

**BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANSMAN ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI TİCARET VE PAZARLAMA TEZLİ
YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

ULUSLARARASI TİCARETTE DÖVİZ KURU RİSKİ VE YÖNETİMİ

HAZIRLAYAN

ELİF AKGÜN

YÜKSEK LİSANS TEZİ

TEZ DANIŞMANI

PROF. DR. HALİL SARIASLAN

ANKARA - 2021

BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
YÜKSEK LİSANS TEZ ÇALIŞMASI ORJİNALLİK RAPORU

Tarih: 09/07/2021

Öğrencinin Adı, Soyadı: Elif AKGÜN

Öğrencinin Numarası: 21810062

Anabilim Dalı: Uluslararası Ticaret ve Finansman Ana Bilim Dalı

Programı: Uluslararası Ticaret ve Pazarlama Tezli Yüksek Lisans Programı

Danışmanın Unvanı/Adı, Soyadı: Prof. Dr. Halil SARIASLAN

Tez Başlığı: Uluslararası Ticarete Döviz Kuru Riski ve Yönetimi

Yukarıda başlığı belirtilen Yüksek Lisans/Doktora tez çalışmamın; Giriş, Ana Bölümler ve Sonuç Bölümünden oluşan, toplam 106 sayfalık kısmına ilişkin, 09/07/2021 tarihinde şahsım/tez danışmanım tarafından Turnitin adlı intihal tespit programından aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, tezimin benzerlik oranı %17'dir. Uygulanan filtrelemeler:

1. Kaynakça hariç
2. Alıntılar hariç
3. Beş (5) kelimeden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç

“Başkent Üniversitesi Enstitüleri Tez Çalışması Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Usul ve Esaslarını” inceledim ve bu uygulama esaslarında belirtilen azami benzerlik oranlarına tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Öğrenci İmzası:

ONAY

Tarih: ... / ... /

Öğrenci Danışmanı Unvan, Ad, Soyad, İmza:

Prof. Dr. Halil SARIASLAN

TEŞEKKÜR

Tez çalışmalarım konusunda bana maddi manevi destek olan babam Temel AKGÜN' e, moral ve motivasyonunu eksik etmeyen annem Samiye AKGÜN' e, yüksek lisans sürecimde destekleyici olan değerli aileme, çalışma sürecimde yanımda olan arkadaşlarıma, tez çalışmama olumlu eleştiri teşvik ve sabrı ile katkıda bulunan, bilgilerinden ve tecrübesinden her zaman faydalandığım değerli hocam Prof. Dr. Halil SARIASLAN'a, çalıştığım kurum AKGÜN Bilgisayar Program ve Hizmetleri San. Tic. A.Ş. ye teşekkür ederim.

ÖZET

ELİF AKGÜN

Uluslararası Ticarete Döviz Kuru Riski Ve Yönetimi

Başkent Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

Uluslararası Ticaret Ve Pazarlama Tezli Yüksek Lisans Programı

Döviz kurlarındaki beklenmedik dalgalanmalar, döviz kuru riski bağlamında işletmeler üzerinde olumsuz etki yaratabilmektedir. Döviz kuru riski; belirli bir dönemde ve belirli bir döviz cinsinde beklenen nakit girişlerinin, beklenen nakit çıkışlarından farklı olması durumunu ifade etmektedir. Döviz kuru riski türlerinin bilinmesi, işletmelerin döviz kuru değişimlerinde maruz kalabilecekleri zararlara karşı önlemin belirlenmesi açısından önem taşımaktadır. Bununla birlikte işletmeler, döviz kuru riskinden korunmak amacıyla farklı yöntemler kullanabilmektedirler.

Anahtar Sözcükler: Döviz Kuru, Döviz Kuru Sistemleri, Döviz Kuru Riski, Döviz Kuru Riski Türleri, Döviz Kuru Riskinden Korunma Yöntemleri.

ABSTRACT

ELİF AKGÜN

Exchange Rate Risk and Management In International Trade

Başkent University

Institute of Social Sciences

Master's of International Trade and Marketing with Thesis

Unexpected fluctuations in exchange rates can have a negative impact on businesses in the context of exchange rate risk. Exchange rate risk; It refers to the situation where the expected cash inflows in a certain period and in a certain foreign currency are different from the expected cash outflows. Knowing the types of exchange rate risk is important in terms of determining the measures against the losses that businesses may be exposed to in exchange rate changes. However, businesses can use different methods to hedge exchange rate risk.

Keywords: Exchange Rate, Exchange Rate Systems, Exchange Rate Risk, Types of Exchange Rate Risk, Currency Hedging Methods.

İÇİNDEKİLER

TEŞEKKÜR	i
ÖZET	ii
ABSTRACT.	iii
ŞEKİLLER LİSTESİ	iv
KISALTMALAR LİSTESİ	v
GİRİŞ.....	1
1. BÖLÜM: KUR RİSKİ KAVRAMI VE KUR SİSTEMLERİ	4
1.1. Döviz Kuru Riski Tanımı ve Önemi	4
1.2. Döviz Kuru Riskinin Sebepleri.....	9
1.2.1. Dalgalanma (Volatilité)	9
1.2.2. Politik Risk	9
1.2.3. Kur Sistemi Sorunu	10
1.2.4. Ödemeler Dengesi Açıkları ve Fazlalıkları	11
1.2.5. Enflasyon ve Faiz Oranları.....	11
1.2.6. Mali Krizlerin Etkisi	12
1.2.7. Spekülatif Hareketler	13
1.3. Kur Sistemleri	14
1.3.1. Sabit Döviz Kuru Sistemi.....	14
1.3.2. Esnek (Dalgalı) Kur Sistemi	21
2. BÖLÜM: DÖVİZ KURU RİSK TÜRLERİ VE PİYASALARIN ROLÜ	30
2.1. Uluslararası Ekonomik İlişkilerde Döviz Kuru Riski	30
2.1.1. Kredi Riski	30
2.1.2. Likidite Riski.....	31
2.1.3. Ülke Riski	32
2.1.4. Döviz Kuru Riski	32

2.2. Döviz Kurunu Etkileyen Faktörler	34
2.2.1. Satın Alma Gücü Paritesi	34
2.2.2. Enflasyon ve Faiz Oranları.....	39
2.2.3. Sosyo – Ekonomik Faktörler	40
2.2.4. Uluslararası Fisher Etkisi	41
2.3. Döviz Piyasaları ve Fonksiyonları.....	43
2.3.1. Satın Alma Gücü Transferi	43
2.3.2. Finansman Sağlama	44
2.3.3. Risk Azaltma	45
3. BÖLÜM: DÖVİZ KURU TAHMİNİ YÖNTEMLERİ.....	46
3.1. Döviz Kurlarının Tahmini	46
3.1.1. Modele Bağlı Tahminler	48
3.1.1.1. Teknik Analiz.....	48
3.1.1.2. Temel Analiz	49
3.1.2. Piyasa Temelli Tahminler	51
3.1.2.1. Faiz Oranları Paritesi İle Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi	52
3.1.2.2. Satın Alma Gücü ile Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi.....	53
3.1.2.3. Reel Faiz Oranları (Uluslararası Fisher Etkisi) İle Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi	54
3.2. Danışmanlık Firmaları ve Diğer Kuruluşların Tahminleri.....	55
4. BÖLÜM: DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMA TEKNİK VE ARAÇLARI .57	
4.1. Kur Riskini Önleyici ve Kur Riskini Azaltıcı Korunma Araçları	57
4.1.1. Dış Ticaretin Milli Para İle Yapılması.....	57
4.1.2. Döviz Tercih Hakkı	59
4.1.3. Döviz Kuru Sigortası.....	59
4.2. Kur Riskini Telafi Edici Araçlar.....	60

4.2.1. Eşleştirme (Matching)	60
4.2.2. Çok Yönlü Yayılma (Multilateral Netting)	61
4.2.3. Hızlandırma ve Geciktirme (Leading and Lagging)	62
4.2.4. Vadesiz Döviz İşlemleri (Spot Currency Transaction)	63
4.2.5. Vadeli Piyasa (Vadeli Döviz İşlemleri)	64
4.2.6. Gelecekte İşlem Piyasaları (Future İşlemleri – Currency Futures)...	65
4.2.7. Döviz Opsiyonları	66
4.2.7.1. Döviz Alış Opsiyonu	67
4.2.7.2. Döviz Satış Opsiyonu.....	68
4.2.8. Döviz Ticareti (Swap) ve Türleri.....	68
4.2.8.1. Karşılıklı ve Paralel Krediler	69
4.2.8.2. Döviz Swapları	71
4.2.8.2.1. Sabit Faizli Döviz Swapı	72
4.2.8.2.2. Çapraz Döviz Swapı	72
5. BÖLÜM: GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	75
KAYNAKLAR.....	77

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. Esnek Kur Sistemi'nde Döviz Kuru Dengesi.....	22
--	----



KISALTMALAR LİSTESİ

AB:	Avrupa Birliği
ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
APS:	Avrupa Para Sistemi
A.Ş.:	Anonim Şirketi
AT:	Avrupa Topluluğu
BUSİAD:	Bursa Sanayicileri ve İşadamları Derneği
ECU:	European Currency Unit
EPCOM:	Avrupa Parasal İşbirliği Fonu
IBRD:	The International Bank for Reconstruction and Development
IMF:	International Monetary Found
İMKB:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İTO:	İstanbul Ticaret Odası
NDK:	Nominal Döviz Kuru
NYSE:	New York Stock Exchange
PPP:	Purchasing Power Parity
RDK:	Reel Döviz Kuru
T.C.:	Türkiye Cumhuriyeti
TL:	Türk Lirası
WAEMU:	West African Economic and Monetary Union

GİRİŞ

İkinci Dünya Savaşı'nın ardından gündeme gelen uluslararası ekonomik bütünleşme doğrultusunda, işletmelerin faaliyetlerini uluslararası ticarete yönlendirdikleri görülmektedir. Bu doğrultuda işletmeler uluslararası ticaret kapsamında mal alım – satımına endeksli faaliyette bulunmakla birlikte, başka ülkelerde bağlı işletmelerini konumlandırmak ve mal alım – satımlarını bağlı işletmeler aracılığıyla gerçekleştirmek doğrultusunda da faaliyette bulunmaya başlamışlardır. Uluslararası ticaret kapsamında söz konusu edilen bu faaliyetler ise, milli para birimleri ile dış ülke para birimleri arasındaki değişimleri zorunlu hale getirmiştir. Ulusal para birimleri ile yabancı ülke para birimleri arasındaki değişim sürecinde, döviz kurları kavramının gündeme gelmesini ve önem kazanmasını sağlamıştır. Buna yönelik olarakda, uluslararası ticarete döviz kuru riskinden korunabilmesi amacıyla çeşitli yöntemler geliştirilmiştir.

Konu ile ilgili gelişmeler değerlendirildiğinde; Bretton Woods Sistemi'nin neticeye erdirilmesinin ardından ve Sabit Kur Sistemi'nden Esnek Kur Sistemi'ne geçilmesiyle birlikte, döviz kurları bağlamında farklı uygulamaların gündeme gelmesi söz konusudur. Bu kapsamda döviz kuru dalgalanma sınırının kaldırılmasıyla; dış ülke para birimi dayanağında küresel mal ve/veya hizmet alışverişi gerçekleştiren ve enternasyonal mali ilişkilerini yürüten işletmelerin, alacak ve borçları dolayısıyla büyük zararlara maruz kalmaları riski gündeme gelmiştir. Bununla birlikte uluslararası piyasalarda faiz oranlarında dalgalanma görülmesi ve sabit faizle borçlanma ile birlikte, değişken faizle borçlanma meylinin yükselmesi de faiz riski problemini beraberinde getirmiştir. Dolayısıyla risk yönetimi kavramı ve süreci, 1980'li yıllardan itibaren önem kazanmaya başlamıştır.

Uluslararası ticaret yapan ve uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren işletmeler, döviz kuru riskinden korunabilmek amacıyla çeşitli yöntem, teknik ve araçlar kullanmak durumundadırlar. İşletmelerin döviz kuru riskinden korunmalarını sağlayan bu yöntem, teknik ve araçlar, gelişmiş finansal piyasalarda spekülatif amaçlara yönelik olarak da kullanılabilir. Dövizle ilgili futures işlemleri, vadeli döviz işlemleri, opsiyon işlemleri ve swap işlemleri, uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren işletmelerin döviz kuru riskinden korunabilmek amacıyla kullandıkları ürünler arasında sayılabilmektedir.

Çalışmada da bu kapsamda; işletmelerin döviz kurunda söz konusu olan dalgalanmalar doğrultusunda maruz kalabilecekleri döviz kuru riski çeşitleri ve döviz kuru riskinden korunmalarına yönelik olarak hangi yöntem, teknik ve araçları kullanabilecekleri değerlendirilmektedir. Buna yönelik olarak da çalışmanın Giriş Bölümü'nün ardından “Kur Riski Kavramı ve Kur Sistemleri” üst başlıklı Birinci Bölümü kapsamında; “Döviz Kuru Riski Tanımı ve Önemi”, “Döviz Kuru Riskinin Sebepleri”, “Kur Sistemleri”, “Sabit Döviz Kuru Sistemi” ve “Esnek (Dalgalı) Kur Sistemi” alt başlıkları çerçevesinde ayrıntılı belirlemelerde ve değerlendirmelerde bulunmaktadır.

Çalışmanın “Döviz Kuru Risk Türleri ve Piyasaların Rolü” üst başlıklı İkinci Bölümü kapsamında; “Uluslararası Ekonomik İlişkilerde Döviz Kuru Riski”, “Kredi Riski”, “Likidite Riski”, “Ülke Riski”, “Döviz Kuru Riski”, “Döviz Kurunu Etkileyen Faktörler”, “Satın Alma Gücü Paritesi”, “Enflasyon ve Faiz Oranları”, “Sosyo – Ekonomik Faktörler”, “Uluslararası Fisher Etkisi”, “Döviz Piyasaları ve Fonksiyonları”, “Satın Alma Gücü Transferi”, “Finansman Sağlama” ve “Risk Azaltma” alt başlıkları çerçevesinde ayrıntılı belirlemelerde ve değerlendirmelerde bulunmaktadır.

Çalışmanın “Döviz Kuru Tahmini Yöntemleri” üst başlıklı Üçüncü Bölümü kapsamında; “Döviz Kurlarının Tahmini”, “Modele Bağlı Tahminler”, “Teknik Analiz”, “Temel Analiz”, “Piyasa Temelli Tahminler”, “Faiz Oranları Paritesi İle Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi”, “Satın Alma Gücü ile Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi”, “Reel Faiz Oranları (Uluslararası Fisher Etkisi) İle Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi” ve “Danışmanlık Firmaları ve Diğer Kuruluşların Tahminleri” alt başlıkları çerçevesinde ayrıntılı belirlemelerde ve değerlendirmelerde bulunmaktadır.

Çalışmanın “Döviz Kuru Riskinden Korunma Teknik ve Araçları” üst başlıklı Dördüncü Bölümü kapsamında; “Kur Riskini Önleyici ve Kur Riskini Azaltıcı Korunma Araçları”, “Döviz Tercih Hakkı”, “Dış Ticaretin Milli Para İle Yapılması”, “Döviz Kuru Sigortası”, “Kur Riskini Telafi Edici Araçlar”, “Çok Yönlü Yayılma (Multilateral Netting)”, “Hızlandırma ve Geciktirme (Leading and Lagging)”, “Eşleştirme (Matching)”, “Vadesiz Döviz İşlemleri (Spot Currency Transaction)”, “Vadeli Piyasa (Vadeli Döviz İşlemleri)”, “Gelecekte İşlem Piyasaları (Future İşlemleri – Currency Futures)”, “Döviz Opsiyonları”, “Döviz Alış Opsiyonu”, “Döviz Satış Opsiyonu”, “Karşılıklı ve Paralel Krediler”, “Döviz

Swapları”, “Sabit Faizli Döviz Swapı” ve “ apraz Döviz Swapı” alt başlıkları çerçevesinde ayrıntılı belirlemelerde ve değerlendirmelerde bulunmaktadır.

Çalışmanın “Genel Değerlendirme ve Sonuç”  st başlıklı Beşinci Bölümü kapsamında ise; çalışmada yer verilen belirlemeler ve değerlendirmeler  zet mahiyetinde ele alınmaktadır.



1. BÖLÜM: KUR RİSKİ KAVRAMI VE KUR SİSTEMLERİ

1.1. Döviz Kuru Riski Tanımı ve Önemi

Bir ekonomide yaratılan tüm mal ve hizmetlerin fiyatı olduğu gibi, yabancı paraların da alınıp satılabileceği belirli fiyatlar söz konusu edilebilmektedir ve bu bağlamda her ülke için belirlenmiş para birimleri vardır. Örneğin; Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) ABD Doları ya da Türkiye'de TL karşısında bir ulusal paranın yabancı para cinsinden fiyatına “döviz kuru” adı verilmektedir (Seyidoğlu, 2016: 86).

Döviz kuru, iki ulusal para üzerindeki değişim oranını ifade etmesi bakımından “dolaylı kotasyon” ve dolaysız kotasyon” olarak iki bölümde değerlendirilebilmektedir (Ağcaer, 2003: 35):

- 1. Dolaysız Kotasyon ya da Avrupa Usulü Kotasyon:** Bu yöntemde, bir yabancı para ulusal para türünden ifade edilmektedir. Döviz kurunun yükselmesi, milli paranın değerinin düşmesini ifade etmektedir. Küresel piyasalarda kurlar, dolaysız kotasyona ya da Avrupa usulü kotasyona göre belirlenmektedir.
- 2. Dolaylı Kotasyon ya da Amerikan Tipi Kotasyon:** İkinci yöntem ise, Amerikan tipi kotasyon veya dolaylı kotasyon şeklinde ifade edilen, bir birim milli para ile değiştirilen yabancı tutarı şeklinde tanımlanmaktadır. Bu usule göre, döviz kuru yükseldiğinde, milli para değerinin yükseldiği anlaşılmaktadır.

Dünya uygulamalarına bakıldığında, bütün yabancı birimlerin ABD Doları cinsinden kota edildiğini görmek mümkündür. Bu çerçevede dünya döviz piyasasında hem günlük ortalama işlem hacmi hem de karşılıklı olarak işlem yapılan yabancı paralar açısından bir değerlendirmede bulunulduğunda, ABD Doları'nın büyük farkla ilk sırayı aldığı gözlenmektedir.

Söz konusu edilen bu belirlemelerin haricinde, döviz kurları “döviz alış kuru (bid rate)” ve “döviz satış kuru (ask rate)” olarak iki şekilde belirlenmektedir (Seyidoğlu, 2003: 56):

- **Döviz Alış Kuru:** Döviz alış kuru; tüketicilerin yabancı para satarak bankadan ya da aracı kuruluştan satın alacakları ulusal para tutarını hesaplamak için kullanılmaktadır.

- **Döviz Satış Kuru:** Döviz satış kuru ise; tüketicilerin banka ya da aracı kuruluşlardan satın alacakları yabancı para karşılığında ödemeleri gereken ulusal para tutarının hesaplanmasında kullanılmaktadır.

Döviz satış kurları, döviz alış kurlarından daha yüksek olmaktadır. Çünkü banka ve aracı kurumlar, kâr amaçlı çalışan kurumlar oldukları için, döviz düşük fiyattan alıp, yüksek fiyattan satmaktadırlar. Bu çerçevede de bir paranın döviz satış kuru, öbür paranın döviz alış kuru olmaktadır. Özellikle dalgalı kur sistemlerinin geçerli olduğu ekonomilerde, döviz kurlarının tahmin edilmesi büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle de döviz kuru politikası, özellikle 1970’li yıllarla birlikte, gelişmekte olan ülkelerde politik belirlemelerin içerisinde yer almaya başlamıştır.

1970’li yıllar itibariyle; yüksek borçluluk, enflasyon oranlarının yüksek olması, ihracatta sadece belirli mallar üzerinde odaklanılması vb. gibi sebeplerle ve de en önemlisi Bretton Woods Sistemi’nin çökmesi ile birlikte, birçok gelişmekte olan ve hatta gelişmiş ülkenin döviz kuru belirleme sistemlerinde ve genel olarak ekonomilerinde revizyona gitmelerini gerekli kılmıştır. Bu dönemde gelişmiş ülkelerde döviz kuru piyasa mekanizması aracılığıyla belirlenmeye başlanmış ve gelişmekte olan ülkelerde de kur, parasal otoriteler aracılığıyla belirlenir hale gelmiştir (Hatemi ve Roca, 2005: 540).

Döviz kurlarının en önemli özelliği, döviz piyasalarında arz ve talebin dengede kalmasını sağlayan piyasa fiyatları olmasıdır. Uzun dönemde döviz kurunu belirleyen en önemli iki faktör ise; ülkelerin göreceli fiyatlar düzeyi ve bu ülkelerin birbirlerine olan ihracat ve ithalat talebidir. Örneğin; bir ülke ithal ettiğinden daha çok ihraç ettiği takdirde, bu ülkenin parasına olan talep artmaktadır (Cengiz, 2008: 118).

Döviz kurlarını uzun vadede belirleyen faktörler arasında, göreceli fiyat düzeylerindeki değişimler de yer almaktadır. Bu görüş kapsamında, “Satın Alma Gücü Paritesi (Theory of Purchasing Power Parity – PPP)” esas alınmaktadır (Vadeli İşlem Borsaları İçin Temel Rehber: 1993: 71). Satın alma gücü paritesine göre; döviz kurundaki değişimler, göreceli fiyat hareketlerini yansıtmaktadır. Örneğin; Türkiye’deki enflasyon oranı İngiltere’deki enflasyon oranından %10 daha yüksek ise, nominal kur %10 artacaktır.

Satın alma gücü paritesi, tek bir malın değil, bir ülkedeki tüm malların genel fiyat seviyesini esas almaktadır. Yani; yabancı ya da yurt içi genel fiyat seviyesinin biri ya da ikisi birden değiştiği takdirde, döviz kuru da bu farkı ortadan kaldıracak şekilde değişecektir. Uzun dönemde döviz kurlarını oldukça iyi açıklayan bu teori, kısa dönemde döviz kurları göreceli enflasyon hareketleriyle açıklanamayacak kadar değişken olduğundan dolayı kısa dönemli hareketleri çok iyi açıklamamaktadır.

Döviz kurlarının uzun vadede belirlenmesi sürecini belirleyen diğer faktörlerden biride, yerli ve yabancı mal ve hizmetlere olan göreceli talebin o ülkenin ödemeler dengesine yaptığı etkidir. Bu bağlamda, bir ülke ithal ettiğinden daha çok satış yaptığı takdirde, o ülkenin parasına istek artacağından ülkenin parası değer kazanacaktır. Tersisi durumunda ise, ülke parası değer kaybetmiş olacaktır. Birtakım durumlarda ise; ülkenin parası o kadar pahalı bir duruma gelebilmektedir ki, ülke malları dış piyasada rekabet edemeyecek kadar yüksek seviyeye gelmesiyle birlikte, bu durum ödemeler dengesinde ihracat kaleminde azalışa ve o ülkenin parasına olan isteğin de düşmesine sebep olmaktadır. Ticaret açığı olan ülke ise, devalüasyon yaparak parasının değerini düşürmektedir (Korkmaz, 1999: 61).

“Reel Döviz Kuru (RDK)”, ekonomik birimlerin tüketim ve üretim konusundaki kararlarının, yurtiçinde ve global çerçevede üretilen mallar arasındaki dağılım üzerinde etki yaratarak cari işlemler dengesinde belirleyici olmaktadır. Bu çerçevede, yabancı paraların serbest şekilde alınıp satılabileceği, ulusal parası rahat bir şekilde dönüştürülebilir ve devredilebilir olan ülke pazarlarında RDK’nın esas alındığı görülmektedir (Kepenek ve Yentürk, 2010: 286).

R: $E \times p / p_y$

R: İkili Reel Döviz Kuru

E: Nominal Döviz Kuru

P: Yabancı Ülke Fiyat Seviyesi

P_y : Ülkenin Kendi Fiyat Seviyesi

Döviz kurunda söz konusu olan değişiklikler, bir malın fiyatında meydana gelecek değişimin yaratacağı etkiden çok daha farklı bir etki yaratmaktadır. Bu bağlamda örneğin buğday fiyatlarında söz konusu olan bir farklılaşma yalnızca buğday arz ve talebini değil, en andıran ikame mallar olan mısır, çavdar ve arpa arz ve talebini de etkilemiş olmaktadır.

Bununla birlikte döviz kurunda görülen bir değişme, öncelikli olarak devletlerarası ekonomik alışverişe konu edilen mal ve/veya hizmetlerin pazar fiyatlarını ve ardından da bunlar aracılığı ile başka pazarları etkileyerek ekonomide global farklılıklar yaşanmasına neden olacaktır (Karluk, 2003: 373).

Bir ülkenin döviz kurunun yükselmesi, döviz arzının artması anlamına gelmektedir. Zira döviz kurunun yükselmesi, ülkeden alacaklıların daha çok millî para elde etmelerine neden olacak ve aynı şekilde yüksek kur ülkeden borçluların belirli meblağda yabancı para için daha çok millî para vermelerini gerektireceğinden döviz talebi azalacaktır. Tam tersi bir bakış açısıyla da, döviz kurunun düşmesi ile birlikte döviz arzı azalacak ve buna karşılık döviz rağbeti artmış olacaktır. Döviz piyasasında döviz talebinin döviz arzına eşit olması durumunda ise, denklik oluşmuş olacaktır (Akıncı ve diğerleri, 2005).

“Nominal Döviz Kuru (NDK)” ise, bir birim yabancı paranın ulusal para cinsinden değeri olarak ifade edilmektedir. Bu bağlamda NDK, bir birim yabancı paranın kaç birim ulusal para ile değiştirildiğini göstermekte ve NDK’nın yükselmesi “nominal değer kaybı” olarak nitelendirilmektedir. Nominal değer kaybı; yurtdışında üretilen malların ülke vatandaşları için pahalılaşmasına, yurtiçinde üretilen malların ise ülke dışında yaşayanlar için ucuzlamasına neden olmaktadır. NDK’nın düşmesi ise “nominal değer kazancı” olarak nitelendirilmektedir ve nominal değer kazancı yurtdışında üretilen malların ülke vatandaşları için ucuzlamasına ve yurtiçinde üretilen malların ise ise ülke dışında yaşayanlar için pahalılaşmasına neden olmaktadır (Ünsal, 2011: 140).

Sonuç olarak bilinmektedir ki; ekonomik, politik ve sosyal faktörler, döviz kurlarını olumlu ya da olumsuz olarak etkilemektedir. Eğer yatırımcılar, gelecekte döviz kurlarının artacağı beklentisi içerisinde iseler, bu beklenti ülke parasının değer kaybetmesine sebep olacaktır. Beklentileri oluşturan ise, ülkedeki ekonomik ve politik durumdur. Yatırımcılar, riski az olan varlıkları ellerinde tutmak isterler ve dolayısıyla da ekonomisi istikrarlı olan ülkelerin paraları daha değerli olacaktır. Çeşitli hükümet politikalarında, beklentiler üzerinde etkili olmakta ve dolayısıyla bu da döviz kurlarını etkilemektedir.

Döviz kurlarındaki değişimler; işletmelerin varlıkları ve kaynakları ile gelir ve giderlerini direkt olarak etkilemektedir. Bu bağlamda döviz kurlarında sürekli değişiklik olması, işletmelerin bu değişimlere uyumlarını zorlaştırmakta ve bu duruma karşı önlem

alınması olanaksız hale gelebilmektedir. Bu durum da neticesinde, işletmeler açısından risk faktörünün ortaya çıkmasını beraberinde getirmektedir.

Döviz kurundaki değişimlerin beraberinde getirdiği durum, “döviz kuru riski” olarak ifade edilmektedir. Buna karşın döviz kuru riski; “kur etkisine açık olma (foreign exchange exposure)” ve “kur riski (foreign exchange risk)” kapsamında, birbirinden ayrı iki kavrama endeksli olarak değerlendirilebilmektedir. Bununla birlikte “döviz kuru riski”; tahmin edilemeyen değişimlerin döviz kurlarında meydana gelmesi, firmaların gelir ve giderlerinde ya da genel anlamda nakit akışlarında değişime neden olmasını ifade etmektedir. Bir başka ifadeyle de döviz kuru riski; kur etkisine açık durumdaki işletme varlıkları, kaynakları, gelir ve giderleri, nakit akımları ile işletme değeri bağlamındaki mali değerlere yönelik beklenmedik değişimleri ifade etmeye yönelik kullanılmaktadır. “Kur riskine açık olma” ise; işletme faaliyetlerinin kur etkisine açık olmasını durumunu değil, bilakis döviz kurlarındaki değişimlerin direkt etkisi altında bulunmamasını ifade etmektedir. Buna karşın kur riskine açık olma durumundada; işletmelerin ihracat ve ithalat ile döviz cinsinden tüm borç ve alacak işlemleri bu durumdan etkilenmektedir (Seyidoğlu, 2016: 177).

Döviz kuru riski, Bretton – Woods Sabit Kur Sistemi’nin 1972 yılında çökmesiyle gündeme gelmiştir. Zira 1972 yılına dek dünya genelinde söz konusu olan para sistemi sabit kurlara dayanmaktayken, 1972 yılından itibaren serbest dalgalı kur sistemine geçilmesi söz konusudur. Serbest dalgalı kur sistemi, özellikle çok uluslu şirketlerin döviz kuru riskine maruz kalmalarına neden olmaktadır. Çokuluslu şirketlerin faaliyetlerini bir ya da daha fazla ülkede yürütmeleri nedeniyle; bir ülkede üretilen ürünleri bağlantılı oldukları diğer ülkelere ihraç etmeleri sürecinde döviz transferi gerçekleştirmek durumundadırlar ve bu durum da çokuluslu şirketlerin döviz kuru riskine daha fazla maruz kalmalarına neden olmaktadır (Doğukanlı, 2001: 33).

Döviz kuru riski; özellikle çokuluslu işletmelerin kârlılıklarını, nakit akışlarını ve bilançolarını etkilemek doğrultusunda, genel olarak üç boyutlu bir etki kapsamında kendisini ortaya koymaktadır. Buna yönelik olarak da işletmelerin döviz kuru riskini belirleyerek; işletme kârlılığına, net nakit akışına ve işletmenin piyasa değerine endeksli olarak kur riskini yönetmeleri önem arz etmektedir (Eiteman, Stonehill ve Moffett, 2015: 172).

