskın olduğunu göstermektedir. Uzun dönem katsayı tahminlerine göre finansal sermaye hareketleri döviz kuru üzerinde net ihracatla karşılaştırıldığında yaklaşık iki kat daha fazla etki yapmaktadır. Böylece Türkiye'de finansal sermaye hareketlerinin uluslararası ticari faaliyetlere göre döviz piyasasında kur seviyesinin belirlenmesi sürecinde çok daha büyük rol oynamaktadır. Bunun yanında finansal sermaye hareketleri kısa dönemde kur seviyesini düşürerek yerli paranın değerlenmesine yol açmaktadır. Ancak uzun dönemde yerli paranın değerlenmesine bağlı olarak ekonomide oluşan riskler kur seviyesinde artış beklentisi yaratarak yerli paranın değer kaybetmesine neden olmaktadır. Net ihracat ise, Türkiye'de sürekli cari işlemler hesabı açığı yaşandığından, uzun dönemde kur seviyesini artırıcı yani yerli paranın değerini düşürücü etki yaratmaktadır. Buna göre Türkiye'de genelde ithalat hacminin ihracat miktarını aşması döviz piyasasında döviz talebini artırarak yerli para değeri üzerinde aşağı yönlü baskı yaratmaktadır.

Model 2'den elde edilen uzun dönem ampirik bulgulara bakıldığında Türkiye'ye yönelik finansal sermaye hareketleri içinde diğer yatırımların portföy yatırımlarına göre mutlak değer olarak döviz kuru üzerinde iki kattan daha fazla etkili olduğu belirlenmiştir. Böylece, Türkiye'de döviz piyasasında kur seviyesinin belirlenmesi sürecinde dominant rol oynayan finansal sermaye hareketlerinin bunu para piyasasında bankaların aracılık ettiği diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketleri ile gerçekleştirdiği görülmektedir. Öyle ki, mutlak değer olarak diğer yatırımların kur üzerinde yarattığı etki portföy yatırımlarla kıyaslandığında iki kattan daha fazladır. Bu çerçevede diğer yatırımlar kur üzerinde kısa ve uzun dönemde farklı etkiler yaratmaktadır. Diğer yatırımlar kısa dönemde kur üzerinde düşürücü etki yapmasına rağmen, yerli paranın değerlenmesine bağlı olarak gelişen risklerin beklentileri bozması sonucunda, uzun dönemde kur seviyesini artırmaktadır. Portföy yatırımlarının ise kısa dönemde kur seviyesini artırıcı uzun dönemde ise kur seviyesini düşürücü etki yaptığı tespit edilmiştir.

Elde edilen ampirik bulgular sermaye hareketlerinin yönetimine ilişkin politikaların tasarım süreci açısından değerlendirildiğinde aşağıdaki çıkarımları yapmak mümkün olmaktadır.

İlk olarak finansal sermaye hareketlerinin kur seviyesinin belirlenmesi sürecinde döviz piyasasında baskın rol oynaması Türkiye’de kur istikrarı için sermaye hareketlerinin etkin bir biçimde yönetilmesi gerektiğini açıkça ortaya koymaktadır. Bilindiği gibi finansal sermaye hareketleri fiziki sermaye hareketlerine kıyasla daha dalgalı bir özellik taşımaktadır. Buna göre Türkiye’ye yönelik sermaye hareketleri içinde fiziki yatırımların payının finansal yatırımlara kıyasla artırılması önemli bir hedef olarak belirlenmelidir. Aksi takdirde, finansal sermaye hareketlerinin baskın bir rol oynadığı döviz piyasasında, kur istikrarının sağlanması oldukça güç görülmektedir.

İkinci olarak döviz piyasasında baskı oluşturan finansal sermaye hareketleri içinde diğer yatırımların ağırlıklı bir paya sahip olması da sermaye hareketlerinin yönetim politikaları açısından önemli çıkarımlar yapılmasına imkân vermektedir. Bu durum Türkiye’de sermaye hareketlerinin yönetim politikalarının tasarlanma sürecinde para piyasası araçları ile bu piyasada aracılık yapan bankalara yönelik uygulamalara yoğunlaşılması gerektiğini göstermektedir. Buna göre merkez bankasının politika faizleri ile para piyasasında banka kredi faizleri üzerinden toplam talep ve büyümeyi etkilemeye yönelik politikaların aynı zamanda diğer yatırımlar şeklinde ülkeye yönelen sermaye hareketlerini de etkileyeceği gözden kaçmamalıdır.

Son olarak, finansal sermaye hareketleri içinde önemli bir paya sahip olan diğer yatırımların kısa dönemde kurları azaltırken, uzun dönemde yerli paranın değer kazanmasına bağlı olarak yaşanan olumsuzluklar nedeni ile kurların yükselmesine yol açması, Türkiye ekonomisi için çok önemli risklere işaret etmektedir. Öte yandan kur üzerinde uzun dönemde düşürücü etki yaratması portföy yatırımları için böyle bir riskli durumun olmadığını göstermektedir. Bu bağlamda sermaye hareketlerinin yönetimi açısından finansal sermaye hareketleri içinde portföy yatırımlarının payını artırırken diğer yatırımların payını azaltmak etkili bir politikası seçeneği olacaktır.

