

**DÖVİZ KURU BELİRSİZLİĞİ VE YATIRIMLAR:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ (1988-2007)**

Haluk KOÇ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İKTİSAT ANABLİM DALI

2010

Her hakkı saklıdır.

**T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

Haluk KOÇ

**DÖVİZ KURU BELİRSİZLİĞİ VE YATIRIMLAR:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ (1988-2007)**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**TEZ YÖNETİCİSİ
Doç. Dr. M. Kemal DEĞER**

ERZURUM – 2010

TEZ KABUL TUTANAĞI

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Bu çalışma, İktisat Anabilim Dalının İktisadi Gelişme ve Uluslararası İktisat Bilim Dalında jürimiz tarafından Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Doç. Dr. M. Kemal DEĞER
Danışman/Jüri Üyesi



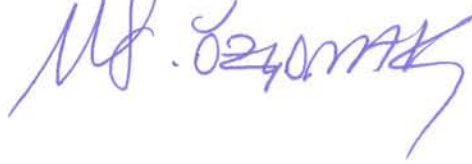
Prof.Dr. Ö. Selçuk EMSEN

Jüri Üyesi



Y.Doç.Dr. M. Suphi ÖZÇOMAK

Jüri Üyesi



Yukarıdaki imzalar adı geçen öğretim üyelerine aittir. ... / ... / 2010

Prof. Dr. Mustafa YILDIRIM
Enstitü Müdürü

İÇİNDEKİLER

Sayfa No:

ÖZET	V
ABSTRACT	VI
TEŞEKKÜR	VII
TABLolar DİZİNİ	VIII
KISALTMALAR	IX
ŞEKİLLER	X
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

1. DÖVİZ KURU TEORİLERİ VE DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ	4
1.1. Giriş	4
1.2. Döviz Kuru Teorileri	4
1.2.1. Dış ticaret akımları yaklaşımı	5
1.2.2. Satınalma gücü paritesi yaklaşımı	6
1.2.2.1. Mutlak satınalma gücü paritesi	7
1.2.2.2. Göreceli satınalma gücü paritesi	8
1.2.2.3. Faiz haddi paritesi teorisi	10
1.2.3. Parasalcı yaklaşım	11
1.2.3.1. Mundell-Fleming modeli	13
1.2.3.2. Dornbusch modeli: Yapışkan fiyatlar	15
1.2.3.3. Optimum para alanı	17

1.2.3.4. Güvenilirlik yaklaşımı	17
1.2.3.5. Para ikamesi yaklaşımı	19
1.1.4. Portföy dengesi yaklaşımı (varlık piyasası modeli)	19
1.2.5. Döviz kurlarının oluşumuna yönelik diğer yaklaşımlar	22
1.3. Döviz Kuru Sistemleri	24
1.3.1. Sabit Kur Sistemi	25
1.3.1.1. Altın para standardı	25
1.3.1.2. Resmi dolarizasyon	26
1.3.1.3. Para kurulu (currency board)	27
1.3.1.4. Ayarlanabilir sabit kur sistemleri	29
1.3.1.4.1. Yönlendirilmiş sabit aralık–sürünen bant (crawling band)	29
1.3.1.4.2. Yönlendirilmiş sabit parite – sürünen parite (crawling peg)	30
1.3.2. Dalgalı Döviz Kuru Rejimleri	31
1.3.2.1. Serbest dalgalanan döviz kuru rejimi	31
1.3.2.2. Yönetimli dalgalanan döviz kuru rejimleri	33
1.3.2.2.1. Aralık içinde dalgalanma (Floating within a Band)	34
1.3.2.2.2. Kaygan aralık (Sliding Band)	34
1.3.2.2.3. Ortak para alanları	34
1.3.3. Dalgalı ve Sabit Kur Sistemlerinin Avantaj ve Dezavantajları	37
1.3.3.1. Dalgalı kurların avantajları ve sabit kurların dezavantajları	37
1.3.3.2. Dalgalı kurların dezavantajları ve sabit kurların avantajları	39

1.4. Sonuç.....	42
-----------------	----

İKİNCİ BÖLÜM

2. DÖVİZ KURU BELİRSİZLİKLERİ VE YATIRIMLAR:TEORİ VE LİTERATÜR ÖZETİ.....	45
--	-----------

2.1. Giriş.....	45
-----------------	----

2.2. Döviz Kuru Belirsizliğini Ölçmeye Yönelik Yaklaşımlar.....	45
---	----

2.3. Döviz Kuru Belirsizliği ve Yatırımlar.....	48
---	----

2.4. Literatür Özeti.....	54
---------------------------	----

2.4.1. Reel döviz kuru belirsizliği ve yatırımlar arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmalar.....	54
---	----

2.4.2. Diğer belirsizlikler ve yatırımlar arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmalar.....	62
---	----

2.4.3. Reel döviz kuru belirsizliği ve ihracat, ithalat, doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi inceleyen diğer araştırmalar.....	65
--	----

2.5. Sonuç.....	68
-----------------	----

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE DÖVİZ KURU BELİRSİZLİĞİ VE YURTİÇİ YATIRIMLAR.....	70
---	-----------

3.1. Giriş.....	70
-----------------	----

3.2. Çalışmanın Amacı.....	70
----------------------------	----

3.3. Çalışmanın Veri Seti.....	70
--------------------------------	----

3.4. Ekonometrik Yöntem ve Bulgular	72
3.4.1. Durağanlık Sınaması.....	72
3.4.2. Toda-Yamamoto Nedensellik Test Sonuçları	74
3.5. Sonuç.....	85
SONUÇ	86
KAYNAKLAR	89
ÖZGEÇMİŞ	96

ÖZET**YÜKSEK LİSANS TEZİ****DÖVİZ KURU BELİRSİZLİĞİ VE YATIRIMLAR:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ (1988-2007)****Haluk KOÇ****Danışman: Doç. Dr. M. Kemal DEĞER
2010 - SAYFA: 96****Jüri: Doç. Dr. M. Kemal DEĞER
Prof. Dr. Ö. Selçuk EMSEN
Y. Doç. Dr. M. Suphi ÖZÇOMAK**

Yatırımlar, ekonomi politikalarında önemli bir yere sahiptir. Teorik olarak belirsizlik, yatırım kararını etkileyen önemli faktörden biridir. Belirsizlik kavramı, ilk olarak 1980’lerde yatırımların belirleyicilerinden biri olarak ekonomik literatüre girmiştir. Bununla birlikte belirsizliğin yatırımlar üzerindeki etkilerine dair iki farklı görüş vardır. Görüşlerden ilki, riskten kaçınan yatırımcı davranışı ile belirsizliğin yatırımlar üzerindeki olumsuz etkilerine işaret ederken, ikincisi ise risk arzulayan yatırımcı varsayımından hareketle belirsizliğin kârları artırarak, yatırım artışına neden olabileceğini ifade eder.

Belirsizliklerin farklı kökenleri olsa da bu çalışmada döviz kuru belirsizliğinin yatırımlar üzerindeki etkileri inceleme konusu yapılmıştır. Artan küreselleşme sonucu kurdaki hareketler ve dolayısıyla kurdaki belirsizlik, yatırımcılar açısından önemi giderek artan bir faktör halini almıştır. Bu nedenle çalışma üç ana başlık altında şekillendirilmiştir. Çalışmanın birinci bölümünde döviz kurunda değişmelere ve dalgalanmalara yola açan faktörlere açıklama getiren teoriler yanında döviz kuru belirsizliğiyle doğrudan ilintili olan döviz kuru sistemlerine yer verilmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde ise döviz kuru belirsizliğinin ölçülmesi yanında döviz kuru belirsizliğinin yatırım üzerine etkilerini ele alan ampirik çalışmaların bulguları da irdelenmiştir.

Çalışmanın son bölümünde ise 1980 sonrası dönemde dünya ekonomisine daha fazla entegre olan Türkiye ekonomisi örneğinde döviz kuru belirsizliğinin toplam ve özel sektör yatırımları üzerindeki etkileri, ekonometrik yöntemlerle inceleme konusu yapılmıştır. Çalışmada 1988:Q1-2007:Q3 dönemine ait üçer aylık veriler dikkate alınarak Toda-Yamamoto nedensellik testleri uygulanmıştır. Çalışmada elde edilen bulgular, döviz kuru belirsizliğinden hem toplam hem de özel sektör yatırımlara doğru tek yönlü bir nedensel bir ilişkinin varlığını ortaya koymaktadır. Dolayısıyla bu bulgu, Türkiye ekonomisinde yapılacak yatırımlar açısından döviz kuru istikrarının önemine işaret etmektedir.