Söz konusu edilen bu belirlemeler doğrultusunda, tüm çokuluslu işletmelerin girişimcilik faaliyetlerinde döviz kuru riski ile burun buruna gelmeleri olasılığı bulunmaktadır. Bunun yanında çok uluslu işletmelerin döviz kuru riskinden etkilenme dereceleri, işletme faaliyetlerine göre farklılık gösterebilmektedir. Bu bağlamda çok uluslu işletmelerin döviz kuru riskinden etkilenme dereceleri; ihracat oranlarına, ihracat yapılan ülkede ithal mallar arasında söz konusu olan rekabet düzeyine ve ihraç ya da ithal edilen malların ikame edilebilme düzeyine bağlı olarak değişebilmektedir (Parasız, 2013: 564).

İşletmelerin döviz kuru riskine maruz kalmaları ise, farklı sebeplerden kaynaklanabilmektedir. Çalışmanın bu aşamasında, döviz kuru riskinin sebepleri ile ilgili ayrıntılı belirlemelerde ve değerlendirmelerde bulunulacaktır.

1.2. Döviz Kuru Riskinin Sebepleri

Döviz kuru riski, döviz kuru hareketleri üzerinde etkili olan çeşitli faktörlerin etkisiyle ortaya çıkabilmektedir. Bununla birlikte genel bir değerlendirme doğrultusunda, döviz kuru riskinin aşağıda verilen etmenler bağlamında ortaya çıktığı görülmektedir.

1.2.1. Dalgalanma (Volatilité)

Döviz kuru riskinin en önemli sebebi, döviz kurlarının zamana bağımlı olmak dolayısıyla sürekli dalgalanmaya maruz kalmasıdır. Dalgalanma (volatilité) kavramı, döviz kurlarındaki ya da fiyatlarındaki beklenmedik değişimler olarak tanımlanmaktadır. Buna yönelik olarak da döviz kurlarında dalgalanma, borsa endeksi ve tahvil faizlerindeki değişim gibi birçok finansal etmenden etkilenilmesi doğrultusunda görülebilmektedir (Poon ve Granger, 2003: 480).

1.2.2. Politik risk

Döviz kuru riskine sebep olmak bağlamında politik risk ya işletmenin konumlandırıldığı ya da ihracat ya da ithalat yapılan ülkedeki iktidar değişikliklerine endeksli olarak, finansal kurumların da bu değişimlerden etkilenmesi ile meydana gelen dalgalanmaları ifade etmektedir (Pan ve diğerleri, 2007: 505). Politik risk; finansal kurumların ve finansal piyasaların en önemli etkileyicisi olan güven unsurunun zarar görmesine sebep olması bağlamında, işletmelerin de etkilenmelerini kaçınılmaz kılmaktadır.

Bununla birlikte savaşlar, ayaklanmalar ve/veya sosyal patlamalar da politik riskin artmasına neden olmakta ve ülke parasının değer kaybetmesine sebep olmak doğrultusunda, dövize talebin artmasını beraberinde getirmektedir. Buna karşın her ne sebeple olursa olsun bir ülkede politik riskin varlığı; o ülkedeki para arzının artırılmasına sebep olduğundan, para arzının artmasıyla birlikte hem iç piyasada hem de dış piyasalarda ülke parasına talep giderek düşmekte ve yoğun döviz talebi dolayısıyla da döviz kuru riski ortaya çıkmaktadır (Phylaktis ve Ravazzolo, 2005: 1036).

1.2.3. Kur sistemi sorunu

Ülkede benimsenen döviz kuru sistemi de döviz kuru riskine sebep olan etmenler arasında değerlendirilmektedir. Bu nedenle de benimsenecek döviz kuru sisteminin genel olarak ülkenin politika uygulayıcılarıyla birlikte ihracat ve ithalatçıları ile farklı iktisadi birimler ve finans kuruluşlarının ortak planlamaları ve belirlemeleri doğrultusunda tespit edilmesi gerekmektedir.

Döviz kuru sistemi kapsamında; eğer bir ülkede sabit kur sistemi benimsenmişse, o ülkenin kendi parasını belirli bir pariteye göre sabitlemesi söz konusu olmaktadır. Bununla birlikte sabit kur sistemi ile belirli bir süre döviz dengesi kurulabilmekle birlikte; eğer ülkede yüksek enflasyon rakamları söz konusuysa, bu durumda döviz alım – satımında karaborsa işlemleri artmakta ve ithalatın da artması doğrultusunda cari işlem dengesi bozulduğundan ülke parası aşırı değer kaybetmektedir. Esnek ya da dalgalı kur sisteminde ise, ülke parasının yabancı paralar karşısında dalgalanmaya bırakılması söz konusu olmaktadır. Bu bağlamda esnek ya da dalgalı kur sisteminde de yine eğer ülkede yüksek enflasyon rakamları söz konusuysa, ülke parası yabancı paralar karşısında sürekli değer kaybetmektedir (Eğilmez ve Kumcu, 2002: 192).

1.2.4. demeler dengesi açıkları ve fazlalıkları

demeler dengesi; bir memlekette bulunan yerleşik birimler ile başka ülkelerdeki yerleşik birimler arasında gerçekleştirilen ekonomik hareketlilikleri ifade eden bilanço olarak tanımlanabilmektedir. demeler dengesi; sermaye hesabı, cari işlemler dengesi ve resmi rezerv olmak üzere üç temel bölüm kapsamında değerlendirilmektedir. Bununla birlikte demeler dengesinin; hesapların denkleştirilmesi bağlamında kullanılan “istatistiki

farklar hesabı” ya da “net hata noksan hesabı” bağlamında, farklı kapsamlarda belirlenmesi de söz konusudur (Smyth ve Nandha, 2003: 701).

Ödemeler dengesi bilançosu; ödemeler dengesi açıkları ve fazlalıkları doğrultusunda, döviz arz ve talebini ve dolayısıyla da döviz kurunu etkilemektedir. Ödemeler dengesinin açık olması durumunda, ödemeler dengesi bilançosu pasifi fazlalık vermekte ve ülkenin döviz ihtiyacı artmaktadır. Bu durumda döviz kurlarında artış yaşanmasına sebep olmakta ve ihracatta artışlar gündeme gelmektedir. Ödemeler dengesi fazlalıkları durumunda ise, döviz arzını artıran bir durum gündeme gelmekte ve döviz kurunun azalması söz konusu olmaktadır. Bu durumda da ihracat azalmakta ve yurt dışındaki malların ucuzlaması sebebiyle ithalat artmakta ve döviz kuru riski ile karşı karşıya kalınmaktadır (Karluk, 2013: 121).

1.2.5. Enflasyon ve faiz oranları

Döviz kurları, faiz oranlarındaki değişimlerden ve enflasyon rakamlarına yönelik beklentilerden etkilenilmesi doğrultusunda farklılaşmaktadır. Faiz oranlarındaki değişimler ve faiz oranlarına yönelik beklentiler, “faiz oranları paritesi” ve enflasyon rakamlarına yönelik beklentiler ise, “satın alma gücü paritesi” kavramı ile ifade edilmektedir (Aabo, Høg ve Kuhn, 2010: 238).

Enflasyon ve döviz kuru, birbirini sürekli olarak etkileyen iki değeri ifade etmektedir. Enflasyon; döviz kuru sisteminin belirlenmesinde ve dış ticaret hadlerinin belirlenmesinde etkili olması dolayısıyla, döviz kurlarını da direkt olarak etkilemektedir (Coffinet, 2005: 9). Zira bir ülkede yüksek enflasyon dolayısıyla ürün ve/veya hizmet fiyatlarının artması söz konusu olacağından; enflasyon olan ülkenin ürün ve/veya hizmet değeri de dış ticaret yapılan ülkelerin ürün ve/veya hizmet değerlerinden çok daha pahalı olacaktır.

Enflasyon ve döviz kurları arasındaki ilişki Satın Alma Gücü Teorisi kapsamında açıklanmaktadır. Satın Alma Gücü Teorisi’ne göre döviz fiyatlarının iki ülkenin enflasyon oranları arasındaki farka göre belirlenmelidir. Bu nedenle de yüksek enflasyon döviz kurları açısından sürekli riske maruz kalınmasına sebep olmaktadır. Bu durum da neticesinde işletmelerin iş ve işleyişlerine yönelik planlamalarda, fiyatlandırma kararlarında ve stok ve

nakit yönetimlerinde sürekli olarak hem enflasyon rakamlarını hem de döviz kurunu gözetmelerini gerektirmektedir (Doğanlar, 2006: 458).

Faiz Paritesi Teorisi'ne göre ise iki ülkenin spot kurları ile forward döviz kurları arasında entegrasyon bulunmaktaysa işletmelerin ve tasarruf sahiplerinin birikimlerini faiz oranları yüksek ülkeye yönlendirecekleri anlayışıyla temellendirilmektedir. Ülkeler arasında söz konusu olan faiz farklılıklarının sebep olduğu arbitraj olanağı, faizlerin dengelenmesini ve spot kurlar ile Forward kurlar arasındaki ilişkinin şekillendirilmesini sağlamaktadır. Faiz Paritesi Teorisi, ülkeler arasındaki ilişkilerde işlem maliyetlerinin sınıflandığı ve serbest piyasa koşullarının geçerli olduğu teorisine dayanmaktadır (Oksay, 2001: 55).

Nominal faiz oranlarının döviz kurlarını etkilemesi de “Uluslararası Fisher Etkisi” bağlamında değerlendirilmektedir. Uluslararası Fisher Etkisi; satın alma gücü paritesine endeksli olarak, faiz oranları ile döviz kurları arasındaki ilişkinin belirlenmesini sağlamaktadır. Bu bağlamda satın alma gücü paritesine göre; döviz kuru değişimindeki beklenen değer, enflasyon farkına eşittir. Bu sebeple de Uluslararası Fisher Etkisi doğrultusunda faiz oranları enflasyona endeksli belirlenmektedir ve dolayısıyla da döviz kuru değişimleri ile faiz oranları arasında direkt bir ilişki bulunmaktadır. Bu değişimlerin takip edilememesi ise, döviz kuru riskini beraberinde getirmektedir (Solakoğlu, 2006: 563).

1.2.6. Mali krizlerin etkisi

Mali krizler; döviz krizleri, dış borç krizi ve bankacılık krizi bağlamında gündeme gelebilmektedir. Mali krizler kapsamında söz konusu edilen tüm krizler döviz kuru riskine sebep olmakla birlikte; özellikle döviz krizleri, kaçınılmaz olarak döviz kurlarını direkt olarak etkilemektedir. Döviz krizi; bir ülkede milli paraya güven duyulmaması nedeniyle, spekülatif fonların ülkeyi terk etmeye başlaması ve mevcut ekonomik durumun devam ettirilememesi dolayısıyla Merkez Bankası'nın milli parayı devalüe etmesi ya da tamamıyla dalgalanmaya bırakması kapsamında ortaya çıkmaktadır (Bilgin, Karabulut ve Oğan, 2002: 58).

Mali krizlerin sebep olduğu devalüasyon dolayısıyla; işletmeler hem döviz cinsinden aldıkları borçlarının milli paraları cinsinden değerinin artması dolayısıyla hem de milli para değerinin değer kaybetmesi sebebiyle döviz kuru riskine maruz kalmaktadırlar. Bununla

birlikte mali krizlerin sebep olduğu devalüasyon, işletmelerin ihracat gelirlerinin artmasını sağlayabilmektedir. Ancak döviz krizinin ortadan kalkmasının ardından ihracat düzeyi kontrol edilemezse, bu durumda da hem ihracat gelirlerinin azalması hem de iç piyasada durgunluk yaşanması bağlamında işletmeler için dezavantajlı bir durum ortaya çıkmaktadır (Sukar ve Hassan, 2001: 111).

1.2.7. Spekülatif hareketler

Spekülasyon; spekülâtörlerin gelecekteki fiyat değışimlerini tahmin etmek doğrultusunda, geleceğe yönelik alım ya da satım işlemi gerçekleştirmeleri olarak tanımlanabilmektedir. Bununla birlikte spekülasyon, spekülâtörlerin her zaman kâr elde etmelerini sağlamayabilmektedir. Ancak spekülâtörler genel olarak risk almak doğrultusunda, spekülasyonla yüksek kazanç elde etme olanağına yönelik koşulları takip etmektedirler. Döviz spekülasyonu söz konusu olduğunda, spekülâtörler yabancı paralara endeksli olarak söz konusu edilen süreci takip etmektedirler. Bu doğrultuda da dövizin değeri kazanması ihtimali ile spekülâtörler döviz almakta ve dövizin değeri kaybetmesi ihtimali ile de döviz satmaktadırlar. Gelecek dönemlere karşı pozisyon alınmasını ifade eden bu durum ise, döviz kuru riskinin spekülâtörler tarafından üstlenilmesini gerektirmektedir (Seyidoğlu, 2016: 161).

Buna karşın döviz kuru spekülasyonu; “istikrarı sağlayıcı spekülasyon” olabileceğı gibi, “istikrarı bozan spekülasyon” şeklinde de yapılabilmektedir. İstikrar bozan spekülasyon; özellikle Merkez Bankası’nın piyasaya müdahale edemez duruma düşürülmesi ve devalüasyon kararının alınmasının ardından, döviz kurlarının aşırı yükselmesi doğrultusunda gündeme gelmektedir. İstikrarı sağlayıcı spekülasyon ise, spekülasyonun piyasa beklentilerine uygun olarak gerçekleştirilmesi durumunda yaşanmaktadır. Bu doğrultuda döviz spekülasyonu; döviz kuru riskine maruz kalınmasına sebep olduğu gibi, kimi zaman da döviz kuru riskinden kaçınmak amacıyla da yapılabilmektedir (Parasız ve Yıldırım, 1994: 80).

1.3. Kur Sistemleri

Döviz kuru sistemleri ilgili literatürde “Sabit Döviz Kuru Sistemi” ve “Esnek (Dalgalı) Döviz Kuru Sistemi” alt başlıkları kapsamında incelenebilmektedir.

1.3.1. Sabit döviz kuru sistemi

“Sabit Döviz Kuru Sistemi” çerçevesinde, milli paraların diğer dövizler cinsinden fiyatı ve aynı zamanda milli paralarla değişim oranları resmi otoritelerce belirlenmekte olup, küresel ödemelerde ortaya konmuş olan bu fiyatlar temel alınmaktadır. Bu çerçevede döviz talep ya da arzında herhangi bir farklılaşma olup olmaması döviz kurunu etkilememektedir. Serbest döviz piyasası bulunmadığı bu sistemde, döviz kurları ihtiyaç duyulduğu durumlarda resmi otoriteler tarafından düşürülmekte veya yükseltilmektedir. (Oksay, 2001: 10).

Sabit Döviz Kuru Sistemi’nde Merkez Bankası döviz piyasasına, seçilen kurun denge kurunda olmaması ve döviz kurunun belirlenen sınırlar dâhilinde olmaması durumunda müdahale etmektedir. Bu çerçevede Merkez Bankası'nın belirlediği kur dövizin nominal değeri olarak ifade edilmektedir. Bildirilen resmi paritenin korunabilmesi için sabit döviz kurunun talep ve arzında oluşabilecek gelişigüzel bir açığın kapatılması ihtiyacı doğmaktadır. Bu hedefe ulaşılabilmesi için Merkez Bankası, farz edilen takas odasında yapılan muamelelerin benzeri şekli olan muamelelerle enternasyonal döviz rezervlerini uygun düzeyde tutmak durumundadır (Stockman, 1999: 1484).

Altın standardı, sabit kur sistemlerinin ilki olarak bilinmektedir. Bu bağlamda klasik altın standardı, 1880’li yıllardan itibaren 1914 senesine dek global çerçevede kabul edilmiş bir para sistemini ifade etmektedir. Altın standardının küresel anlamda ilk uygulaması ise, 1821 senesinde İngiltere’de başlamıştır. 1850’li yıllar itibarıyla de İtalya’da, Belçika’da, İsviçre’de, Fransa’da ve Amerika Birleşik Devletleri’nde (ABD) altın standardı kabul edilmiştir. 1895 yılında ise Rusya’da, Avusturya’da, Macaristan’da ve Japonya’da altın standardı uygulanmaya başlanmıştır (Karluk, 2013: 361).

Altın para standardında söz konusu olan sabit kur sistemi ve özellikle de bu standartta var olan klasik teorinin dış denge mekanizmasının işleyişi ile alakalı açıklaması dayandığı teoriler çerçevesinde eleştirilmiştir. Aynı şekilde klasik teori açısından söz konusu edilen, dış dengenin fiyat düzeyinin milli gelir ve para miktarındaki değişimler ile sağlanacağı konusunda ortaya konan görüşler günümüz gerçekleri ile örtüşmemektedir. Zaten altın standardının geçerliliğini koruduğu yıllardaki fiyat farklılaşmaları, klasik düşüncede öngörülen seviyelerde gerçekleşmemiş ve faiz, dış denge ve gelir düzeyindeki farklılaşmalar ile meydana gelmiştir. Ödemeler bilançosu açığı olan bir memleketin dış dengeyi koruyabilmesi ve sağlayabilmesi ise, daha çok üst faiz haddinde ve daha alt gelir düzeyinde

olanaklı olabilmıştır. Oysa böyle bir durum, dış dengenin kurulabilmesi için ülkenin milli gelirinde bir düşüşün geçerli olduğunu ifade etmektedir (Oksay, 2001: 11).

Sabit kur sisteminin uygulandığı bir diğer dönemde “Ayarlanabilir Kur Sistemi (Bretton Woods Sistemi)” ya da “IMF (International Monetary Found – Uluslararası Para Fonu) Sistemi” uygulanan zamandır. Bu dönemde “Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi” uygulanmıştır ve dönem itibariyle ABD dışında sistem kapsamında yer alan tüm ülkeler, paralarının değerini bir başka memleketin dövizine göre değil, altını temel alarak belirlemiştir (1 ABD Doları = 35 ons altın). Bu doğrultuda diğer memleketlerin de paraları doğrudan olmayan bir şekilde altına bağlanmıştır (Karluk, 2013: 362).

Sabit Döviz Kuru Sistemi’nin avantajları, aşağıda verildiği gibi ifade edilebilmektedir:

- Geçici ve/veya önemsiz olarak addedilen nedenlerden kaynaklanan dış dengesizlikler gündeme geldiğinde, döviz kurunun devalüasyon ve revalüasyon anlamında değişmesi gibi başlıca bir düzeltme vasıtası yerine rezervlerin kullanılması, kaynakların arızı işsizliği ve hatalı tahsis edilmesi gibi sosyal maliyetlerin ortadan kalkmasına neden olmaktadır. Bununla birlikte söz konusu edilen durum gündeme geldiğinde ülkenin hayati ölçüde hazır döviz rezervlerine bulundurması, hem sabit kur sisteminin devamlılığının sağlanması hem de kısa dönemli dış istikrarsızlıkların giderilebilmesi için temel şart olarak kendisini ortaya koymaktadır (Ajevskis ve Vītola, 2009: 8).
- Döviz kuru değişimlerinin dış ticaret ve sermaye akımlarına yönelik olarak gündeme getirebileceği riske karşılık, sabit tutulan kurlar bir istikrar ortamının doğmasını sağlamış olacaktır. Bununla birlikte sürekli enflasyon dönemlerinde sabit tutulan kurlar, uzun dönemde iç ve dış fiyat düzeylerini yansıtamayacağından, yüksek oranlı devalüasyon beklentileri spekülatif hareketleri özendirmiş olacaktır. Ancak uygulama söz konusu olduğunda katı bir sabit kur sistemi belirlenmemiş ve hem parite değerinin belli marjlar çerçevesinde dalgalanmasına hem de ödemeler dengesinde meydana gelen dengesizliklerde devalüasyonlara izin verilmiştir. Bu bağlamda sabit kur sisteminin uzun dönemde neden olabileceği olumsuz sonuçlar devre dışı bırakılabilmiş olunacak ve aynı zamanda döviz kuru değişimlerinin dış ticaret ve sermaye akımları üzerinde neden olabileceği riskler bertaraf edilebilecektir (Moheput, 2008: 10).

Sabit Döviz Kuru Sistemi'nin dezavantajları bağlamında, sisteme yönelik söz konusu edilen olumsuz eleştiriler aşağıda verildiği gibi ifade edilebilmektedir:

- Sabit Döviz Kuru Sistemi, etkin bir dış denge mekanizması içermemesi bakımından ödemeler dengesizliğinin giderilebilmesine yönelik olarak uygulanacak politikaların ülke ekonomileri üzerinde olumsuz etkiler yaratmasına neden olabilmekte ve bu doğrultuda eşit olmayan sonuçlar ortaya çıkabilmektedir. Bu bağlamda esnek döviz kuru sistemlerinde bir dış dengesizlik ortaya çıkması durumunda, döviz kurları bu dengesizliğin giderilebilmesini sağlayacak oranda kendiliğinden değişmesine karşın, sabit döviz kuru sistemlerinde döviz kuru ayarlamasının devalüasyon yoluyla gerçekleştirilmesi zorunluluğu bulunmaktadır. Gerek devalüasyon oranı ve bu temelde gündeme gelebilecek şoklar ve gerekse de devalüasyon çerçevesinde üstesinden gelinemeyen dış açıkların kapatılabilmesi için iktidarlar mecburi olarak daraltıcı para ve maliye politikaları ile dış ticaret ve kambiyo kısıtlamaları gibi tedbirlere başvurabilmektedirler. Bu önlemler ise neticesinde, dünya ticaret akımlarının gelişmesini engellemiş olmaktadır (Palley, 2003: 65).
- Sabit Döviz Kuru Sistemi; sistemin devamlılığının sağlanmasına yönelik ödemeler dengesizliği ile burun buruna gelmiş olan ülkelerin, bu yaşanan dengesizlikleri gidermek amacıyla yeterli miktarda altın ve döviz rezervi bulundurma zorunluluğu dolayısıyla dezavantajlı bir sistem olarak değerlendirilmekte ve eleştirilmektedir. Bu doğrultuda ortaya çıkan dengesizliklerin giderilmesine yönelik ihtiyaç duyulan finansman gerek rezervlerin sınırlı olması ve gerekse de gündeme gelecek olan enflasyonist etki nedeniyle kısa dönemli olacak, uzun dönemde ise bu durum sabit döviz kuru sisteminin işleyişini aksatmakla birlikte, bir yönüyle de uygulanmasını olanaksız hale getirmiş olacaktır (Fejzaj, 2014: 10850).
- Sabit Döviz Kuru Sistemi'ne yöneltile bir diğer eleştiri de sistemin istikrar bozucu ve spekülasyonu özendirici bir niteliğe sahip olmasıdır. Bu bağlamda sabit kur sistemi altında cari döviz kurunun korunmasının olanaksızlaştığı anda spekülasyon krizler gündeme gelmeye başlamakta ve denge döviz kurlarının zaman içerisinde sabit kurlar seviyesinden uzaklaşması ile birlikte, devalüasyon baskısı artarken spekülasyon önemli ölçüde teşvik edilmiş olmaktadır (MacDonald, 2007: 199).

Sabit Kur Sistemi kapsamında yer alan döviz kuru sistemleri, aşağıda yer alan alt başlıklar kapsamında ele alınacaktır.

a) Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi (Bretton Woods Sistemi)

II. Dünya Savaşı'nın ardından, savaş dolayısıyla büyük kayıplar yaşayan ülke ekonomilerinin yeniden canlandırılması adına uluslararası finansal bir sisteme ihtiyaç duyulmuştur. Bu doğrultuda 44 ülkenin katılımı ile 1944 yılında, uluslararası finans ve para ilişkilerinin yeniden yapılandırılması amacıyla ABD'nin Bretton Woods (New Hampshire) Kasabası'nda uluslararası bir konferans düzenlenmiştir. Konferansın katılımcısı olan ülkeler; IMF'nin ve "Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (The International Bank for Reconstruction and Development – IBRD)" kurulması ve sabit döviz kuru ile birlikte para birimi olarak ABD Doları'nın kullanıldığı bir sistemin uygulanması konusunda karar birliğine varmışlardır (McNown ve Wallace, 1994: 399).

Konferans doğrultusunda katılımcı ülkelerin bu yönde hareket etmelerinin temel amacı, ulusal ekonomi politikalarını bozan uluslararası sıcak para ya da spekülasyon para akımlarının bir ölçüde kontrol altına alınmasını sağlamak olarak ifade edilmiştir. Bretton Woods kapsamında getirilen uluslararası para sistemi; ABD Doları'nın altına, diğer paraların da ABD Doları'na bağlı olduğu bir "Altın – Kambiyo (Altın – Dolar) Sistemi" olarak nitelendirilmektedir (Yue ve Zhou, 2007: 9).

Bu bağlamda sistemde ABD Doları, ABD Hükümeti tarafından onsu 35 ABD Doları'ndan altına çevrilebilmekteydi. Ayarlanabilir sabit kur sistemi bunun yanında, dış ticaret açısından yaşanan kur belirsizliğini düşürerek ekonomik dengeye destekte bulunmaktadır. Bunun yanında devalüasyon veya muhtemel bir ayarlama ümidi, yoğun spekülasyonlara sebep olabileceğinden ekonomide krizin oluşumuna uygun bir sistem olarak da değerlendirilmektedir (Dooley, Folkerts – Landau ve Garber, 2009: 299).

Bretton Woods Sistemi, açıklandığı dönemden yirmi yıl sonraya dek belirli ölçülerde başarılı olmuştur. Ancak ABD'nin büyüyen dış açıkları dolayısıyla ABD Doları'nın altına konvertibilitesine olan güveni sarsmış ve sonucunda da ABD Doları'ndan kaçış ABD'nin altın rezervleri üzerinde baskı oluşturmuş ve 15 Nisan 1971 yılı itibariyle ABD Başkanı Nixon, ABD Doları'nın altına olan konvertibilitesinin kaldırıldığını ve altın penceresinin kapatıldığını açıklamıştır. Bu doğrultuda 1944 yılında kabul edilen ve 1946 yılında uygulamaya konulan Bretton Woods Sistemi fiilen sona erdirilmiştir (Dutttagupta, Fernandez ve Karacadağ, 2005: 6).

b) Avrupa Para Sistemi

II. Dünya Savaşı sonrasında dağılan Altın Para Sistemi'ne alternatif bir sistem olarak görülen Bretton Woods Sistemi'nin başarısızlığı ve 1970'li yıllarla birlikte söz konusu olmaya başlayan petrol şokları, Avrupa ülkelerinin yeni arayışlara girmesini beraberinde getirmiş ve bu doğrultuda “parasal entegrasyon” fikri üzerinde durulmaya başlanmıştır. Bu fikre yönelik olarak parasal birliğin gerçekleştirilmesini sağlayacak olan kurumsal yapı finansal uzmanlar komitesince yapılandırılmış olan “ABD Federal Reserve Sistemi”ne emsal bir sistem olan, Lüksemburg Maliye Bakanı Pierre Werner tarafından yürütülen “Werner Raporu” hazırlanmıştır (Hodson, 2007: 234).

Werner Raporu, daha sonraki dönemlerde parasal ve ekonomik birlik için atılacak olan adımları içeren Maastricht Kriterleri'ne ilk değinilen rapor olma niteliğini taşımaktadır. Bu bağlamda Werner Raporu doğrultusunda parasal birliğe geçişin, on yıl içerisinde aşağıda verilen üç aşamada gerçekleştirilmesi öngörülmüştür (Yiğit, Yılmaz ve Ergeç, 2013: 248):

- **Birinci Aşama:** Bu aşama kapsamında, üye ülkelerin paraları arasındaki dalgalanma marjlarının düşürülmesi öngörülmüştür.
- **İkinci Aşama:** Bu aşama kapsamında, üye ülkelerin sermaye piyasaları ve bankacılık sistemlerinin uyumlu hale getirilmesi çerçevesinde global sermaye hareketlerinin önündeki bütün pürüzlerin yok edilmesi ve sermayenin serbest dolaşımının korunması ve sağlanması öngörülmüştür.
- **Üçüncü Aşama:** Bu aşama kapsamında ise, üye ülkeler arasında geri dönülemeyecek şekilde sabit döviz kuru sistemine geçilmesi öngörülmüştür.

Werner Raporu'nda, ekonomik ve para birliğinin en açık şekilde tanımlanması doğrultusunda aşağıda verilen önerilerin yer aldığı görülmektedir (Özpençe, 2009: 79):

- 1980 yılına dek, yani yaklaşık 10 yıl içerisinde ekonomik ve parasal birlik aşamalı olarak gerçekleştirilecektir.
- Tek bir topluluk parası oluşturulacaktır. Bu öngörünün gerçekleştirilememesi durumunda ise, dalgalanma marjları daraltılarak döviz kurları sabitleştirilecek ve ulusal paraların konvertibilitesi sağlanacaktır.
- Para ve kredi politikası ile ilgili ulusal yetkilerin devredileceği bir “Topluluk Merkez Bankası” ve “Ortak Rezerv Fonu” kurulacaktır.
- “Avrupa Parasal İş birliği Fonu (EPCOM)” kurulacaktır.
- Topluluk içi sermaye hareketleri serbestleştirilecektir.

Bretton Woods Döviz Kuru Sistemi'nin 1971 yılında ABD Doları'nın konvertibilitesinin kaldırılması üzerine sona ermesi ile birlikte, dalgalı döviz kuru sistemi uygulanmaya başlanmıştır. Bu dönemde ABD Doları ile ilgili olarak yaşanan bunalım dolayısıyla Avrupa Topluluğu (AT) üyesi ülkeler, “Avrupa Para Yılanı Sistemi” ile AT içerisinde döviz kurlarının istikrara kavuşturulmasını amaçlamışlardır. AT üyesi ülkelerin paraları kapsamında uygulamaya konulan Avrupa Para Yılanı Sistemi; tünel topluluk paralarının belirli bir değişim marjı içerisinde üçüncü ülke paralarına karşı bir kur izlemelerini, yılan ise AT üyesi ülkelerin paralarının birbirleri ile aralarındaki kur değişimlerini ifade etmektedir (Savaş, 2000: 12).

Bale Anlaşması'nın 10 Nisan 1971 tarihi itibarıyla imzalanması ile birlikte AT üyesi ülkeler, kendi ulusal paraları arasındaki dalgalanma marjını $\pm \%2,25$ oranında (yılan) sınırlandırmışlardır. Bununla birlikte ABD Doları ile AT üyesi ülkelerin ulusal paraları arasında öngörülen $\pm \%4,5$ 'lik dalgalanma marjı da (tünel) sürdürülmek istenmiştir. Avrupa Para Yılanı Sistemi kapsamında alınan tedbirlerin en önemlisi, dalgalanmalara karşılık gerekli müdahalelerin AT üyesi ülkelerin paraları ile yapılmasının kabul edilmesi olarak değerlendirilmektedir. Bu yönde hareket edilmesinin temel amacı ise, müdahale parası olarak ABD Doları'nın öneminin azaltılması olarak ifade edilmektedir (Yiğit, Yılmaz ve Ergeç, 2013: 248).