KAYNAKLAR

- ACAR, M. (2016) “Doğrudan Yabancı Sermayenin Ekonomik Büyümeye Etkisi: Türkiye Örneği”, **Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 13, Sayı 13, ss. 92-105.
- AÇIKALIN, S.; S. ÜNAL (2009) **Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları**, 1.bs., Bursa, Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- ADİYAMAN, A. T. (2006) “Dış Borçlarımız ve Ekonomik Etkileri”, **Sayıştay Dergisi**, Sayı 62, ss. 21-45.
- AGENOR, P. R. (1998) “Capital Inflows, External Shocks, and the Real Exchange Rate”, **Journal of International Money and Finance**, Volume 17, Issue 5, ss. 713-740.
- AGENOR, P. R.; C. J. McDERMOTT; E. M. UCER (1997) “Fiscal Imbalances, Capital Inflows, and the Real Exchange Rate: The Case of Turkey”, **IMF Working Paper**, No 1.
- AIZENMAN, J.; D. RIERA-CRICHTON (2008) “Real Exchange Rate and International Reserves in an Era of Growing Financial and Trade Integration”, **The Review of Economics and Statistics**, Volume 90, Issue 4, ss. 812-815.
- AKARSU, Y.; N. DİLBAZ-ALACAHAN (2019) “Döviz Kuru Riski ve Türkiye Ekonomisi Açısından Değerlendirmesi”, **Journal of Life Economics**, Cilt 6, Sayı 1, ss.79-90.
- AKBAKAY, Z. (2016) “Dünyada ve Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Politikaları ve Türkiye Uygulamasının Etkinliği”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, **Dicle Üniversitesi, S.B.E. Diyarbakır**.
- AKEL, V.; S. GAZEL (2014) “Döviz Kurları İle BIST Sanayi Endeksi Arasındaki Eşbütünleşme İlişkisi: Bir ARDL Sınır Testi Yaklaşımı”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı 44, ss. 23-41.
- AKSARAYLI, M.; Ö. TUNCAY (2009) “Kısa Vadeli Sermaye Girişi Modellemesi: Türkiye Örneği”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 24, Sayı 1, ss.105-122.
- AKTEPE, İ. E. (2013) **Sorularla Katılım Bankacılığı**, Türkiye Katılım Bankaları Birliği, No 4.
- ALBAYRAK, Ş. G. (2012) “Reel Döviz Kuru Oynaklığının Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği (1992–2008)”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, **Selçuk Üniversitesi, S.B.E. Konya**.

- ALPAN-İNAN, E. (2002) “Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye”, **Bankacılar Dergisi**, No 40, ss. 36-49.
- APAK, S.; A. UÇAK; S. UZUNOĞLU (2006) “Finansal Serbestleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği”, **TEK Uluslararası Ekonomi Konferansı**, Ankara, 11-13 Eylül.
- APAYDIN, Ş.; H. ŞAHİN (2017) “Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının İktisadi Dalgalanmalar Üzerindeki Etkileri: Bir Uzun Dönem Kısıtlı SVAR Modeli”, **Politik Ekonomik Kuram**, Cilt 1, Sayı 1, ss. 22-72.
- ARSLAN, S.; M. ÇİÇEK (2017) “Yabancı Portföy Yatırımları İle Döviz Kuru İlişkisi: Türkiye’de Yabancı Sermayenin Vergilendirilmesi”, **Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi**, ICMEB17 Özel Sayısı, ss. 292-299.
- ASLAN, N. (1997) **Uluslararası Özel Sermaye Akımları**, 2.bs., İstanbul, Türkmen Kitabevi.
- ASLAN, N.; N. TERZİ; E. SIAMPAN (2014) “Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme ve Reel Döviz Kuru İle İlişkisi”, **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Cilt 5, Sayı 10, ss. 15-32.
- ASPE, P. (1993) **Economic Transformation the Mexican Way**, Cambridge and London, MIT Press.
- ASTERIOU, D; S. G. HALL (2011) **Applied Econometrics**, 2nd ed., United Kingdom, Palgrave Macmillan,
- ATHUKOROLA, P.; S. RAJAPATGRANA (2003) “Capital Inflows and the Real Exchange Rate: A Comparative Study of Asia and Latin America”, **The World Economy**, Volume 26, Issue 4, ss. 613-637.
- AYBAR, C. B. (2001) “Yeni Kur Politikası Ne Tür Bir Dalgalanma”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt 16, Sayı 181, ss. 57-61.
- AYDIN, Y. (2014) “Açık Ekonomide Trilemma”, **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı 1, ss. 1-15.
- AYSOY, D. (2017) “Türkiye’de Merkez Bankası Müdahaleleri İle Döviz Kuru Arasındaki İlişki (1 Ocak 2004-30 Haziran 2015)”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, **Başkent Üniversitesi, S.B.E.** Ankara.
- BAKARDZHIEVA, D.; S. B. NACEUR; B. KAMAR (2010) “The Impact Of Capital And Foreign Exchange Flows On The Competitiveness Of Developing Countries”, **IMF Working Papers**, No 154.
- BALINO, T. J. T.; C. ENOCH (1997) “Currency Board Arrangements Issues and Experiences”, **IMF Occasional Papers**, No 151.

- BALKAN, E.; F. G. BİÇER; A. E. YELDAN (2002) "Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in the Post-1990 Turkish Economy", **METU International Conference on Economics VI**, Ankara, 11-14 Eylül.
- BAYIR, M. (2019) "Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası'nın Uyguladığı Geleneksel Olmayan Para Politikasının Türkiye Ekonomisine Etkisi", Yayınlanmamış Doktora Tezi, **Balıkesir Üniversitesi, S.B.E.** Balıkesir.
- BENAZIC, M.; I. KERSAN-SKABIC (2016) "The Determinant of Exchange Rate in Croatia. Eastern", **Journal of European Studies**, Volume 7, Issue 1, ss. 125-150.
- BERKE, B. (2016) "Türkiye'de Sermaye Akımlarının Oynaklığı Ekseninde Reel Döviz Kurunun Belirleyicilerinin Bir Analizi", **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt 27, Sayı 101, ss. 1-29.
- BERNANKE, B. S.; T. LAUBACH; F. S. MISHKIN; A. POSEN (1999) **Inflation Targeting: Lessons from International Experience**, New Jersey, Princeton University Press.
- BERUMENT, H.; N. N. DINCER (2004) "Do Capital Flows Improve Macroeconomic Performance in Emerging Markets? The Turkish Experience", **Emerging Markets Finance & Trade**, Volume 40, Issue 4, ss. 20-32.
- BİLDİRİCİ, Z. (2008) "Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Portföy Yatırımları ve Sıcak Para", <http://blog.bluzz.net/wp-content/uploads/2008/02/kisa-vadeli-sermaye-hareketleri.pdf> Erişim Tarihi 14/04/2020.
- BLONIGEN, B. (2005) "A Review of the Empirical Literature on FDI Determinants", **Atlantic Economic Journal**, Volume 33, Issue 4, ss. 383-403.
- BOFINGER, P. (2001) **Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies and Instruments**, New York, Oxford University Press.
- BORATAV, K. (2001) "2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt 16, Sayı 186, ss. 7-17.
- BÜYÜKAKIN, T.; C. ERASLAN (2004) "Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı 8, ss. 18-37.
- CALVO, G. A.; L. LEIDERMAN; C. M. REINHART (1993) "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America", **IMF Working Paper**, Volume 40, Issue 1, ss. 108-151.
- CALVO, G. A.; L. LEIDERMAN; C. M. REINHART (1996) "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990's", **Journal of Economic Perspectives**, Volume 10, Issue 2, ss. 123-139.