ABSTRACT**MASTER THESIS****EXCHANGE RATE UNCERTAINTY AND INVESTMENTS:
THE CASE OF TURKEY (1988-2007)****Haluk KOÇ****Supervisor: Assoc. Prof. Dr. M. Kemal DEĞER****2010 - PAGE: 96****Jury: Assoc. Prof. Dr. M. Kemal DEĞER****Prof. Dr. Ö. Selçuk EMSEN****Assist. Prof. Dr. M. Suphi ÖZÇOMAK**

Investment has an important place in economic policies. Theoretically, uncertainty is one of the important factors affecting investment decisions. The concept of uncertainty has primarily entered into economic literature, as one of the determinative issues in 1980s. However, there are two different opinions about impact on investment of uncertainty. First opinion is point the negative impact of uncertainty on investments by the behavior of investor risk aversion. The second opinion points that uncertainty causes investment arise by increasing profit with the assumption of investors having risk appetite.

Although there are different origins of uncertainty, in this thesis it is studied on effect of exchange rate uncertainty on investment. As a result of increased globalization exchange rate volatility and its uncertainty has been a major factor for the investors. For this reason, this thesis has been shaped under three main parts. It is mentioned about theories that explaining factors causing exchange rate changes and volatilities in the first part of this study. In addition to this exchange rate systems directly related to exchange rate uncertainty taken place in the first part. In the second part, it is mentioned exchange rate uncertainty measurement and it is discussed findings of empirical studies about effect of exchange rate uncertainty on investment.

At the last part of this study, it is examined the effect of exchange rate uncertainty on total and private sector investment by econometrical methods, on the example of Turkey being integrated to the world economy after 1980s. In this study Toda-Yamamoto causality test model has been applied for the period 1988:Q1-2007:Q3 that includes quarterly data. The findings of the study show that there is one-way causal relation from exchange rate uncertainty to total and private sector. Therefore, these findings point the importance of exchange rate investment of stability for the future investment in the economy of Turkey.

TEŞEKKÜR

Çalışmanın başlangıcından tamamlanmasına kadar değerli bilgileriyle yol gösteren ve her konuda yardımcı olan danışmanım Doç. Dr. M.Kemal DEĞER'e saygı ve teşekkürlerimi sunarım. İngilizce çeviri konusundaki yardımlarından dolayı Fatih KOÇ'a teşekkür ederim. Tez kaynaklarının araştırılması, tetkik edilmesi ve nihayet yazılması esnasında hem manevi desteği hem de uygun çalışma ortamının hazırlanmasını temin eden eşim Sema ÇALIŞIR KOÇ'a teşekkürü bir borç bilirim.

TABLOLAR DİZİNİ

Sayfa No:

Tablo 1.1. Sabit ve Dalgalı Döviz Kurlarının Avantaj ve Dezavantajları.....	42
Tablo 3.1. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler.....	71
Tablo 3.2. ADF Birim Kök Test Sonuçları.....	73
Tablo 3.3. Uygun Gecikme Uzunluğu.....	75
Tablo 3.4. Eşitlik 1 ve Eşitlik 2'nin Tahmin Sonuçları.....	76
Tablo 3.5. Toda-Yamamoto Nedensellik Testi Sonuçları.....	77
Tablo 3.6 Uygun Gecikme Uzunluğu.....	79
Tablo 3.7. Eşitlik 3 ve Eşitlik 4'ün Tahmin Sonuçları.....	82
Tablo 3.8. Toda-Yamamoto Nedensellik Testi Sonuçları.....	83

KISALTMALAR

GSMH	: Gayrisafi Milli Hasla
ARCH	: Ardışık Bağımlı Koşullu Varyans
GARCH	: Genelleştirilmiş Ardışık Bağımlı Koşullu Varyans
SSY	: Sabit Sermaye Yatırımları
ÖSY	: Özel Sektör Yatırımları
DKB	: Döviz Kuru Belirsizliği
RDKSA	: Mevsimsellikten Arındırılmış Reel Döviz Kuru
SSYSA	: Mevsimsellikten Arındırılmış Sabit Sermaye Yatırımları
ÖSYSA	: Mevsimsellikten Arındırılmış Özel Sektör Yatırımları
DKBSA	: Mevsimsellikten Arındırılmış Döviz Kuru Belirsizliği

ŞEKİLLER DİZİNİ

Sayfa No:

Şekil 1.1. İmkansız Üçleme veya Trilemma.....	14
Şekil 1.2. Dornbush (1976) Modelinde Temel Değişkenlerin Seyri.....	17
Şekil 2.1. Döviz Kuru Belirsizliğinin Büyüklüğüne Göre Fonksiyon Değeri Olasılık Grafiği: Belirsizlik Boyutunun Büyük Olduğu Durum.....	51
Şekil 2.1. Döviz Kuru Belirsizliğinin Büyüklüğüne Göre Fonksiyon Değeri Olasılık Grafiği: Belirsizlik Boyutunun Küçük Olduğu Durum.....	52
Şekil 3.1. Döviz Kuru Belirsizliği ve Yurtiçi Yatırımlar.....	78
Şekil 3.2. Reel Döviz Kurları (RDKSA) ve Yurtiçi Toplam Sabit Sermaye Yatırımlarının Gelişimi (1988-2007).....	79
Şekil 3.3. Döviz Kuru Belirsizliği ve Özel Sektör Yatırımları.....	83
Şekil 3.4. Reel Kurlar ve Özel Sektör Yatırımlarının Gelişimi (1988-2007).....	84

GİRİŞ

Günümüzde etkileri tüm ülkelerde hissedilen küreselleşme sürecinde sermaye ve fiyat hareketleri, ekonomi birimlerinin yakından takip ettiği konuların başında gelmektedir. Böylelikle ülkelerin küresel düzeyde rekabet etme çabaları döviz kurlarını önemli kılmaktadır. Döviz kurları, ulusal ekonomiyi yönlendiren üç büyük fiyattan (ücretler, faiz ve döviz kuru) biridir. Bu nedenle, ekonomik birimlerin karar sürecinin belirleyicilerinden biri olan döviz kurunu inceleyen çalışmalar, günümüzde önemini korumaktadır.

İki ülke ulusal parasının birbirine dönüşüm oranlarını veren döviz kurlarının düzeyi ve istikrarı, uluslararası ticaret, yatırım ve para ilişkilerinin gelişmesine etki eden önemli bir unsurdur. Özellikle yatırım kararları alınırken, yatırımın getiri ve risklerinin boyutu döviz kurlarının istikrarından doğrudan etkilenmektedir. Diğer ekonomik değişkenlerdeki belirsizlik gibi döviz kurlarındaki belirsizlik de ekonomik konjonktürü ve yatırımları olumsuz etkileyecektir. Dolayısıyla çok farklı döviz kuru sistemlerinin takip edildiği ve geçmişe göre daha fazla küreselleşmiş bir dünya ekonomisi altında, döviz kuru belirsizliklerinin yurtiçi yatırımlar üzerindeki etkilerinin incelenmesi önem arz etmektedir. Türkiye ekonomisinin 1988 birinci çeyrek – 2007 üçüncü çeyrek dönemine ait üçer aylık reel efektif döviz kuru, sabit sermaye yatırımları ve özel sektör yatırımları verilerinin kullanıldığı bu çalışmada Türkiye’de reel döviz kuru belirsizliği ile yatırımlar arasındaki ilişkinin ortaya çıkarılması amaçlanmaktadır.