Bununla birlikte Avrupa Para Yılanı Sistemi, AT üyesi ülkelerin 1979 yılına dek “Avrupa Para Sistemi”ne geçmelerine kadar geçen zaman diliminde, üye ülkelerin ödemeler bilançosu problemlerine kalıcı çözümler geliştirememiş ve sonucunda başarısız olmuştur. Bu uygulama açısından da AT üyesi ülkeler; siyasi öncelikleri, mali yapıları ve politikalarında önemli ayrımlar bulunan üye ülkelerin döviz kurlarını dar bir bant çerçevesinde ortaya koymalarının da mümkün olamadığını ifade etmiştir (Özbay, 1997: 5).

Bu gelişmeler doğrultusunda amacı AT üyesi ülkelerin milli paraları arasındaki kur dalgalanmalarını kısıtlamak ve bu çerçevede ortak hesap birimi şeklinde hizmet görmesi için yapay bir para birimi oluşturmak olan ve Almanya ile Fransa'nın girişimi ile başlatılmış bulunan “Avrupa Para Sistemi Planı”nın yürürlüğe giriş tarihi 1 Ocak 1979'dur (Tuncay, 1999: 23).

“Avrupa Para Sistemi (APS)”, aşağıda verildiği şekilde temel üç mekanizma üzerinde şekillendirilmiştir (Ertürk, 2006: 201):

- **Birinci Mekanizma:** Döviz kuru mekanizmasını ifade etmektedir.
- **İkinci Mekanizma:** “Avrupa Para Birimi” olarak nitelendirilen ECU (European Currency Unit) ile ilgili belirlemelerde bulunulmasını ifade etmektedir.
- **Üçüncü Mekanizma:** Birinci ve ikinci mekanizmanın gerçekleştirilmesine yönelik kredi olanaklarını ifade etmektedir.

APS döviz kuru mekanizmasına dâhil ülkelerin paralarının da takip edecekleri aşağıda verilen iki tür parite söz konusu edilmiştir (Ertürk, 2006: 201):

- **Birinci Parite:** Sepet değer olarak belirlenmiş olan ECU karşısındaki merkezi pariteleri ifade etmektedir.
- **İkinci Parite:** APS’ye dâhil olan ülkelerin paralarının ikili merkezi paritelerini ifade etmektedir.

Söz konusu edilen bu pariteler sabit değildir ve ortak kararlarla değiştirilebilirliği bulunmaktadır. Bir milli para, parite etrafında tespit edilen marjlar içerisinde ancak dalgalanabilir ve eğer dalgalanma, alt ya da üst sınırı zorlamış olursada bu durumda parası değer kaybeden ülkenin merkez bankası ile parası değerlendirilen ülkenin merkez bankası duruma kredilendirmek usulü ile müdahalede bulunmaktadır ve belirlenmiş sınırlar içerisinde dalgalanmayı değil, istikrarı korumaya çalışırlar. Bu belirlemeler doğrultusunda görülmektedir ki; aslında APS, Bretton Woods Sistemi’nin marjları daraltılmış bir örneğini ifade etmektedir. Bununla birlikte APS ile Bretton Woods, para birliğine yönelik hedefleri ve ECU anlamındaki araçları bağlamında farklılık göstermektedir.

1.3.2. Esnek (dalgalı) kur sistemi

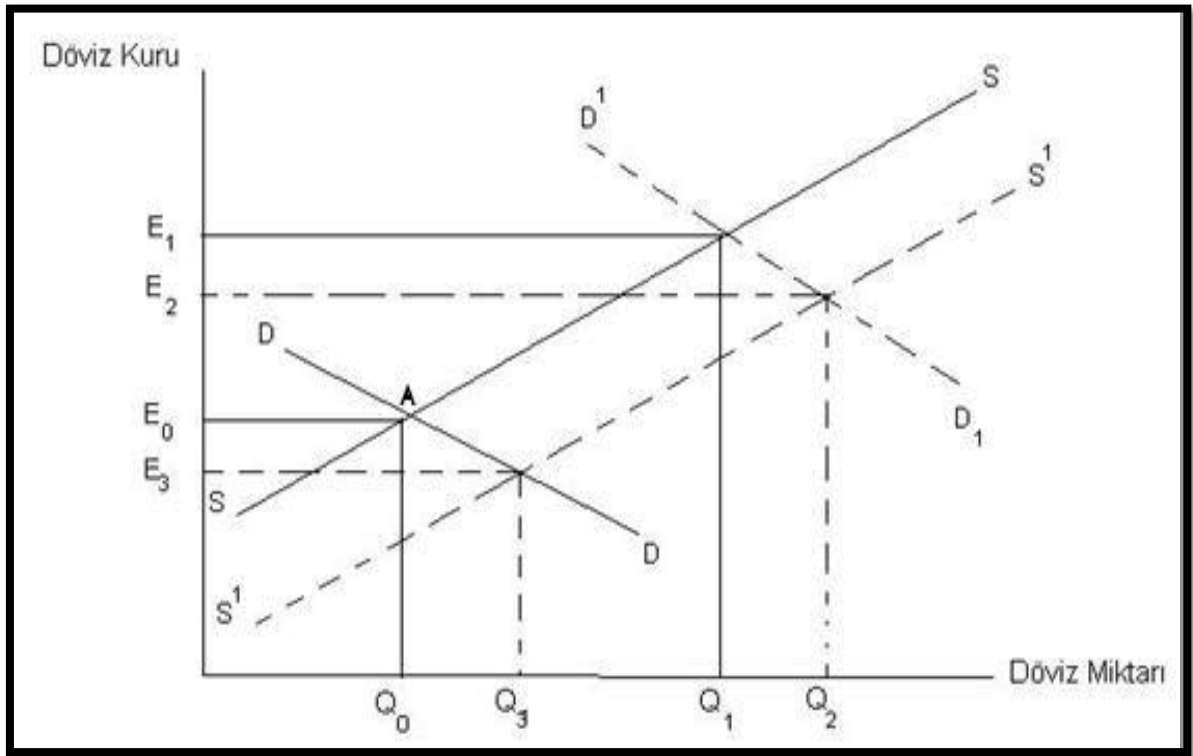
“Esnek (Flexible) Kur Sistemi”; “Serbest Kur Sistemi”, “Dalgalı Kur Sistemi”, “Değişken Kur Sistemi” ya da “Yüzen (Floating) Kur Sistemi” olarak da adlandırılabilir ve Esnek Kur Sistemi’nde döviz kurları, toplam döviz talebi ile toplam döviz arzının eşitlendiği bir düzeyde oluşmaktadır. Piyasa talebinde ya da piyasa arzında bir değişme ortaya çıktığında, buna tepki olarak kurlar da değişmekte ve bu nedenle de zaman boyutu içerisinde kurlarda inişler ve çıkışlar görülmektedir (Karluk, 2013: 360 – 361).

Chicago Okulu iktisatçıları tarafından savunulan Esnek Kur Sistemi'nin savunucuları arasında M. Friedman, E. Sohmen ve L. Yeager yer almaktadır. Bu bağlamda Friedman, Sohmen ve Yeager'a göre; döviz kuru, döviz piyasalarında arz – talep koşullarına göre ve günlük olarak belirlenmektedir ve döviz piyasasında denge ve ödemeler bilançosunu düzeltme işlemleri, direkt olarak döviz kurundaki değişme ile sağlanmaktadır (Dunn, 1983: 16).

Ekonomi belli bir denge düzeyinde iken, döviz kurunda yaşanan artış, ithal ürünlerin yurtiçi fiyatlarının artması ve aynı zamanda milli paranın değerinin düşüşe uğramasını ifade etmektedir. Bunun yanında döviz kurunda yaşanan düşüş ise, milli paranın değerinin yükselmesine neden olmakta ve aynı zamanda ithal ürünlerin yurtiçi fiyatlarının azalmasına yol açmaktadır. Bu çerçevede döviz kuru arttığında ihracat teşvik edilmekte ve bu doğrultuda ekonominin dış dengesi, arz – talep koşullarına göre her zaman değişebilir döviz kurları ile sağlanmaktadır (Karluk, 2013: 361).

Esnek Kur Sistemi'nde ekonominin dış istikrarı, döviz kurlarındaki farklılaşma ile sağlanabilmektedir. Bu doğrultuda döviz arz ve talebindeki değişimler dahi, döviz kurlarını büyük oranlarda etkilemektedir. Dalgalı kur sisteminin yarattığı değişken kur ortamı, faiz haddi dalgalanırılığı üzerinde de önemli etkilere neden olmuştur. Bu bağlamda faiz hadlerinin kesinleştirilmesinde sadece ulusal para politikalarının değil, “faiz hadleri paritesi” olarak isimlendirilen devletlerarası fon hareketleri münasebetinin de ciddi rolü bulunmaktadır (Oksay, 2001: 12).

“Esnek Kur Sistemi'nde Döviz Kuru Dengesi” ile ilgili belirlemeler Şekil 1.1.'de verilmektedir.



Şekil 1.1. Esnek Kur Sistemi'nde Döviz Kuru Dengesi

Kaynak: Ayyıldız, 2002: 16.

Şekil 1.1.'de yatay eksen döviz miktarını ve dikey eksen döviz kurunu göstermektedir. Döviz arzı "S" ve döviz talebi de "D" doğruları ile temsil edilmektedir.

Denge döviz kuru döviz arz ve talep eğrilerinin kesiştiği A noktası E_0 seviyesinde oluşmaktadır. Denge döviz kurunda döviz miktarı Q_0 olmaktadır. İthal mallarına olan talep yükselişinden (milli gelirin yükselmesi sonucu) dolayı döviz talep doğrusunun $D'D'$ şeklinde kaydığını düşünelim. Bu durumda diğer koşullar veri iken, denge döviz kuru değişmektedir ve E_0 'dan E_1 düzeyine çıkarken döviz miktarı da Q_1 'e kaymaktadır. Dış dünya gelirlerinin yükselmesi ya da fiyatlardaki farklılaşma neticesinde ihraç mallarına bağlı olan talep yükselişine bağlı olarak, döviz arz eğrisi $S'S'$ konumuna kaymış olsun. Bu durumda ise, (arz arttığı için) kısa dönemde döviz kuru E_0 'dan E_3 seviyesine azalacaktır.

Eğer döviz arz ve talep eğrileri birlikte ($S'S'$ ve $D'D'$) kayarsa, döviz kuru her iki eğrinin kaymalarına bağlı şekilde E_2 seviyesine yükselecektir. Döviz kurundaki değişimler

arz ve talep eğrilerinin eğimleri ile yakından ilişkilidir. Döviz arz eğrisinin eğiminin küçük olması, döviz arzındaki farklılaşmalar karşısında döviz fiyatının daha az değişeceğini ifade etmektedir. Esneklik katsayısının döviz talep ya da arz fiyat esnekliklerinin bir kurucu ögesi olduğu hatırlanırsa, esneklik değerleri de döviz kurundaki değişme sınırlarını dolay sız şekilde etkilemiş olacaktır.

Esnek Kur Sistemi, dalgalanma derecesine göre aşağıda verildiği şekilde “serbest dalgalanma” ve “gözetimli dalgalanma” olarak iki bölümde değerlendirilebilmektedir (Oksay, 2001: 13):

- 1. Serbest Dalgalanma:** Serbest dalgalanma, döviz kurunun hiçbir müdahalede bulunulmaksızın döviz arz ve talebine göre belirlenmesini ifade etmektedir.
- 2. Gözetimli Dalgalanma:** Gözetimli dalgalanma ise, döviz piyasalarına kamu otoriteleri tarafından bazı dolaylı müdahalelerde bulunulabilmesini ifade etmektedir.

Gözetimin ya da müdahalenin kapsamına göre de aşağıda verildiği üzere iki tür dalgalanma söz konusu edilebilmektedir (Oksay, 2001: 13):

- 1. Temiz Dalgalanma Sistemi:** Temiz Dalgalanma Sistemi, sadece kısa süreli ve düzensiz dalgalanmaların ortadan kaldırılmasına yönelik olarak döviz kurlarına müdahalede bulunulmasını ifade etmektedir.
- 2. Kirli Dalgalanma Sistemi:** Kirli Dalgalanma Sistemi ise, ülkenin rekabet edebilirliğinin artırılmasına yönelik olarak gerektiği düşünülen durumlarda döviz kurlarına müdahalede bulunulmasını ifade etmektedir.

Bu belirlemeler çerçevesinde temellendirilmiş olan ve döviz arz ve talebine göre kurların belirlenmesi ilkesine dayanan Serbest Dalgalanma Sistemi, günümüz itibarıyla hiçbir ülkede tam anlamı ile uygulanmamaktadır. Zira uygulamada hükümetler ve merkez bankaları döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmaları önleyebilmek adına döviz piyasalarına çeşitli ölçülerde müdahalede bulunabilmektedirler. Bu nedenle de hiçbir müdahalenin bulunmadığı Serbest Dalgalanma Sistemi’nin değil, daha çok Gözetimli Dalgalanma Sistemi’nin uygulanması adına hareket edildiği görülmektedir.

Sonuç olarak Esnek Kur Sistemi, serbest piyasa mekanizmasının döviz piyasasına uygulanmış şeklini ifade etmektedir ve ilk ortaya konulduğu dönemlerden itibaren akademisyenlerin büyük oranda çekmesine karşın, sistemi uygulayan anlamında dış yatırımcılar ve

hükümetler, dış ticaret firmaları, mali, yöneticiler sınırı olmayan şekilde değişken niteliğe sahip bu yöndeki bir kur sistemini aynı düzeyde bir ilgi ile karşılamamışlardır.

Esnek Döviz Kuru Sistemi'nin avantajları, aşağıda verildiği gibi ifade edilebilmektedir:

- a) Esnek Döviz Kuru Sistemi'nin savunucuları, sistemin temel üstünlüğünü serbest piyasa mekanizmasının yararları ile açıklamak adına hareket etmektedirler. Bu bağlamda esnek döviz kuru sistemi, en düşük maliyetle en etkin kaynak dağılımını olası kılması bakımından birtakım avantajlar sağlamaktadır (Cavallo, 2004: 4).
- b) Esnek Döviz Kuru Sistemi basit bir sistem içermesi bakımından, sistem kapsamında döviz kurlarının belirlenmesi piyasada oluşan arz – talep koşullarına bırakılabilmekte ve sabit döviz kuru sisteminde söz konusu olan karmaşık kurallar ve kurumsal düzenlemeler bertaraf edilebilmektedir (Daly, 2007: 8).
- c) Esnek Döviz Kuru Sistemi kapsamında döviz kurları piyasada arz – talep koşullarına bağlı olarak oluşacağından, dış dengesizlikler uzun vadeli olmayacak ve dış denge kendiliğinden sağlanabilecektir. Bu doğrultuda dış ticaret tehditleri, sermaye hareketi sınırlamaları ve kambiyo kontrolleri söz konusu olmadan dış ödemelerde denge sağlanması olası olabilecektir (Gylfason, 2000: 175).
- d) Esnek Döviz Kuru Sistemi, ülkelere izleyebilecekleri yurtiçi politikalar bağlamında çok daha fazla esneklik ve serbestlik tanımaktadır. Bu bağlamda dış denge kur değişimleri aracılığı ile kendiliğinden sağlanmış olabileceğinden; ülkeler tam istihdam, hızlı ekonomik büyüme ve fiyat istikrarı sağlama gibi amaçlarını gerçekleştirebilmeye yönelik izleyeceği para ve maliye politikalarını belirleme konusunda dış ödemeler dengesi sorunu ya da baskısı anlamında sınırlandırıcı bir olasılıkla karşı karşıya kalmış olmayacaktır (Holland ve Flávio, 2009: 6).
- e) Esnek Döviz Kuru Sistemi, istikrar bozmaya yönelik spekülasyona izin vermemesi ve bilakis döviz piyasasında istikrarın sağlanmasına yönelik spekülasyonun ortaya çıkmasını sağlaması bağlamında, spekülasyonun doğal işleminin yerine getirilmesini sağlamış olmaktadır (Murray, 2000: 50).
- f) Esnek Döviz Kuru Sistemi; dış rezervlere olan ihtiyacın en düşük düzeye indirilebilmesini sağlaması, rezerv tutma ihtiyacının azaltılmasına katkıda bulunması ve dahi bu ihtiyacın tamamen ortadan kaldırılmasını sağlaması bakımından döviz piyasasının kendiliğinden dengeye kavuşmasını ve dış ödemeler

için rezerv tutma gereğinin duyulmamasını ya da bu gerekliliğin en düşük düzeyde tutulmasını olanaklı kılmaktadır (Adam, 2012: 25 – 26).

- g) Esnek Döviz Kuru Sistemi, döviz kurlarının uzun dönemde denge düzeyine yönelmesini olanaklı kılarak, dünya ekonomisinin karşılaştırmalı üstünlük yapısına uygun olarak uluslararası uzmanlaşmayı teşvik etmektedir. Bununla birlikte esnek döviz kuru sistemi ile tahditsiz konvertibl para rejimleri yaygınlaşmış olmakta, dış ticaret ve sermaye hareketleri sınırlamaları ortadan kalkmakta ve dış ticaret ve sermaye hareketlerinde serbestlik söz konusu olabilmektedir (Robert ve Tyers, 2001: 12).

Esnek Döviz Kuru Sistemi'nin dezavantajları bağlamında, sisteme yönelik söz konusu edilen olumsuz eleştiriler aşağıda verildiği gibi ifade edilebilmektedir:

- a) Esnek Döviz Kuru Sistemi, her zaman için dış ödemelerde uzun vadeli denge sağlanmasını olanaklı kılmayabilmektedir. Bu doğrultuda bilakis bazı koşullarda dış ödemeler sorununun çok daha ağırlaşması söz konusu olabilmektedir. Dış ödemelerde denge sağlanması, döviz arz ve talebindeki esnekliklere ya da bir başka ifadeyle ihraç mallarının dış talep ve iz arzın fiyat esnekliklerine bağlı olarak ortaya çıkabilmektedir. Bununla birlikte alakalı ülkenin üretim kapasitesinin dış satım yükselişine olanak sağlaması, üretim faktörlerinin yeterli düzeyde akıcılığa meydana getirmesine bağlı gerçekleşmektedir (Coleman, 1999: 22).
- b) Esnek Döviz Kuru Sistemi spekülasyonunun, kümülatif bir şekilde denge bozucu etkiye sahip olduğu belirtilmektedir. Bu doğrultuda dış ödeme dengesizlikleri spekülatif sermaye akımlarını hızlandırmakta ve dış ödemelerdeki açığın çok daha yükselmesine neden olmaktadır. Bu nedenle de döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmalar sistemin çökmesine dahi neden olabilmektedir (Bleaney ve Fielding, 1999: 11).
- c) Esnek Döviz Kuru Sistemi, döviz kurlarının ileri dönemli değişimi noktasında birtakım belirsizlikler içermesi ve istikrarsızlıklar barındırması dolayısıyla ekonomik işlemlerdeki risklerin artmasına neden olabilmektedir. Bu bağlamda global sermaye akımlarında ve dış ticaret hacminde normal gelişme engellenebilmektedir (Thiam, 2011: 788).
- d) Esnek Döviz Kuru Sistemi, iç maliyetler adına tek yönlü etkiler doğurması doğrultusunda maliyet enflasyonunun artmasına neden olmakta ve gelişmekte olan ülkelerin enflasyon devalüasyon kısır döngüsü içerisinde yer almasını beraberinde

getirmektedir. Bu doğrultuda dış ödemeler dengesinin açık vermesi ile birlikte döviz kurlarının yükselmesi ithal malların fiyatlarının artmasına ve yurtiçi fiyat ve ücret artışlarına neden olacaktır (Zaidi, 2006: 117).

- e) Esnek Döviz Kuru Sistemi, uluslararası likidite ihtiyacının da ortadan kalkmasını sağlamış olmamaktadır. Bu bağlamda döviz kurlarında dalgalanmanın çok ve kısa dönemli olmaması ile birlikte, milli otoriteler bu dalgalanmayı hafifletmek adına faaliyete geçmiş olacaklar ve bu durum uluslararası likidite ihtiyacının ortaya çıkmasını beraberinde getirecektir (Sikwila, 2013: 399).

Esnek (Dalgalı) Kur Sistemi kapsamında değerlendirilen döviz kuru sistemleri, aşağıda yer alan alt başlıklar kapsamında incelenebilmektedir.

A) Döviz Kuru Bantları Sistemi

“Döviz Kuru Bantları Sistemi”, cari döviz kurunun bant içerisinde arz ve talep tarafından belirlenmesini ve döviz kurunun bant dışına çıkmasının resmi müdahalelerle engellenmesini ifade etmektedir. Kurun belirlenen aralık içerisinde kalması doğrultusunda ise, kur bandı sisteminde fazla müdahalede bulunma gerekliliği bulunmamaktadır (Parasız, 2013: 546).

Bu bağlamda Döviz Kuru Bantları Sistemi’nde ortalama döviz kuru belirlenerek, döviz kurunun çıkabileceği maksimum bant yüksekliği ve minimum bant yüksekliği tespit edilerek kurun bu aralık içerisinde dalgalanmasına izin verilmektedir. Döviz kurunun bandın dışına çıkması durumunda ise, para otoritesi duruma müdahale etmek doğrultusunda kurun bant içerisinde kalmasını sağlamaktadır (Campos ve Villegas, 2006: 113).

Döviz Kuru Bantları Sistemi, döviz kuruna istikrar kazandırılmasını sağlamaktadır. Bu süreçte Merkez Bankası’nın inandırıcılığı bekleyişleri etkilemekte ve bekleyişler de döviz kurunun davranışında önemli derecede etkili olmaktadır. Merkez Bankası’nın düşük rezerv seviyesinde döviz kurunu bant içerisinde tutması söz konusu olmamaktadır. Merkez Bankası’nın rezervlerinin yeterli düzeyde olması durumunda ise bir süre sonra döviz kuru maksimum noktayı aşmaktadır. Eğer fiili kurun belirlenen sınırları aşması durumu gündeme gelirse de bant terk edilmekte ya da genişletilmektedir. Kamu ve özel sektör, döviz kuru bant içerisinde bulunmaktayken belirli bir şekilde hareket etmekte ve durumun değişmesi doğrultusunda da davranışlarını buna göre ayarlamaktadırlar. Kur bantlarının ömrü on yıl

gibi uzun sürelerle denk gelmektedir. Merkez Bankası rezervleri bu ömrün belirlenmesinde en etkin değişkeni ifade etmektedir ve kurun bant içerisinde davranışında, otoriteye olan inanç ve beklenti düzeyi de önem arz etmektedir (Gök, 2006: 136).

B) Sürünen Pariteler Sistemi

“Sürünen Pariteler Sistemi”; döviz kurlarının önceden belirlenmiş oranda ya da yüzdede sık sık ve açık olarak belirlenen aralıklarla denge döviz kuruna ulaşmasına dek değiştirildiği sistemi ifade etmektedir ve döviz kurlarındaki artış oranı, büyük oranda fiyat endeksleri gibi objektif ölçütlere bağlanmaktadır. Sürünen Pariteler Sistemi’nde nominal döviz kuru dar bir alan içerisinde dalgalanmaktadır ve periyodik olarak belirli göstergeler doğrultusunda ayarlanmaktadır. Bu bağlamda Sürünen Pariteler Sistemi’nde ülke paralarının değeri sabitlenmiştir. Bununla birlikte söz konusu edilen bu değer, yönlendirilmiş sabit aralık sisteminde olduğu gibi söz konusu memleketin belirlenmiş ekonomik göstergelerine ve daha çok da ödemeler dengesindeki yaşanan değişmelere ve gelişmelere endeksli şekilde ayarlanabilmektedir (Yalçiner, 2008: 72).

Sürünen Pariteler Sistemi’nde para politikası, kur sisteminin devam etmesini frenleyecek şekilde kullanılmamaktadır ve sistem Latin Amerika ülkelerinde daha çok enflasyonu düşürmek için kullanılmıştır. Sistemin enflasyonu düşürmeye yönelik olarak uygulanmasında, ülke parası belirli bir parite ya da merkezi kura bağlı olarak belirli sınırlar çerçevesinde ve belirli aralıklarla dalgalanarak dış dengesizliklerin giderilmesine katkı sağlayacak yönde değerlendirilmiştir (Edwards ve Savastano, 1999: 6).

Sürünen Pariteler Sistemi’nde sabit kur açısından bir baskı oluşması durumunda, zorunlu ayarlamaların da yine bir anda değil belirli zaman dilimleri halinde ve sıklıkta yapılması adına hareket edilmektedir. Bununla birlikte aralığın olmaması nedeniyle söz konusu olabilecek belirsizlikler de sistem içerisinde en aza indirgenmiş durumdadır. Aynı şekilde sistemde, merkez bankaları döviz kurunu önceden ilan etmek doğrultusunda devamlı olarak küçük devalüasyonlar yapmayı tercih ederek devalüasyon yapmaktan kaçınmayı amaçlamaktadırlar (Osler, 2006: 59).

C) Müdahaleli Dalgalanma Sistemi

Müdahaleli Dalgalanma Sistemi’nde parasal otorite döviz kurlarına müdahalede bulunmakla birlikte, müdahalelerin önceden belirlenmiş olan kurallara göre

gerçekleştirilmesi söz konusu olmaktadır. Bu bağlamda parasal otorite müdahalelerini, kendi karar alma mekanizmasını birtakım ekonomik göstergeler doğrultusunda ve o dönem için olumlu olduğunu düşündüğü şekli ile çalıştırarak gerçekleştirmekte ve ülke ekonomisinin hareket alanının genişletilmesini sağlamaktadır (Xiaolian, 2010: 2).

Müdahaleli Dalgalanma Sistemi'nde bu şekilde yönlendirilebilen kurlarla, serbest dalgalanan kur sisteminin neden olduğu birtakım risk ve belirsizliklerin azaltılabilmesi söz konusu olabilmektedir. Bununla birlikte ekonomiler kapsamında düşünüldüğünde, kurallardan yoksun olan bu müdahaleler doğrultusunda birbirleri ile çelişen sonuçlara ulaşılabildiği görülmektedir (Duttagupta, Fernandez ve Karacadağ, 2005: 13).

Kurların müdahale ile ve gözetimli olarak dalgalandığı bir ekonomide, yapılan müdahaleler neticesinde elde edilmeye çalışılan ekonomik yararlar diğer ülkelerin bu durumdan olumsuz etkilenmesine neden olmaktaysa, bu doğrultuda sistem “kirli dalgalanma” olarak adlandırılmaktadır. Müdahaleli Dalgalanma Sistemi; belirtildiği üzere ülkenin uluslararası ticaretteki yerinin iyileştirilmesine yönelik olarak gerçekleştirilmesi doğrultusunda “kirli dalgalanma” olarak nitelendirilmekteyken, gözetimin kısa süreli gerçekleştirilmesi durumunda ise “temiz dalgalanma” olarak adlandırılmaktadır (Fausten, 2012: 2).

Bununla birlikte Müdahaleli Dalgalanma Sistemi kapsamında doğrudan gerçekleştirilen müdahaleler enternasyonal döviz değerlerinde ve rezervlerinde değişim yaratmaktayken; faiz oranları, likidite ya da diğer finansal araçlar yardımı ile gerçekleştirilen diğer dolaylı müdahaleler herhangi bir değişim yaşanmasına neden olmamaktadır. Bazı ekonomik belirtiler çerçevesinde gerçekleştirilen düzenlemeler, serbest dalgalanan kur sisteminin sebep olduğu belirsizlik ve riskleri düşürmenin yanında; kısa dönemde döviz talebinde ve/veya arzında bir farklılaşma yaşandığında, bu yükselişler absorbe edilmesi için, para otoritesince döviz rezervlerinden karşılanmaktadır (Parasız ve Yıldırım, 1994: 84).

Müdahaleli Dalgalanma Sistemi'nde uluslararası rezervlere gereksinim bulunmaktadır ve sistem, Kanada ve Avustralya gibi birçok gelişmiş ülke ile birlikte 1994 – 1995 yılları arasında da Meksika'da uygulanmıştır. Dalgalı kur uygulanan bazı ülkelerin sorunlar yaşaması nedeniyle “Yönetimli Dalgalı Kur Artı (Managed Floating Plus)” olarak adlandırılan sistem tartışmaya açılmış ve sistem, kur rejimlerinin sabit ve müdahalesiz olarak

dalgalanmaya bırakılmaması üzerine temellendirilmiştir. Bu nedenle de ülke parasının diğer ülkelerin paralarına göre değerinin, merkez bankalarının – şartlar ne olursa olsun – yapacakları müdahalelerle belirlenecek düzeylerde gerçekleşmesinin sağlanabileceği belirtilmektedir (Kaya ve Güçlü, 2003: 26).

Erçel'e (2003: 26) göre, bu yönde bir sistemin kurulabilmesi için aşağıda verilen artılara sahip olunması gerekmektedir:

- Uygulanan para politikasının bağımsız olması sağlanmalıdır.
- Bankaların döviz açık pozisyonunda olmaması sağlanmalıdır.
- Dolarizasyonun asgari seviyeye indirilmesi söz konusu olmalıdır.
- Enflasyonist beklentilerin yönlendirilebilmesi için çapa belirlenmesi adına hareket edilmelidir.

Söz konusu edilen tüm bu belirlemelerin yanında, düşük enflasyonist bir ortamda sağlıklı bankacılık sistemine sahip olunması gerekmektedir. Bu doğrultuda bütçe ve kamu finansman açığı makul düzeylerde gerçekleştirilmeli ve bu süreç, yapısal reform uygulamalarına giden bir süreç olarak ele alınmalı ve değerlendirilmelidir.

2. BÖLÜM: DÖVİZ KURU RİSK TÜRLERİ VE PİYASALARIN ROLÜ

2.1. Uluslararası Ekonomik İlişkilerde Döviz Kuru Riski

Uluslararası ekonomik ilişkiler kapsamında döviz kuru riski, izleyen sayfalarda-“Kredi Riski”, “Likidite Riski”, “Ülke Riski” ve “Döviz Kuru Riski” alt başlıkları altında ele alınacaktır.

2.1.1. Kredi riski

Kredi riski, uluslararası ekonomik ilişkilerde maruz kalınan en önemli riskler arasında değerlendirilmektedir. Kredi riski; borçlu kişi ya da işletmenin, sözleşme şartları kapsamında taahhüt ettiği yükümlülükleri yerine getirememesi olarak tanımlanabilmektedir. Kredi vermek genel olarak bankaların en temel faaliyetleri arasında yer almasına karşın; kredi işlemlerinin gerçekleştirilebilmesi için, bankalardan kredi alanların kredibilitesinin bu işlemlerin gerçekleştirilmesine uygun olması gerekmektedir. Buna yönelik olarak da bankalar; kredi işlemlerinin gerçekleştirilmesi sürecinde, kredi talep edenler ile ilgili doğru kararlar vermek durumundadırlar (Yılmaz, 2010: 26). Ancak bankalar tarafından kredi kullandırılması sürecinde her zaman doğru kararlar verilmeyebilmektedir. Zira bankaların ödünç alanların kredibilitesinin çeşitli etmenler doğrultusunda zaman içerisinde azalmasını gözlemlediklerinde, konu ile ilgili doğru kararlar vermeleri de olası olamamaktadır.