- CALVO, G. A.; F. S. MISHKIN (2003) "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries", **The Journal of Economic Perspectives**, Volume 17, Issue 4, ss. 99-118.
- CANBAY, Ş. (2018) "Finansal Serbestleşme Sürecinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Mevcut Risklere Karşı Önlemler", **Fırat Üniversitesi İİBF Uluslararası İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 2, Sayı 1, ss. 1-24.
- CAPORALE, G. M.; F. M. ALI; F. SPAGNOLO; N. SPAGNOLO (2015) "International Portfolio Flows and Exchange Rate Volatility for Emerging Markets" **Discussion Papers**, No 1519.
- CAPORALE, G. M.; F. M. ALI; N. SPAGNOLO (2015) "Exchange Rate Uncertainty and International Portfolio Flows: A Multivariate Garch-in-Mean Approach", **Journal of International Money and Finance**, Issue 54, ss. 70-92.
- CARDARELLI, R.; S. ELEKDAG; M. A. KOSE (2010) "Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses", **Economic Systems**, Volume 34, Issue 4, ss. 333-356.
- CENGİZ, C. (2018) "Döviz Kurunun Belirlenmesine Yönelik Teorik Yaklaşımlar", **Sakarya İktisat Dergisi**, Cilt 7, Sayı 4, ss. 1-17.
- CHAKRABORTY, I. (2003) "Liberalization of Capital Inflows and the Real Exchange Rate in India: A VAR Analysis", **IMF Working Paper**, No 351.
- COMBES, J. L.; T. KINDA; P. PLANE (2010) "Capital Flows And Their Impact On The Real Effective Exchange Rate", **CERDI Etudes et Documents**, No 32.
- COPELAND, L. (2014) **Exchange Rates and International Finance**, 6th ed., Edinburgh, Pearson Education Limited.
- CORDEN, W. M. (1994) **Economic Policy, Exchange Rates and the International System**, Oxford, Oxford University Press.
- ÇEViŞ, İ.; C. KADILAR (2001) "The Analysis of the Short-term Capital Movements by Using the VAR Model: The Case of Turkey", **The Pakistan Development Review**, Volume 40, Issue 3, ss. 187-201.
- ÇİMENÖĞLU, A.; N. YENTÜRK (2005) "Effects of International Capital Inflows on the Turkish Economy", **Emerging Markets Finance & Trade**, Cilt 41, Sayı 1, ss. 90-109.
- DEMİR, F. (2009) "Volatility of Short-term Capital Flows and Private Investment in Emerging Markets", **Journal of Development Studies**, Volume 45, Issue 5, ss. 672-692.

- DEMİR, M.; E. SEVER (2009) "Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Sermaye Hareketliliğinde Devletin Rolü: Türkiye Üzerine Bir İnceleme", **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 8, Sayı 29, ss. 214-239.
- DEMİRGİL, B.; H. TÜRKAY (2018) "Enflasyon-Faiz İlişkisi: Bir ARDL/Sınır Testi Uygulaması", **Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 11, Sayı 1, ss. 515-528.
- DICKEY, D. A.; W. A. FULLER (1979) "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root", **Journal of the American Statistical Association**, Volume 74, Issue 366, ss. 427-431.
- DİKMEN, H. (2010) "Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Sorunu", Yayınlanmamış Doktora Tezi, **Kadir Has Üniversitesi S.B.E.** İstanbul.
- DOĞAN, B. B.; Z. AKBAKAY (2016) "Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ile Fiyat İstikrarının Sağlanması", **Ordu Üniversitesi Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi**, Cilt 6, Sayı 3, ss. 629-642.
- DOĞANAY, M. (2016) "Döviz Kuru Riski Yönetimine Sektörel Bir Yaklaşım", **International Journal of Cultural and Social Studies (IntJCSS)**, Volume 2, Issue 1, ss. 149-164.
- DORNBUSCH, R.; S. FISCHER; R. STARTZ (2017) **Macroeconomics**. 13th ed., New York, McGraw-Hill Education,
- DUA, P.; P. SEN (2013) "Capital Flows and Exchange Rates: The Indian Experience", **Indian Economic Review**, Volume 48, Issue 1, ss. 189-219.
- DURAN, S. (2013) "Kısa Vadeli Yabancı Yatırımların Kobi Finansmanına Etkileri: İMKB’de Bir Uygulama", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, **Gebze Yüksek Teknoloji Üniversitesi, S.B.E.** Gebze.
- DURGAN, S. (2016) "Türkiye’nin Doğrudan Yabancı Yatırım Potansiyelinin Çekim Modeli Kullanılarak Belirlenmesi", **Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü**, Ankara.
- EDWARDS, S. (1988) "The Determination of Equilibrium Real Exchange Rate", **Ucla Working Paper**, No 508.
- EDWARDS, S. (2001) "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention", **NBER Working Paper Series**, No 8529.
- EDWARDS, S.; A. M. SAVASTANO (1999) "Exchange Rates in Emerging Economics: What Do We Know? What Do We Need to Know?", **NBER Working Paper Serries**, No 7228.
- EICHENGREEN, B. (1994) **International Monetary Arrangements for the 21st Century**, Washington, D.C. Brookings Institution.