Bu amaç doğrultusunda çalışma 3 temel bölüm altında şekillendirilmiştir. Çalışmanın birinci bölümünde, döviz kurlarının oluşumunu ve istikrarını doğrudan etkileyen faktörler incelenecektir. Bu kapsamda ilkin, teorik arka plan ele alınarak, döviz kuru değişikliklerini açıklamaya çalışan teorilere yer verilecektir. Dış ticaret akımları yaklaşımı, satınalma gücü paritesi teorisi, parasalcı yaklaşım, portföy dengesi yaklaşımı ve beklentiler yaklaşımlarından bahsedilerek, döviz kurlarını etkileyen faktörler olan, ihracat, ithalat, enflasyon oranları, faiz oranları ve yerli ve yabancı tahvillerin getiri ve risk oranları gibi reel

ve parasal faktörlere yer verilecektir. Bu bölümde ayrıca döviz kuru sistemlerine de değinilecektir. Sabit ve dalgalı kur sistemi olarak iki uç döviz kuru sistemi ve bu iki sistemin bazı özelliklerini taşıyan karma sistemler ve bunların olumlu-olumsuz yönleri irdelenecektir. Uygulanan kur sistemi, döviz kuru istikrarı açısından önemli bir unsuru teşkil etmektedir. Döviz kurlarındaki belirsizlikleri azaltan uygulamalar, yerli ve yabancı yatırımlar ile mal ve hizmet ticaretini etkileyen önemli bir unsur olarak kabul edilmektedir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise ekonomik belirsizliklerle yerli ve yabancı yatırımlar, ihracat ve ithalat arasındaki ilişkiler, reel döviz kuru belirsizliği esas olmak üzere bazı teorik bilgiler yanında konu ile ilgili ampirik çalışmalar eşliğinde irdelenecektir. Dolayısıyla bu bölümde öncelikle reel döviz kurlarındaki belirsizlikler nasıl tespit edilecektir? sorusuna yanıt aranacaktır. İkinci olarak, reel döviz kuru belirsizliğinin yatırımlar üzerinde nasıl bir etkiye sahip olduğu hususunda açıklamalarda bulunulacaktır. Son olarak bu bölümde teorik bilgiler eşliğinde konu ile ilgili yapılmış ampirik çalışmalar, metodolojisi, dönemi, bulguları ve ayırt edici yönleri vurgulanmak suretiyle özetlenecektir.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde ise 1987-2007 dönemi dikkate alınarak, Türkiye’de döviz kuru belirsizliğinin ülkedeki toplam ve özel sektör yatırımları üzerindeki etkileri tespit edilmeye çalışılacaktır. Türkiye 1980’li yıllarda başlayan ekonomik liberalizasyon politikalarıyla dünyaya uyum sürecinde yurtiçindeki ekonomik göstergeler yanında yurtdışı iktisadi gelişmelerinden de doğrudan etkilenmektedir. Örneğin 1980 sonrası dönemde Türkiye ekonomisinin dünya ekonomisi ile entegrasyonu giderek artmış ve 1980’de dış ticaretin (ihracat + ithalat) Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) içindeki payı %15’den 2007’de %41’e yükselmiştir. Dış ticaretin artan önemi yanında yapısı da Türkiye ekonomisi açısından önem arz etmektedir. Türkiye ekonomisi giderek katma değeri yüksek sanayi malları ihracatçısı bir ülke halini alırken, 2008 yılında ithalatının %89’u yatırımlar için gerekli olan ara malları ve sermaye malı ithalatından oluşmaktadır. Gerek ithalat gerekse ihracata etki eden önemli faktörlerin başında döviz kurlarının geldiği bilinmektedir. Dolayısıyla döviz kurları ve belirsizlikleri, Türkiye ekonomisindeki yatırımlar açısından önemli bir

faktör olarak değeriendirilebilir. Bu nedenle çalışmanın üçüncü bölümünde Türkiye ekonomisindeki döviz kuru belirsizliğinin yurtiçi yatırımlara etkisi olup olmadığı Toda-Yamamoto nedensellik testi kullanılarak analiz edilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU TEORİLERİ VE DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ

1.1. Giriş

İki ülke ulusal parasının birbirine dönüşüm oranlarını veren döviz kurlarının düzeyi ve istikrarı, uluslararası ticari, yatırım ve parasal ilişkilerin gelişmesine etki eden önemli bir unsurdur. Dolayısıyla çalışmanın bu kısmında döviz kurlarının belirlenmesinde ve istikrarında etkili olan faktörler analiz edilecektir. Bu çerçevede öncelikle döviz kurlarındaki değişmelere açıklama getirmeye çalışan teorilere yer verilecektir. Böylece döviz kurlarını etkileyen faktörler olan, ihracat, ithalat, enflasyon oranları, faiz oranları ve yerli ve yabancı tahvillerin getiri ve risk oranları gibi reel ve parasal faktörlere yer verilecektir.

Ayrıca bu bölümde döviz kuru sistemlerine yer verilecektir. Genel olarak sabit ve dalgalı kur sistemi şeklinde ikili bir tasnife tabi tutulabilen döviz kuru sistemleri, uygulamada bu iki sistemin özelliklerini taşıyan karma sistemlerden oluşmaktadır. Karma sistemlerin ağırlıklı olması, her iki sistemin üstünlüklerin yararlanma arzusu olduğu söylenebilir. Özellikle döviz kuru istikrarı açısından izlenen kur sisteminin önemi yüksektir. Çalışmanın temel inceleme konusu açısından döviz kurlarındaki belirsizlikleri azaltan uygulamalar, yerli ve yabancı yatırımlar ile mal ve hizmet ticaretini etkileyen önemli bir unsur olarak kabul edilmektedir.

1.2. Döviz Kuru Teorileri

Genellikle esnek kur sistemlerinin uygulanmakta olduğu günümüzde kur değişimlerinin nedenlerinin açıklanması, uluslararası parasal ekonominin önemli ilgi konularından birisi olup bu kapsamda döviz kurlarıyla genel fiyatlar, faiz oranları, çalışma düzeyi ve ulusal hasıla gibi değişkenler arasındaki ilişkilerin aydınlatılması da amaçlamaktadır (Seyidoğlu, 2006, s: 417). Döviz kuru kuramları; genellikle, iktisatçılar arasındaki ekol farklılıklarına, açıklanacak kur değişimlerinin kısa vadeli mi yoksa uzun vadeli mi olduğuna veya değişimlerin daha çok uluslararası mal ve hizmet hareketlerinden mi yoksa sermaye hareketlerinden mi kaynaklandıklarına göre sınıflandırılmaktadır (Kibritçioğlu,

1996, s: 120).

Döviz kurlarında gelecekte oluşacak değişmelerin tahmini iktisadi açıdan önemli bir sorundur. Bu tahminlerin yapılabilmesi elbette döviz kurlarındaki değişmeleri nasıl açıklandığıyla ilgili olduğundan bu bölümde başlıca döviz kuru değişmelerini açıklamaya çalışan teoriler ele alınacaktır.

Döviz kuru değişmelerini ele alan teoriler, geleneksel ve yeni teoriler olarak tasnif etmek olanaklıdır. Döviz kurlarının oluşumunu açıklayan teorilerin geleneksel olanları dış ticaret akımları yaklaşımı, satınalma gücü paritesi teorisi ve faiz paritesi teorisidir. Parasalcı yaklaşım ile portföy dengesi yaklaşımı ise yeni teoriler olarak sıralanabilir. Eski ve yeni teoriler arasındaki temel farkı oluşturan akım değişkeni ile stok değişkeni kavramları arasındaki farka dikkat edilmesi gerekmektedir. Akım değişkeni (flow variable), belli bir zaman süresi boyunca ortaya çıkan değişmelerle ilgilidir. Örneğin yıllık (ya da mevsimlik, aylık) ihracat, ithalât, yatırım, üretim ve tüketim değerleri, vs. gibi. Ayrıca bu değişkenlerin değeri, ait oldukları zaman süresi ile birlikte belirtilmelidir. Stok değişken (stock variable) ise durağan değerleri, ya da belli bir andaki mevcutları gösterir. Bunlar başlangıçtan o ana kadar olan birikimi veya toplamı yansıtmakta olup değişmeyle ilgili değildirler. Örneğin, bir yatırımcının belli bir anda sahip olduğu yatırım portföyü, ülkenin belli bir tarihteki dış borçları, vs. stok değişkenleridir. Fakat yatırımcının portföyünde yaptığı yeni düzenlemeler ise dış borç artışları, gelir, tasarruf, vs. akımla ilgilidir. Kurları dış ticaret dengesi ile açıklamaya çalışan modeller, satın alma gücü paritesi modelleri akım değişkenlerine dayanırken, para ve sermaye stokundaki değişmeleri içeren parasal yaklaşım ve portföy dengesi yaklaşımı ise stok değişkenine dayalı modellerdir (Seyidoğlu, 2006, s: 418).