Uluslararası ekonomik ilişkilerde kredi kullanımı haricinde; interbank işlemleri, ticaret finansmanı, döviz işlemleri, bonolar, swap işlemleri, opsiyonlar, vadeli işlemler, garanti ve kefaletler gibi farklı finansal enstrümanlarla ilgili olarak da kredi riskine maruz kalınabilmektedir. Bu doğrultuda uluslararası ekonomik ilişkilerde yeni ve farklı finansal işlem türlerinin kullanılmaya başlanması, kredi riskinin de çok daha fazla önemsenmesini sağlamıştır (Tanınmış – Yücememiş ve Sözer, 2011: 45).

Uluslararası ekonomik ilişkilerde kullanmak amacıyla fon talebi olanlar, bankaların fon fazlası olanların olanaklarından yararlanılmasını sağlayan uzman aracılık faaliyetlerine yönelmektedirler. Bununla birlikte finansal piyasalarda söz konusu edilen farklı yaklaşımlarla, sözleşmelerin gerekleri yerine getirilmeyerek finansal pazar işlevleri engellenebilmektedir. Neticesinde de bu süreç uluslararası ekonomik ilişkilerde dengelerin

bozulmasına neden olmakta ve kredi riskini gündeme getirmektedir. Ancak uluslararası ekonomik ilişkilere endeksli olarak yürütülen uluslararası bankacılık işlemlerinde kredi talep edenlerden garanti istenmekte ve bu doğrultuda kredi riskinin maksimize edilmesi sağlanmaktadır (Şahbaz ve İnkaya, 2014: 71).

2.1.2. Likidite riski

Likidite riski; nakit ihtiyacı duyulması durumunda, mevcut aktiflerin nakit olarak değerlendirilememesi ya da nakde çevrilememesi doğrultusunda zarar görülebilmesi riski olarak tanımlanabilmektedir. Bu doğrultuda likidite riski; nakit talep edildiği durumda, bu talebi yerine getirme yükümlülüğüne yönelik hareket edilememesi riski olarak ifade edilebilmektedir (Zengin ve Yüksel, 2016: 78). Neticesinde likidite riski, varlıkların ihtiyaç anında nakde çevrilememesi dolayısıyla gündeme gelmektedir.

Uluslararası ekonomik ilişkilerde ihtiyaç duyulan likidite kaynağının temin edilememesi, likidite açığı yaşanmasına neden olmaktadır. Bununla birlikte alacakların tahsil edilememesi durumunda aktif kalitesinin bozulması da likidite riskini gündeme getirmektedir. Özellikle tahsilatların yapılamaması durumunda nakit girişi elde edilemediğinden, para ödeme yükümlülükleri de yerine getirilememekte ve bu doğrultuda da likidite sorunu ile karşı karşıya kalınmaktadır (Vodova, 2011: 1062).

Likidite riski, ülke içerisinde politik ve/veya ekonomik kapsamda olağandışı gelişmelerin yaşanması durumunda da gündeme gelmektedir. Zira söz konusu edilen dönemlerde kısa sürede yüksek miktarda nakit temin edilebilmesi zor olduğundan, likidite riskinin de artması söz konusu olmaktadır (İsmal, 2010: 149).

Likidite riski; gerek duyulmasına karşın, menkul kıymet satışı ya da yeniden borçlanma yoluyla uygun maliyetli nakit sağlama zorunluluğu içerisine girilmesi riskini ifade etmektedir. Likidite riski; genel olarak geri dönüşü olmayan bir riski içermesi bakımından, uluslararası ekonomik ilişkilerin yürütülmesinin önündeki en önemli engellerden biri olarak değerlendirilmektedir (Brunnermeier, Gorton ve Krishnamurthy, 2013: 66).

2.1.3. Ülke riski

Uluslararası ekonomik ilişkilerin yürütülmesi bağlamında ülke riski, genel olarak transfer riski ve politik riskler kapsamında incelenebilmektedir. Transfer riski; uluslararası ekonomik ilişkilerin yürütülmesi sürecinde, ödeme yapılması istenilmesine karşın konvertibl döviz yetersizliği nedeniyle gündeme gelen hükümet müdahaleleriyle borcun ödenememesini ya da ödeme yapılamamasını ifade etmektedir (Asghar, Qureshi ve Nadeem, 2015: 383).

Ülke riski kapsamında değerlendirilen bir diğer risk anlamında politik riskler ise; uluslararası ekonomik ilişkilerin yürütüldüğü ülkede yaşanan politik istikrarsızlıklar, hükümet politikaları kapsamında söz konusu edilen engellemeler ve hükümet değişikliğinden kaynaklanan olumsuzluklar vb. kapsamında değerlendirilebilmektedir. Bununla birlikte uluslararası ekonomik ilişkilerin yürütüldüğü ülkede söz konusu olan darbe, savaş ya da iç savaş durumları da ülke riski bağlamında değerlendirilen politik riskler içerisinde yer almaktadır. Aynı şekilde uluslararası ekonomik ilişkilerin yürütüldüğü ülke ile yaşanan siyasi problemler de önemli bir ülke riski olarak kendisini ortaya koymaktadır (Hammoudeh ve diğerleri, 2013: 279).

Ülke riski, uluslararası ekonomik ilişkilerde yabancı sermaye yatırımlarını ve pazar payını etkilemesi bağlamında önem arz etmektedir. Zira bir ülkenin ekonomik ve/veya politik anlamda risk taşıması; yabancı sermayenin ülkeye çekilmesi, uluslararası ekonomik iş birliklerine gidilmesi, pazar yönüyle mal ihraç ya da ithal edilmesi, işgücü akışı sağlanması ve diğer ekonomik akışların yerine getirilmesi kapsamında problemleri gündeme getirmektedir (Khan ve Akbar, 2013: 148).

Sonuç olarak, risk etmenlerinde olduğu gibi; ülke riskinde de hem reel sektörün hem de finansal sektörün, ülke riski kapsamında yer alan etmenlerden etkilenmesi söz konusudur.

2.1.4. Döviz kuru riski

Uluslararası ekonomik ilişkilerde döviz kuru riski; ülke parasının yabancı para karşısında değer kazanması ya da kaybetmesi doğrultusunda, ticari ilişkilerde tarafların kâr elde etmelerinin ya da zarara uğramalarının en önemli belirleyicilerinden biri olarak kendisini ortaya koymaktadır. Bu bağlamda döviz kuru riski; uluslararası ekonomik ilişkileri

yürüten tarafların, gelecek dönemlere ilişkin döviz cinsinden gelir elde etmeleri ya da ödeme yapmaları söz konusu olduğunda, döviz kurlarında meydana gelebilecek dalgalanmalar dolayısıyla zarara uğramaları riskini ifade etmektedir (Aabo, Høg ve Kuhn, 2010: 239).

Döviz kurlarında söz konusu olan dalgalanmalara bağlı olarak döviz kurları yükseldiğinde, uluslararası ekonomik ilişkilere taraf olanlardan alacaklı olanlar daha fazla kâr ve borçlu olanlar ise zarar etmektedirler. Döviz kurlarında düşüş yaşandığında ise, alacaklı olanların zarar ve borçlu olanların da daha fazla kâr etmeleri gündeme gelmektedir. Döviz kurlarında yaşanan değişimlerin hangi yönde gerçekleşeceği ise, milli para bazındaki belirsizliklere endeksli (Doğanay ve Koçsoy, 2011: 9479).

Döviz kurlarında söz konusu olan dalgalanmalar, uluslararası ekonomik ilişkilerde aşağıda verilen üç çeşit döviz kuru riskinin gündeme gelmesine neden olmaktadır:

- 1. İşlem Riski:** Uluslararası ekonomik ilişkileri yürüten taraflar arasında yapılan vadeli sözleşmelerde; vade sonuna dek söz konusu olan süreçte oluşabilecek döviz kuru değişimlerine endeksli şekilde, dönem bitiminde muhataplardan ödeme yapacak olan işletmenin döviz kuru değişimlerinden olumsuz etkilenmesiyle, döviz cinsinden daha fazla nakit ödenmesi durumunu ifade etmektedir. Belirtildiği üzere uluslararası ekonomik ilişkileri yürüten taraflar arasında yapılan vadeli sözleşmeler sonucunda ortaya çıkması dolayısıyla, işlem riski “sözleşme riski” olarak adlandırılmaktadır (Ito ve diğerleri, 2015: 6).
- 2. Muhasebe Riski:** İşlem riskinde olduğu gibi; fiziki bir alım – satım işlemi söz konusu olmadan, işletmenin bilanço ve gelir tablosu kalemlerinin, finansal tablolar ile konsolide edilmeden önce yabancı para biriminden işletmenin ulusal para birimine çevrilmesiyle, döviz kurlarında söz konusu olan değişimlere endeksli olarak işletmenin muhasebe kayıtlarındaki değerlerin zarar göstermesi durumunu ifade etmektedir (Mutluay ve Turaboğlu, 2013: 62).
- 3. Ekonomik Risk:** İşletmelerin gelecekte bekledikleri nakit akışlarının, döviz kuru dalgalanmalarına bağlı olarak gerçekleşmemesini ve bu doğrultuda da işletmenin zarara uğramasını ifade etmektedir. Ekonomik risk işlem riskini kapsamakla birlikte; işlem riski kısa dönemli vadeli sözleşmelere endeksli nakit akışını, ekonomik risk ise daha çok bilinmeyen nedenlerle ortaya çıkan uzun dönemli nakit akışlarını kapsamaktadır.

2.2. Döviz Kurunu Etkileyen Faktörler

Döviz kurunu etkileyen faktörlerin bilinmesi ve göz önünde bulundurulması, döviz kuru tahmininde bulunulabilmesi ve döviz kuru risklerinin yönetilebilmesi açısından önem taşımaktadır. Bu doğrultuda döviz kurunu etkileyen faktörler bağlamında; satın alma gücü paritesi, enflasyon ve faiz oranları, sosyo – ekonomik faktörler ile Uluslararası Fisher Etkisi bağlamında ayrıntılı belirlemelerde ve değerlendirmelerde bulunulacaktır.

2.2.1. Satın alma gücü paritesi

“Tek Fiyat Yasası (Law of One Price)” doğrultusunda, dış ticarete konu olan bir malın, döviz kurları ile dönüştürülmesi doğrultusunda tek bir fiyatı olmalıdır. Bu bağlamda Tek Fiyat Yasası; dış ticarete konu olan malların, dış ticaret sınırlamaları ve taşıma giderleri olmaması halinde küresel çapta fiyatının aynı olması gerektiği anlayışına dayanmaktadır. Bu nedenle de bir birim milli paranın, tüm dünyada aynı satın alma gücüne sahip olması icap etmektedir (Ramirez ve Khan, 1999: 371).

Tek Fiyat Yasası’nın ortaya çıkmasındaki temel etmen arbitraj olgusudur ve arbitrajda temel amaç, mevcut fiyat farklılıklarından yararlanılması doğrultusunda herhangi bir riske girilmeden kâr sağlanmasıdır. Bu temelde eşanlı olarak ucuz olan piyasadan yapılan alımlar pahalı olan piyasada satılmakta ve bu mekanizma, piyasalar arasındaki fiyat farklılıklarının sona ermesine dek ya da bir başka ifadeyle her iki piyasada da eşit hale gelinceye kadar sürmektedir. Zamanla, arz – talep mekanizmasının işlemesi ile birlikte fiyat farklılıkları da yok olmaktadır (Sideris, 2006: 4).

Tek Fiyat Yasası, döviz, mal ve para piyasalarında geçerlilik ifade etmektedir ki, arbitraj da yurt içi, yurt dışı piyasalar çerçevesinde kabul edilebilir bir durum olarak ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda yurt dışı piyasalarda, mevcut fiyatların birbirine dönüştürülebilmesi için döviz kurları kullanılması adına hareket edilmektedir. Dış ticaret işlemleri çerçevesinde ise Tek Fiyat Yasası, her iki ülkede de aynı olan bir ürünün denge döviz kurunda bir milli para ile netleştirilmiş olan fiyatının her yerde aynı olmasını ifade etmektedir (Papell, 1997: 318).

Tek Fiyat Yasası doğrultusunda, dünyanın neresinde olursa olsun aynı özellikteki bir malın aynı bedel üzerinden satışa sunulması ya da bir başka anlatımla aynı özelliklere sahip

malların fiyatlarının dünya çapında eşit olması icap etmektedir. Homojen bir özelliğe sahip olan döviz için fiyat değişimleri söz konusu olduğunda ise, arbitraj olgusu doğrultusunda bütün piyasalarda döviz kurları eşit duruma gelinceye dek hareketliliğin de devam etmesi söz konusu olmaktadır (Taylor, 2002: 142).

Tek Fiyat Yasası'nın döviz piyasalarına uygulanması, "satın alma gücü paritesi (purchasing power parity)" olarak adlandırılmaktadır ve bu yöndeki bir ilişki, döviz ve para piyasaları açısından da geçerlilik taşımaktadır. Bu temelde Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı, ülkelerin fiyatlar genel düzeyi ile döviz kurları arasında ilinti kurmaya çalışmakta ve ülkeler arasındaki fiyatların genel düzeyi oranlarının denge döviz kurunu temsil ettiği anlayışına dayanmaktadır (Dibooğlu, 1996: 71).

Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı, "Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi" ve "Göreceli (Nispi) Satın Alma Gücü Paritesi" olmak üzere iki temelde söz konusu olmaktadır.

1) Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi

Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı'nın en katı şekli olarak değerlendirilen "Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi (Absolute Purchasing Power Parity) Yaklaşımı", Tek Fiyat Yasası'nın tüm mallar için geçerli olduğu anlayışına dayanmaktadır. Bu bağlamda Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı, ilk olarak 1918 yılı itibariyle T. Gustav Cassel tarafından ortaya konulmuştur (Kalyoncu, Kula ve Aslan, 2010: 126). Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı, Tek Fiyat Yasası'nın döviz piyasasına uygulanması niteliğini taşımaktadır ve bu doğrultuda da aynı para ile ifade edilmesi durumunda, aynı mal sepetinin dünyanın her yerinde aynı değerde olması gerektiğini belirtmektedir (Çağlayan ve Şak, 2009: 485).

Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı'na göre, bir birim milli paranın cari döviz kurlarından birine dönüştürülmesi durumunda küresel çapta aynı satın alma gücüne sahip olması icap etmektedir (Breitung ve Candelon, 2005: 127). Bu doğrultuda Tek Fiyat Yasası'nda bir tek malın fiyatı göz önünde bulundurulmaktayken, Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı'nda ülkede üretilen mal ve hizmetleri çevreleyen ortalama bir fiyat düzeyinin temel alınması adına hareket edilmektedir (Taylor, 2003: 439).

Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı'na göre; döviz kuru, yurt içi tüketici fiyat endeksi ile yurt dışı tüketici fiyat endeksi arasındaki orana eşittir ve bir malın yurt içi fiyatının, aynı malın milli para birimi türünden yurt dışı fiyatına eşit olmasının sebebi de arbitrajdır. Yurt içi tüketici fiyat endeksinin yurt dışı tüketici fiyat endeksinden büyük olması durumunda ve dolayısıyla da döviz kurunun yurt içi fiyat endeksi ile yurt dışı fiyat endeksleri arasındaki oran küçük iken, yurt dışında üretilen malların yurt içinde üretilen mallara oranla ucuz hale gelmesi söz konusu olmaktadır (McNown ve Wallace, 1994: 398).

Yurt içindeki alıcıların yabancı ülkelerde üretilen mallara yönelik söz konusu ettikleri talepleri ülkenin ithalatının artmasına neden olmakta, tam tersi anlamda dış ülkelerdeki alıcıların söz konusu ülkede imal edilen mallara yönelik talebi ise azalmaktadır. Döviz talebinin artması durumunda döviz arzının düşmesi, döviz kurunun yurt içi fiyat endeksi ile yurt dışı fiyat endeksi arasındaki orana denk olana dek de artmasına neden olmaktadır (Telatar ve Hasanov, 2009: 159).

Yurt içi tüketici fiyat endeksi yurt dışı fiyat endeksinden küçük iken ve bu çerçevede da döviz kuru yurt içi fiyat endeksi ile yurt dışı fiyat endeksi arasındaki orandan büyükken, döviz kuru yurt içi fiyat endeksi ile yurt dışı fiyat endeksi arasındaki orana denk olana dek düşüş göstermektedir (Korkmaz, Çevik ve Çevik – Kırıcı, 2013: 262). Döviz kurunun içsel ve iç ve dış fiyatların dışsal değişken oldukları bu analizde, yurt içinde imal edilen malların fiyatlarının yükselmesi durumunda enflasyon, yurt dışında üretilen malların fiyatlarının düşmesi durumunda ise deflasyon yaşanmaktadır. Yurt içi enflasyonun yurt dışı enflasyondan çok olması durumunda milli paranın değer kaybetmesi ve dövizin de değer kazanması gündeme gelmektedir (Doğanlar, 2006: 458).

Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı, döviz kurlarının basit bir mantıkla değerlendirilmesi anlayışına dayanmaktadır ki, bu durum yaklaşımın eleştirilmesine neden olmaktadır. Bu bağlamda mutlak satın alma gücü paritesi döviz kurunun dış ve iç fiyat endeksleri arasındaki orana eşit olması, ihracat ve ithalat faaliyetleri çerçevesinde meydana geldiğinden, Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı Dış Ticaret Yaklaşımı'nın cari hesaba dayalı bir analiz özelliğine sahiptir (Solakoğlu, 2006: 563).

Tek Fiyat Yasası tek bir mal için söz konusu olsa da çok sayıda mala ve bu malların fiyatlarına göre hesaplanan fiyat seviyeleri için geçerli olmayabilmektedir. Zira gerçek

dünyada memleketlerin sahip oldukları mal çeşitleri, bu malların toplam içerisindeki oranları başka olabilmektedir. Bu nedenle küresel anlamda her ülkede hayati mal ve hizmet grupları fiyat endeksi içerisinde değerlendirilmiş olsalar da endeks içerisindeki ağırlıkları farklılık gösterebilmektedir. Bununla birlikte gerçek dünyada mallar arasında önemli kalite farklılıkları bulunması da fiyat farklılıklarını beraberinde getirebilmektedir (Tkalec ve Vizek, 2011: 225).

Aynı şekilde ülkeler arasında fiyat eşitliğinin bozulmasına neden olan birçok doğal ve/veya yapay engelden söz edilebilmektedir. Örneğin; dış ticaretin önünde kotalar, gümrük tarifeleri, taşıma giderleri ve aksak rekabetçi piyasa yapıları gibi engeller bulunabilmekte ve söz konusu durum da zorunlu olarak fiyatlara yansıyabilmektedir. Bu yaklaşımda, sadece ticarete konu edilen malların fiyatları göz önünde bulundurulmaktadır (Lothian ve Taylor, 2000: 760).

Ancak “ticarete konu edilmeyen mallar (non – trade goods)” da imal edilmekte ve GSMH deflâtörü içerisinde bulunmaktadır. Ticaret dışı mallar ve yurt içi mallar (domestic goods)” olarak adlandırılan söz konusu farklı mal ve hizmetlerin (gayrimenkul hizmetleri, beslenme giderleri, konut kiralari, yurt içi taşımacılık ücretleri vb. gibi) fiyatları da bu doğrultuda ülkeler arasında önemli farklılıklar gösterebilmektedir (Payne, Lee ve Hofler, 2005: 668).

Söz konusu edilen bu mal ve hizmetlerin fiyatlarında görülen değişimler, dış ticaret akımları üzerinde ve bu temelde döviz denge arz ve talebi üzerinde önemli bir etkiye bulunmamaktadır. Ancak satın alma gücü paritesinin hesaplanmasında sadece ticarete konu olan malların fiyatlarının kullanılması da doğru bir anlayış olarak değerlendirilmemektedir (Peseran, 2006: 970). Zira sadece dış ticareti yapılan mal ve hizmetlerin kullanılması ile hesaplanmış olan satın alma gücü paritesi bir totoloji olarak nitelendirilmektedir (Chang ve Tzeng, 2011: 1385). Bu nedenle de eğer hem ticareti yapılan hem de yapılmayan mallar endekste yer almaktaysa ve ülkeler arasında verimlilik farklı bulunmaktaysa, bu durumun da kaçınılmaz olarak göz önünde bulundurulması gerekecektir.

2) Göreceli Satın Alma Gücü Paritesi

“Göreceli (Nispi) Satın Alma Gücü Paritesi (Relative Purchasing Power Parity) Yaklaşımı”, fiyat ve kurların mutlak büyüklüğüne değil göreceli değişimlerine dayanmaktadır. Bu bağlamda Göreceli Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı, belirli bir zaman diliminde döviz kurunun ne olması gerektiği ile değil, belirli bir başlangıç döneminden itibaren döviz kurlarındaki değişimin açıklanmasına yönelik belirlemede bulunulmasını amaçlamaktadır (Zhang ve Lowinger, 2006: 80).

Göreceli Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı, döviz kurlarında söz konusu olan değişimin iki ülkenin enflasyon farklarına eşit olacağını ve enflasyon oranı üst seviyede olan ülke parasının enflasyon farkları kadar değer kaybedeceğini belirtmektedir. Bu temelde bir ülkedeki enflasyon oranı dış dünyadan daha yüksek düzeyde gerçekleşmekteyse, o ülke içerisinde üretilen malların yurt dışında üretilen mallara oranla daha pahalı hale gelmesi ve ithal mallara olan talebin artması söz konusu olmaktadır. Bu durumun neticesinde de doğal olarak milli para arzı ve döviz talebi yükselmektedir (Su, Chang ve Liu, 2012: 3265).

Döviz kurlarının esas olarak döviz piyasasındaki arz ve talebe bağlı olarak değişiklik gösterdiği bir durumda, bu gelişmeler doğrultusunda ülke parası yabancı paralar karşısında değer kaybetmeye başlamaktadır. Bu doğrultuda enflasyon oranı ile ülke paralarının değeri arasında ters orantıdan söz edilmekte ve yüksek enflasyona sahip ülkelerin paraları değer yitirme eğilimi göstermeye başlamaktadır (Rao ve Kumar, 2009: 1013).

Döviz kurlarında yaşanan değişimin enflasyon seviyesinde yapılması durumunda, nominal ve reel kur aynı düzeyde gerçekleşmektedir. Söz konusu edilen bu değişim enflasyon oranından daha aşağıda bir oranda belirlenmiş olunursa, reel kur nominal kurdan aşağı düzeyde kalmakta ve bu çerçevede milli para fazlasıyla kıymetlenmektedir (O’Connell, 1998: 3).

Göreceli Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı yalnızca ticaret akımları ile alakalanmakta ve sınır ötesi sermaye akımlarını boşlaması açısından eleştirilmektedir. Bununla birlikte bugün sınır ötesi sermaye ve para işlemlerinin boyutlarının, dünya mal ve hizmet alışverişinden yaklaşık yüz defa daha büyük düzeyde gerçekleştiği belirtilmektedir. Bu durumda Göreceli Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı, doğal olarak döviz kurlarının

enternasyonal sermaye akımlarının da etkisini göz ardı etmiş olmaktadır (Jenkins ve Snaith, 2005: 348).

Göreceli Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı'nın kabul edilebilir olabilmesi için, karşılaştırmada bulunulan global çapta fiyat endekslerini aynı tabanda olması gerekmektedir. Bununla birlikte yine ülkeler arasında farklı göstergelerle alakalı istatistiksel metot söz konusu olabilmektedir. Aynı şekilde Göreceli Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı'nda teknolojinin, zevklerin, faktör miktarlarının, yatırım ve istihdam seviyelerinin de farklılaşmadığı farz edilmektedir ki, bütün bu nitelikleri doğrultusunda yaklaşımın yine eleştirilmesi söz konusudur (Cerrato ve Sarantis, 2008: 57).

Söz konusu edilen bu eleştirilere karşın Göreceli Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı, günlük kurların açıklanmasında yetersizlik içermekle birlikte, uzun vadede döviz kurlarının açıklanması adına kullanılan değerli bir tutum olarak değerlendirilmektedir (Alba ve Papel, 2007: 242). Zira Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı, yüksek enflasyon seviyesine sahip ülkeler ve sermaye piyasası yeterli düzeyde gelişmemiş olan ülkeler için yaygınlığını sürdürmeye devam etmektedir.

2.2.2. Enflasyon ve faiz oranları

Enflasyon ve faiz oranları da döviz kurunu etkileyen faktörler arasında yer almaktadır. Bununla birlikte döviz kuru ve enflasyon arasındaki ilişki; döviz kurundaki değişimin enflasyonu etkilemesi ve yurt içi fiyat hareketlerinin de döviz kurunu ve bu doğrultuda ihracat ve ithalat oranlarını etkilemesi bağlamında iki yönlü olarak gerçekleşmektedir.

Reel döviz kuru, nominal döviz kurunun yurt içi ve yurt dışı enflasyon rakamlarına göre ayarlanan şeklini ifade etmektedir. Bu bağlamda enflasyon oranı, reel döviz kurunun belirlenmesinde göz önünde bulundurulmaktadır. Reel döviz kurunun uluslararası ekonomik ilişkileri etkilemesi dolayısıyla da enflasyonun bu süreci direkt olarak etkilediği görülmektedir (Gündoğdu, 2013: 65).

Yurt içi fiyat hareketleri milli paranın satın alma gücünü etkilemek doğrultusunda, döviz kurlarına da etki etmektedir. Bu bağlamda yurt içinde fiyatlar genel seviyesinin yükseliş göstermesi durumunda, milli paranın alma gücü düşmekte ve enflasyon seviyesi

görelî olarak düşük olan ve dengeyi koruyan para birimleri karşısında, ülke parası değer kaybetmektedir. Milli paranın önem kaybetmesiyle dışarıdan gelen malların fiyatları artacağından, bu mallara yönelik yurt içi talep azalacaktır. İhracata konu edilen malların ise, yurt dışı pazarlara daha ucuza arz edilmesi söz konusu olacaktır (Doğın, Eroğlu ve Değer, 2016: 409).

Enflasyon oranları söz konusu edilen bu kapsamda döviz kurlarını etkilediği gibi, nominal faiz seviyelerinin artmasına da sebep olmaktadır. Bununla birlikte yerleşmiş fiyat istikrarının sağlanmaması durumunda; enflasyon, faiz ve döviz kuru arasındaki ilişki aynı kapsamda devam etmiş olacaktır. Süreç içerisinde de enflasyonun neden olduğu yüksek faiz oranları ve döviz kuru artışları, bilakis enflasyon oranlarının da sürekli artmasını beraberinde getirecektir. Esnek Kur Sistemi'nde fiyat hareketliliği olması durumunda, döviz kurları kısa dönemde bu durumdan etkilenmektedir. Sabit Kur Sistemi'nde ise fiyat hareketliliği olması durumunda, döviz kurları üzerindeki yansımaları daha uzun dönemde ortaya çıkmaktadır (Bal, 2012: 3).

2.2.3. Sosyo – ekonomik faktörler

Bir ülkenin para ve maliye politikaları, döviz kurlarını etkilemektedir. Bu bağlamda para arzındaki artış, genel olarak döviz kurunu olumsuz yönde etkilemektedir. Vergi oranlarının değışmesi, direkt ya da dolaylı vergilendirme gibi mali düzenlemeler ise, satın alma gücünün azalmasına ya da artmasına neden olmaktadır. Ekonomik büyüme oranı da döviz kurunu etkileyen faktörler arasında değerlendirilmekte ve özellikle de uzun dönemde döviz kurlarının belirlenmesinde önem arz etmektedir. Buna yönelik olarak ülkede uzun süredir deflasyon yaşanmaktaysa, vergi oranlarının düşürülmesinin ulusal para değerini olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir (Achsani, Fauzi ve Abdullah, 2010: 71).

Aynı şekilde sosyal ve politik faktörler de zaman zaman döviz kurlarının belirlenmesinde etkili olabilmektedir. Sosyal ve politik faktörler, özellikle sermaye hareketlerine neden olan döviz kurlarına etki etmektedir. Sosyal ve politik yaşama yönelik beklenmedik değışimler, paranın varlık olarak elde tutulmasına neden olacağından, bu durumda para arzı artacak ve dolayısıyla da paranın değeri düşecektir. Sosyal ve politik işleyişlerin belirli bir düzen içerisinde sürdürülmesi ise, paranın değerinin artmasını sağlayacaktır. Piyasa beklentileri de döviz kurunu etkilemektedir. Piyasa beklentileri

geleceğe yönelik yapılan açıklamalardan etkilenebildiği gibi, geçmişte yaşanan olaylara endeksli de şekillenebilmektedir. Beklentilerin olumlu yönde olması durumunda, döviz kurları da bu durumdan olumlu yönde etkilenmektedir (Chen, 2012: 127).

2.2.4. Uluslararası fisher etkisi

Fiyatlama mekanizması niteliği taşıyan enflasyon ve faiz oranları, makroekonomik değişkenler olmaları ve bir ülkenin makroekonomik durumunu yansıtan en önemli göstergeler arasında yer almaları dolayısıyla önemli addedilmektedirler. Bu bağlamda enflasyon ve faiz oranlarındaki değişimler, ülke ekonomilerinde istenmeyen sonuçların ortaya çıkmasına neden olabilmektedirler. Enflasyon ve faiz oranlarındaki değişimlerden ve bu değişimlerin beraberinde getirdiği olumsuz etkilerden korunabilmesi için de konu ile ilgili hususların iyi analiz edilmesi ve uygulanacak politikaların da bu analizler bağlamında belirlenmesi gerekmektedir. Bu nokta itibarıyla de ilgili literatürde yer alan araştırmalardan yararlanılması önem arz etmektedir.

Enflasyon ve faiz ilişkisi, ilk olarak Irving Fisher (1930) tarafından ele alınmıştır. Fisher'a (1930) göre, enflasyon oranlarında söz konusu olan bir değişim; nominal faiz oranının da aynı oranda değişmesine neden olmakta, ancak reel faiz oranlarında bir değişim yaratmamaktadır. "Fisher Hipotezi" ya da "Fisher Etkisi" olarak ifade edilen bu hipotez kapsamında; parasal şoklar yaşandığında, reel faiz oranlarında herhangi bir değişimin gündeme gelmeyeceği ifade edilmektedir.