- ELBADAWI, I.; R. SOTO (1997) “Capital Flows And Long-Term Equilibrium Real Exchange Rates In Chile”, **Revista de Análisis Económico (RAE)**, Volume 12, Issue 1, ss. 35-62.
- EMİL, M. F.; M. T. VEHBİ (2003) “Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Kalkınma: Türkiye Örneği”, **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt 14, Sayı 48, ss. 1-23.
- ENDERS, W. (2015) **Applied Econometric Time Series**, 4th ed., United States, Wiley.
- ENGİN, M. B. (2011) “Bir Para Politikası Aracı Olarak Enflasyon Hedeflemesi”, **Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı 2, ss. 45-53.
- ENGLE R. F.; C. W. J. GRANGER (1987) “Cointegration and Error Correction Representation: Estimation and Testing”, **Econometrica**, Volume 55, Issue 2, ss. 251–276.
- ERATAŞ, F.; D. ÖZTEKİN (2010) “Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Belirleyicileri: Türkiye Örneği”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt 2, Sayı 2, ss. 57-64.
- EROĞLU, İ. (2007) “Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Deneyimi”, <http://dergi.kmu.edu.tr/userfiles/file/aralik2007/PDF/1.pdf> Erişim Tarihi 10/12/2019.
- ERTÜRK, E. (2001) **Uluslararası İktisat: Teori ve Politika İktisadi Birleşmeler – Parasal İlişkiler**, İstanbul, Alfa Basım Yayım.
- EVANS, K. (2002) “Foreign Portfolio and Direct Investment: Complementarity, Differences, and Integration”, **Global Forum on International Investment**, Shanghai.
- FEENSTRA, R. C.; A. M. TAYLOR (2014) **International Economics**, 3rd ed., United States, Worth Publishers.
- FFRENCH-DAVIS, R.; M. AGOSIN; A. UTHOFF (1995) “Coping with Capital Surges”, **Capital Movements, Export Strategy, and Macroeconomic Stability in Chile**, Ed.: French-Davis, R.; S. Griffit-Jones, Canada, Lynne Rienner Publisher, ss. 99–145.
- FISCHER, S. (2001) “Exchange Rate Regimes:Is the bipolar View Correct?”, **Journal of Economic Perspectives**, Volume 15, Issue 2, ss. 3-24.
- FLEMING, M. (1962). “Domestic Financial Policies under Fixed and Under Floating Exchange Rates”, **IMF Staff Papers**. No 9.
- FRAGA, A.; I. GOLDFAJN I.; A. MINELLA (2003) “Inflation Targeting İn Emerging Market Economies”, **NBER Working Paper**, No 10019.
- FRATZSCHER, M.; M. BUSSIÈRE (2004) “Financial Openness and Growth: Short-Run Gain, Long-Run Pain?”, **Working Paper Series**, No 348.

- FRENKEL, J. A.; A. RAZIN (1987) “The Mundell-Fleming Model a Quarter Century Later: A Unified Exposition”, **Staff Papers (International Monetary Fund)**, Volume 34, Issue. 4, ss. 567-620.
- GABRISCH, H. (2015) “Net Capital Flows To And The Real Exchange Rate Of Western Balkan Countries”, **Economic Annals**, Volum 60, Issue 205, ss. 31-52.
- GALEZA, T.; J. CHAN (2015) “What Is Direct Investment?”, **International Monetary Fund, Finance & Development**, Volume 52, Issue 3, ss. 34-35.
- GEDİK, A. (2014) “Reel Efektif Döviz Kurunun Dış Ticaret Dengesi Üzerine Etkisi”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, **Selçuk Üniversitesi, S.B.E.** Konya.
- GENÇ, E. (2015) “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri, Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Yabancı Portföy Yatırımları Bağlamında Bir Analiz: Türkiye Örneği”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, **Afyon Kocatepe Üniversitesi, S.B.E.** Afyonkarahisar.
- GLOBAN, T. (2014) “The Prizes and Pitfalls of Large Capital Inflows in a Small Integrated Economy: Case of Croatia”, **International Journal of Trade, Economics and Finance**, Volume 5, Issue 39, ss. 235-243.
- GÖZEN, M. Ç. (2018) “Başlıca Döviz Kuru Belirleme Yaklaşımları Ve Seçilmiş Yaklaşımların Etkinliğinin Türkiye Örneğinde Test Edilmesi”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, **Kocaeli Üniversitesi, S.B.E.** Kocaeli.
- GÖK, A. (2006) “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 21, Sayı 1, ss. 131-145.
- GÖKTAŞ, Ö. (2005) **Teorik ve Uygulamalı Zaman Serileri Analizi**, İstanbul, Beşir Kitabevi.
- GUJARATI, N. D. (1999) **Temel Ekonometri**. 1.bs., Çev. Ümit Şenesen ve Gülay Günlük Şenesen, İstanbul, Literatür Yayıncılık.
- GÜNEY, P. Ö.; İ. M. CEYLAN (2014) “Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye Deneyimi”, **H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 32, Sayı 1, ss. 143-164.
- GÜRİŞ, B.; K. BURCU (2007) “Reel Faiz Oranı ve Reel Döviz Kurunun Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerine Etkileri: Sınır Testi Yaklaşımı”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt 22, Sayı 255, ss. 85-94.
- GÜRİŞ, S.; B. BÜYÜKMUMCU (2015) “Denge Reel Döviz Kuru Tahmininde NATREX Modeli: Türkiye Uygulaması”, **Social Sciences Research Journal**, Volume 4, Issue 2, ss. 76-95.
- HALAÇ, U.; Y. KUŞTEPELİ (2003) “Türkiye’de Para Dolanım Hızının İstikrarı: 1987-2001”, **Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 5, Sayı 1, ss. 85-102.