1.2.1. Dış ticaret akımları yaklaşımı

Dış ticaret akımlarına dayalı kur teorisine göre bir ülkenin parasının değerini belirleyen etken, o ülkenin mal ihracat ve ithalâtıdır. Teoriye göre paranın dış değeri, ülkenin ihracatını ve ithalatını etkileyen tüm faktörler tarafından etkilenir. Dış ticarete etki eden bu faktörler arasında yerli ve yabancı malların göreceli fiyatları, iç ve dış ekonomilerdeki reel gelir artışları, tüketici tercihlerinin yerli veya yabancı

mallara doğru kayması, teknolojik gelişme, faktör stokundaki artışlar sayılabilir. Örneğin dış dünyaya göre daha hızlı büyüyen ülkenin ulusal parası döviz piyasalarında değer kaybına uğrayacak, daha yavaş büyüyen ülkenin ulusal parası ise değer kazanacaktır. Ancak gerçek hayatta çoğu kez hızla büyüyen ülkelerin paralarının da değer kazandığı, durgunluk içindeki ülkelerde ise paranın değer kaybettiği görülmekte olduğundan, ticaret akımları yaklaşımı her zaman gerçek durumu açıklayamamaktadır. Diğer taraftan bu yaklaşıma göre dış ticaret bilançosu açık veren ülkelerin ulusal paralarının değer kaybetmesi gerekirken, bunların bazılarının ulusal paralarının değer kaybetmeyip, hatta değer kazanmaktadır (Seyidoğlu, 2006, s: 419).

1.2.2. Satınalma gücü paritesi yaklaşımı

Satınalma gücü paritesi (SGP-purchasing power parity), tek fiyat kanunu (law of one price)'nin döviz piyasalarına uygulanmış şekli olup, çok sayıda alıcı ve satıcının bulunduğu, piyasa koşullarına ilişkin bilgilerin çok ufak maliyetlerle sağlanabildiği serbest rekabet piyasalarının doğal bir sonucu olarak ticarete konu olan bir malın (veya başka bir ekonomik varlığın), mevcut döviz kurundan belirli bir ulusal paraya çevrilmiş fiyatının dünyanın her yerinde aynı olması gerektiğini ifade eder. Farklı piyasalarda bir malın fiyatları arasında doğabilecek farklılık, bu malı bir piyasadan diğerine ulaştırmak için gereken taşıma giderlerinden daha büyük olamaz. Tek fiyat kanunu, uluslararası arbitraj faaliyetlerinin bir sonucudur. Arbitrajda, risk yüklenilmeden belli bir anda ortaya çıkmış fiyat farklılıklarından kar sağlamaya çalışılır. Bunun için de eşanlı olarak “ucuza al, pahalıya sat” ilkesine göre hareket ederek fiyatların çok dar sınırlar dışında birbirinden sapmasına engel olur. Tek fiyat kanunu, uluslararası ticarete konu olan tüm ekonomik varlıklara uygulanabildiğinden mal piyasalarına uygulanırsa aynı malın, döviz piyasalarına uygulanırsa belli bir yabancı paranın, sermaye piyasalarına uygulanırsa aynı paraya bağlı tahvillerin faiz oranlarının (reel), bütün piyasalarda aynı olması gerekir (Seyidoğlu, 2006, s: 420).

Satınalma gücü paritesi teorisinde, ticarete konu olmayan mal ve hizmetlerin varlığı, ticaret kısıtları, yapısal değişimler, eksik rekabet, ölçme hataları, zevk ve tercihler, beklentiler, spekülasyonlar ve teknolojik değişimler

nedeniyle sapmalar meydana gelebilmektedir. İki ülkenin fiyat seviyesini etkileyen taşıma giderleri, gümrük vergileri, idari düzenlemeler ve tarifeler de satınalma gücü paritesini etkileyen diğer faktörler olarak sayılabilir (Edwards, 1987, s: 5,8). Örneğin Engel ve Rogers (1996), ABD ve Kanada'daki şehirlerde aynı malların fiyatları arasındaki farklılıkları inceledikleri çalışmalarında, mesafe uzadıkça fiyat farklılıklarının arttığını belirlemişlerdir. Bu doğrultuda iki farklı ülkenin şehirleri arasında karşılaştırma yapıldığında, fiyat farklarının önemli ölçüde arttığı (sınır etkisi–border effect) ve böylece uzaklık ile fiyat farklılıkları arasında pozitif yönlü ilişkilerin olduğu belirlenmesi yapılmıştır (Emsen ve Ganiev, 2008, s: 98).

1.2.2.1. Mutlak satınalma gücü paritesi (absolute purchasing power parity)

Mutlak satınalma gücü paritesi (absolute purchasing power parity) yaklaşımına göre, bir ülkedeki fiyatlar, cari döviz kurlarından diğer ülke paralarına dönüştürüldüğünde tüm bu ülkelerde de aynı olmalıdır. Mutlak SGP'de öngörülen bu sonucu sağlayan yine arbitraj mekanizmasıdır. Tek fiyat kanunu gerçek dünyada bir tek mal için doğru olsa da, ülkedeki malların tümü için geçerli olmayabilir. Öncelikle malların tümünün fiyatını yansıtmak için fiyat endeksi kullanmak gerektiğine göre, uygulamada iki ülke arasında birbiriyle tam olarak karşılaştırılabilir nitelikte fiyat endeksli bulmak kolay olmayabilir. Bu amaçla toptan eşya fiyatları endeksi, tüketici fiyatları endeksi, GSMH deflatörü vs. gibi çeşitli endeksler kullanılabilirse de her ülkede fiyat endekslerinin kapsamına girecek mallar ve bunlara verilecek ağırlıklar farklıdır olup, ayrıca gerçek dünyada farklı ülkeler tarafından üretilen benzer mallar arasında önemli kalite farklılıkları bulunmaktadır. Bu göstergenin yanıltıcı sonuçlar vermesine yol açabilecek daha temel nedenlerden bir diğeri de mutlak SGP'ye göre hesaplanacak döviz kurunun yalnızca mal ve hizmet ticaretini denkleştiren bir kur olması ve sermaye akımlarını ise tümüyle ihmal etmesidir. O bakımdan geçerli döviz kurunun mal ve hizmet dengesini sağlayacağı varsayılsa bile, yine de ülkeden sermaye çıkışı ödemeler bilançosunda açık, ülkeye sermaye girişi de bir fazla doğurabilir.

Diğer taraftan mutlak SGP'nde, ticaret dışı mal ve hizmetler dolayısıyla

mal ve hizmet ticaretini denkleştirecek döviz kurunu da göstermeyebilir. Ticarete konu olmayan mallar arasında örneğin çimento, tuğla, beton, vs. gibi çok yüksek taşıma maliyeti gerektiren ve dolayısıyla da sınıra yakın bölgeler dışında ticarete konu olmayan mallar bulunmakta olup, tamirci, berber, lokantacı, aile doktoru, vs. gibi kişilerin hizmetleri de dahil, çoğu hizmetler uluslararası ticaretin kapsamı dışındadır. Uluslararası ticaretin ülkeler arasında mal ve hizmet fiyatlarını eşitleyici yöndeki etkisi, ticarete giren mal ve hizmetler için söz konusu iken, ticarete girmeyenler için söz konusu değildir. Her ülkede genel fiyat endeksleri, ticarete giren ve girmeyen malların tümünü kapsadığı için ticarete girmeyenlerin fiyatları eşitlenmeyecek, dolayısıyla da mutlak SGP teorisi ticareti denkleştiren döviz kurlarını vermeyecektir. Bunlardan başka ülkeler arasında fiyat eşitliğini engelleyebilecek doğal ya da yapay birçok engel ve müdahalenin (taşıma giderleri, gümrük vergileri, kotalar, idari düzenlemeler, teknik ve idari standartlar, vs.) bulunduğu da işaret etmek gerekir (Seyidoğlu, 2006, s: 422).

1.2.2.2. Göreceli satınalma gücü paritesi

Göreceli satınalma gücü paritesine göre, ulusal para ile yabancı para arasında oluşan döviz kuru, iki ülkenin mutlak fiyat seviyelerini değil, fiyat artışlarını yani enflasyon oranlarını yansıtacak şekilde değişmektedir (Aslan ve Kanbur, 2007, s:17). Dolayısıyla göreceli SGP (relative purchasing power parity)'ye göre, kurlardaki değişme iki ülke arasındaki enflasyon (fiyatlardaki artış) oranlarına bağlı olup, yabancı ülkeye göre ulusal ekonomide enflasyon ne derece yüksekse, döviz kurunun da o ölçüde artması gerekir (Seyidoğlu, 2006, s:423).