Enflasyon ve faiz ilişkisini ortaya koymak bağlamında, Fisher Hipotezi önemini halen korumaktadır. Bununla birlikte konu ile ilgili çalışmalar kapsamında; farklı ülkeler ve ülke grupları için farklı zaman aralıklarına endeksli olarak ve farklı yöntemlerle Fisher Hipotezi'nin geçerliliği test edilmiş, ancak aynı sonuçlara ulaşılamamıştır. Bu bağlamda Fisher (1930) tarafından gerçekleştirilen ve enflasyon ve faiz ilişkisinin 1890 – 1927 arasını kapsayan dönemde ABD ve 1820 – 1924 arasını kapsayan dönemde İngiltere örnekleminde incelendiği çalışmada, enflasyonun faizi etkilediği bulgulanmıştır. Ancak Mishkin (1991) tarafından gerçekleştirilen çalışma kapsamında, 1996 – 1986 yılları arasını kapsayan dönem aylık verilerle Fisher Hipotezi bağlamında incelenmiş ve kısa dönemde Fisher Etkisi'nin geçerli olmadığı belirlenmiştir.

Fisher (1930) tarafından ortaya konulan ve Fisher Hipotezi'ni ifade eden konu ile ilgili orijinal denklem, rasyonel beklentilere göre modellenmiştir ve reel faiz oranları ile paranın beklenen değeri değişkenlerini temel almaktadır. Fisher (1930); paranın değerinin değişmediğinin ifade edilmesinin, para yanılmasına maruz kaldıklarını belirtmektedir. Para yanılması ise; reel değerleri ile nominal değerler arasındaki farkın ortadan kalkmasına ve sistematik hatalar ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu doğrultuda Fisher (1930); denklemini para yanılmasına göre revize etmiş ve Adaptif Beklentiler Modeli kapsamında nominal faiz ve enflasyon oranını baz almıştır.

Fisher Hipotezi'ne göre; uzun dönemde beklenen enflasyonda meydana gelen değişme, nominal faiz oranlarının da direkt olarak değişmesine sebep olmaktadır. Dolayısıyla da Fisher Hipotezi'nin geçerliliği, politika karar vericileri açısından önem taşımaktadır (Hacıoğlu ve Yerlikaya, 2014: 111). Mishin ve Simon'a (1995: 16) göre de kısa dönem faiz oranları, para politikasından ziyade beklenen enflasyon oranının bir göstergesi olarak değerlendirilmelidir. Zira kısa dönem faiz oranına odaklanan bir para otoritesi; durumu genel bir perspektiften değerlendirmemek doğrultusunda, yanlış politik belirlemelerde bulunabilmektedir.

Fisher (1930); faizi sermaye hizmetlerinin geliri olarak tanımlamakta ve enflasyonist ortamda, faiz oranlarının fiyatları dengeleyebileceğini ifade etmektedir. Bu doğrultuda Fisher (1930) tarafından faiz hadleri, paranın değerinin azalış süratini yansıtan bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Fisher (1930); mübadele denkleminin matematik netlik taşımadığını ve para arzıyla tasarruf meylî, ücretlerin ödenmesi şekilleri, nüfus yoğunluğu ve alım satımda söz konusu edilen dönemler gibi etmenlerin, fiyatlardaki dalgalanmaları etkileyebileceğini belirtmektedir.

Uluslararası Fisher Etkisi ise, satın alma gücü paritesi ile Fisher Etkisi'nin birleşimini ifade etmektedir. Bu doğrultuda Uluslararası Fisher Etkisi, beklenen döviz kuru değişimleri ve faiz oranları arasındaki ilişkinin incelenmesini kapsamaktadır. Uluslararası Fisher Etkisi'ne göre; ilgili ülkelerde söz konusu olan nominal faiz oranları arasındaki farklar, bu ülkelerin döviz kurlarında beklenen değişimlere eşit düzeyde gerçekleşmek tedir. Bu bağlamda eğer bir ülkede enflasyon oranı yüksekse, bu ülkede faiz oranları da yüksek düzeyde gerçekleşmekte ve döviz kurunun da aynı oranda yükselmesi beklenmektedir. Bununla birlikte düşük olmayan faiz oranına sahip memleketlerin para birimlerinin, yüksek

olmayan faiz oranına sahip ülkelerin para birimleri karşısında önem yitirmesi beklenmektedir (Ersan, 2008: 12).

2.3. Döviz Piyasaları ve Fonksiyonları

Döviz piyasalarının fonksiyonlarına ilişkin açıklama ve değerlendirmeler; “Satın Alma Gücü Transferi”, “Finansman Sağlama” ve “Risk Azaltma” alt başlıkları kapsamında aşağıdaki gibi ele alınacaktır.

2.3.1. Satın alma gücü transferi

Döviz piyasalarının en önemli işlevi satın alma gücü transferi olarak ifade edilmektedir. Döviz piyasalarının satın alma gücü transferi fonksiyonu, bir ulusal paranın başka bir ulusal paraya dönüştürülmesi ile gerçekleştirilmektedir. Bu doğrultuda eğer döviz piyasaları olmasaydı; satın alma gücü hangi düzeyde olursa olsun, bir ülkenin ulusal parasıyla uluslararası ekonomik ilişkilerin gerçekleştirilmesi olası olamazdı (Çufadar, 2010: 38). Dolayısıyla da döviz piyasaları; ulusal paranın uluslararası ticaret gerçekleştirilmek istenilen ülkenin parasına ve uluslararası ödemelerde geçerlilik taşıyan paraya çevrilmesine olanak sağlamakta ve bu doğrultuda da uluslararası ekonomik ilişkiler yürütülebilmektedir.

Uluslararası ekonomik ilişkilerde satın alınan mal ve/veya hizmet için yapılan ödemeler, banka kanalıyla ya da çek gönderilmesi yoluyla gerçekleştirilebilmektedir. Genel olaraksa ödemeler bankalar aracılığıyla gönderildiğinden, bu süreçte bankalar uluslararası ticaretin ayrılmaz bir parçası olma niteliği taşımaktadırlar. Bankalar uluslararası ticarete muhabir bankalar aracılığıyla, muhabir bankalar tarafından oluşturulan çerçeve içerisinde ödemeleri gerçekleştirmektedirler (Mehrra ve Oryare, 2012: 166).

Döviz piyasalarının satın alma gücü transferi fonksiyonu; döviz piyasalarındaki değişim araçlarının, değer itibarıyla alacak ve borçları tasfiye etmelerini gerektirmektedir. Bu bağlamda uluslararası ekonomik ilişkilerde; bir ülkenin diğer ülkeye yönelik borçlarının, bu ülkeden alacaklara endeksli olarak tasfiye edilmesi gerekir. Bununla birlikte tasfiye işlemi, iki taraflı değil çok taraflı olarak da işletilebilmektedir. Bu süreçte ödemelere taraf ülkeler, ödeme aracı olarak kullanılmasına karar verilen döviz ile çok taraflı tasfiye işlemini gerçekleştirebilmektedirler. Uluslararası ekonomik ilişkiler kapsamında yürütülen çok taraflı tasfiye işleminde, genel olarak ABD Doları kullanılmaktadır (Maki, 2012: 2011).

Eğer bir ülkenin ihracat oranları ithalat oranlarından daha düşük düzeyde gerçekleşmekteyse; diğer ülkelerden alacakları borçlarından daha az olacağından, döviz arzı döviz talebinden daha düşük düzeyde gerçekleşmektedir. Döviz piyasalarının temel fonksiyonu ise, döviz arzı ile döviz talebini eşitlemektir. Döviz arzı ile döviz talebi arasında eşitlik sağlanmasının temel amacı ise, bir ülkeden diğerine gerçekleştirilecek ödemelerin gereği gibi yapılabilmesini sağlamaktır (İbrahim ve diğerleri, 2011: 56).

2.3.2. Finansman sağlama

Döviz piyasalarının ikinci fonksiyonu kapsamında ifade edilen finansman sağlama, uluslararası ekonomik ilişkilerin yürütülebilmesine yönelik dış ticaret işlemlerinin finanse edilebilmesini kapsamaktadır. Gerek ihracat ve gerekse de ithalat yapan işletmeler, dış ticaret ilişkilerinde krediye ihtiyaç duyabilmektedirler. Bu süreçte ihtiyaç duyulan finansman, genel olarak banka sistemi aracılığıyla döviz piyasaları tarafından karşılanmaktadır. Döviz piyasalarının finansman sağlama fonksiyonu da bu noktada ortaya çıkmaktadır (Azad, 2009: 325).

Döviz piyasalarının finansman sağlama fonksiyonu, akreditif ve kredili ödeme kapsamında gerçekleştirilmektedir. İthalatçı işletmenin bankası tarafından ihracat yapan işletme lehine akreditif açılması doğrultusunda, akreditifi açan bankanın çalıştığı muhabir bankaya satış belgelerinin iletilmesiyle mal bedeli tahsil edilmektedir. İhracat yapan işletme ise, malın kendisine ulaşmasının ardından ödemesini gerçekleştirmektedir. Bu süreçte de dış ticaret işlemi, döviz piyasaları tarafından finanse edilmektedir. Kredili ödeme gerçekleştirildiğinde ise, döviz piyasalarının fonksiyonu daha belirgin şekilde ortaya çıkmaktadır. Zira ihracatçı işletme, ithalatçı işletmenin ya da bankasının belirlediği vadeye endeksli olarak satış bedeli tahsil edilebilmektedir. Bu süreçte de yine finansman, döviz piyasaları tarafından karşılanmaktadır (Çiçek, 2014: 455).

2.3.3. Risk azaltma

Döviz piyasalarının üçüncü fonksiyonu da uluslararası ekonomik ilişkilerde döviz kuru değişimleri dolayısıyla gündeme gelecek zararlardan korunmasını sağlamak amacıyla, riskin azaltılması bağlamında gündeme gelmektedir. Bu bağlamda ister değişken döviz kuru sistemi ve isterse sabit kur sistemi söz konusu olsun, döviz kurları sürekli değişebilmektedir. Dalgalı kur sistemlerinde döviz kuru değişimleri, döviz arzına ve döviz talebine endeksli

olarak oluşmaktadır. Sabit kur sistemleri ise döviz kurlarının sabit tutulması esasına dayanmakla birlikte; eğer mevcut döviz kurunun sürdürülmesi olanağı bulunmamaktaysa, yeni döviz kuru ayarlaması yoluna gidilebilmektedir (Ahmad, Rhee ve Wong, 2012: 1578).

Döviz kuru değişimleri; belirli bir dönemde yüksek ya da düşük olması doğrultusunda, ihracatçılar ve ithalatçılar açısından belirsizliklere neden olabilmektedir. Bu bağlamda mal kendisine ulaşmadan gerçekleştirilecek bir devalüasyon, ithalatçının alım bedelini artırmaktadır. Aynı şekilde revalüasyon da ihracatçının daha az ücretle satış yapmış olmasına neden olmaktadır. Uluslararası ekonomik ilişkilerde, bu kapsamdaki risklerden korunması önem taşımaktadır. Döviz piyasaları da söz konusu edilen kapsamdaki döviz kuru değişimlerine yönelik risklere karşı güvence sağlamaya çalışmakta ve bu fonksiyonunu da vadeli döviz piyasası aracılığıyla gerçekleştirmektedir (Lean ve Smyth, 2013: 484).

3. BÖLÜM: DÖVİZ KURU TAHMİNİ YÖNTEMLERİ

3.1. Döviz kurlarının tahmini

Döviz kurlarının tahmini uluslararası ekonomik ilişkilerin yürütülmesi bağlamında ve özellikle de ticari malların gelecekteki maliyetlerinin ve fiyatlarının tahmin edilebilmesine yönelik olarak bir gereklilik arz etmektedir. Zira özellikle finansal okur yazarlığın gelişmemiş olduğu milletlerde hem finansal analizlerde hem de döviz kurlarının tahminine yönelik analizlerde de hatalar meydana gelebilmektedir. Dolayısıyla da bu hatalar, ekonomik anlamda büyük kayıplar yaşanmasını ve hatta birçok işletmenin faaliyetlerini sonlandırmak zorunda kalmasını beraberinde getirebilmektedir.

Genel belirlemeler doğrultusunda, döviz kurlarının tahmin edilmesini gerekli kılan nedenler aşağıda verilen kapsamda değerlendirilebilmektedir (Madura, 2013: 295):

- 1. Döviz Kuru Riskine Karşı Korunma:** Döviz kuru tahmini işletmelerin döviz temelinde oluşan ticari borçlarının ve alacaklarının varlığından meydana gelen döviz kuru risklerinden korunma istekleri bağlamında önem taşımaktadır.
- 2. Kısa Vadeli Finansman Kararlarının Belirlenmesi:** Döviz kuru tahmini işletmelerin yüksek olmayan faiz oranına sahip ve düşme umudu olan para birimlerinin geçerli olduğu ülkelerden borçlanmak istemeleri bağlamında, kısa vadeli finansman kararlarının belirlenmesi sürecinde önem taşımaktadır.
- 3. Kısa Vadeli Yatırım Kararlarının Belirlenmesi:** Döviz kuru tahmini hangi ülkenin para biriminde yükseliş meydana geleceği öngörülmekteyse, o ülkeye yatırım yapılması ya da o ülkeye yönelik yatırımların artırılması bağlamındaki kararların alınması sürecinde önem taşımaktadır.
- 4. Sermaye Bütçelemesi Kararlarının Belirlenmesi:** Döviz kuru tahmini ilerideki nakit akışlarının yatırım gerçekleştirilen ülkelerin para birimlerinin kıymetleriyle temel ülkenin para biriminin değeriyle ilgili değerlendirmelerde bulunulması sürecinde önem taşımaktadır.
- 5. Uzun Vadeli Finansman Kararlarının Belirlenmesi:** Döviz kuru tahmini kısa vadeli finansman kararlarının belirlenmesi sürecinde olduğu gibi, uzun vadeli finansman kararlarının da hangi para birimine yönelik yapılması gerektiğinin belirlenmesi bağlamında önem taşımaktadır. Buna yönelik olarak da genel olarak

finans kuruluşları ve işletmeler, gelecekte değer kaybedeceği yönünde tahminde bulundukları para birimleri cinsinden borçlanmayı tercih etmektedirler.

Döviz kuru tahmini parite koşullarının belirlenmesi bağlamında da önem taşımaktadır. Parite koşulları; enflasyon oranlarında ve faiz oranlarındaki farklılaşmanın, döviz kurları ile dengede olması durumunu ifade etmektedir. Bu bağlamda işleyişlerin belirli bir düzen içerisinde gerçekleştirildiği bir ekonomik sistemde; spot piyasa kurlarının, gelecekte meydana geleceği düşünülen spot döviz kurlarıyla alakalı olması icap etmektedir (Piros ve Pinto, 2013: 549).

Döviz kuru tahmini ile Tek Fiyat Kanunu'nun hâkim olduğu bir ekonomik sistemde faiz oranları ve enflasyon arasındaki karşılıklı ilişki de tahmin edilebilmektedir. Genel bir belirleme doğrultusunda Tek Fiyat Kanunu; aynı nitelikteki bir malın, diğer bir alanda da farklı bir fiyattan satılmamasını ifade etmektedir. Ters durumda ise arbitraj imkânı oluşabilmekte ya da malların ucuz olan yerlerden satın alınarak pahalı olan yerlerde satılması gündeme gelebilmektedir. Söz konusu olan bu fiyat farklılıklarından kâr elde edilmesi süreci ise, piyasa dengeye sokuluncaya dek devam etmektedir (Yalçiner, 2008: 153).

Tek Fiyat Kanunu'nun geçerli olmadığı ekonomik sistemlerde ise döviz kuru tahmininde enflasyon ve faiz oranları dışında; toplumsal yapı, siyasi gelişmeler, manipülasyonlar, mali işaretler ve gelişmeler ile finans raporlarına benzer pek çok etmen etkili olmakta ve dolayısıyla da döviz kuruna yönelik birebir tahminlerde bulunulamamaktadır. Bununla birlikte birebir döviz kuru tahmininde bulunulmasa bile, olası en yakın tahminlerin ortaya konulması da hayati önem taşıyabilmektedir (Yalta, 2011: 69).

Aynı şekilde manipülasyon gibi bazı etmenler kısa vadede döviz kuru tahminlerini zorlaştırsa da piyasaların bir süre sonra olması gereken noktalara dönme eğilimi içerisinde bulunmaları söz konusu olduğundan, bu nokta göz önünde bulundurularak döviz kuru tahmini yapılabilir. Zira neticesinde söz konusu edilen bu etmenlerin hiçbirisi, sonsuza dek ekonomik işleyişleri etkilememektedir. Dolayısıyla bu etmenlerin gözetilmesi her zaman döviz kuru tahminlerde başarı elde edilmesini olanaklı kılmassa da büyük oranda genel tahminlerde bulunulması olası olabilmektedir (Altıntaş, 2006: 93).

Sonuç olarak bugünkü mali şartlar döviz kuru öngörüsünü mecburi kılmaktadır. Zira Bretton Woods Sabit Döviz Kuru Sistemi'nin neticelenmesi ardından; dünya genelinde Dalgalı Döviz Kuru Sistemi muameleleri kullanımda genişleme kazandığından, söz konusu durum döviz kurlarında yükselen bir oranda dengesizlik oluşmasına neden olmuştur (Yalçiner, 2008: 153). Dolayısıyla da döviz kuru tahmini, her dönemde olduğundan daha fazla önem arz etmeye başlamıştır.

Döviz kuru tahmininde pek çok yöntem kullanılması söz konusudur. Ancak çalışmada, göreceli olarak ilgili literatürde en faydalı görülen ve genel kabul gören yöntemlerle ilgili ayrıntılı belirlemelerde ve değerlendirmelerde bulunulacaktır.

3.1.1. Modele bağlı tahminler

Modele bağlı döviz kuru tahminleri, geçmiş döviz kuru verilerine dayanılarak ya da döviz kuru değişimlerinin açıkladığı düşünülen değişkenlere bağlı olarak yapılan analizlere dayanmaktadır. Modele bağlı döviz kuru tahminleri, “Teknik Analiz” ve “Temel Analiz” kapsamında gerçekleştirilmektedir.

3.1.1.1. Teknik analiz

Teknik Analiz, genel olarak menkul kıymetlerin fiyatlarının tahmin edilmesine yönelik geliştirilmiş bir teknik olarak ifade edilebilmektedir. Bununla birlikte, zaman içerisinde döviz kurlarının tahmini için de kullanılmaya başlanmıştır. Bu bağlamda modele bağlı döviz kuru tahminleri kapsamında Teknik Analiz; menkul kıymetlerin borsadaki fiyat hareketlerinin ve muamele hacimlerinin incelenmesi doğrultusunda, bu menkul kıymetlerin ileride oluşabilecek fiyatının öngörülmesini içeren bir çözümleme yöntemi olarak değerlendirilebilmektedir (Birgili, 2013: 4).

Teknik Analiz; geçmiş fiyat oluşumlarının baz alınması doğrultusunda, geleceğe yönelik fiyatların tahmin edilmesini olanaklı kılan bir yöntemdir. Bu bağlamda Teknik Analiz kapsamında; piyasadaki arz ve talep güçlerinin, direkt olarak fiyatlara ve işlem hacmine yansıdığı ve söz konusu temelde de endüstri, iktisat ve işletme göstergelerine göre değerlendirilmedi bulunulmasının gerekli olmadığı savunulmaktadır (Bjørnland, 2009: 66).

Teknik Analiz ile döviz kuru ilerlemesinin belirlenmesinde etkili olan sosyal, siyasi ve ekonomik durumların rolü göz ardı edilerek, döviz kurlarının ileride söz konusu olacak değeri ile geçmiş döviz kuru hareketlerinin analiziyle belirlemede bulunmaktadır. Teknik Analiz’de; fiyatlar hem trend tarafından belirlenmekte hem de trendi belirlemekte ya da anlık fiyatların, geçmiş fiyatların bir sonucu ve gelecek fiyatların da kaynağı olduğu kabul edilmektedir (Kansu, 2006: 46).

Teknik Analiz’de temel hedef; döviz kuru hareketlerinin, farklı zaman serisi modelleri kapsamında açıklanıp açıklanamayacağını belirlenmesi olarak ifade edilmektedir. Bu bağlamda eğer döviz kurları geçmişte aynı dönemlerde aynı hareketlilikleri gösterme eğilimindeyseler, buna yönelik bir kural geliştirilmekte ve geleceğe ilişkin döviz kuru tahminlerinde bulunulabilmektedir. Bir başka ifadeyle de eğer incelenen yılın aynı döneminde döviz kurları sürekli düşüş göstermekteyse ve daha sonraki dönemlerde toparlanma eğilimi gösterip ardından da zirve yapmaktaysa, bu veri doğrultusunda geleceğe yönelik döviz kuru tahminleri yapılabilmekte ya da mevcut teknik analiz ile gelecek dönemler için döviz kurlarında pozisyon alınabilmektedir. Bununla birlikte eğer döviz kurlarının belli bir modele endeksli olarak değil de gelişigüzel faaliyet göstermesi söz konusuysa da bu durum da teknik analiz yapılması önerilmemektedir (Yalçınar, 2008: 165).

3.1.1.2. Temel analiz

Temel Analiz; Teknik Analiz kapsamında söz konusu edilen kapsamın tam tersi olarak, döviz kuru hareketlerinin ileride tekrar etmeyeceği ve bilakis ilerideki döviz kuru değişimlerinin, makroekonomik değişkenlerin rolüyle belirleneceği savunuyla temellendirilmektedir. Temel Analiz’in gelecekteki döviz kuru değişimlerini etkileyeceğini ifade ettiği makroekonomik değişkenler ise; enflasyon oranı, faiz oranı, para arzındaki büyüme, altın fiyatları, dış ödemeler bilançosu açık ya da fazlası ile politik ve psikolojik etmenler kapsamında ifade edilmektedir. Bu temelde de Temel Analiz, söz konusu edilen bu makroekonomik değişkenlerin tümünün döviz kuru dalgalanmalarında role sahip olduğunu varsaymaktadır (Canbaş ve Doğukanlı, 2012: 445).

Temel Analiz’in döviz kurlarının tahmininde kullanılması sürecinde, regresyon analizinden ve ekonometrik modellerden yararlanılabilmektedir. Temel Analiz kapsamında Çoklu Regresyon Analizi yapıldığında; bir bağımlı değişken ile bir ya da daha fazla bağımsız

değişken arasındaki neden – sonuç ilişkisi ve daha önceki dönemlere ilişkin gözlem sonuçları göz önünde bulundurularak döviz kuru tahmininde bulunmaktadır (Ketboğa, 2019: 38).

Temel Analiz kapsamında Çoklu Regresyon Analizi, aşağıda verilen formül kullanılarak yapılmaktadır (Ketboğa, 2019: 38):

$$Y_t = \alpha + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \beta_3 X_{3t} + \dots + \beta_k X_{kt} + U_t$$

Temel Analiz kapsamında Çoklu Regresyon Analizi ile ilgili söz konusu edilen formül kapsamında Y_t değeri, bir zaman serisindeki bağımlı değişkeni ya da döviz kurunu ifade etmektedir. Bir başka ifadeyle de döviz kurunda söz konusu olan değişimlerin nedenleri, bağımsız değişken ya da değişkenlere bağlı olarak açıklanmak istenilen değişkeni ifade etmektedir. Temel Analiz kapsamında Çoklu Regresyon Analizi ile ilgili formüldeki eşitliğin sağ tarafında bulunan değişkenlerden ($X_{1t} + X_{2t} + X_{3t} + \dots + X_{kt}$), bağımsız değişkenler olarak nitelendirilmektedirler ve bağımlı değişkeni açıklamak için kullanılmaktadırlar (Yalçiner, 2008: 164).

Söz konusu edilen bu belirlemeler doğrultusunda; döviz kuru hareketleriyle ilgili olarak enflasyon oranı, faiz oranı, para arzındaki büyüme ve dış ödemeler bilançosu açık ya da fazlasına benzer şekilde, döviz kurunu netleştirmede role sahip olan asıl değişkenler, bağımsız değişken olarak görülebilmektedir. Belirtilen bu modelde de analiz edilen ilişkinin istatistiki çerçevede anlamlı hale gelebilmesi ve geçerlilik taşıyabilmesi adına, Çoklu Regresyon Analizi ile elde edilen bir veri setine ihtiyaç bulunmaktadır (Ketboğa, 2019: 38).

Örnek: Temel Analiz kapsamında Çoklu Regresyon Analizi ile ilgili analiz yapılması kapsamında; Türkiye’de faaliyetine devam eden bir işletme, 3 ay sonra ABD Doları/TL kurunun ne olacağını öngörmek istemektedir. Buna yönelik olarak da işletme tarafından; döviz kuru üzerinde etkili olan değişkenleri baz alınarak, Çoklu Regresyon Analiz ile 3 ay sonrası için döviz kuru pozisyonu belirlenmektedir. Spot kur, sistemin bağımlı değişkeni (S) olarak ifade edilmektedir.

Örnek kapsamında; döviz kuru hareketlerinde rolü bulunan hayati asıl bağımsız değişkenlerde, yalnızca cari açık (CA), enflasyon oranı (EO), para arzı (PA) değerleri veri

setine dâhil edilerek, 3 ay ardından meydana gelmesi ihtimal dahilinde olan döviz kuru öngörülme çalışılmaktadır (Ketboğa, 2019: 38 – 39):

Bağımlı Değişken (S_t) = USD/TL Spot Döviz Kurunun Artış Yüzdesi

Bağımsız Değişken (EO) = Türkiye ve ABD’deki 3 Aylık Enflasyon Oranları Arasındaki Fark (0,04 olsun)

Bağımsız Değişken (CA) = Türkiye ve ABD’deki 3 Aylık Cari Açık Farkı (0,08 olsun)

Bağımsız Değişken (PA) = Türkiye ve ABD’nin 3 Aylık Para Arzı Farkı (0,05 olsun)

Çoklu Doğrusal Analiz Formülü:

$$S_t = \alpha + \beta_1 EO_{1t} + \beta_2 CA_t + \beta_3 PA_t + U_t$$

Çoklu Doğrusal Analiz Formülü kapsamındaki sembollerin anlamları, aşağıda verildiği şekilde ifade edilebilmektedir:

α = Sabit Terim (0,005)

β_1 = Döviz Kurunun Enflasyon Oranındaki Değişimlere Duyarlılığı (0,04 olsun)

β_2 = Döviz Kurunun Cari Açığındaki Değişimlere Duyarlılığı (0,06 olsun)

β_3 = Döviz Kurunun Para Arzındaki Değişimlere Duyarlılığı (0,03 olsun)

U_t = Hata Terimi

$$S_t = \alpha + \beta_1 EO_{1t} + \beta_2 CA_t + \beta_3 PA_t + U_t$$

$$S_t = 0,005 + 0,04(0,04) + 0,06(0,08) + 0,05(0,03)$$

$$S_t = 0,012$$

Söz konusu edilen bu belirleme doğrultusunda; son 3 ay içerisinde enflasyon farklarındaki farklılaşma %4, cari açık farklarındaki farklılaşma %6 ve para arzlarındaki farklılaşma farkları %3 olduğunda ve diğer değişkenler sabit tutulduğunda, döviz kurundaki değişimin yaklaşık %1,3 olacağı görülmektedir.

3.1.2. Piyasa temelli tahminler

Piyasada söz konusu olan gelişmeler, döviz kurlarını direkt olarak etkilemektedir. Bu bağlamda Merkez Bankası faiz oranlarında düşüşe gittiğinde, piyasa bu duruma anında tepki vermekte ve yönünü belirlemeye çalışmaktadır. Aynı şekilde enflasyon oranlarının umulanın üzerinde çıkması söz konusu olduğunda, piyasa yeni döviz kuru hareketleriyle yönünü belirlemek için uğraşmaktadır (Çağlar, 2003: 72).

Döviz kurunun piyasa temelli öngörüsünde, spot ve forward kurlarından faydalanılmaktadır. Bu doğrultuda Piyasa Temelli Döviz Kuru Tahmini Yöntemi, “Forward Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi” olarak da adlandırılmaktadır. Piyasa Temelli Döviz Kuru Tahmini Yöntemi ya da Forward Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi, bütün piyasa oyuncularının her çeşit bilgiye sahip oldukları var olan ekonomik yapıda; spot kur, faiz oranları ile enflasyon oranlarının göz önünde bulundurulması doğrultusunda, gelecek dönemlere ilişkin döviz kuru tahmininde bulunulabileceğini savunmaktadır (Uçan, 2013: 78).

Piyasa Temelli Döviz Kuru Tahmini Yöntemi, aşağıda verilen kapsamda sınıflandırılabilir (Piyasa Rehberi, 2021: 1):

1. Faiz Oranları Paritesi İle Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi;
2. Satın Alma Gücü Paritesi İle Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi ve
3. Reel Faiz Oranları (Uluslararası Fisher Etkisi) İle Döviz Kuru Hesaplama Usulü.

3.1.2.1. Faiz oranları paritesi ile döviz kuru hesaplama yöntemi

Faiz oranları, mali piyasalar içerisinde paranın ilerideki değerinin belirlenmesinde kullanılan en hayati araçlar arasında değerlendirilmektedir. Bu kapsamda Faiz Oranları Paritesi İle Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi ile iki ayrı memleketin para birimleri arasındaki faiz oranları farkının kullanılmasıyla, ileriye doğru döviz kuru öngörüsü yapılmaktadır (Krugman, Obstfeld ve Melitz, 2012: 241).

Faiz Oranları Paritesi İle Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi kapsamında döviz kuru tahmini, aşağıda verilen formül kullanılarak yapılmaktadır (Piyasa Rehberi, 2021: 2):

Forward Döviz Kuru: $[(1 + \text{Yerel Para Faiz Oranı}) / (1 + \text{Yabancı Para Faiz Oranı})]^n \times \text{Spot Kur}$

Örnek: Spot ABD Doları/TL kuru 5,9, ABD Doları yıllık faizi %3 ve TL yıllık faizi %17 olduğu piyasa koşullarında, 1 yıl sonraki kur aşağıda verilen kapsamda hesaplanmaktadır.

Forward Döviz Kuru: $[(1 + 0,17) / (1 + 0,03)] \times 5,9 = 6,70 \text{ TL}$

Örnek kapsamında söz konusu edilen veriler doğrultusunda; mevcut piyasa şartlarında diğer şartlar sabit kalmak koşuluyla, 1 yıl sonra Faiz Oranları Paritesi İle Döviz Kuru

Hesaplama Yöntemi ile forward kuru 1 ABD Doları = 6,70 TL olarak belirlenmektedir. Faiz Oranları Paritesi İle Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi denkleminde, forward döviz kurunun azalması için; yerel faiz oranlarının azalması, dış ülke parası faiz oranlarının yükselmesi ya da yabancı para faiz oranları istikrarlıyken, milli para faiz oranlarının azalması gerekmektedir. Bununla birlikte Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi ve Faiz Oranları Paritesi denkleminde, forward döviz kurunun düşmesi için; her iki faiz oranı aynı anda azalırken ya da yükselirken, yerel para faiz oranının bundan daha çok azalması ya da daha az yükselmesi icap etmektedir (Ketboğa, 2019: 41).