- HEENAN, G.; M. PETER; R. ROGER (2006) "Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications", **IMF Working Paper**, No 27.
- HEPAKTAN, E. (2009) "Türkiye'nin Marshall-Lerner Koşuluna İlişkin Parçalı Eşbütünleşme Analizi", **Yönetim ve Ekonomi**, Cilt 1, Sayı 1, ss. 39-55.
- HILL, C. W. L. (2012) **International Business, Competing in the Global Market Place**, 9th ed., New York, McGraw-Hill/Irwin.
- HYDER, Z.; A. MAHBOOB (2006) "Equilibrium Real Effective Exchange Rate and Exchange Rate Misalignment in Pakistan", **SBP Research Bulletin**, Volume 2, Issue 1, ss. 237-263.
- IBARRA, A. C. (2011) "Capital Flows and Real Exchange Rate Appreciation in Mexico", **World Development**, Volume 39, Issue 12, ss. 2080-2090.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2000) "IMF Annual Report 2000 Washington, D.C.", https://www.elibrary.imf.org/doc/IMF011/00318-9781557758439/00318-9781557758439/Other_formats/Source_PDF/00318-9781455248575.pdf Erişim Tarihi 08/07/2020.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2009) "Balance of Payments and International Investment Position Manual, 6th ed., (BPM6)", <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf> Erişim Tarihi 28/12/2019.
- ITO, T. (2000) "Capital Flows and the Emerging Economies", **Capital Flows in Asia**, Ed.: Edwards Sebastian, Chicago. The University of Chicago Press, ss. 255-298.
- İNANDIM, Ş. (2005) "Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği", TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü**, Ankara.
- İNSEL, A.; N. SUNGUR (2003) "Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV", **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, No 8.
- JABIYEV, F. (2018) "Mundell-Fleming Modeli Kapsamındaki Trilemma Hipotezinin Azerbaycan Ekonomisi Üzerine Test Edilmesi", Yayınlanmamış Doktora Tezi, **Atatürk Üniversitesi S.B.E.** Erzurum.
- JOHANSEN, S. (1988) "Statistical Analysis of Cointegrating Vectors", **Journal of Economic Dynamics and Control**, Volume 12, Issue 2-3, ss. 231-254.
- JOHANSEN, S.; K. JUSELIUS (1990) "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration With Applications to the Demand for Money", **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, Volume 52, Issue 2, ss. 169-210.

- JOHNSTON, J.; J. DINARDO (1997) **Econometric Methods**, 4th ed., USA, The McGraw-Hill Company.
- JONGWANICH, J.; A. KOHPAIBOON (2013) “Capital Flows and Real Exchange Rates in Emerging Asian Countries”, **Journal of Asian Economics**, Issue 24, ss. 138-146.
- KANSU, A. (2006) **Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**, 2.bs., İstanbul, Güncel Yayıncılık.
- KAR M.; M. A. KARA (2002) “Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler”, **Dış Ticaret Dergisi**, Sayı 29, ss. 46-80.
- KARAHAN, Ö.; O. ÇOLAK (2011) “Financial Capital Inflows and Exchange Rate Instability: The Case of Turkey”, **Conference: 13 th International Conference on Finance and Banking: Learned from the Financial Crisis**, Ostrava, Czech Republic, 12-13 Ekim.
- KARAHAN, Ö.; O. ÇOLAK (2017) “Enflasyon Hedeflemeli Rejim Altında Türkiye Ekonomisinde Faiz Oranı ve Döviz Kuru İlişkisi”, **Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi**, ICMEB17 Özel Sayısı, ss. 983-991.
- KARLUK, S. R. (1996) **Türkiye Ekonomisi**, İstanbul, Beta Yayınları.
- KARLUK, S. R. (2009) **Uluslararası Ekonomi: Teori ve Politika**, 9.bs., İstanbul, Beta Basım.
- KARLUK, S. R. (2014) “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı”, **Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye**. T.C. Merkez Bankası, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/search+results?search-query=r%C4%B1dvan+karluk> Erişim Tarihi 20/02/2020.
- KARPUZ, F.; A. KIZILTAN (2014) “Türkiye’de Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar İle Reel Döviz Kuru Arasındaki İlişki”, **Ekev Akademi Dergisi**, Cilt 18, Sayı 60, ss. 197-210.
- KASMAN, A.; E. TURGUTLU; G. KONYALI (2005) “Cari Açık Büyümenin mi Aşırı Değerli TL’nin mi Sonucudur?”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt 20, Sayı 233, ss. 88-98.
- KAYA, A. (2011) “Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımlarının Belirleyicileri ve Menkul Kıymetler Piyasasına Etkileri”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, **Atatürk Üniversitesi, S.B.E.** Erzurum.
- KAYMAKÇI, O. (2007) **Küreselleşme Üzerine Notlar**, İstanbul, Nobel Yayın Dağıtım.
- KESKİN, H. (2006) “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Türkiye’de Ekonomik Büyümeye Etkisi – Çin ve Tayland İle Karşılaştırmalı Analizi”, Yayınlanmamış

Doktora Tezi, **Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü**, İstanbul.

KESKİN, N. (2008) “Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri Ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği”, **Dokuz Eylül Üniversitesi, S.B.E.** İzmir.

KEYDER, N. (2002) **Para, Teori-Politika-Uygulama**, Ankara, Seçkin Yayıncılık ve Dağıtım.

KIRAN, B. (2007) “Kısa ve uzun Vadeli Sermaye Hareketleri İlişkisi”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 22, Sayı 1, ss. 269-283.

KIRCHGÄSSNER, G.; J. WOLTERS (2007) **Introduction to Modern Time Series Analysis**, 1st ed., Berlin, Springer.

KOÇAK, E. (2014) “Türkiye’de Çevresel Kuznets Eğrisi Hipotezinin Geçerliliği: ARDL Sınır Testi Yaklaşımı”, **İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi**, Cilt 2, Sayı 3, ss. 62-73.