Mutlak SGP'nin kısıtlayıcı faktörleri (karşılaştırılabilir endeks bulunmaması, sermaye akımları, kalite farklılıkları, ticaret dışı mallar, gümrük tarifeleri ve benzeri engeller) göreceli SGP durumunda da vardır. Ancak, bu engellerin varlığı mutlak anlamda SGP'yi geçersiz kılarken, göreceli SGP'de belki ancak ufak sapmalar doğurabilir. Örneğin, gümrük vergileri iki ülke arasında, malın mutlak fiyatını farklılaştırır. Ama gümrükler sabitken, fiyattaki değişmeler ülkelerdeki enflasyon oranlarını yansıtır ve ülkeler arasında karşılaştırma yapmayı engellemez (Seyidoğlu, 2006, s:423).

Bununla birlikte eğer reel şoklar ve paranın etkinliği kısa dönemli ise satınalma gücü paritesinden kısa dönemli sapmalara, uzun dönemli ise kalıcı sapmalara neden olabilir. Her ne kadar satınalma gücü paritesinin dayandığı teori ilgi çekici olsa da, veriler, kısa ve orta dönem kur belirlenmesinde bu teoriyi desteklememektedir (Dinçer, 2005, s:13). Reel döviz kurlarında ortaya çıkan bu sapmalarda, parasal ve reel sebeplerin varlığı etkili olmaktadır. Döviz kurları fiyatlara göre çok daha hızlı hareket ettiği için, parasal bir genişleme sonucunda döviz kurundaki ani bir sıçrama ve SGP'nin öngördüğü orandan sapmalar meydana gelebilir. Bununla birlikte, para stokunda meydana gelen bir artış sonucunda, kısa dönemde SGP teorisi geçerli olmayabilir, fakat nihayetinde SGP'nin uzun dönemde geçerli olması beklenir. Dolayısıyla, döviz kurları ve fiyatlar birlikte hareket edecektir. Bunun için merkez bankalarının özerklikleri ve makroekonomik politikalar arasındaki bağlantıları tesis etmeye yönelik politika uygulamalarının SGP'nin geçerliliğini destekleyici argümanlar olduğu söylenebilir. Merkez bankalarının özerklikleri azaldıkça, izlenen makroekonomik politikalar enflasyona neden olan genişletici politika niteliği taşımakta, dolayısıyla da reel döviz kuru, yani ulusal paralar yabancı paralar karşısında aşırı değerlendirilerek, SGP'ye göre olması gereken değerden sapmalar gösterebilmektedir. Ayrıca SGP'den sapmalara, uygulanacak döviz kuru sisteminin seçimi de yol açabilmektedir. Esnek kur sisteminde döviz kurlarının belirlenmesi olgusu, fiyat hareketliliğinde fazla gecikme olmaksızın yansıtılabilme özelliğine sahipken, sabit veya kontrollü kur uygulamalarında fiyat değişimlerinin döviz kurlarının değeri üzerindeki yansımaları gecikmeli olabilmektedir (Emsen ve Ganiev, 2008, s:99).

SGP'den sapmaların, uygulanan para ve kur politikalarıyla yakın ilişkilerinin yanı sıra 1980'lerden sonra finansal hareketlerin giderek derinleşmesi olgusu da SGP'den sapmaları derinleştiren en önemli unsur olmaya başlamıştır. Ancak uzun dönemde mal akımları arasındaki dengesizliğin sürdürülemezliği, yani ithalatın ihracattan fazla olmasının süreklilik taşıması, sonuç itibarıyla ihracat ve ithalat dengesini sağlayacak kur mekanizmasının işlerliğini, yani SGP'nin geçerliliğini zorunlu kılar. Bu yönüyle SGP'nin mal akımlarının içerdiği reel ekonomik aktivitede nominal değişkenlerdeki değişmeye karşılık, reel kurun sürekliliği varsayımını ele alır. Ancak finansal hareketlerde serbestleşmeyle

birlikte, açığın sürdürülemezliği sorunsalı, bu kez sermaye hareketliliği ile dengelenmeye başlamıştır. Hatta daha ileri boyutta, bir ülkedeki reel faizlerin yüksekliği nedeniyle alabildiğine fon girişini bünyesine taşıması, kurun SGP'den önemli ölçüde sapmasına yol açan sebeplerin başında gelmektedir. Kısaca reel ekonomik aktivitenin değil, parasal ekonominin kurlar üzerindeki etkisi daha belirgin hale gelir. Ancak bu durum da süreklilik arz etmez, yani ülkelerin bu kez karşı karşıya kaldıkları dış borç sorunu sonucunda daha da uzun vadede SGP kuruna dönülmesini kaçınılmaz olur (Emsen ve Ganiev, 2008, s: 100).

1.2.2.3. Faiz haddi paritesi teorisi

Döviz kuru değişimlerinin açıklanmasıyla ilgili olarak SGP ilişkisinin 1970'lerdeki çöküş nedenlerinin başında, mal fiyatlarındaki değişkenliğin, nominal döviz kurlarındaki değişkenlikten çok daha az olması gelir. Parasal etkenlerin reel etkenlerden daha baskın olduğu (1920'ler Almanyası gibi) bir ortamda, yani hızlı bir enflasyon döneminde, SGP ilişkisinin geçerliliği artarken; küçük uluslararası enflasyon oranı farkları oluşturan bir ortamda (örneğin 1970'lerdeki gibi), söz konusu ilişki (kısa dönemde) kopar. Dünyada 1970'lerin ilk yarısında genelde esnek döviz kurlarına geçilmesiyle giderek daha fazla önem kazanmaya başlayan (kısa vadeli) uluslararası sermaye hareketleri, faiz haddi paritesi ilişkisini gündeme getirmiştir.

Uluslararası sermaye piyasalarının entegrasyonu ilerleyip sermaye akışkanlaştıkça döviz kurlarının oluşumunun açıklanmasında önemi daha da artan örtülü faiz haddi paritesi (covered interest rate parity) teoremine göre, enformasyon ve işlem giderleri gözardı edilirse döviz kuru değişimi, ülkeler arası faiz oranı farklılığına eşit olacaktır. Bu koşul, faiz getiren aktifler için arbitraj denge koşuludur. Başka bir deyişle, iç ve dış faiz hadleri farklılaşıyorsa, yatırımcıların yerli ve yabancı varlıklar arasında kararsız-kayıtsız kalabilmesi için, vadeli döviz kuru ile cari kurun birbirinden aynı orandaki farklılaşmaları sayesinde, söz konusu faiz haddi farkı giderilmelidir.

Kolayca fark edileceği üzere, faiz haddi paritesi yaklaşımı da, tıpkı SGP yaklaşımı gibi, aslında tek fiyat yasaının para piyasasına uygulanmasından başka

bir şey değildir. Faiz haddi paritesi, özünde aynı para birimi cinsinden ifade edildiklerinde, yerli ve yabancı aktiflerin getirilerinin aynı olması gerektiği düşüncesine dayanmaktadır (Kibritçioğlu, 1996, s: 131).

1.2.3. Parasalcı yaklaşım

Kısa dönemlerde özellikle sermaye akımlarının etkisine bağlı olarak döviz kurları, uzun dönemli denge değerlerinin etrafında şiddetli biçimde değişebilmektedir. O bakımdan kurlarda anlık olarak ortaya çıkan ve uzun dönemli denge değerlerine göre daha şiddetli olan bu değişimleri açıklamak üzere yeni yaklaşımlar gerekmiştir. Parasalcı yaklaşım (monetarist approach), 1970’lerde Robert Mundell, Harry Johnson ve Jacob Frenkel gibi Chicago Üniversitesi profesörleri tarafından geliştirilmiştir (Seyidoğlu, 2006, s: 425).

Parasal yaklaşımın döviz kurunun belirlenmesi ile ilgili literatüre en önemli katkısı, mal piyasalarının yanı sıra, tahvil piyasaları ve beklentileri dikkate almasıdır. Önceki teorilere dayalı analizlerde sadece mal piyasaları bulunduğundan, döviz kuru da sadece ithalat talebi ve ihracat arzı tarafından belirlenmekteydi. Tahvillerin analize dahil edilmesiyle, faiz oranları arasındaki fark, döviz kurunun belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır (Müslümov ve diğerleri, 2002, s: 9).