3.1.2.2. Satın alma gücü ile döviz kuru hesaplama yöntemi

Öteki şartların sabit olması koşuluyla genel çerçevede enflasyonun yükselmesi söz konusu olduğunda, döviz kurları enflasyon artışını karşılayacak şekilde artış göstermektedir. Satın Alma Gücü ile Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi'ne göre, farklı ülkelerin para birimlerindeki değişimin temel nedeni enflasyon oranlarıdır (Kemal, Mehmet ve Kostakoğlu, 2013: 77).

Satın Alma Gücü ile Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi ile forward döviz kuru, aşağıda verilen formül kapsamında hesaplanmaktadır (Piyasa Rehberi, 2021: 3):

Forward Döviz Kuru: $[(1 + \text{Enflasyon Yerel}) / (1 + \text{Enflasyon Yabancı})] \times \text{Spot Kur}$

Örnek: Spot ABD Doları/TL kuru 5,9, Türkiye'de beklenen enflasyon oranı %11 ve ABD'de beklenen enflasyon oranı %1,7 ise, Satın Alma Gücü ile Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi'ne göre forward döviz kuru aşağıda verilen kapsamda hesaplanmaktadır.

Forward Döviz Kuru: $[(1 + 0,11) / (1 + 0,017)] \times 5,9 = 6,66 \text{ TL}$

Satın Alma Gücü ile Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi'ne göre; mevcut piyasa şartlarında ve diğer şartlar sabit kalmak koşuluyla, 1 yıl sonra forward döviz kuru 1 ABD Doları = 6,66 TL olacaktır (Ketboğa, 2019: 41).

3.1.2.3. Reel faiz oranları (uluslararası fisher etkisi) ile döviz kuru hesaplama yöntemi

Reel Faiz Oranları (Uluslararası Fisher Etkisi) İle Döviz Kuru Hesaplama Usulü'nde forward döviz kuru hesaplanırken hem faiz oranları paritesinin hem de satın alma gücü paritesinin eklenmesiyle hesaplamada bulunmaktadır. Reel Faiz Oranları (Uluslararası Fisher Etkisi) İle Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi, Irving Fisher tarafından geliştirilmiş bir yöntemdir. Reel Faiz Oranları (Uluslararası Fisher Etkisi) İle Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi'ne göre; ülkedeki reel ve nominal faiz ve beklenen enflasyon toplamına eşittir. Uluslararası Fisher Etkisi'ne göre; düşük olmayan nominal faizi olan ülkeler aynı zamanda düşük olmayan enflasyona sahip olduklarından, bu ülkelerin yerel para birimi önem kaybetmektedir. Bu halin aksi söz konusu olduğunda ise; karşı etki yaratmakta ya da nominal faiz seviyesi yüksek olmayan memleketlerde enflasyon seviyeleri de yüksek olmadığından, milli para birimi önem kazanmakta ve döviz kurları azalışa geçmektedir (Örücü, 2016: 311).

Reel Faiz Oranları (Uluslararası Fisher Etkisi) İle Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi kapsamında döviz kuru tahmini, aşağıda verilen formülle hesaplanmaktadır (Piyasa Rehberi, 2021: 4):

Uluslararası Fisher Etkisi = (Yerel Para Nominal Faiz Oranı – Yabancı Para Nominal Faiz Oranı) / (1 + Yabancı Para Nominal Faiz Oranı)

Örnek: Spot kur 5,9 TL, yerel para TL'nin nominal faiz seviyesi %28 ve yabancı para nominal faiz oranı %11 olduğunda, Reel Faiz Oranları (Uluslararası Fisher Etkisi) İle Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi kapsamında döviz kuru tahmini aşağıda verildiği şekilde hesaplanmaktadır.

$$\text{Uluslararası Fisher Etkisi} = (0,28 - 0,11) / (1 + 0,11) = 0,153$$

TL'nin nominal faiz oranı düşük olmadığından, TL Uluslararası Fisher Etkisi oranında önem yitirecektir. Bu doğrultuda, aşağıda verilen doğrultuda belirlemede bulunulabilmektedir (Ketboğa, 2019: 42):

$$\text{Forward Döviz Kuru} = [(5,9 \text{ TL} \times 0,153) + 5,9 \text{ TL}] = 6,80 \text{ TL}$$

Mevcut piyasa koşullarında ve diğer koşullar sabit kalmak şartıyla Reel Faiz Oranları (Uluslararası Fisher Etkisi) İle Döviz Kuru Hesaplama Yöntemi'ne göre forward döviz kuru, 1 ABD Doları = 6,80 TL olmaktadır.

3.2. Danışmanlık Firmaları ve Diğer Kuruluşların Tahminleri

Döviz kuru öngörüsü; birtakım zorluklar içermesi dolayısıyla, her zaman işletmeler tarafından yapılmayabilmektedir. Bu süreçte de devreye; işletmelerin profesyonel finans hizmetlerinden yararlandıkları danışmanlık firmaları, finans yönetimine ilişkin danışman hizmeti veren finans kuruluşları ve/veya çalışılan bankaların konu ile ilgili uzmanları girmektedir. Bu doğrultuda da danışmanlık firmalarının, finans kuruluşlarının ve/veya alan uzmanlarının görüşlerine bağlı olarak döviz kuru tahmini yapılmaktadır.

Danışmanlık firmaları, finans kuruluşları ve/veya alan uzmanları; konu ile ilgili uzmanlık derecelerine endeksli olarak belirledikleri kriterlere göre, ileriye dönük döviz kuru tahminlerinde bulunmaktadır. Bu bağlamda da danışmanlık firmaları, finans kuruluşları ve/veya alan uzmanları tarafından yapılan döviz kuru tahminleri, döviz endeksli yatırım yapanlar gibi farklı müşteri gruplarına pazarlanmaktadır. Bununla birlikte danışmanlık firmaları, finans kuruluşları ve/veya alan uzmanları tarafından yapılan döviz kuru tahminleri, zaman zaman sapmalar gösterebilmektedir. Bu sapmaların ise genel olarak krizlerden, döviz kuru üzerindeki kontrolcü yaklaşımlardan ve hükümet müdahalelerinden kaynaklanabildiği belirtilmektedir (Seyidoğlu, 2016: 227).

Döviz kuru tahmini; danışmanlık firmaları, finans kuruluşları ve/veya alan uzmanları haricinde, bazı kamu ve özel kurumlar tarafından yapılan beklenti anketlerine ve tahmin analizlerine endeksli de yapılabilmektedir. Küresel ölçekte, bu kapsamda çalışmalarda bulunan kurum ve kuruluşlardan söz edilebilmektedir. Örneğin; The Economist Dergisi tarafından, 1981 yılından günümüze sürdürülen çalışmalar doğrultusunda ve aylık, üç aylık ve yıllık döviz kuru tahminlerinde bulunulabilmesine yönelik olarak “The Economist Finansal Raporu” yayımlanmaktadır. Bununla birlikte “New York Menkul Kıymetler Borsası (New York Stock Exchange – NYSE)” da uzun yıllardır, çok sayıda uzmanıyla konu ile ilgili danışmanlık hizmeti sunmaktadır (Rivera – Batiz ve Rivera – Batiz, 1994: 147).

Ülkemizde de Borsa İstanbul A.Ş. tarafından yürütülen çalışmalar kapsamında, küresel çapta hizmet veren tüm uluslararası piyasalarda olduğu gibi, döviz kuru tahminleri bağlamında danışmanlık hizmeti verilmektedir. Aynı şekilde Merkez Bankası tarafından yapılan beklenti anketleri ve döviz kuru tahminleri ile de ilgili kişi, kurum ve kuruluşlara yönelik bilgilendirmede bulunmaktadır.



4. BÖLÜM: DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMA TEKNİK VE ARAÇLARI

4.1. Kur Riskini Önleyici ve Kur Riskini Azaltıcı Korunma Araçları

Anında teslim döviz kuru piyasalarında döviz kurları sürekli olarak değiştiğinden; dövizle ödemede bulunan kişi ve/veya kurumlar, döviz kuru değişimi dolayısıyla daha fazla ödeme yapmak durumunda kalabilmekte ya da daha az döviz kazanımı elde edebilmektedirler. Bununla birlikte döviz kuru spekülasyonu yapanlar dışında her birey, ödemenin yapılması gereken tarihte söz konusu olan döviz kuru üzerinden işlem yapmayı istemekte ve bu şekilde döviz kurlarındaki değişimlerden kendisini korumak istemektedir (Karluk, 2013: 349). Belirtilen hususlara endeksli olarak da, döviz kuru riskinden korunma teknik ve araçları kullanılabilmektedir.

4.1.1. Dış ticaretin milli para ile yapılması

Herhangi bir ithalatçı ve/veya ihracatçı tarafından dış alım satım sözleşmesinin ulusal para türünden ödeme gerçekleştirilmesi şartıyla düzenlenmesi, döviz kuru riskinden korunmasına yönelik uygulanan en uygun yöntemlerden biri olarak kabul edilmektedir. Bu doğrultuda dış ticaretin milli para cinsinden yapılması ya da dış ticarete konu alacak ve borçların döviz cinsinden olmamasıyla, döviz kuru riski ortadan kaldırılmakta ve ödeme süreci daha sağlıklı yürütülebilmektedir (Karluk, 2013: 350).

Dış ticaretin milli para ile yapılması kapsamında; bir ihracatçının dış ticaret sözleşmesini kendi ülke parası bazında yapması, dış ticaret sürecinden doğabilecek döviz kuru riskinin tamamıyla ithalatçıya yüklenmesini sağlamak ve dolayısıyla da ihracatçı açısından döviz kuru riski sorunu ortadan kalkmaktadır. Aynı şekilde bir ithalatçının da kendi ülke döviz cinsinden ithalat sözleşmesi yapması durumunda da döviz kuru riski bağlamında herhangi bir problemle karşılaşmamasını sağlamak ve bu kez de döviz kuru riski tamamıyla ihracatçı tarafından yüklenilmektedir. Bununla birlikte gerek ihracatçı firmanın ve gerekse de ithalatçı firmanın dış ticaret sözleşmesini kendi ülkesinin para cinsinden yapabilmesi için, piyasada ilgili firmanın ürünlerine yönelik güçlü bir talep olması gerekmektedir (Akel, 2006: 36).

Dış ticaret anlaşmasının milli para üzerinden yapılması durumunda, ilgili taraf açısından koşullar yurt içi ticaret özelliği kazanmaktadır. Zira bu ticarete, ilgili muhatap açısından bir döviz alışverişi söz konusu olmamaktadır. Bu durum da neticesinde gerek maliyetlerin hesaplanması ve gerekse de ihracat ya da ithalat fiyatlarının belirlenmesi sürecinde kolaylık sağlamaktadır. Bununla birlikte ihracatçı firmanın milli para cinsinden alacağını tahsil edebilmesi ya da borcunu ödeyebilmesi olanağına sahip olması durumunda; ödeme sürecinde gündeme gelen döviz alış ve döviz satış vb. komisyonlardan kaynaklanan masrafların da daha düşük düzeyde gerçekleşmesi gündeme gelmektedir. Sonuç olarak da firma açısından daha kârlı bir ticaret süreci gerçekleşmiş olmaktadır (Çelik, 2007: 45).

Dış ticarete milli para cinsinin kullanılmasıyla; döviz kuru riski ortadan kalkmamakta, sadece bir taraftan diğerine geçmektedir. Bu bağlamda örneğin; bir ABD firması tarafından bir İngiliz firmasına ürün satılması durumunda ve faturalama ABD Doları cinsinden yapıldığında döviz kuru riski ortadan kalkmamakta, sadece ABD firmasından İngiliz firmasına geçmektedir. Bu nedenle de dış ticaretin milli para cinsinden yapılması yöntemi, uygulamada birtakım zorluklar içermektedir. Zira söz konusu edilen süreçte, taraflar arasında menfaat dengesizliği ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla da dış ticaretin taraflarından herhangi birinin sözleşmenin kendi para cinsinden yapılmasını kabul ettirmesi, ilgili tarafın pazarlık gücüne bağlı bir durum olarak değerlendirilmektedir. Değilse bir firmanın dış ticaret sözleşmesinin kendi para cinsinden yapılmasına yönelik ısrarcı olması, bilakis rakip firmaların işi yaramaktadır (Uyar ve Gürhan, 2007: 122).

Söz konusu edilen bu belirlemeler haricinde ihracatın veya ithalatın milli para türünden yapılması, döviz kuru riskinin yalnızca bir yönüyle ortadan kalkmasını sağlamaktadır. Bu bağlamda örneğin; bir Türk firması tarafından TL üzerinden ürün satılmasına yönelik dış ticaret gerçekleştirilse dahi, satış hacmi döviz kurundaki değişime bağlı olmaktadır. Zira döviz kurunda söz konusu olan değişimler; alıcıların talep miktarını etkileyebilmekte ve dolayısıyla da işlem riskinin elimine edilmesi olası olabilse dahi, ekonomik risk varlığını devam ettirebilmektedir (Özçalık ve Soysal, 2016: 41).

Dış ticareti milli para cinsinden yapmak isteyen ihracatçı bir firma, aynı zamanda kendi ülke parasının değer kazanma eğiliminde olması dolayısıyla bu yönde bir tercihte bulunabilmektedir. Aynı şekilde dış ticareti milli para cinsinden yapmak isteyen ithalatçı bir

firma ise, ulusal parasının değer kaybetme eğiliminde olması dolayısıyla seçimini bu yönde yapabilmektedir (Yıldırım, 2015: 67).

4.1.2. Döviz tercih hakkı

Döviz tercih hakkı; ihracat ya da döviz kredisinden doğan alacakların, sözleşmeye esas olan döviz cinsinden başka döviz cinsleriyle de tahsil edilmesini olanaklı kılacak şekilde taraflar arasında belirlenmesini ifade etmektedir. Bu doğrultuda döviz tercih hakkı ile dış ticaret sözleşmesinde belirlenen ve tercihi söz konusu olan döviz cinsinden kaynaklanan döviz kuru farkı, ödeme vadesinden önce belirlenmektedir (Solakoğlu, 2010: 458).

Döviz tercih hakkı ile ihracatçı firmanın alacaklarına yönelik döviz kuru riski azaltılabilmektedir. Zira ihracat bedelinin tahsil edilmesi sürecinde yeni döviz kurlarının belirlenmesi söz konusu olduğundan, ihracatçı firmanın alacağının karşılığı, ödeme vadesinde farklı döviz cinslerine endeksli olarak talep edilebilmektedir. Buna yönelik olarak eğer ödeme vadesinde bir döviz cinsinin değeri sabit kalmışsa ve diğer döviz cinsleri değer kaybetmişse, bu durumda ihracatçı firma değeri sabit kalan döviz cinsinden ödeme yapılmasını isteyebilmektedir (Tarı ve Yıldırım, 2009: 97).

İhracatçı firmanın döviz tercih hakkıyla dış ticaret sözleşmesini farklı döviz cinslerine endeksli olarak yapması; döviz kuru riskinin ortadan kaldırılmasını sağlamakla birlikte, ilgili döviz cinsinin milli para karşısında değer kazanmasıyla ihracatçı firma döviz kuru kârı da elde edebilmektedir (Ünal ve Altın, 2010: 279).

4.1.3. Döviz kuru sigortası

Döviz kuru sigortası, döviz kuru riskine karşı koruma imkânı sağlayan bir başka yöntemi ifade etmektedir. Döviz kuru sigortasıyla, dış ticaret sözleşmesine konu edilen döviz cinsindeki değer değişimlerinden doğacak kayıplar önlenmeye çalışılmaktadır. Bu kapsamda da döviz kuru sigortası, bilhassa da dış satımı özendirme politikası olarak ülkeler tarafından benimsenmektedir. Örneğin; Almanya'da 1972 yılından itibaren döviz kuru sigortası sistemi uygulanmaktadır. Döviz kuru sigortası sistemi kapsamında da döviz kuru garantisi; %3 ve üzerindeki döviz kuru zararlarının tümünün karşılanmasına yönelik olarak, vadesi iki yılı aşan döviz alacaklarına uygulanmaktadır. Aynı şekilde Avusturya'da da ihracat gelirleri zaman sınırlamasından bağımsız olarak, ihracat finansmanı kredilerinin ve

direkt yurt dışı yatırımlarının taşıdığı döviz kuru risklerine karşı sigortalanmaktadır (Evans, 2010: 61).

Döviz kuru sigortası bazı ülkeler tarafından farklı şekillerde uygulanmakla birlikte, henüz dış ticarete genel bir uygulama alanına sahip olamamıştır. Bu bağlamda döviz kuru sigortasının daha çok, diğer döviz kuru riski koruma araçlarının ve yöntemlerinin kullanılmadığı durumlarda tercih edildiği görülmektedir. Bununla birlikte döviz kuru sigortası; özellikle yatırım malları ihracatının uzun vadeli gerçekleştirilmediği ya da ihracatçı firma tarafından dış ticaret sözleşmesine konu edilen döviz cinsinin, genel olarak dış ticarete tercih edilmeyen bir döviz cinsi olması durumunda devreye sokulmaktadır (Ito ve diğerleri, 2015: 5).

4.2. Kur Riskini Telafi Edici Araçlar

4.2.1. Eşleştirme (Matching)

Kur riskini telafi edici araçlar kapsamında tercih edilen eşleştirme; büyüklüğü ne olursa olsun ihracatçı ya da ithalatçı bir firmanın, aynı para cinsinden borçlarını ve alacaklarını dengeye getirmesini ifade etmektedir. Bu temelde eşleştirme; bilançodaki bir aktifin, bu aktifin niteliklerini yansıtan bir pasifle dengeye getirilmesini kapsamaktadır. Eşleştirme ile alacak miktarındaki dövizle borca karşılık döviz denkleştirilmekte ve bu doğrultuda alacak ya da borca yönelik miktar için döviz kuru riski ortadan kaldırılmaktadır (Mehrotra, 2007: 191).

Eşleştirme yönteminin beraberinde getirdiği güçlükler, aşağıda verilen kapsamda ifade edilebilmektedir (Çömlekçi ve Güngör, 2012: 52):

- Dış ticarete her zaman, dış satım faturası ile ithalat faturasının aynı döviz türünden belirlenmesi olası olmayabilmektedir. Bu durumda eğer dış ticarete döviz cinsini seçme gücü ilgili firmada bulunmamaktaysa, eşleştirme yöntemiyle başarı elde edilememektedir.
- Alacak ve borç vadelerinin tam uyuşmaması durumu söz konusu olduğunda da eşleştirme yöntemiyle vade zamanlaması yapılamamakta ve dolayısıyla da alacak ve borçlar için eşleşme sağlanamamaktadır. Bu durumda da eşleştirme yönteminden başarı elde edilememektedir.

- Alacak ve borçlar için miktar eşleştirmesi yapılamadığında da alacak ve borç arasındaki farkın döviz kuru riskine karşı ayrıca ele alınması gerekmektedir. Bu doğrultuda da eşleştirme yöntemi, kolaylıkla uygulanamamaktadır.

Eşleştirme yöntemi, bir para cinsi üzerinden aynı meblağ ve aynı vadede hem nakit girişi hem de nakit çıkışı yaratılmasının güç olması dolayısıyla sıklıkla tercih edilmemektedir. Buna yönelik olarak da döviz kuru riskinde korunabilmek amacıyla eşleştirme yöntemini tercih eden firmaların satın alma ve satış departmanlarının, finansman departmanlarıyla sürekli bir koordinasyon içerisinde bulunmaları gerekmektedir. Bu nedenle de eşleştirme yöntemi daha çok, dış ticaret işlemlerinin kısıtlı sayıda para birimi ile gerçekleştirildiği firmalar için kullanılabilir görülmektedir. Zira çok farklı para birimleri ile işlem yapan firmalar için, belirli bir para cinsi çerçevesinde aynı meblağ ve vadeye endekli olarak ters yönlü akım yaratmaları zahmetli olabilmektedir (Lovcha ve Laborda – Perez, 2010: 8).

4.2.2. Çok yönlü yayılma (multilateral netting)

Bu kavram, çokuluslu firmaların içlerinde bulunan kuruluşlara endekli söz konusu olan yabancı para tabanındaki borç ve alacakların birbirleriyle dengelenmesi doğrultusunda, yalnızca net tutarların bir birimden ötekine transfer edilmesini kapsayan bir döviz kuru korunma yöntemidir. Bu doğrultuda çokuluslu işletmelerin farklı birimleri arasındaki ilişkilerde, gereksiz yoğunluğa neden olabilecek işlemler elenebilmektedir. Bu kapsamda da korunma maliyetleri ile transfer maliyetlerinin düşürülmesi sağlanabilmektedir (Beer ve Hebein, 2008: 62).

Çokuluslu işletmeler aynı para cinsinden alacaklarını ve borçlarını karşılaştırmak yerine bünyelerindeki birimlerin hem alacaklarını hem de borçlarını kapsayan farklı para hareketliliklerini, dış bir döviz piyasasında pazarlama faaliyetleri yürüten bir takas merkezinde bir araya getirebilmekte ve birimleri tarafından esas alınan para cinsi üzerinden ödeme gerçekleştirebilmektedirler. Söz konusu edilen bu süreç, çokuluslu işletmelerin dış ticaret hacmiyle ve dış ticarete konu ettikleri para cinsleri ile sınırlandırılabilirdiğinden, özellikle büyük ölçekli çokuluslu işletmeler tarafından tercih edilmektedir. Bununla birlikte bu süreçte, çokuluslu işletmenin tüm birimlerinin birbirleriyle ve özellikle de finansman

departmanıyla sağlıklı bir koordinasyon süreci içerisinde bulunması gerekmektedir (Pramborg, 2005: 348).

4.2.3. Hızlandırma ve geciktirme (leading and lagging)

Nakit akışlarının zamanlaması; alacak ve borçların yönetilmesine yönelik olarak, döviz kurları kapsamındaki öngörülere dayanılarak bilerek “hızlandırma (leading)” ya da “geciktirme (lagging)” bağlamında döviz kuru riskinden korunmak amacıyla kullanılabilir. Hızlandırma (leading) ya da geciktirme (lagging) ile önem kaybetmesi tahmin edilen döviz cinsinden belirlenen alacakların toplanması öne alınabilmekte ya da borçların ödeme geciktirilebilmektedir. Bununla birlikte, değer kazanması beklenen döviz cinsinden belirlenen borçların ödemesi de öne alınabilmektedir (Hoque ve Kaley, 2015: 45).

Dış ticaret gerçekleştiren bir firmanın döviz cinsinden borç yükümlülüğü bulunduğunda; eğer yükümlü olunan döviz cinsine yönelik değer düşmesi beklenmekteyse, firma ödemesini geciktirmeye çalışmaktadır. Tam tersi durum söz konusu olduğunda da; eğer firmanın döviz cinsinden alacağı bulunmaktaysa ve alacağı konu döviz cinsine yönelik değer düşmesi beklenmekteyse, bu durumda da firma alacağını hızlandırmak istemektedir (Murari, 2015: 24).

Ancak nakit akışlarının zamanlaması bağlamında hızlandırma (leading) ya da geciktirme (lagging), bağımsız firmalar arasındaki uygulanabilirliği sınırlı bir yöntem olarak değerlendirilmektedir. Zira bir döviz cinsinin diğer bir döviz cinsi karşısında değer yitirmesi beklenmekteyse, bu durumda firmalar değer kaybetmesi beklenen döviz cinsine yönelik alacaklarını hızlandırmak istemektedirler. Çünkü firmanın değer yitirmesi beklenen döviz cinsinden alacaklarının bekletilmesi, firmanın ulusal para cinsinden alacaklarının da düşmesi anlamına gelmektedir. Ancak bu süreçte borçlu firma, ödemesini zamanından önce yapmak istemeyecektir. Bu durumda da borçlu firmanın alacaklı firmaya vadesinden önce ödeme yapması, ancak faiz iskontosu ile olanak olabilecektir. Sonuçta da alacağın erken tahsil edilmesiyle elde edilebilecek kazanç, faiz iskontosu ile dengelenebilmektedir (Onaran, 2010: 55).

Nakit akışlarının zamanlaması bağlamında hızlandırma (leading) ya da geciktirme (lagging) yöntemi; aynı amaçların paylaşılması doğrultusunda, konsolide grup içerisindeki

işletmeler tarafından sıklıkla uygulanmaktadır. Bu bağlamda borçlanmanın ucuz olmadığı ve zahmetli olduğu memleketlerde kalıcı olan yan kuruluşlara gerçekleştirilecek ödeme lerin çabukluk kazanması, konsolide grup içerisindeki işletmelerin nakit akışlarının rahatlamasına ve daha elverişli bir ortamda borçlanılmasına olanak sağlamaktadır (Onafowora, 2003: 4).

Nakit akışlarının zamanlaması bağlamında hızlandırma (leading) ya da geciktirme (lagging) yöntemi, TL esaslı çalışan Türk firmaları açısından çok çekici bir yöntem olarak görülmemektedir. Zira Türkiye’de söz konusu olan döviz kuru değışimleri doğrultusunda, sürekli olarak “hızlandırma (leading)” yönteminin kullanılması gerekecektir. Bu durumda da erken ödeme yapılmasının beraberinde getireceğı finansman giderleri, bilakis yöntemin sağlayacağı avantajların büyük ölçüde ortadan kalkmasına neden olacaktır. Söz konusu edilen bu niteliğı ile de nakit akışlarının zamanlaması bağlamında hızlandırma (leading) ya da geciktirme (lagging) yönteminin, gerçek anlamda bir döviz kuru riski koruma yöntemi olarak değeriendirilmemesi gerektiğı belirtilmektedir. Çünkü bu yöntemi tercih eden firmaların, sıklıkla beklentilerinin üzerinde pozisyon almaları gerekmektedir (Vergil, 2002: 86).

Nakit akışlarının zamanlaması bağlamında hızlandırma (leading) ya da geciktirme (lagging) yönteminde; değeri kaybetmesi beklenen döviz cinsinden borçların geciktirilmesi durumunda, söz konusu döviz cinsinden bir “short” pozisyon alınmaktadır. Short pozisyon ise; tek taraflı açık pozisyonlarda olduğu gibi, özde spekülasyona neden olmaktadır. Döviz kuru riskinden korunma yöntemleriyle bir spot pozisyonun tersi bir pozisyon alınması; riskin azaltılması, spekülasyonlar ve beklentiler üzerinde oynanmasını ve herhangi bir açık pozisyon bırakılmasını ifade etmektedir. Dolayısıyla da döviz kuru riskinden korunma yöntemleri, temelinde spekülasyonlara göre hareket edilmesi olarak kabul edilmektedir (Korkmaz ve Çevik, 2013: 75).

4.2.4. Vadesiz döviz işlemleri (spot currency transaction)

Döviz piyasaları devasa oranda, vadesiz döviz işlemlerinden oluşmaktadır. Vadeli teslim işlemleri (forward transactions) ise, döviz piyasalarının daha sınırlı bir bölümünü ifade etmektedir. Bu doğrultuda spot işlemlerin oluşturduğu piyasa “spot piyasa (anında teslim piyasası)” ve spor işlemlere uygulanan döviz kurlarına da “spor kur (anında teslim kuru)” denilmektedir. Vadeli teslim işlemleri de “vadeli teslim piyasası (forward market)”

içerisinde gerçekleşmekte ve bu işlemlere “vadeli teslim kurları (forward exchange rates)” uygulanmaktadır (Tekbacak, 2010: 47).

Spot piyasalar, dövizin en geç iki işgünü içerisinde verilmesi yani teslim edilmesi şartıyla gerçekleştirilen alım – satım muamelelerinden oluşmaktadır. Ek olarak özleşmeye konu edilen bir döviz kuru üzerinden taraflardan birinin döviz satması ve öteki tarafın da borcuna karşılık olan milli parayı hemen teslim etmesi, daha çok nakit döviz işlemleri kapsamında gerçekleştirilmektedir. Vadeli teslim piyasalarında ise; döviz sözleşmesi yapılmasının ardından 30 gün, 60 gün ve 90 gün vadeli teslimlere endeksli alım – satım yapılmaktadır (Nurcan, 2005: 78).

Vadesiz döviz işlemleri; döviz alım – satım kurları arasındaki fark gözetilmeksizin, o günkü var olan döviz kuru çerçevesinde aynı gün ya da bugünden sonraki ikinci gün bitimine dek gerçekleştirilen spot piyasa operasyonu sonucunda pozisyon değiştirilerek, kur riskinin giderilmesini ifade etmektedir. Bu bağlamda örneğin; gerçekleştirilen dış alımın finansmanı için üç ay sonra teslim edilmesi şartıyla bir döviz cinsine rağbet eden bir firma, o günkü cari döviz kuru ve bir başka döviz cinsi üzerinden satın alım gerçekleştirmekte ve dövizini üç ay muhafaza etmektedir. Bu durumda firma hem sahip olduğu döviz üzerinden faiz elde edebilmekte hem de dövizini atıl tutmayarak, dövizin ulusal para olarak kullanıldığı ülkede vadeli mevduat hesabı açtırarak kazanç sağlayabilmektedir (Bartram, Brown ve Fehle, 2009: 188).

4.2.5. Vadeli piyasa (vadeli döviz işlemleri)

Vadeli döviz işlemlerinin gerçekleştirildiği piyasalar, “vadeli teslim döviz piyasası (forward market)” olarak adlandırılmaktadır. Vadeli işlem borsaları, döviz kuru riskinden korunma gereksinimi doğrultusunda ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte, vadeli işlem borsalarında da spekülörler bulunmaktadır. Spekülörler; döviz kuru riskinden korunmak doğrultusunda değil, bilakis iyi tahminlerde bulunularak riske girmek suretiyle kazanç sağlamaya yönelik döviz alım – satımı yapmaktadırlar. Döviz alım – satımı sürecinde, taraflardan biri riskten korunmak ve öteki de spekülasyon yapmak hedefiyle burun buruna gelmiş olabilmektedir (Parlakkaya, 2005: 90).

Vadeli satış gerçekleştiren spekülörler, “kısa pozisyon (short position)” almaktadırlar. Zira henüz ellerinde bulunmayan ürünü satmaktadırlar. Elde olmayan malın

satılması (short selling), eğer teslim süresi çok kısa değilse spor piyasalarda da olanaklı olabilmektedir. Bununla birlikte vadeli piyasalarda işlemler, genel olarak “kısa pozisyon (short position)” ve “uzun pozisyon (long position)” alınmasına dayanmaktadır. Satıcı açısından değerlendirildiğinde ise, henüz elde bulunmayan bir malın belirli bir peşinat karşılığında satılması kısa pozisyon (short position) ve malın hazır bulundurulup satışa sunulması ise uzun pozisyon (long position) olarak nitelendirilmektedir (Lean, Narayan ve Smyth, 2011: 260).