KORKMAZ, T.; A. CEYLAN (2010) **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, 5. bs., Bursa, Ekin Yayınevi.

KRUGMAN, P. R.; M. OBSTFELD (2000) **International Economics, Theory and Policy**, 4th ed., USA, Addison-Wesley.

KRUGMAN, P. R.; M. OBSTFELD; M. J. MELITZ (2018) **International Economics, Theory & Policy**, 11th ed., New York, Pearson.

KWIATKOWSKI, D.; P. C. PHILLIPS; P. SCHMIDT; Y. SHIN (1992) “Testing the Null Hypothesis of Stationarity Against the Alternative of a Unit Root: How Sure are we that Economic Time Series have a Unit Root?”, **Journal of Econometrics**, Volume 54, Issue 1-3, ss. 159-178.

LARTEY, E. K. K. (2008) “Capital Inflows, Dutch Disease Effects and Monetary Policy in A Small Open Economy”, **Review of International Economics**, Volume 16, Issue 5, ss. 971-989.

MANKIW, N. G. (2010) **Makroekonomi**, 6.bs., Çev. Ömer Faruk Çolak, Ankara, Efil Yayınevi.

MASSON, P. R.; M. A. SAVASTANO; S. SAHARMA (1997) “The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries”, **IMF Working Paper**, No 130.

MATURU, B. O. (2017) “Short Term Capital Flows and Pressure on the Exchange Rate in Kenya”, **Advances in Economics and Business**, Volume 5, Issue 5, ss. 288-307.

- MISHKIN, F. S. (1998) "International Experiences of Different Monetary Policy Regimes", **IIES Seminar Paper**, No 648.
- MISHKIN, F. S. (2000) "Inflation Targeting in Emerging-Market Countries", **The American Economic Review**, Volume 90, Issue 2, ss. 105-109.
- MISHKIN, F. S. (2014) **Para Politikası Stratejisi**, Birinci Basım, Çev. Ömer Faruk Çolak ve Alparslan Zengin, Ankara, Efil Yayınevi.
- MISHKIN, F. S.; M. A. SAVASTANO (2000) "Monetary Policy Strategies for Latin America", **NBER Working Paper Series**, No 7617.
- MORANDE, F. G. (1988) "Domestic Currency Appreciation and Foreign Capital Inflows: What comes First? (Chile, 1977 - 82)", **Journal of International Money and Finance**, Volume 7, Issue 4, ss. 447-466.
- MUHAMMED-RAFI, O. P. C.; M. RAMACHANDRAN (2018) "Capital Fows and Exchange Rate Volatility: Experience of Emerging Economies", **Indian Economic Review**, Issue 53, ss. 183-205.
- MUNDELL, R. A. (1960) "The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates", **The Quarterly Journal of Economics**, Volume 74, Issue 2, ss. 227-257.
- MUNDELL, R. A. (1961) "A Theory of Optimum Currency Areas", **American Economic Review**, Issue 51, ss. 657-665.
- NARAYAN, P. K.; S. NARAYAN (2006) "Savings Behaviour in Fiji: Anempirical Assessment using the ARDL Approach to Cointegration", **International Journal of Social Economics**, Volume 33, Issue 7, ss. 468-480.
- NEUMANN, R. M.; R. PENL; A. TANKU (2009) "Volatility of Capital Flows and Financial Liberalization: Do Specific Flows Respond Differently", **International Review of Economics and Finance**, Issue 18, ss. 488-501.
- OBSTFELD, M.; K. ROGOFF (1995) "The Mirage of Fixed Exchange Rates", **Journal of Economic Perspectives**, Volume 9, Issue 4, ss. 73-96.
- OKSAY, S. (2001) **Döviz Kuru ve Ödemeler Bilançosu Politikaları: Türkiye (1993-2000)**, 1.bs., İstanbul, Beta Yayınevi.
- OPOKU-AFARI, M.; O. MORRISSEY; T. LLOYD (2004) "Real Exchange Rate Response to Capital Inflows: A Dynamic Analysis for Ghana", **Credit Research Paper**, No 12.
- ORGAN, İ.; E. BERK (2016) "Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Döviz Kuru İlişkisi ve Türkiye için Tobin Vergisi Tartışması", **EconWorld Working Paper Series**, No 5.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT
(OECD) (2008) **OECD Benchmark Definition Of Foreign Direct Investment**,
4th ed., OECD.

ORHAN, O. Z.; S. ERDOĞAN (2015) **Para Politikası**, 2.bs., Kocaeli, Umuttepe Yayınları.

OZTURK, I.; A. ACARAVCI (2010) “CO2 Emissions, Energy Consumption and Economic Growth in Turkey”, **Renewable and Sustainable Energy Reviews**, Volume 14, Issue 9, ss. 3220-3225.

ÖZDEMİR K. A.; G. ŞAHİNBEYOĞLU (2000) “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, <https://ww4.ticaret.edu.tr/isl/wp-content/uploads/sites/114/2020/03/U.F.-5-Eki-O%CC%88zdemir.pdf> Erişim Tarihi 10./05/2020.

ÖZKAN, F. (2003) “Denge Reel Kur Hesaplama Yöntemleri ve Reel Kur Dengesizliğinin Ölçülmesi: Türk Lirası Üzerine Bir Çalışma”, **TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü**, Ankara.

PAL, P. (2006) “Foreign Portfolio Investment, Stock Market and Economic development: A Case Study of India”, **Draft Paper Submitted for The Annual Conference on development and Change Mission: Promoting Development in a Globalized World**, Sao Paulo, Brazil, November 18-20 Kasım.

PESARAN, M. H.; B. PESARAN (1997) **Working with Microfit 4.0: Interactive Econometric Analysis**, Oxford, Oxford University Press.

PESARAN, M. H.; Y. SHIN (1999) “**An Autoregressive Distributed-Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis**”, Chapter 11 in *Econometrics and Economic Theory in the 20th Century: The Ragnar Frisch Centennial Symposium*, Ed. Strom S., Cambridge, Cambridge University Press.