Parasalcı yaklaşım, döviz kurlarını para arzı ve talebindeki değişimlere bağlı olarak açıklamaktadır. Bu yaklaşımda para talebi, bir ekonomide bireylerin, servetlerinin ne miktarının yanlarında nakit olarak tutmak istediklerini ifade eder. Bireyler, işlem amacıyla ve yatırım amacıyla ellerinde para tutarlar. Nakit biçimindeki paraları gelir getiren varlıklara yatırarak bir faiz geliri elde etme olanağı varken, kişiler (ve işletmeler) gereğinden fazla para tutmak istemezler. Bu iki neden birlikte ele alındığında nakit biçiminde tutulmak istenen para miktarının reel gelir, fiyatlar genel düzeyi ve faiz oranına bağlı olduğu görülür. Reel gelir arttıkça, yani ekonomi büyüdükçe artan işlem hacmini finanse etmek için halkın paraya olan talebi de artar. Bunun gibi, fiyatlar genel düzeyi yükselmesiyle günlük işlerini görmek için kişi ve işletmeler daha çok para tutarlar, yani nominal para talebi artmış olur. Öte yandan faiz oranı, para tutmanın fırsat maliyeti olduğu için faizler yükseldikçe daha

az para tutulur, yani fonlar faiz getiren varlıklara yatırılır

Diğer taraftan ekonomideki para arzı ise Merkez bankası tarafından ayarlanır. Merkez Bankası, ekonominin ihtiyaçlarına göre para arzını daraltıcı veya genişletici önlemler alır. Merkez bankası tarafından piyasaya para sürülmesi (emisyon hacmi) iki bölüme ayrılabilir: (i) yurtiçi ekonomik ve mali etkenlere bağlı olarak piyasaya sürülen para ve (ii) döviz rezervleri karşılığında çıkartılan para. Bilindiği üzere, resmi rezervlerdeki bir düşme (kurun yükselmesini önlemek amacıyla) Merkez Bankası'nın piyasada döviz satması ya da piyasadan ulusal para çekmesinin bir sonucudur. Rezervlerdeki bir yükselme de döviz satın alınarak piyasaya ulusal para sürülmesini yansıtır.

Parasalcı yaklaşımın ana amacı, dış dengeyi sağlama mekanizmasını açıklamaya yöneliktir. Ancak aynı zamanda kurların oluşumuna da yeni bir açıklama getirmektedir. Aslında öngörülen mekanizma oldukça basittir. Çünkü herhangi bir malın fiyatının, o malın arz ve talebine bağlı olduğu şeklindeki genel ilkenin, ulusal paralar için de geçerli olduğunu savunmaktadır. Başka bir deyişle, ulusal paraların fiyatı demek olan döviz kurları, bu paraların arz ve talebine göre belirlenir. Örneğin arz edilen para miktarı, talep edilen miktarı aşarsa, o para döviz piyasasında değer kaybeder, tersine, talep arzı aşarsa değer kazanır (Seyidoğlu, 2006, s: 425).

Sonuç olarak parasalcı yaklaşım açısından döviz kurlarındaki değişme, para talep ve arzı arasında dengesizlik doğuracak gelişmelerin sonucudur. Para arzındaki bir artış durumunda hem yabancı mal ve hizmet ithali, hem de sermaye ihracı dolayısıyla döviz talebi artar. Cari işlemler ve sermaye bilânçosundan kaynaklanan bu talep artışları ise cari döviz kurunun yükselmesine, diğer bir deyişle, ulusal paranın değer kaybetmesine yol açar.

Parasalcı yaklaşım çerçevesinde geliştirilen modeller, klasik iktisat gelenekleri kapsamında görülebilir. Bu modeller, klasik gelenekte olduğu gibi, işgücü piyasalarının dengede olduğu, dolayısıyla üretimin arz yönlü olarak belirlendiği, fiyatlar genel düzeyinin para piyasalarında belirlendiği ve reel döviz kurunun sabit olduğunu, dolayısıyla da satınalma gücü paritesinin geçerli

olduğunu kabul etmektedir. Bu modeller arasındaki temel fark, beklentilerin oluşumuna yönelik farklardır (Müslümov ve diğerleri, 2002, s:10).

Bu çerçevede döviz kurlarının oluşumuna açıklama getirmeye çalışan parasalcı modeller, (i) basit parasalcı (monetarist) model ve (ii) Dornbusch'un, hedefi aşan veya yüksekte uçan (overshooting) döviz kurları modeli şeklinde ikiye ayrılabilir. Bu iki modelin ortak noktası, para arzındaki bir değişmeden yola çıkarak, döviz kurlarının ne yönde değişeceğini açıklanmasıdır (Kibritçioğlu, 1996, s:131).

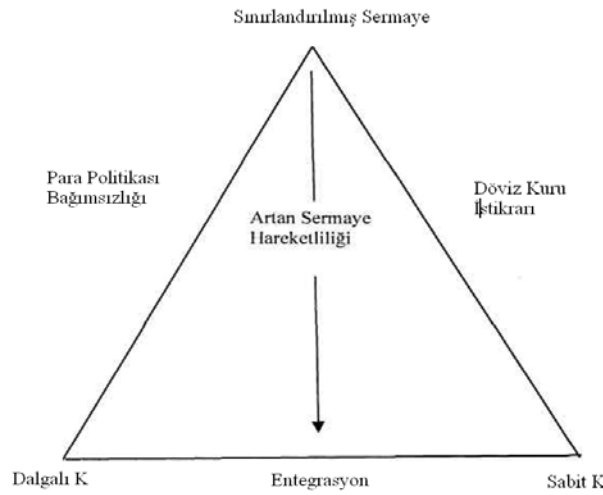
Finans piyasası yaklaşımlarının çekirdeği durumundaki öncü parasalcı yaklaşıma yani basit parasalcı yaklaşıma göre, faiz paritesinin geçerli olmasına gerek bulunmaksızın, döviz kurlarındaki değişimler (i) miktar kuramı, (ii) tam fiyat esnekliği ve (iii) göreceli SGP varsayımları altında kolayca açıklanabilir. Söz konusu edilen bu üç varsayım altında para arzındaki bir artış, fiyatlar genel düzeyini yükseltecek ve böylece dış fiyat artış oranı sıfırken, yerli paranın değer kaybetmesi söz konusu olacaktır. Daha çok hızlı fiyat artışı dönemlerinde işleyen bu model, 1973'te biten Bretton Woods döneminden sonra olduğu gibi fiyat uyumları yavaşça ve kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketleri yoğunlaşmışsa işlemeyecektir (Kibritçioğlu, 1996, s: 132).

1.2.3.1. Mundell-Fleming modeli

Mundell-Fleming modeline göre, kısa dönemde verili fiyat seviyesinde, sabit döviz kuru, sermaye hareketliliği ve bağımsız para politikalarının eş zamanlı olarak yürütülmesi mümkün değildir (Mundell, 1962 ve 1968; Fleming, 1963). Bu yaklaşıma göre fiyat düzeyi kısa vadede katıdır ve bu nedenle para arzının arttırılması, kısa vadede çıktıda bir artışa neden olur. Bu yaklaşım aynı zamanda, ülkeler arasındaki sermaye hareketliliğinin tam olduğuna dayanır. Bu yüzden, belirsizliğin olmadığı bir durumda, ülkelerdeki faiz oranları eşitlenecektir (Yanar, 2008, s: 166). Dolayısıyla Mundell-Fleming modeli, öncelikle bütün rejimlerin bir ekonomik maliyetinin olduğunu savunur. Döviz kuru rejimi tercihinde temel problem, farklı tercihler arasındaki fayda-maliyet analizidir.

Mundell-Fleming modeli, döviz kuru rejimi tercihi teorisinde iki önemli

gelişmeye yol açmıştır. İlk olarak imkansız üçleme hipotezine göre ülkeler üç politika tercihinden sadece ikisini eş zamanlı olarak uygulayabilirler. Sınırsız sermaye hareketliliği, bağımsız para politikası ve sabit döviz kuru politikalarının aynı anda uygulanmaları mümkün değildir. Şekil 1.1.'de bu durum, şematik olarak gösterilmeye çalışılmıştır. Şekilde üç farklı politika seçimi, (i) ekonomik entegrasyon, (ii) para politikası bağımsızlığı ve (iii) döviz kuru istikrarının sadece ikisi aynı anda seçilebilir. Ülkeler politika bağımsızlığı ve entegrasyonu tercih ettikleri zaman, döviz kuru istikrarından vazgeçmek zorundadırlar.