Vadeli teslim piyasaları; anında teslim piyasaları ile belirgin farklılıklar göstermesine karşın, döviz piyasalarının genel özelliklerini taşımaktadır. Döviz piyasalarının başlıca aracı kuruluşları, bankalar ve brokerlardır. Bu doğrultuda döviz piyasalarının aracı kuruluşları; dünyanın neresinde olunursa olunsun, bilgi ve iletişim teknolojilerini kullanarak küresel piyasaları takip etmektedirler. Döviz piyasası denildiğinde de ilk akla gelen teslim piyasalarıdır ve döviz piyasası işlemlerinin büyük bir bölümü, anında teslim işlemlerinden oluşmaktadır. Buna karşın vadeli teslim piyasaları sadece dövizle sınırlı değildir. Tarihsel süreç içerisinde vadeli teslim piyasalarının; altın, buğday, şeker vb. mallar için geliştirildiği görülmektedir. Bununla birlikte söz konusu edilen ve belirli bir yerde kurulan vadeli teslim piyasaları, mal borsası niteliği taşımaları dolayısıyla döviz piyasalarından ayrılmaktadır (Seyidoğlu, 2003: 262).

4.2.6. Gelecekte işlem piyasaları (future işlemleri – currency futures)

Döviz future sözleşmesi; belirli bir miktardaki para biriminin, belirlenen vadesinde ve belirlenen koşullar dâhilinde teslim edilmesi sözleşmesi olarak tanımlanabilmektedir. “Tezgah üstü işlemler (Over – the – counter)” olarak isimlendirilen forward işlemlerden ayrı olarak futures işlemler bu doğrultuda, organize bir piyasa içerisinde alım satımı yapılan ve standartlaştırılmış sözleşmelerle gerçekleştirilen işlemleri ifade etmektedir (Uzunoğlu, 2003: 71).

Futures sözleşmelerinin forward sözleşmelerinden farkı, borsa ürünleri kapsamında miktar ve vade konularında standartlaştırılmalarıdır. Belirlenen standartlara endeksli olarak futures sözleşmeleri, bu hedefle oluşturulan ihtisas borsalarında işlem görmektedir. Bu ihtisas borsalarında işlem yapan kişiler temelde fiziki teslimat yapılmasını değil, spor ürünün

fiyat riskine karşı korunmasını amaçlamaktadırlar. Bu amaç da futures sözleşmelerinin standart özellikleri kapsamında kendisini ortaya koymaktadır (Parlakkaya, 2005: 115).

Futures sözleşmelerinin süresi tamamlandığında; borsa tarafından döviz alan kişiye ödenmesi gereken meblağ, döviz cinsinden değil milli para birimi şeklinde ödenmektedir. İşlem yapan taraf ise döviz, o günkü anında satış piyasasından teslim almakta ve süresinin tamamlanmasını beklemeden sözleşme sona erdirilebilmektedir. Buna yönelik olarak elinde ABD Doları alış sözleşmesi bulunan bir işlemci; döviz cinsindeki alış sözleşmesini ulusal para cinsine dönüştürmek istediğinde, sözleşmenin kalan süresine endeksli olarak bir broker'a "sat talimatı" vererek işlemi sonlandırabilmektedir. Bununla birlikte futures piyasalarında, döviz kurlarına yönelik müsaade edilecek dalgalanma marjının da sınırlandırıldığı görülmektedir. Bu sınırlandırma kapsamında, bir günde %1 makul sınır olarak kabul edilmektedir. Söz konusu edilen bu kapsamıyla da futures piyasaların, ilk kez 1972 yılı itibariyle Chicago Borsası'na bağlı olarak çalışmaya başlayan "Uluslararası Para Piyasası" içerisinde yer aldığı görülmektedir (Karluk, 2013: 354).

4.2.7. Döviz opsiyonları

Opsiyon iki taraf arasında söz konusu olan ve alıcıya gelecekteki bir tarihte, bugünden belirlenen bir fiyat üzerinden bir menkul kıymeti alma ya da satma hakkı tanıyan sözleşme olarak tanımlanmaktadır. Opsiyonlar, "alma (call) opsiyonları" ve "satma (put) opsiyonları" olmak üzere iki grupta değerlendirilebilmektedir. Alma (call) opsiyonu opsiyon vadesi içerisinde sözleşmeye konu edilen spot ürünün, başlangıçta taraflar arasında anlaşılan fiyat üzerinden opsiyonu satın alma pozisyonunda yer alan tarafından satın alınmasıdır. Satma (put) opsiyonu ise; sözleşmeye konu edilen spot ürünün, başlangıçta taraflar arasında anlaşılan fiyat üzerinden satılması ya da satılmaması hakkını vermektedir (Hacıoğlu – Deniz, 2020: 116).

ABD Uygulamalarında opsiyonlar vadesi gelmeden de kullanılabilirler. Ancak Avrupa Birliği uygulamalarında vade sonu beklenir. Opsiyonlar vadeli işlem borsalarında işlem görmektedirler.

Opsiyon satıcısı herhangi bir hakka sahip olmamakla birlikte; opsiyonun kullanılması durumunda, sözleşmeye konu edilen spot ürünü karşı tarafın satın alma ya da satma sorumluluğu bulunmaktadır. Fiyat riskinin yok edilmesine yönelik olarak opsiyonu satın alan muhatap, gerçekleştirdiği bu işlem karşılığında opsiyon satan muhataba prim

ödemektedir. Opsiyon primi opsiyon satan tarafından üstlenilen fiyat riskinin bedelini ifade etmekte ve peşin ödenmektedir. Opsiyonların diğer döviz kuru riskinden korunma yöntemlerinden en önemli farkı; fiyatların opsiyon alıcısı aleyhine gelişmesi durumunda fiyat garantisi sağlaması ve bu doğrultuda piyasanın lehte gelişmesi halinde, bu gelişmenin durumun getireceği spekülâtif kâr imkanlarını açık bırakmasıdır (Dönmez ve diğerleri, 2002: 120).

4.2.7.1. Döviz alış opsiyonu

Sözleşmeyi alan muhataba alım hakkı veren opsiyon sözleşmeleri, alma (call) opsiyonu olarak tanımlanmakta olup, yatırımcılar ilgilendikleri menkul değerin fiyatının gelecekte artacağını düşünmekteyse, konu olan menkul kıymetin fiyatını bugünden sabitlemek için call opsiyonu satın almaktadır. Alıcı muhatap sözleşmenin vadesi geldiğinde söz konusu sözleşmede yer alan fiyat ile spot piyasadaki menkul kıymetin fiyatı ile karşılaştırmak doğrultusunda, söz konusu opsiyon ile ilgilenip ilgilenmediğine karar vermektedir. Eğer opsiyon sözleşmesinde üzerinde uzlaşılan fiyat pazardaki fiyattan düşük düzeydeyse, opsiyonu kullanmak zararlı değil aksine kazançlı hale gelmekte ve uzun taraf, kısa taraftan sorumluluğunu yapmasını istemektedir. Eğer sözleşmede uzlaşılan fiyat piyasadaki fiyattan yüksek düzeyde gerçekleşmekteyse de opsiyonu elinde bulunduran yatırımcı, opsiyonu kullanmamakta ve bunun yerine menkul kıymeti piyasadan almayı yeğlemektedir (Hacıoğlu – Deniz, 2020: 118).

Alım (call) opsiyonunu yazan tarafın beklentisi; call opsiyonunu alan tarafın aksine, fiyatların azalacağını ya da tahsil ettiği primden fazla yükselmeyeceği doğrultusundadır. Call opsiyonunu yazan tarafın beklentisinin gerçekleşmesi durumunda ise, avantajlı olmaması dolayısıyla uzun taraf seçeneği kullanmayacak ve kısa taraf, aldığı prim denginde kâr elde edecektir (Dönmez ve diğerleri, 2002: 121).

4.2.7.2. Döviz satış opsiyonu

Satım (put) opsiyonu ise alan muhataba satım hakkı veren opsiyon sözleşmeleridir. Satım (put) opsiyonlarında; uzun tarafın sözleşmede yer verilen menkul kıymetleri, opsiyonu yazan muhataba satma seçeneği bulunmaktadır. Opsiyonu alan taraf, gelecekte fiyatların düşeceği yönünde beklentiye ya da çekinceye sahiptir. Opsiyonu alan tarafın beklentisinin ya da çekincesinin doğru çıkması durumunda ise, sahip olduğu menkul kıymetleri piyasa fiyatının üzerinde opsiyon yazıcısına satma hakkı elde etmektedir.

Opsiyon alan tarafın elinde menkul kıymet bulunmaması durumunda da, piyasadan daha düşük fiyata menkul kıymet satın alıp opsiyon yazıcısına satmak doğrultusunda kâr elde edebilmektedir (Hacıoğlu – Deniz, 2020: 119).

Fiyatların alıcının beklediği yönde gelişmemesi ya da yükselmesi durumunda, alıcı için seçeneği kullanmak kârlı olmaktan çıkmaktadır. Zira pazarda daha üst fiyata menkul değerlerini satabilecekken, daha az fiyata seçenek yazıcısına satışının gerçekleşmesini dilemeyecek ve dolayısıyla da opsiyondan dolayı oluşan hakkını kullanmayı tercih etmeyecektir. Bu halde ise, ödediği prim oranında bir zararla karşı karşıya kalacaktır (Dönmez ve diğerleri, 2002: 121).

Opsiyon yazıcısı da bu süreçte, alıcının beklentisinin tam tersi yönde bir beklenti içerisinde. Opsiyon yazıcısı, ileride oluşacak fiyatların artacağını umduğundan opsiyonun kullanılmayacağını ya da aldığı prim seviyesinde fiyat yükselmesi olmayacağını öngörmekte aldığı prim kadar kâr sağlamayı öngörmektedir. Fiyatların kısa tarafın beklentilerinin aksi bir gelişim göstermesi söz konusu olduğunda ise, opsiyonu alan muhatap opsiyonu kullanmayı talep edecek ve opsiyonu yazan taraf için kazanç gündeme gelmeyecektir (Hacıoğlu – Deniz, 2020: 119).

4.2.8. Döviz ticareti (swap) ve türleri

Swap (değiş – tokuş ya da takas) tarafların nakit akışlarını belirli bir süreye endeksli olarak değiş – tokuş etmek hedefiyle, iki taraf arasında gerçekleştirilen yasal sözleşme olarak tanımlanabilmektedir. Döviz swapları değerlerini yalnızca bir bölümüyle kaybetmeye başlasa da faiz swapları zamanla daha geniş ölçüde kullanılmaktadır. Sabit faizli swaplar ve değişken faizli swaplar ise, en fazla kullanılan swaplar olarak değerlendirilmektedir (Karluk, 2013: 352).

Değişken faizli bir yatırım ya da borç; swapa aracılık eden banka aracılığıyla, sabit faizli bir borca dönüştürülebilmektedir. Aynı şekilde sabit faizli bir kredi, değişken faizli bir krediye dönüştürülebilmektedir. Bu aktifteki değişken faizli plasmanın kazançlarının faiz yapısı ile pasif kaleminin faiz özellikleri benzer kılınabilmekte ve faiz riski azaltılabilmektedir. Bu niteliği doğrultusunda swaplar, faiz riski yönetimi ve borçlanma

maliyetlerinin düşürülmesi amacıyla sıklıkla tercih edilmektedir (Arce, Mayordomo ve Peña, 2013: 128).

Swap işlemler tezgâh üstü piyasalarda yapılmaktadır. Bu nedenle de takaslama işlemlerine yönelik herhangi bir katılımcı kısıtlamaması bulunmamakta ve diğer tarafın kredi riskini onaylayanlar takaslama işlemi gerçekleştirebilmektedir. Dünya Bankası ve Asya Kalkınma Bankası gibi çokuluslu kuruluşlar, iki ve daha çok ülke bağlantılı dış ticaret işlemi gerçekleştiren firmalar, hükümetler, bankalar ve küresel tahvil piyasasında dış satım yapamayan küçük işletmeler, aktif olarak takaslama işlemi gerçekleştire bilmektedirler (Dönmez ve diğerleri, 2002: 158).

Swap piyasası, “son kullanıcılar (end – users)” ve “aracılar (intermediaries)” olarak iki kategoride incelenebilmektedir. Son kullanıcılar (end – users); ekonomik ve finansal nedenlere endeksli olarak ve faiz ya da döviz riskinin azaltılması amacıyla swap işlemleri gerçekleştirmektedirler. Aracılar (intermediaries) ise, komisyon ücreti alabilmek ya da ticari kâr elde edebilmek amacıyla swap işlemlerine girmektedirler. Bazı kuruluşların da uygulamada hem son kullanıcılar (end – users) hem de aracılar (intermediaries) adına faaliyette bulundukları ve swap işlemlerini gerçekleştirdikleri görülmektedir (Karluk, 2013: 353).

4.2.8.1. Karşılıklı ve paralel krediler

“Paralel (parallel loan) krediler” ve “karşılıklı (back – to – back) krediler”; ülkeler arasındaki sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar ile kambiyo rejiminin kısıtlamalarının aşılabilmesi ve daha uygun maliyetle kaynak temin edilebilmesi amacıyla işletmeler tarafından kullanılmaktadır. Karşılıklı (back – to – back) krediler; döviz kuru riskinde korunabilmek amacıyla, bir şirketten diğerine ödünç verilen kredileri ifade etmektedir. Paralel (parallel loan) krediler ise; çokuluslu işletmeler tarafından, ulusal parasının değeri düşük olan bir ülke konumlandırılan yan kuruluşların finanse edilebilmesi amacıyla geçici olarak ihtiyaç duyulan dövizin temin edilmesi olarak tanımlanabilmektedir (Yuca, 2012: 92).

Karşılıklı (back – to – back) krediler; her iki tarafın da ulusal para birimi üzerinden karşı taraftan alacağı bulunduğu, aynı tarafa döviz cinsinden borcu bulunması durumunu ifade etmektedir. Karşılıklı (back – to – back) krediler ile paralel (parallel loan) krediler

arasındaki tek fark ise; kredi işlemlerinin ana şirketle değil de ana şirket ile diğer tarafın bağlı şirketi arasında gerçekleştirilmesidir (Şakar, 2011: 68).

Paralel (parallel loan) krediler; iki farklı memlekette faaliyette bulunan iki, ana firmanın, bu memleketlerin ulusal para birimleri kapsamında birbirlerinin bağlı işletmelerine belirli bir mablağ ve süreye endeksli olarak borç vermelerini kapsamaktadır. Bu kapsamda paralel (parallel loan) kredilere ilişkin işlemler kambiyo piyasaları haricinde gerçekleşmekte ve temel iki firmanın döviz kuru riskine karşı sakınmalarını sağlamaktadır (Yuca, 2012: 93).

Bu bağlamda örneğin; ABD’de kurulu bir ana firmanın Türkiye’de faaliyette bulunan bağlı işletmesine ödünç vermeyi istemesiyle birlikte, Türkiye’de faaliyet gösteren bir ana işletmenin ABD’deki şubesine emanet vermek istemesi de swap işlemlerine imkan tanımaktadır. Eğer ABD’de kurulu ana işletme Türkiye’de faaliyette bulunan bağlı işletmesinbe ödünç verecekse, ABD Doları kullanılmaktadır. Türkiye’de faaliyet gösteren ana firmanın ABD’deki bağlı firmasına ödünç vermesi durumunda ise, TL kullanılmaktadır. İki döviz cinsinin kullanıldığı bu süreçte ödünç tutarı, cari kurdan aynı değeri ifade etmektedir. Bununla birlikte karşılıklı olarak verilen ödünç tutarlarının vadelerinin eşit olması söz konusudur. Buna yönelik olarak da her iki tarafta, vade sonunda kambiyo piyasasına ihtiyaç duyulmadan birbirlerine borçlarını ödemektedirler (Siddiqui, Malik ve Shah, 2012: 69).

Paralel (parallel loan) krediler kapsamında faiz ödemeleri de, anlaşmaya konu dövizlere memleket içerisinde ödenen faizlerin birbirlerinden ayırımına bağlı olarak düzenlenmektedir. Paralel (parallel loan) kredi işlemlerinin bankacılık işleyişine rakip olarak gerçekleştirilmesi dolayısıyla da aracılık hizmeti genel olarak ticari bankalar dışındaki mali kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmektedir (Şakar, 2011: 69).

4.2.8.2. Döviz swapları

Döviz swapı; iki ayrı para biriminin ya da ayrı para birimlerine ilişkin sorumlulukların, gelecekteki bir tarihte değiştirilmesine olanak tanıyan bir sözleşme ile birlikte bugünden değiştirilmesini sağlamak amacıyla yapılan sözleşme olarak tanımlanabilmektedir. Döviz swapında; farklı para birimlerine ilişkin anaparalar, sözleşmeye konu edilen döviz kurundan karşılıklı olarak hemen değiştirilmektedir. Bununla birlikte değişimi uygun görülen farklı para birimleri, swap vadesinin sonunda muhataplara geri verilmekte ve bu işlem, müddetli

bir üstlenmeyle gerçekleştirilmektedir. Takaslamının vadesinin bitiminde para birimlerinin tekrardan değiştirilmesinde dikkate alınacak olan döviz kuru, ilk yapılan değişimde söz konusu olan ve uygulanan döviz kuru ile aynıdır (Yip ve Nguyen, 2012: 154).

Döviz swapı, genel olarak aşağıda verilen üç aşama kapsamında gerçekleştirilmektedir (Robinson, 2010: 135):

1. Farklı para birimlerine ilişkin anaparalara yönelik swap işlemi;
2. Swap süresi boyunca periyodik faiz ödemelerine yönelik swap işlemi ve
3. Swap sözleşmesinin sona ermesi aşamasında, anaparaların ilk değişiminde söz konusu edilen döviz kuru üzerinden yeniden gerçekleştirilen swap işlemi.

Swapın vadesinde söz konusu olan döviz kuru değişimleri, yeniden değişim aşamasında uygulanacak olan döviz kurunu etkilememektedir. Zira swap sözleşmesinin vadesi geldiğinde sözleşmenin tarafları, ilk değişimde dikkate alınan döviz kuru açısından anaparaları birbirlerine geri ödemektedirler. Döviz swap işlemleinde iki muhatabın da sözleşme bitiminde söz konusu edilecek olan döviz kurunu bilmeleri dolayısıyla, en son yükümlülükler döviz kuru tehlikesine karşı tümüyle güvende olmaktadır. Bununla birlikte anaparaların geri ödenmesi sürecinde yürütülecek olan döviz kuru başlangıçtaki döviz kuru olduğundan; döviz swaplarının neticelenmesi, dönemsel vadeli prim ödemeleri ya da vadeli şekilde gerçekleşen indirim tahsilatları biçiminde olabilmektedir (Ho, Huang ve Yıldırım, 2014: 162).

Döviz swapları, “sabit faizli döviz swapı” ve “çapraz döviz swapı” olarak iki şekilde incelenebilmektedir.

4.2.8.2.1. Sabit faizli döviz swapı

Sabit faizli döviz swapı; tarafların farklı döviz cinslerine göre, ancak spor kur üzerinden birbirine eşit ya da eşdeğer miktarda ve her biri sabit faiz üzerinden anlaşılan anapara borçlanmasına gitmelerini ifade etmektedir. Bu doğrultuda swap işlemi ile taraflardan her biri, diğerine hem faiz hem de anapara ödemesinde bulunmaktadır. Sabit faizli döviz swapında; belirli bir döviz borcuna yönelik belirlenmiş olan sabit faiz ödemeleri, farklı bir döviz cinsinden belirlenen borcun sabit faiz ödemesiyle takas edilmektedir. Bu

işlem kapsamında taraflar, benzer vadeli anaparalarını sabit faiz üzerinden karşılıklı olarak değiştirmektedirler (Uzunoglu, 2003: 136).

Bu bağlamda örneğin; çokuluslu bir ABD şirketi tarafından, Almanya'daki bir yan şirkete ABD Doları üzerinden kredi aktarılacak istendiğinde, Almanya'daki şirketin talebi üzerine kredi Euro cinsinden aktarılabilir. Kredi vadesinin sonunda ABD şirketi anaparayı faizi ile geri almak istediğinde, vade sonunda söz konusu olan döviz kuru değişimi dolayısıyla maruz kalacağı zararı önlemek için swap yapabilmektedir. ABD şirketi bunun için Swap Bank'a müracaat edebilmekte ve Almanya'daki şirketin elinde bulunan Euro'yu ABD Doları ile değiştirerek, ABD şirketinin ödemesini yapmaktadır. Bu swap işlemiyle de hem ABD'deki şirket hem de Almanya'daki şirket döviz kuru riskine karşı kendilerini koruyabilmektedirler (Özen, 2008: 83).

4.2.8.2.2. Çapraz döviz swapı

Çapraz döviz swapı (cross currency swap), döviz swapı ile faiz swapının birlikte kullanılmasını ifade etmektedir. Çapraz döviz swapı kapsamında taraflar; farklı para birimlerine ve farklı faiz yapılarına endeksli olarak sağladıkları kaynakları, swap işleminin başında karşılıklı olarak takas ettiklerinden para birimi birbirinden ayrıdır. Bu doğrultuda, faiz ödemelerinin de sistemi değişmektedir. Bununla birlikte orijinal kredi gereklilikleri takaslama işlemlerine konu edilememektedir (Levinson, 2007: 73).

Çapraz döviz swapında işlemler; sabit faizli para swapı kapsamındaki işlemler gibi gerçekleştirilmekle birlikte, tek ayırım sabit faizlinin dalgalı faizli başka bir para türü ile takas edilmesidir. Söz konusu edilen bu kapsamda çapraz döviz swapı, aşağıda verilen üç aşamada incelenebilmektedir (Levinson, 2005: 101):

- Türkiye'de konumlandırılan bir işletme ABD Doları üzerinden borçlandığında ve söz konusu olabilecek döviz kuru risklerine karşı kendisini korumak istediğinde, ABD Doları cinsinden borcunu başka bir para birimine ya da TL'ye swap edebilmektedir. Buna yönelik olarak aracı bankayla, TL ile ABD Doları'nın swap edilmesine yönelik bir sözleşme yapılmaktadır. Bu kapsamda da öncelikli olarak anapara, sözleşmenin yapıldığı tarihte belirlenen döviz kuru üzerinden swap işlemine konu edilmektedir.
- Swap sözleşmesinin devam ettiği süreçte, taraflar birbirlerine faiz ödemesi yapmakta ve faiz ödemesi, swap işlemine konu edilen anapara üzerinden

gerçekleştirilmektedir. Bu süreçte banka; tarafların her birine, karşı tarafın faiz ödemesini gerçekleştirmektedir.

- Swap sözleşmesinin vade sonu geldiğinde ise; taraflar tarafından konulmuş olan anaparalar, önceden belirlenen döviz kuru üzerinden swap işlemine konu edilmektedir.



5. BÖLÜM: GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Uluslararası ticaret sürecinde gündeme gelen riskleri minimize etmek ve/veya bu risklerden korunmak, uluslararası ticaret kapsamında faaliyette bulunan işletmelerin ortak amacı olarak görülebilmektedir. Dolayısıyla da işletmeler uluslararası ticaret sürecinde kârın maksimize ve risk seviyesinin minimize edilmesini önemsemektedirler. Ancak fon akımlarının farklı döviz cinslerinden meydana gelmesi durumunda, ulusal para birimi karşısında dövizlerin değer değişimleri belirsizlik gösterebilmektedir. Bu durum da neticesinde ortaya, döviz kuru riskini çıkarmaktadır.

Döviz kurlarında beklenmeyen değişimler görülmesi işletmeler için göz ardı edilemeyecek riskleri de beraberinde getirmektedir. Bu doğrultuda artık işletmeler için güçlü bir pazarlama stratejisine sahip olmak ya da ileri üretim teknolojilerini kullanmak yetersiz olmakta; bilakis döviz kuru risklerinden korunmaya yönelik yöntem, teknik ve araçlar işletmeler tarafından gereği gibi kullanılmadığında, işletmelerin büyük zararlara maruz kalmaları söz konusu olmaktadır.

Döviz kuru riskinden korunmayı sağlayan yöntem, teknik ve araçlar; işletmelerin belirli bir döneme endeksli varlık ya da yükümlülükleri bağlamında gündeme gelebilecek ters yöndeki fiyatların ve döviz kuru dalgalanmalarının zararını azaltmayı olanaklı kılmaktadır. Buna yönelik olarak da uluslararası ticaret kapsamında faaliyetlerini yürüten işletmeler, döviz kuru risklerini gözetmek doğrultusunda finansman kararlarını vermek durumundadırlar.

Bu kapsamda işletmeler; hızlandırma ve geciktirme (leading and lagging), çok yönlü yayılma (multilateral netting), vadesiz döviz işlemleri (spot currency transaction), eşleştirme (matching), vadeli piyasa (vadeli döviz işlemleri) ve gelecekte işlem piyasaları (future işlemleri – currency futures) kapsamındaki döviz kuru yöntem ve tekniklerini kullanabilmektedirler. Bununla birlikte işletmeler; forward, futures, swap ve opsiyon işlemlerine başvurmak doğrultusunda ve türev piyasalarını kullanarak da döviz kuru riskinden korunabilmektedirler.

Türev ürünler; işletmeleri döviz kuru riskinden korumakla birlikte, döviz kuru değişimlerinden kâr elde etmeyi ve farklı finansal piyasalarda işlem yapmayı da sağlamaktadır. Buna yönelik olarak da döviz kuru risk yönetimi kapsamındaki ilk uygulamaların, forward piyasalarda gerçekleştirildiği görülmektedir. Forward işlemler; gelecekte teslimi söz konusu olan dövizlerin kurunun bugünden belirlenmesini sağlayan sözleşmelere endeksli işlemler olmak bakımından, döviz kuru dalgalanmalarının neden olabileceği belirsizliklerin ortadan kaldırılmasını sağlamaktadır. Bu doğrultuda forward sözleşmelerini kullanarak işletmeler, döviz kuruna ilişkin gelecek belirsizliğini kendileri için belirli hale getirebilmektedirler.

Vadeli döviz sözleşmelerinin uzun dönem için uygulanamaması dolayısıyla da futures işlemlerin geliştirildiği görülmektedir. Futures işlemlerin forward işlemlerden temel farkı, organize borsalar aracılığıyla gerçekleştirilmeleridir. Bununla birlikte futures sözleşmelerin takas merkezinin korumasında bulunması da firmaların kredi riskine maruz kalmaları ihtimalini yok etmektedir. Aynı şekilde futures sözleşmelerin belirli bir standardizasyona endeksli olması da işletmeler açısından ayrıca bir güvence elde edilme sine sağlamaktadır.

Uluslararası ticaret faaliyetlerini yürüten işletmelerin döviz kuru riskinden korunabilmek hedefiyle uyguladıkları başka bir usul de, opsiyon sözleşmeleridir. Opsiyon sözleşmeleri; opsiyon sözleşmesini satın alan muhataba herhangi bir taahhütte bulunmaksızın, belirli bir miktardaki dövizin eskiden anlaşılmış olan döviz kuru üzerinden ve belirli bir süreye endeksli olarak ya da net bir vadede satma veya alma hakkı tanıyan sözleşmelerdir. Bu doğrultuda opsiyon sözleşmeleri; opsiyon sözleşmesini satın alan muhatapa hiçbir yükümlülük nakletmemekte ve yalnızca alma ya da satma hakkı tanımaktadır. Dolayısıyla da opsiyon sözleşmesini satın alan taraf; piyasa şartlarının lehine gelişmesi durumunda, opsiyon hakkını kullanmaktan vazgeçebilmektedir. Bu durumda da opsiyon sözleşmesini satın alan taraf için, tüm risk ödenen primle sınırlı kalmaktadır.

Türev ürünler kapsamında söz konusu edilen bir diğer ürün de 1970’li yıllar itibariyle kullanılmaya başlanan swap sözleşmeleridir. Swap piyasası rekabetçi üstünlük anlayışıyla işleyişlerini yürütmektedir. Bu doğrultuda da işletmeler, en iyi tanıdıkları piyasadan borçlanma ve ardından da döviz swapı üzerinden borçlarını diledikleri para cinsine çevirerek ödeme olanağına sahip olabilmektedirler.

Söz konusu edilen bu belirlenmeler doğrultusunda uluslararası ticaret kapsamında faaliyette bulunan işletmelerin başarılı olabilmeleri için, öncelikli olarak döviz kuru riskinden korunmaları gerektiği görölmektedir. Bununla birlikte işletmelerin döviz kuru riskinden korunma yöntem, teknik ve araçlarını seçerken, hangi aracın kendileri için daha uygulanabilir olduğunu gözetmeleri ve kendileri için en avantajlı olabilecek yöntem, teknik ve aracı tercih etmeleri gerekmektedir.



KAYNAKLAR

- Aabo, T., Høg, E. and Kuhn, J. (2010). Integrated Foreign Exchange Risk Management: The Role of Import in Medium – Sized Manufacturing Firms. *Journal of Multinational Financial Management*. 20, 235 – 250.
- Achsani, N. A., Fauzi, A. J. F. A. and Abdullah, P. (2010). The Relationship between Inflation and Real Exchange Rate: Comparative Study between Asean+ 3, the EU and North America. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*. 18, 70 – 76.
- Adam, A. 2012. *Exchange Rate Issues in the Maldives*. Unpublished PhD Thesis. Economics of The University of Canberra, Canberra.
- Ağcaer, A. 2003. *Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü Yayınları. Ankara.
- Ahmad, R., Rhee, S. G. and Wong, Y. M. 2012. Foreign Exchange Market Efficiency Under Recent Crises: Asia Pasific Focus. *Journal of International Money and Finance*. 31, 1574 – 1592.
- Ajevskis, V. and Vītola, K. 2009. Advantages of Fixed Exchange Rate Regime from a General Equilibrium Perspective. *Latvijas Banka Working Paper*. 4, pp. 1 – 54.
- Akel, V. 2006. *Finansal Yenilikler ve Risk Yönetim Tekniklerinin Finansal Gelişmişlik Üzerine Etkileri*. Erciyes Üniversitesi Yayınları. Kayseri.
- Akıncı, Ö., Çulha, O. Y., Özlale. Ü. ve Şahinbeyoğlu, G. 2005. *Causes and Effectiveness of Foreign Exchange Interventions for the Turkish Economy. Research Department*. Central Bank of the Republic of Turkey Departments of Economics. Bilkent University.