PESARAN, M. H.; Y. SHIN; R. J. SMITH (2001) “Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships”, **Journal of Applied Econometrics**, Issue 16, ss. 289–326.

PESARAN, M. H.; R. SMITH (1998) “Structural Analysis of Cointegrating VARs”, **Journal of Economic Survey**, Volume 12, Issue 5, ss. 471-505.

PÉTURSSON, T. G. (2000) “Exchange Rate or Inflation Targeting in Monetary Policy?”, **Monetary Bulletin**, Issue 1, ss. 36-45.

PHILLIPS, P. C. B.; P. PERRON (1988) “Testing for a Unit Root in Time Series Regression”, **Biometrika**, Volume 75, Issue 2, ss. 335-346.

PUCKELWALD, J. (2012) “The Influence of the Macroeconomic Trilemma on Monetary Policy – A Functional Coefficient Approach for the Taylor Rule”,

- QUIRK, P. J. (1996) “Exchange Rate Regimes as Inflation Anchors”, **Finance & Development**, Volume 33, Issue 1, ss. 42-45.
- QUISPE-ANGOLI, M. (2001) “Monetary Policy Alternatives for Latin America”, **Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review**, Third Quarter, ss. 1-11.
- RAZIN, A.; E. SADKA (2006) “Foreign Direct Investment: Analysis of Aggregate Flows”, **MPRA Paper**, No 21916.
- SAGIN, A. (2018) “Türkiye Ekonomisinde Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Ekonomik Büyümeye Etkisi”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, **İstanbul Üniversitesi, S.B.E. İstanbul**.
- SARAÇOĞLU, M.; M. KUZU; F. KOCAOĞLU (2015) “Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri, Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Arasındaki Etkileşimlerin Küresel Ekonomi Politik Çerçevesinde Analizi”, **Gazi İktisat ve İşletme Dergisi**, Cilt 1, Sayı 2, ss. 75-110.
- SEVÜKTEKİN, M.; M. ÇINAR (2017) **Ekonometrik Zaman Serileri Analizi**, 5.bs., Bursa, Dora Yayıncılık.
- SEYİDOĞLU, H. (2013) **Uluslararası İktisat (Teori, Politika ve Uygulama)**, 19.bs., İstanbul, Güzem Can Yayınları.
- SINHA, P. K.; V. MİTTAL (2012) **International Business**, Phagwara, Lovely Professional University.
- SOHRABJI, N. (2011) “Capital Inflows and Real Exchange Rate Misalignment: the Indian Experience”, **Indian Journal of Economics and Business**, Volume 4, Issue 3, ss. 407-423.
- ŞANLI, B. (2006) “Enflasyon Hedeflemesi Uygulamaları ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi”, **Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı 16, ss. 37-56.
- ŞENGÖNÜL, A.; M. ALTIOK; R. GÜRBÜZ (2007) “Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt 22, Sayı 252, ss. 26-48.
- ŞİMŞEK, M. (2004) “Türkiye’de Reel Döviz Kurunu Belirleyen Uzun Dönemli Etkenler”, **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 5, Sayı 2, ss. 1-24.
- TANRIÖVER, B.; N. YAMAK (2015) “Nominal Faiz Oranı-Genel Fiyat Düzeyi İlişkisinin Gibson Paradoksu Çerçevesinde Analizi”, **Maliye Dergisi**, Sayı 168, ss. 186-200.

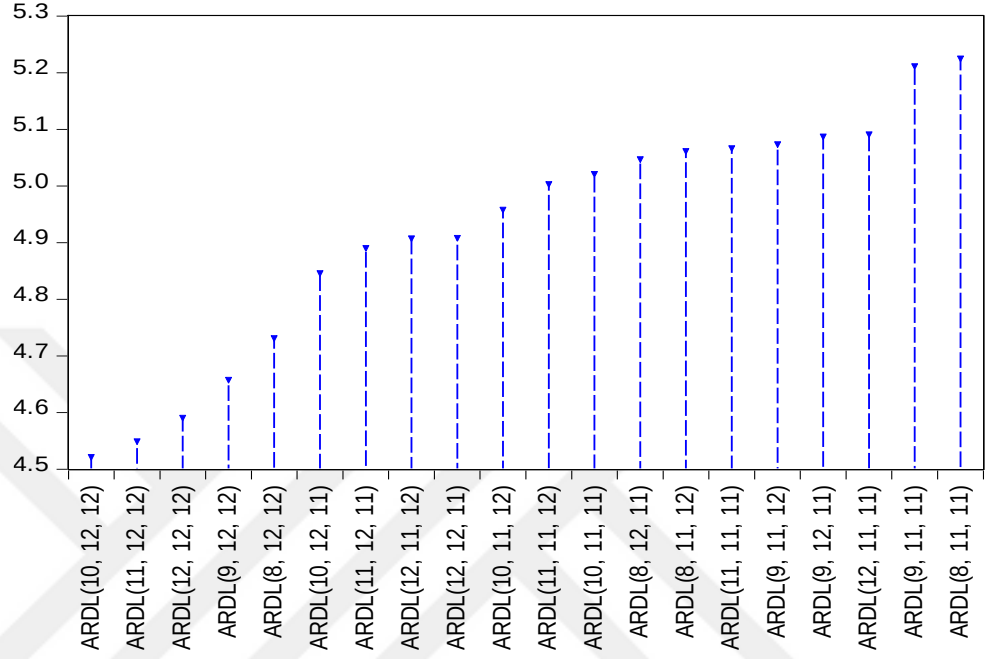
- TARI, R. (2015) **Ekonometri**, 11.bs., Kocaeli, Umuttepe Yayınları.
- TELATAR, E. (2000) “İstikrar Programlarında Nominal Çapa Seçimi ve Uygulama Sonuçları”, **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 18, Sayı 2, ss. 459-487.
- TİRYAKİ, H. N. (2017) “OECD ve G-20 Ülkelerinde Sermaye Hareketleriyle Seçilmiş İktisadi Değişkenler Arasındaki İlişkilerin Panel Veri Analizi”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, **Anadolu Üniversitesi S.B.E.** Eskişehir.
- TODARO, M. P.; S. C. SMITH (2011) **Economic Development**, 11th ed., United States, Pearson Education Press.
- TUNCA, Z. (2005) **Makro İktisat**, İstanbul, Filiz Kitabevi.
- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2019) “Reel Efektif Döviz Kuru Endekslerine İlişkin Yöntemsel Açıklama”, İstatistik Genel Müdürlüğü Ödemeler Dengesi Müdürlüğü, Ankara. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/02713545-8428-49ab-a9d9-0f770895d513/REERMetaveri.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-02713545-8428-49ab-a9d9-0f770895d513-myZr12P> Erişim Tarihi 10/09/2019.
- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2020) “Ödemeler Dengesi İstatistiklerine İlişkin Yöntemsel Açıklama”, İstatistik Genel Müdürlüğü, Ödemeler Dengesi Müdürlüğü, Ankara. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/odemeler+dengesi+ve+ilgili+istatistikler/odemeler+dengesi+istatistikleri> Erişim Tarihi 20/02/ 2020.
- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2020) “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)”, <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket> Erişim Tarihi 10/09/2020.
- UÇAN, O.; Ö. ÖZTÜRK (2010) “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Döviz Kuru İlişkisi: Türkiye Örneği”, **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 19, Sayı 3, ss. 309-318.
- UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT (UNCTAD) (1999) “Comprehensive Study of the Interrelationship Between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI)”, <https://unctad.org/en/Docs/pogdsdfsbd5.pdf> Erişim Tarihi 11/09/2019.
- URBANOVSKY, T. (2017) “The Connection Between the Exchange Rate and the Balance of Payments Accounts in the Czech Republic: An Econometric Approach”, **Financial Assets and Investing**, Volume 8, Issue 1, ss. 58-71.