Şekil 2.1. İmkansız Üçleme veya Trilemma

İkinci olarak, finansal entegrasyondaki yaşanan gelişmeler, günümüzde ülkeleri bu üçgenin alt kenarını zorunlu olarak tercihe itmiştir. Sermayenin hareketliliğinin tam olduğu durumda, tercih, döviz kuru istikrarı veya bağımsız para politikası arasındaki seçime indirgenmiştir (Yanar, 2008, s: 166). Bu durumda ülkeler ya tam sabit (ortak para, dolarizasyon veya para kurulu) veya dalgalı döviz kurunu tercih etmek durumundadırlar (Obsfeld ve Rogoff, 1995). Ara rejim uygulamaları mümkün değildir. Kutuplaşma (bipolarization) veya köşe çözümü (corner solution) olarak adlandırılan bu durum, sermaye hareketlerindeki gelişmenin bir sonucudur. Dolayısıyla Mundell–Fleming modeli, farklı ürün ticaretine sahip olan gelişmiş ülkeler için daha uygundur. Çünkü bu ülkelerde ticaret hadleri farklılık göstermemektedir ve TÜFE ve GSYİH deflatörleri paralel

hareket etmektedir (Özkan, 2003, s:13). Ama gelişmekte olan ülkeler açısından bakıldığında, gizli veya açık ara rejimler hala devam etmekte olup ara rejimlerin yok olmadığına ilişkin teorik yaklaşımlar da mevcuttur (Goldstein, 2002; Williamson, 2000).

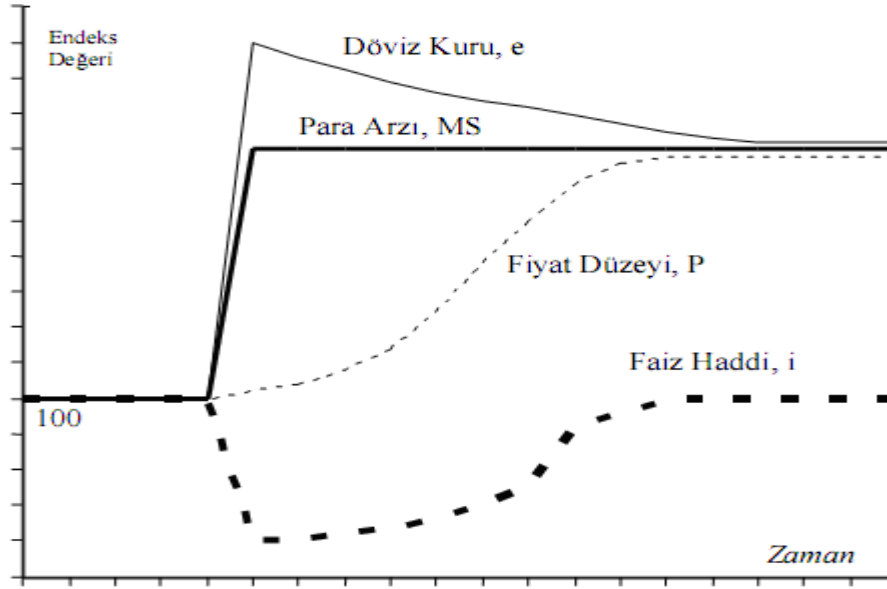
1.2.3.2. Dornbusch modeli: Yapışkan fiyatlar

Mundell-Fleming modelinin geliştirilmiş ve dinamikleştirilmiş bir türü olan Dornbusch (1976) modelinde, mükemmel veya tam fiyat esnekliği yerine ağır veya yapışkan (sticky) fiyat uyumları varsayımı yapılmıştır. Yani bu yaklaşımda SGP'nin kısa dönemde geçerli olmadığı varsayılmıştır. Ayrıca kısa ve uzun dönemde faiz haddi paritesi koşulunun geçerli olduğu da düşünülmüştür. Bu pariteye göre, parasalcı modeldekinden farklı olarak yerli ve yabancı aktif ayrımı yapılmış olmaktadır (Kibritçioğlu, 1996, s: 134).

Mali piyasalarla reel piyasalar arasındaki hız ve hacim farkı zaman içinde kurların değişme ve uyum mekanizması bakımından çok önemlidir. Diğer bir deyişle, kısa dönemde döviz kurları üzerinde mali piyasalarda ortaya çıkan değişimler etkili olmakta, reel piyasalardaki uyum ise ancak uzun dönemlerde ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla zaman boyutunda kurları, reel piyasalardaki etkiler (SGP teorisi çerçevesinde) belirlemektedir. Örneğin, Merkez Bankası'nın piyasadaki para stokunu beklenmedik biçimde artırması, yerli tahvillerin fiyatını yükselterek faizleri düşürmesi sonucu döviz kurunu anında ve şiddetli olarak yükseldiğinde, para arzındaki bir artış karşısında reel ekonomideki gelişmeler bu derece hızlı olmamaktadır. Kısa dönemde reel kesimdeki gelişmelerin kurlar üzerinde doğurabileceği ufak değişimler ise mali ayarlamalarının kurda neden olduğu ani ve çok daha şiddetli etkiler tarafından adeta yutulmaktadır. Ancak uzun dönemlerde kurlar üzerinde, reel kesimden kaynaklanan değişimler etkili olabilmektedir. Uluslararası İktisat literatüründe kısa dönemlerde döviz kurlarının uzun dönemli denge değerinin etrafında dalgalanmasına “döviz kurlarında hedefi aşma” (exchange rate overshooting) olayı denilmektedir. Eğer reel piyasalar herhangi bir dışsal gelişmeye hemen tepkide bulunabilseydi, kısa dönemli kurlarla uzun dönemli kurlar hep aynı düzeyde bulunacak ve kurlarda hedefi aşma diye bir olay söz konusu olmayacaktır (Seyidoğlu, 2006, s: 435).

Ekonomik ajanların bekleyişlerinin rasyonel olduğu ve tam istihdam dengesinde bulunduğu ek varsayımları yanında, uzun dönemde yine miktar teorisi ve göreceli SGP geçerlidir. Bu durumda Dornbusch (1976) modelinin işleyişi, şu şekilde olacaktır: Ülkelerdeki faiz oranları birbirine eşitken, para arzı artarsa, kısa dönemde (yurtiçi reel gelir düzeyi, genel fiyat düzeyi ve reel para talebi sabitken), yurtiçi faizler düşecektir. Bunun sonucunda, para talebi miktarı artacaktır. Finans piyasasındaki bu ilk etki sonucu, yurt dışı faiz oranı sabitken, döviz kuru “patlar” veya “yüksek uçuşa geçer”.

Burada mevcut (cari) döviz kuru, fiyatların geç intibakı nedeniyle, beklenen kuru aşmıştır. Başka bir deyişle, SGP ilişkisi, kısa dönemde geçersizken, kurlar, SGP’nin gerektirdiği uzun dönem denge değerinin de üzerine fırlamıştır. Öte yandan döviz alan-satanlar, rasyonel bekleyişler içinde olduklarından, faiz paritesinin gerektirdiği denge, uzun dönem denge yoluna doğru giderek azalan nominal kurlar (e) sayesinde yeniden sağlanır. Çünkü bu sırada fiyatlar yavaş yavaş artmakta ve yeniden daralan yurtiçi reel para arzı sayesinde yurtiçi faiz haddi tekrar dış faiz haddi düzeyine doğru yükselmektedir. Modelde sözü edilen değişkenlerde zaman içinde meydana gelen değişimler; para arzı, döviz kuru, fiyat düzeyi ve faiz haddi endekslerinin başlangıçtaki değerlerinin 100 olduğu varsayımından yola çıkılarak, Şekil 1.2.’deki gibi gösterilebilir. Buna göre para arzı artışı karşısında para, döviz ve mal piyasalarındaki uyum süreci tamamlanıp uzun dönem dengeleri sağlandığında, yurtiçi para arzı, döviz kuru ve fiyat düzeyi başlangıç değerlerine kıyasla hep aynı oranda artmış; faiz haddi ise, yurtdışı faiz haddi aynı dönemde değişmediğine göre yeniden başlangıç düzeyine dönmüş olmaktadır. Dornbusch’un (1976) modeli, döviz kurlarındaki kısa vadeli ani yükseliş ve inişleri açıklama amacına yönelik olarak geliştirilmiştir ve bunda da başarılı olduğu genellikle kabul edilmiştir (Kibritçioğlu, 1996, s: 134-135).



Şekil 1.2. Dornbush (1976) Modelinde Temel Değişkenlerin Seyri
Kaynak: Kibritçioğlu, 1996, s: 135.