- Alba, J. D. and Papell, David H. 2007. Purchasing Power Parity and Country Characteristics: Evidence from Panel Data Tests. *Journal of Development Economics*. 83, 240 – 251.
- Altıntaş, M. 2006. *Bankacılıkta Risk Yönetimi ve Sermaye Yeterliliği*. Turhan Kitabevi. Ankara.
- Arce, O., Mayordomo, S. and Peña, J. I. 2013. Credit – Risk Valuation in The Sovereign CDS and Bonds Markets: Evidence from The Euro Area Crisis. *Journal of International Money and Finance*. 35. 124 – 145.
- Asghar, N., Qureshi, S. and Nadeem, M. 2015. Institutional Quality and Economic Growth: Panel ARDL Analysis for Selected Developing Economies of Asia. *A Research Journal of South Asian Studies*. 30(2), 381 – 403.
- Ayyıldız, C. 2002. *Döviz Kurlarında ve Faiz Oranlarında Meydana Gelen Değişiklerin Firma Kârlılığına Etkileri*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Azad, A. S. M. 2009. Random Walk and Efficiency Tests in the Asia Pasific Foreign Exchange Markets: Evidence from the Post – Asian Currency Crisis Data. *Research in International Business and Finance*. 23, 322 – 338.
- Bal, O. (2012). Döviz Kuru, Mevduat Faiz Oranı, Enflasyon ve Devlet İç Borçlanma Senetleri İlişkisi (1994 – 2008). *Akademik Bakış Dergisi*. 31, 1 – 20.
- Bartram, S. M., Brown, G. W. and Fehle, F. R. 2009. International Evidence on Financial Derivatives Usage. *Financial Management*, 38(1), 185 – 206.
- Beer, F. and Hebein, F. 2008. An Assessment of the Stock Market and Exchange Rate Dynamics in Industrialized and Emerging Markets. *International Business & Economics Research Journal*. 7 – 8, 59 – 70.

- Bilgin, M. H., Karabulut, G. ve Ongan, H. 2002. *Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansman Yapıları Üzerindeki Etkileri*. İstanbul Ticaret Odası (İTO) Yayınları. İstanbul.
- Birgili, M. 2013. *Teknik Analiz Yöntemini Kullanan Yatırımcıların Davranışsal Finans Modelleri İle Açıklanması: Türkiye’de Bir Araştırma*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Aydın.
- Bjørnland, H. C. 2009. Monetary Policy and Exchange Rate Overshooting: Dornbush was Right After All. *Journal of International Economics*. 79(1), 64 – 77.
- Bleaney, M. and Fielding, D. 1999. Exchange Rate Regimes, Inflation and Output Volatility in Developing Countries. *Credit Research Paper*. 99(4), 1 – 31.
- Breitung, J. and Candelon, B. 2005. Purchasing Power Parity during Currency Crises: A Panel Unit Root Test under Structural Breaks. *Review of World Economics*. 141(1), 124 – 140.
- Brunnermeier, M., Gorton, G. ve Krishnamurthy, A. 2013. Liquidity Mismatch Measurement. *Risk Topography: Systemic Risk and Macro Modeling*. University of Chicago Press. Chicago.
- Campos, M. I., Torres, J. L. and Villegas, E. 2006. The Credibility of the Venezuela Crawling – Band System. *Review Economic Rosario Bogota*. 9(2), 111 – 123.
- Canbaş, S. ve Doğukanlı, H. 2012. *Finansal Piyasalar*. Karahan Kitabevi. Adana.
- Cavallo, D. F. 2004. Monetary Regime and Exchange Rate Policy: Lessons from the Argentinean Experience. *Monetary Regime and Exchange Rate Policy: Lessons from the Argentinean Experience*. Harvard University. Harvard.
- Cengiz, V. 2008. Keynesyen ve Monetarist Görüşte Parasal Aktarım Mekanizması: Bir Karşılaştırma. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 22(1), 115 – 127.

- Cerrato, M. and Sarantis, N. 2008. Symmetry, Proportionality and the Purchasing Power Parity: Evidence from Panel Cointegration Tests. *International Review of Economics and Finance*. 17, 56 – 65.
- Chang, T. and Tzeng, H. W. 2011. Long – Run Purchasing Power Parity with Asymmetric Adjustment: Further Evidence from Nine Transition Countries. *Economic Modelling*. 28, 1383 – 1391.
- Chen, T. H. 2012. The Cointegration between Stock Prices and Exchange Rates: Evidence from Singapore. *Middle Eastern Finance and Economics*. 18, 126 – 133.
- Coffinet, J. 2005. The Single Monetary Policy and the Interest Rate Channel in France and the Euro Area. *Banque de France Bulletin Digest*. 139, July, 7 – 16.
- Coleman, A. 1999. Economic Integration and Monetary Union. *Treasury Working Paper*. 99(6), 1 – 51.
- Çağlar, Ü. 2003. *Döviz Kurları Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar*. Alfa Yayınevi, İstanbul.
- Çağlayan, E. ve Şak, N. 2009. OECD Ülkelerinde Satın Alma Gücü Paritesi: Panel Eşbütünleşme Yaklaşımı. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 26(1), 483 – 500.
- Çelik, İ. 2007. *Vadeli İşlem Piyasasında Fiyat Keşfi: İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda Ampirik Bir Uygulama*. Elma Yayınevi. İstanbul.
- Çiçek, M. 2014. A Cointegration Test for Turkish Foreign Exchange Market Efficiency. *Asian Economic and Financial Review*. 4(4), 451 – 471.
- Çömlekçi, İ. ve Güngör, B. 2012. Beş Yıldızlı Otel İşlemlerinde Muhasebe – Finans Yöneticilerinin Finansal Riskten Korunma Yöntemlerine İlişkin Algıları. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 33, 49 – 66.

- Çufadar, Ü. 2010. *Türkiye'deki Döviz Piyasalarının Katılımcıları ve Katılımcıların Piyasadan Beklentileri*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Daly, S. M. 2007. The Choice of Exchange Rate Regimes in The MENA Countries: a Probit Analysis. *The William Davidson Institute at the University of Michigan William Davidson Institute Working Paper*. 899, October, 1 – 21.
- Dibooğlu, S. 1996. Real Disturbances, Relative Prices and Purchasing Power Parity. *Journal of Macroeconomics*. 18(1), 69 – 87.
- Doğan, B., Eroğlu, Ö. ve Değer, O. (2016). Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 6(1), 405 – 425.
- Doğanay, M. and Koçsoy, M. (2011). A Field Study Concerning The Effects of Economic Crisis on International Trading Companies and The Measures Taken. *African Journal of Business Management*. 5(22), 9477 – 9489.
- Doğanlar, M. 2006. Long – Run Validity of Purchasing Power Parity and Cointegration Analysis for Central Asian Countries. *Applied Economics Letters*. 13, 457 – 461.
- Doğukanlı, H. (2001). *Uluslararası Finans*. Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları. Adana.
- Dooley, M., Folkerts – Landau, D. and Garber, P. 2009. Bretton Woods – II Still Defines The International Monetary System. *Pasific Economic Review*. 14(3), 297 – 311.
- Dönmez, Ç. A., Başaran, Y., Doğru, G., Yılmaz, M. K., Uğur, S., Kartallı Y. ve Ugan, G. 2002. *Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş*. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Yayınları. İstanbul.
- Dunn, R. M. Jr. 1983. The Many Disappointments of Flexible Exchange Rates. *Princeton University International Finance Section Department of Economics Essays in International Finance*. 154, December, 19 – 23.

- Dutttagupta, R., Fernandez, G. and Karacadağ, C. 2005. Moving to a Flexible Exchange Rate How, When, and How Fast? *IMF Economic Issues*. 38, 1 – 30.
- Edwards, S. and Savastano, M. A. 1999. Exchange Rates in Emerging Economies: What do We Know? What do We Need to Know? *NBER Working Paper Series*. 7228, 1 – 74.
- Eğilmez, M. ve Kumcu, E. 2002. *Ekonomi Politikası*. Om Yayınları. İstanbul.
- Eiteman, D. K., Stonehill, A. and Moffett, M. H. 2015. *Multinational Business Finance*. Pearson Education Limited. London.
- Erçel, G. 2003. *Bıçak Sirtında*. Dünya Yayıncılık. İstanbul.
- Erdoğan, N. 1995. *Uluslararası İşletmelerde Mali Risk ve Yönetimi – Çağdaş Finansman Teknikleri*. Kent Matbaacılık. İstanbul.
- Ersan, E. 2008. *International Fisher Effect: A Reexamination Within The Co – Integration and Frameworks*. A Thesis Submitted to The Graduate School of Social Sciences of Middle East Technical University. Ankara.
- Ertürk, E. 2006. *Uluslararası İktisadi Birleşmeler Teori ve Türkiye'nin İçinde Bulunduğu İktisadi Birleşme Hareketleri (GATT – 1947, GATT – 1994, WTO, AB, ECO, KEİB, ICO)*. Alfa Yayınevi. İstanbul.
- Evans, M. D. D. 2010. Order Flows and the Exchange Rate Disconnect Puzzle. *Journal of International Economics*. 80, 58 – 71.
- Fausten, D. K. 2012. Exchange Rate Regimes. *International Economics, Finance and Trade*. 1, 1 – 6.

- Fejzaj, E. 2014. Determination of Exchange Rate Regimes in an Unstable Economy. *International Journal of Innovative Research in Science, Engineering and Technology*. 3(4), April, 10849 – 10852.
- Fisher, I. 1930. *The Theory of Interest*. The Macmillan Company. USA.
- Gök, A. 2006. Alternatif Döviz Kuru Sistemleri. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 21(1), 131 – 145.
- Gündoğdu, M. K. (2013). *Döviz Kurunun Fiyatlara Geçiş Etkisi: Türkiye Çalışması*. Türkiye İş Bankası Yayınları. İstanbul.
- Gylfason, T. 200. Fix or Flex? Alternative Exchange Rate Regimes in an Era of Global Capital Mobility. *North American Journal of Economics and Finance*. 11, 173 – 189.
- Hacıoğlu, V. ve Yerlikaya, Ö. 2014. Fisher Hipotezi ve Beklentilerin Rolü. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Dergisi*. 64(2), 109 – 130.
- Hacıoğlu – Deniz, M. 2020. *Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş – Tarihsel Gelişimi, Temel Fonksiyonları ve Pratik İşleyişi*. Akademisyen Kitabevi. İstanbul.
- Hammoudeh, S. M., Sarı, R., Uzunkaya, M. ve Liu, T. 2013. The Dynamics of BRICS's Country Risk Ratings and Domestic Stock Markets, U.S. Stock Market and Oil Price. *Mathematics and Computers in Simulation*. 94, 277 – 294.
- Hatemi, J. A. and Roca, E. 2005. Exchange Rates and Stock Prices: Interaction During Good and Bad Times: Evidence from the Asean 4 Countries. *Applied Financial Economics*. 15, 539 – 546.
- Ho, H. W., Huang, H. H. and Yıldırım, Y. 2014. Affine Model of Inflation – Indexed Derivatives and Inflation Risk Premium. *European Journal of Operational Research*. 235, 159 – 169.

- Hodson, D. 2007. Macroeconomic Co – ordination in the Euro Area: The Scope and Limits of the Open Method. *Journal of European Public Policy*. 11(2), April, 231 – 248.
- Holland, M. and Vieirai, F. V. 2009. Exchange Rate Dynamics in Brazil. *Escola de Economia de São Paulo*. 1, October, 1 – 28.
- Hoque, A. and Kalev, P. S. 2015. Pricing Currency Options with Intra – Daily Implied Volatility. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*. 9(1). 43 – 56.
- Ito, T., Koibuchi, S., Sato, K. and Shimizu, J. 2015. Exchange Rate Exposure and Risk Management: The Case of Japanese Exporting Firms. *NBER Working Paper*. 21040, 1 – 24.
- İbrahim, J., Long, Y., Ghani, H. A. and Salleh, S. I. M. 2011. Weak – Form Efficiency of Foreign Exchange Market in The Organisation for Economic Cooperation and Development Countries: Unit Root Test. *International Journal of Business and Management*. 6(6), 55 – 65.
- Ismael, R. 2010. Assessment of Liquidity Management in Islamic Banking Industry. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*. 3(2), 147 – 167.
- Ito, T., Koibuchi, S., Sato, K. and Shimizu, J. 2015. Exchange Rate Exposure and Risk Management: The Case of Japanese Exporting Firms. *NBER Working Paper*, 21040, 1 – 24.
- Jenkins, M. and Snaith, S. M. 2005. Test of Purchasing Power Parity Via Cointegration Analysis of Heterogeneous Panels with Consumer Price Indices. *Journal of Macroeconomics*. 27, 345 – 362.
- Kalyoncu, H., Kula, F. ve Aslan, A. 2010. The Validity of Purchasing Power Parity Hypothesis in Middle East and Northern African Countries. *Romanian Journal of Economic Forecasting*. 4(13), 125 – 131.

- Kansu, A. 2006. *Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri – Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri*. Güncel Yayıncılık. İstanbul.
- Karluk, S. R. 2013. *Uluslararası Ekonomi – Teori ve Politika*. Beta Yayınevi. İstanbul.
- Kaya, A. A. ve Güçlü, M. 2005. Döviz Kuru Rejimleri, Krizler ve Arayışlar. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*. 16(55), 1 – 15.
- Kemal, Y., Mehmet, M. ve Kostakoğlu, S. F. 2013. Satın Alma Gücü Paritesi'nin Geçerliliğinin Test Edilmesi: Zaman Serisi ve Panel Veri Analizi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 8(3), 75 – 95.
- Kepenek, Y. ve Yentürk, N. 2010. *Türkiye Ekonomisi*. Remzi Kitabevi. İstanbul.
- Ketboğa, M. 2019. Döviz Kuru Tahmin Yöntemlerinin Özellikleri, Döviz Kuru Hareketlerini Belirlemedeki Üstün ve Zayıf Yanları. *Giresun Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. 10, Sonbahar Dönemi, 33 – 43.
- Khan, M. M. and Akbar, M. I. 2013. The Impact of Political Risk on Foreign Direct Investment. *International Journal of Economics and Finance*. 5(8), 147 – 156.
- Korkmaz, T. 2011. *Hisse Senedi Opsiyonları*. Ekin Kitabevi. Bursa.
- Korkmaz, T. ve Çevik, E. İ. 2013. *Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Politikalarının Dış Ticaret ve Temel Makroekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkisi: 2003 – 2012 Dönemi*. Bursa Sanayicileri ve İşadamları Derneği (BUSİAD) Yayınları. Bursa.
- Korkmaz, T., Çevik, E. İ. ve Çevik – Kırıcı, N. 2013. Satın Alma Gücü Paritesinin Azerbaycan, Kazakistan ve Kırgızistan İçin Geçerliliği: Birim Kök ve Eşbütünleşme Analizi. *Bilgi Dergisi*. 64, 259 – 284.
- Krugman, P. R., Obstfeld, M. and Melitz, M. 2012. *International Economics: Theory and Policy*. The Pearson Series in Economics. Boston.

- Lean, H. H. and Smyth, R. 2013. Are Fluctuations in US Production of Renewable Energy Permanent or Transitory? *Applied Energy*. 101, 483 – 488.
- Lean, H. H., Narayan, P. and Smyth, R. 2011. Exchange Rate and Stock Price Interaction In Major Asian Markets: Evidence for Individual Countries and Panels Allowing for Structural Breaks. *The Singapore Economic Review*. 56(2), 255 – 277.
- Levinson, M. 2005. *Guide to Financial Markets*. Profile Books Limited. London.
- Levinson, M. 2007. *Finansal Piyasalar Kılavuzu*. Çeviren: Yavilioğlu, C., Ege, İ. ve Kurt, G., Liberte Yayınları. Ankara.
- Lothian, J. R. and Taylor, M. P. 2000. Purchasing Power Parity Over Two Centuries: Strengthening the Case for Real Exchange Rate Stability Reply to Cuddington and Liang. *Journal of International Money and Finance*. 19, 759 – 764.
- Lovcha, Y. and Laborda – Perez, A. 2010. Is Exchange Rate – Customer Order Flow Relationship Linear? Evidence from The Hungarian FX Market. *MNB Working Papers*. 10, 1 – 31.
- MacDonald, R. 2007. *Exchange Rate Economics: Theories and Evidence*. Routledge Press. New York.
- Madura, J. 2013. *International Financial Management*. Cengage Learning. Florida.
- Maki, D. 2012). Tests for Cointegration Allowing for an Unknown Number of Breaks. *Economic Modelling*. 29(5), 2011 – 2015.
- McNown, R. and Wallace, M. S. 1994. Cointegration Tests of The Monetary Exchange Rate Model for Three High – Inflation Economies. *Journal of Money, Credit and Banking*. 26(3), 396 – 411.

- Mehrara, M. and Oryare, A. R. 2012. Efficient Market Hypothesis in Foreign Exchange Market Before and after The Global Financial Crisis of 2007 – 08. ***International Journal of Business and Social Science***. 3(9), 165 – 167.
- Mehrotra, A. N. 2007. Exchange and Interest Rate Channels During a Deflationary Era – Evidence from Japan Hong Kong and China. ***Journal of Comparative Economics***. 35, 188 – 210.
- Mishin, F. S. and Simon, J. 1995. An Empirical Examination of the Fisher Effect in Australia. ***NBER Working Paper Series***. 5080, 1 – 25.
- Mishkin, F. S. 1991. Is the Fisher Effect for Real? A Reexamination of the Relationship between Inflation and Interest Rates. ***Journal of Monetary Economics***. 30(2), November, 195 – 215.
- Moheput, A. 2008. Issues on the choice of Exchange Rate Regimes and Currency Boards – An Analytical Survey. ***The University of Warwick Department of Economics Warwick Economic Research Papers***. 855, 1 – 41.
- Murari, K. 2015. Exchange Rate Volatility Estimation Using GARCH Models, with Special Reference to Indian Rupee Against World Currencies. ***IUP Journal of Applied Finance***. 21(1), January, 22 – 37.
- Murray, J. 2000. Revisiting the Case for Canada’s Flexible Exchange Rate. ***World Economic Affairs***. Autumn, 49 – 55.
- Mutluay, A. H. ve Turaboğlu, T. T. 2013. Döviz Kuru Değişimlerinin Firma Performansına Etkileri: Türkiye Örneği. ***Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi***. 7(1), 59 – 78.
- Nurcan, B. 2005. ***Türev Piyasası İşlemlerinin Vergilendirilmesi ve Örnek Ülke Uygulaması***. TCMB Uzmanlık Yeterlik Tezi, Ankara.
- O’Connell, P. G. J. 1988. The Overvaluation of Purchasing Power Parity. ***Journal of International Economics***. 44, 1 – 9.

- Oksay, S. 2001. ***Döviz Kuru ve Ödemeler Bilançosu Politikaları: Türkiye (1923 – 2000)***. Beta Yayınevi. İstanbul.
- Onaran, B. D. 2010. ***Forecasting Exchange Rates Using Artificial Neural Networks***. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Bilgi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Onafowora, O. 2003. Exchange Rate and Trade Balance in East Asia: Is There a J – Curve? ***Economics Bulletin***. 5(18), 1 – 13.
- Osler, C. L. 2006. Macro Lessons from Microstructure. ***International Journal of Finance and Economics***. 11(1), 55 – 80.
- Öruç, E. 2016. Fisher Etkisi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama. ***Kastamonu İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi***. 13, 297 – 311.
- Özbay, P. 1997. ***Avrupa Para Birliği ve Euro***. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Yayınları. Ankara.
- Özçalık, M. ve Soysal, M. 2016. ***Finansal Kurumlar ve Finansal Krizlerin Ekonomik Etkileri***. Ekin Kitabevi. Bursa.
- Özen, E. 2008. ***İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda Hisse Senedine Dayalı Futures İşlemlerin Spot Piyasa Etkinliğine Katkısı: İMKB 30 Endeksi İçin Bir Uygulama***. Yayımlanmamış Doktora Tezi. Afyonkarahisar Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Afyonkarahisar.
- Özpençe, Ö. 2009. ***Avrupa Parasal Birliği'nde Maliye Politikası Koordinasyonu ve Türkiye Analizi***. T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı Yayınları. Ankara.
- Palley, T. I. 2003. The Economics of Exchange Rates and The Dollarization Debate. ***International Journal of Political Economy***. 33(1), Spring, 61 – 82.

- Pan, M. S., Fok, R. C. W. and Liu, Y. A. 2007. Dynamic Linkages between Exchange Rates and Stock Prices: Evidence from East Asian Markets. *International Review of Economics and Finance*. 16(4), 503 – 520.
- Papell, D. H. 1997. Searching for Stationarity: Purchasing Power Parity Under the Current Float. *Journal of International Economics*. 43(3 – 4), 313 – 332.
- Parasız, İ. 2013. *Makro Ekonomi Teori ve Politika*. Ezgi Kitabevi. Bursa.
- Parasız, İ. ve Yıldırım, K. 1994. *Uluslararası Finansman Teori ve Uygulama / Dışa Açık Makro Ekonomiye Giriş*. Ezgi Kitabevi. Bursa.
- Parlakkaya, R. 2005. *Finansal Türev Ürünler İle Mali Risk Yönetimi ve Muhasebe Uygulamaları*. Nobel Yayınevi. Ankara.
- Payne, J., Lee, J. and Hofler, R. 2005. Purchasing Power Parity: Evidence from a Transition Economy. *Journal of Policy Modeling*. 27, 665 – 672.
- Peseran, M. H. 2006. Estimation and Inference in Large Heterogeneous Panels with a Multifactor Error Structure. *Econometrica*. 74, 967 – 1012.
- Phylaktis, K. and Ravazzolo, F. 2005. Stock Prices and Exchange Rate Dynamics. *Journal of International Money and Finance*. 24, 1031 – 1053.
- Piros, C. D. and Pinto, J. E. 2013. *Economics for Investment Decision Makers*. John Wiley & Sons. New Jersey.
- Piyasa Rehberi – Piyasa Temelli Döviz Kuru Tahmini Yöntemi. 2021. *Piyasa Rehberi Resmi İnternet Sitesi*. <https://piyasarehberi.org/piyasa/194-doviz-kuru-tahmin-yontemleri>, Erişim: 15.04.2021.
- Poon, S. H. and Granger, C. W. J. 2003. Forecasting Volatility in Financial Markets: A Review. *Journal of Economic Literature*. 41(2), 478 – 539.

- Pramborg, B. 2005. Foreign Exchange Risk Management by Swedish and Korean Nonfinancial Firms: A Comparative Survey. *Pacific – Basin Finance Journal*. 13, 343 – 366.
- Ramirez, M. D. and Khan, S. 1999. A Cointegration Analysis Purchasing Power Parity: 1973 – 1996. *International Advances in Economic Research*. 5(3), 369 – 385.
- Rao, B. B. and Kumar, S. 2009. A Panel Data Approach to the demand for Money and the Effects of Financial Reforms in the Asian Countries. *Economic Modelling*. 26, 1012 – 1017.
- Rivera – Batiz, F. L. and Rivera – Batiz, L. 1994. *International Finance and Open Economy Macroeconomics*. Macmillan. USA.
- Robert, I. and Tyers, R. 2001. China's Exchange Rate Policy: The Case for Greater Flexibility. *School of Economics Faculty of Economics and Commerce Australian National University Research Papers*. September, 1 – 36.
- Robinson, S. 2010. *To Hedge or Not to Hedge, Approaches to Enterprise Risk Management*. Bloomsbury Publishing. London.
- Savaş, V. F. 2000. *Çağımızın Deneyi Euro*. Siyasal Kitabevi. Ankara.
- Seyidoğlu, H. 2003. *Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama*. Güzem Can Yayınları. İstanbul.
- Seyidoğlu, H. 2016. *Uluslararası Finans*. Güzem Cem Yayınları. İstanbul.
- Siddiqui, S., Malik, S. K. and Shah, S. Z. 2012. Impact of Interest Rate Volatility on Non – Performing Loans in Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*. 84, 66 – 75.
- Sideris, D. 2006. Testing for Long Run in a System Context: Evidence for the US, Germany and Japan. *Journal of International Financial Markets, Institution and Money*. 16(2), 1 – 19.

Sikwila, M. N. 2013. Dollarization and the Zimbabwe's Economy. *Journal of Economics and Behavioral Studies*. 5(6), June, 398 – 405.

Smyth, R. and Nandha, M. 2003. Bivariate Causality between Exchange Rates and Stock Prices in South Asia. *Applied Economic Letters*. 10, 699 – 704.,

Solakoğlu, E. G. 2006. Testing Purchasing Power Parity Hypothesis for Transition Economies. *Applied Financial Economics*. 16, 561 – 568.

Solakoğlu, M. N. 2010. Exchange Rate Exposure and Real Exports. *Applied Economics Letters*, 17, 457 – 462.

Stockman, A. C. 1999. Choosing an Exchange – Rate System. *Journal of Banking & Finance*. 23(1999), 1483 – 1498.

Su, C. W., Chang, T. and Liu, Y. S. 2012. Revisiting Purchasing Power Parity for African Countries: With Nonlinear Panel Unit – Root Tests. *Applied Economics*. 44, 3263 – 3273.

Sukar, A. H. and Hassan, S. 2001. U.S. Exports and Time Varying Volatility of Real Exchange Rate. *Global Finance Journal*. 12(1), 109 – 119.

Şahbaz, N. ve İnkaya, A. 2014. Türk Bankacılık Sektöründe Sorunlu Krediler ve Makro Ekonomik Etkileri. *Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*. 1(1), 69 – 82.

Şakar, B. 2011. *Banka Kredileri ve Yönetimi*. Beta Yayınevi. İstanbul.

Tanınmış – Yücememiş, B. ve Sözer, İ. A. 2011. Bankalarda Takipteki Krediler: Türk Bankacılık Sektöründe Takipteki Kredilerin Tahminine Yönelik Bir Model Uygulaması. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*. 3(5), 43 – 56.

Tarı, R. ve Yıldırım, Ç. 2009. Döviz Kuru Belirsizliğinin İhracata Etkisi: Türkiye İçin Bir Uygulama. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*. 16(2), 95 – 105.

- Taylor, A. M. 2002. A Century of Purchasing Power Parity. *The Review of Economics and Statistics*. 84(1), 139 – 150.
- Taylor, M. P. 2003. Purchasing Power Parity. *Review of International Economics*. 11(3), 436 – 452.
- Tekbacak, S. 2010. *Opsiyonlar ve Döviz Opsiyonlarının Merkez Bankalarında Döviz Kuruna Müdahale Aracı Olarak Kullanımı*. T.C. Merkez Bankası Muhasebe Genel Müdürlüğü Yayınları. Ankara.
- Telatar, E. and Hasanov, M. 2009. Purchasing Power Parity in Transition Economies: Evidence from the Commonwealth of Independent States. *Post – Communist Economies*. 21, 157 – 173.
- Thiam, I. 2011. Mixed Exchange Rate Regime in the West African Economic and Monetary Union (WAEMU). *Journal of Economics and International Finance*. 3(16), December, 787 – 792.
- Tkalec, M. and Vizek, M. 2011. Purchasing Power Parity in a Transition Country: The Case of Croatia. *Comparative Economic Studies*. 53, 223 – 238.
- Tuncay, A. C. 1999. 21. Yüzyılın Eşiğindeki Dev Oluşum: Euro ve Muhtemel Etkileri. *Çimento İşveren Dergisi*. 1(13), 22 – 27.
- Uçan, O. 2013. *Döviz Kuru Dinamikleri*. Seçkin Yayıncılık. Ankara.
- Uyar, S. ve Gürhan, E. 2007. İşletmeler Döviz Kurundaki Dalgalanmalardan Nasıl Korunmalıdır? *Türev Piyasalar Önerisi*. Muhasebe Türkiye Yayınları. İstanbul.
- Uzunoglu, S. 2003. *Yeni Finansman Teknikleri*. STRATA Yayınevi. İstanbul.
- Ünal, O. ve Altın, H. 2010. Döviz Kur Riski İle Şirket Değeri Arasındaki İlişkinin İMKB Otomotiv Sektöründe Analizi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 26, 277 – 287.

Ünsal, E. M. 2011. **Makro İktisat**. İmaj Yayıncılık. Ankara.

Vadeli İşlem Borsaları İçin Temel Rehber: Futures ve Options. 1993. İzmir Ticaret Borsası Yayınları. İzmir.

Vergil, H. 2002. Exchange Rate Volatility in Turkey and Its Effect on Trade Flows. **Journal of Economic and Social Research**. 4(1), 83 – 99.

Vodova, P. 2011. Liquidity of Czech Commercial Banks and its Determinants. **International Journal of Mathematical Models and Methods in Applied Sciences**. 5(6), 1060 – 1067.

Xiaolian, H. 2010. A Managed Floating Exchange Rate Regime is an Established Policy. **BIS Review**. 96, 1 – 4.

Yalçın, K. 2008. **Uluslararası Finansman**. Gazi Kitabevi. Ankara.

Yalta, A. 2011. **Para Teorisi ve Politikası Ders Notları**. Türkiye Bilimler Akademisi (TÜBA) Yayınları. Ankara.

Yıldırım, M. 2015. **Finansal Yönetim**. Beta Yayınevi. İstanbul.

Yılmaz, S. 2010. **Ticari Bankalarda Kredi Portföyü ve Kredi Riski Yönetimi – Bankacılık Sektöründe Bir Uygulama**. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.

Yiğit, M., Yılmaz, A. ve Ergeç, E. H. 2013. Avrupa Para Sistemi. **Ekonominin AB'si**. Editör: Güner, Ü., Ekin Kitabevi. Bursa.

Yip, W. H. and Nguyen, H. 2012. Exchange Rate Exposure and the Use of Foreign Currency Derivatives in The Australian Resources Sector. **Journal of Multinational Financial Management**. 22, 151 – 167.

- Yuca, H. 2012. *Bankacılık Sektöründe Takipteki Krediler – Teminat İlişkisi: Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Bir Uygulama*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Bolu.
- Yue, Y. D. and Zhou, S. H. 2007. Empirical Analysis of the Monetary Policy Transmission Through Interest Rate Channel in China. *Chinese Business Review*. 6(3), 8 – 13.
- Zaidi, I. M. 2006. Exchange Rate Flexibility and the Monetary Policy Framework in Pakistan. *SBP – Research Bulletin*. 2(1), 115 – 140.
- Zengin, S. ve Yüksel, S. 2016. Likidite Riskini Etkileyen Faktörler: Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Bir İnceleme. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 29, 77 – 95.
- Zhang, S. and Lowinger, T. C. 2006. An Empirical Test of Purchasing Power Parity in Selected Developing Countries: A Panel Data Approach. *International Economic Journal*. 20, 79 – 86.