- UZUNOĞLU, S. (1995) **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makro Ekonomik Etkileri ve Türkiye**, İstanbul, İMKB Yayınları.
- ÜNSAL, E. M. (2011) **Makro İktisat**, 9.bs., Ankara, İmaj Yayınevi.
- VARIŞ-TEZCANLI, M.; S. KUMBASAR-BAYRAKTAR; O. ERDOĞAN; H. GÖRGÜNAY; E. TAN; E. UYTUN (1994) **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, İstanbul, İMKB Yayınları.
- VELASCO, A. (2000) “Exchange-rate Policies for Developing Countries: What Have We Learned? What Do We Still Not Know?”, **G-24 Discussion Paper**, No 5.
- WAGNER, H. (2000) “Which Exchange Rate Regime in an Era of High Capital Mobility”, **North American Journal of Economics and Finance**, Issue 11, ss. 191-203.
- WILLIAMSON, J. (2009) **The Crawling Band as an Exchange Rate Regime: Lessons from Chile, Colombia and Israel**, Washington, Peterson Institute for International Economics.
- WORLD BANK (1997) **Private Capital Flows to Developing Countries, A World Bank Policy Research Report**, Oxford, Oxford University Press.
- YALÇINER, K. (2012) **Uluslararası Finansman**, 2.bs., Ankara, Detay Yayıncılık.
- YAMAN, H. (2017) “Türkiye’de Döviz Kurunun Dış Ticaret Üzerine Etkileri (2005-2015)”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, **Süleyman Demirel Üniversitesi, S.B.E.** Isparta.
- YANAR, R. (2008) “Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru Rejimi Tercihi ve Makroekonomik Performans”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, **Çukurova Üniversitesi, S.B.E.** Adana.
- YAPRAKLI, S. (2007) **Döviz Kuru Rejimleri ve Merkez Bankacılığı Türkiye Üzerine Uygulamalar**, Ankara, İmaj Yayıncılık.
- YAVUZ, N. (2004) “Durağanlığın Belirlenmesinde KPSS ve ADF Testleri: İMKB Ulusal-100 Endeksi İle Bir Uygulama”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt 54, Sayı 1, ss. 239-247.
- YENTÜRK, N. (2005) **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul, Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- YETİZ, F. (2015) “Türkiye’de Döviz Kurunun Yansıma Etkisi”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, **Çukurova Üniversitesi, S.B.E.** Adana.
- YILDIRIM, K.; D. KARAMAN; M. TAŞDEMİR (2008) **Makroekonomi**, 7.bs., Ankara, Seçkin Yayıncılık San. ve Tic. A.Ş.

- YILDIRIM, O. (2003) **Kura Dayalı İstikrar Politikalarının Etkinliği 1990-2000 Türkiye Örneği**. 1.bs., Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- YILMAZ, T. (2014) “Finansal Sermaye Girişlerinin Makroekonomik Göstergeler Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, **Süleyman Demirel Üniversitesi, S.B.E.** Isparta.
- YİĞİTBAŞ, Ş. B. (2009) “Gelişen Piyasa Ekonomilerinde Alternatif Para Politikası Stratejileri, Türkiye Ekonomisi Açısından Bir Değerlendirme”, **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt 16, Sayı 1, ss. 208-225.
- YÜKSELER, Z. (2006) “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve İş / Yatırım Ortamı İlişkisi”, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, <https://docplayer.biz.tr/3559693-Working-paper-dogrudan-yabanci-sermaye-yatirimlari-ve-is-yatirim-ortami-iliskisi.html> Erişim Tarihi 21/02/2020.
- ZANELLO, A.; D. DESRUELLA (1997) “A Primer of the IMF’s Information Notice System”, **IMF Working Paper**, No 71.

EKLER

EK 1: Optimal Gecikme Uzunluğunun Seçimi (Model 1)



EK 2: Optimal Gecikme Uzunluğunun Seçimi (Model 2)