1.2.3.3. Optimum para alanı

Mundell, McKinnon ve Kennen tarafından geliştirilen optimum para alanı teorisi üye ülkelerin tam sabit veya ortak para birimi kullandıkları bölge olarak tanımlanabilir. Mundell ve takipçileri bir ülkenin optimum para alanına dahil olması için dışsal şoklardaki simetri, işgücü mobilitesi, açıklık derecesi ve ekonomik farklılaşma derecesi gibi bazı şartların olması gerekliliği üzerinde durmuşlardır. Son yıllarda gelişen, ülkelerin paralarını başka ülkelerin paralarına endeksleme şeklindeki optimal para alanının özel bir şekli olan türde aynı kriterleri kullanmaktadır. Eğer bir ülke görece olarak açık bir ekonomi olsa bile, işgücü mobilitesi yoksa ekonomi yeterince farklılaşmamışsa, asimetrik şoklar varsa, bu ülkenin dalgalı döviz kuru uygulaması, parasını o ülkenin parasına endekslemekten daha avantajlıdır (Christl ve Just; 2004).

1.2.3.4. Güvenilirlik yaklaşımı

Bu yaklaşımda, Merkez Bankası işsizliği azaltmak amacıyla, sürpriz enflasyon yaratma eğiliminde olduğundan, güvenilirlik problemi ile karşı karşıyadır. Rasyonel bireyler, bu eğilimin farkında olduğundan bir sonraki dönemde ücretlerini belirlerken, bunu göz önünde bulundurlar. Bu durumda istihdam

arttırılmadan sadece fiyat düzeyi yükseltilmiş olur. Kapalı bir ekonomide, "güvenilirlik" sorunu, Merkez Bankası bağımsızlığı ve tutucu Merkez Bankası başkanları aracılığı ile çözülebilir. Açık bir ekonomide ise, sabit döviz kuru bir taahhüt mekanizması olarak kullanılabilir (Yanar,2008, s:166).

Sabit döviz kuru rejimi, düşük enflasyon beklentisi ve Merkez Bankası'nın enflasyon hedefine ulaşmasını kolaylaştırıcı nominal çapa olarak kullanılabilir. Bu yaklaşımın teorik temeli, Barro ve Gordon (1983)'un kapalı bir ekonomide Merkez Bankası kararları ve ücret belirleme sürecini ele aldığı çalışmasına dayanır. Merkez Bankası'nın amacı hem enflasyonu hem de işsizliği minimize etmektir. Ancak Merkez Bankası, sosyal faydayı maksimize etmek için, beklenmedik fiyat artışları ile reel ücretleri azaltarak, istihdamı artırma eğilimi içindedir. Kesin bir taahhüdün olmadığı para politikaları uygulamalarında, böylelikle enflasyon beklentisi oluşur. Bu durumda işsizlik oranında bir değişme olmadan, enflasyon beklentileri yükselmiş olur. Merkez Bankası'nın enflasyonu yükseltmeyeceği taahhüdünde bulunması ve bu taahhüdün kamuoyunda bir güven oluşturarak enflasyon beklentisini düşürebilir. Bunun için Merkez Bankası'nın güvenilir olması gerekir (Yanar,2008, s:166). Merkez bankası bu güvenilirliği nasıl sağlayacaktır? Kapalı bir ekonomide ya tekrarlanan süreçler sonucunda ücret belirleyicilerinde bu güven oluşur veya tutucu Merkez Bankası başkanları tarafından bir güven tesis edilir (Rogoff, 1985). Açık bir ekonomide ise, sabit döviz kuru rejimi, enflasyonu düşürmeye yönelik alternatif bir taahhüt mekanizması olarak kullanılabilir (Ghosh vd., 2003).

Döviz kuru rejimi literatürü, genellikle esneklik ve güvenilirlik kavramları ve bunların getirileri üzerinde çok fazla durmuştur. Buradan hareketle iki temel yaklaşım geliştirilmiştir. Birincisi Merkez Bankası müdahalesinin minimize olduğu tam esnek döviz kuru, diğeri ise, güvenilirliğin sağlandığı sabit döviz kurudur. İki kutupluluk yaklaşımına göre dalgalı döviz kuru, ülkeye bağımsız para politikası belirleme imkanı verdiğinden, reel şoklar karşısında etkili bir işlev görür. Bunun yanında güvenilirliği düşük olduğundan yüksek enflasyona yol açabilir (Yanar,2008, s: 168).

Sabit döviz kurunda ise esneklik düşüktür, ancak güvenilirlik yüksektir.

Döviz kur ile para politikasının hedefleri kesin olarak ilan edildiğinden, ücret ve fiyat belirlemeleri bu politikalar doğrultusunda olacak ve enflasyon düşecektir. Bu yaklaşım, disiplinli bir şekilde uygulanmaya devam edeceği ve devalüasyonun olmadığı varsayımına dayanmıştır (Edwards ve Savastano, 1999).

1.2.3.5. Para ikamesi yaklaşımı

Bundan önceki modeller, bireylerin sadece yabancı tahvil talep ettiklerini varsaymaktaydı. Para ikamesi yaklaşımına göre ise, yerli vatandaşlar, ulusal paranın yanı sıra yabancı para da tutmaktalar. Bireyler, denge durumunda, hem yurtiçi varlık, hem de yabancı varlık tutacaktır. Fiyatlar esnek olduğunda, işgücü ve mal piyasası her zaman dengede olacaktır. Her iki varlık türüne olan talep, döviz kurundaki beklenen değişmeye bağlı olacaktır (Müslümov ve diğerleri, 2002, s: 11).

1.1.4. Portföy dengesi yaklaşımı (varlık piyasası modeli)

Markowitz (1952) ve Tobin (1958, 1961, 1969)'in portföy teorisi ve para talebi analizlerinin açık ekonomiye uyarlamasının sonucu olarak geliştirilen portföy dengesi yaklaşımı, yeni parasal ve yeni Keynezyen teorilerin aksine, yurtiçi ve yurtdışı para dışı varlıkların tam ikame olmadığı varsayımını kabul etmektedir. Tobin tarafından geliştirilen para talebine portföy dengesi yaklaşımı, bireylerin servetlerinin reel mallar, nakit para ve tahvillerden oluştuğunu kabul etmektedir. Her bir varlığa olan talep, sadece ilgili varlığın getiri oranları (faizleri) tarafından değil, aynı zamanda, diğer ikame varlıkların getiri oranları tarafından belirlenmektedir. Buna göre, herhangi bir varlığa olan talep, kendisinin faiz oranı ile aynı, diğer varlıkların faiz oranı ile ters yönde değişmektedir. İkame varlıkların faiz oranları arttığında para talebi azalmakta, bu faiz oranları azaldığında ise artmaktadır. Ayrıca, diğer varlıklara olan talep de aynı şekilde değişmektedir. Genel olarak, para dahil herhangi bir varlığa olan talep, birden çok faiz oranının (ya da getiri oranının) fonksiyonudur. Bu yaklaşımın bir sonucu olarak, herhangi bir varlığın arzındaki değişiklik, diğer varlıkların da getiri oranını etkilemektedir. Herhangi bir varlığın getiri oranındaki değişiklik, tüm varlıkların portföydeki oranının değişmesine neden olmaktadır. Para dışındaki varlıklar, tam ikame malı

olmadığı için faiz oranı paritesi de geçerli olmayacaktır. Bu nedenle de, yatırımcıların portföyünde de birden fazla ülkenin tahvili bulunacaktır. Bu tahvillerin portföydeki oranı ise, her bir tahvilin risk-getiri özelliğine bağlı olacaktır. Yerli ve yabancı varlıkların aynı para birimi cinsinden ifade edilen getirilerinin eşit olmamasının sebepleri, likidite farklılıkları, vergi yasaları, siyasal risk, ödememe riski veya kur riski olabilir (Kibritçioğlu, 1996, s:138). Dolayısıyla yerli ve yabancı varlıkların tam ikame malı olmaması, portföyde birden fazla varlığın bulunacağı, bu tahvillerin portföydeki oranının ise tüm varlıkların beklenen getiri oranlarına bağlı olacağı sonucunu doğurmaktadır. Beklenen getiri oranı ise, nominal getiri oranı ve varlıkların risk derecesine bağlıdır. Bu durumda, faiz oranı paritesi geçerli olmayacaktır (Müslümov ve diğerleri, 2002, s: 12).

Öte yandan portföy teorisinde çok önemli bir ilke portföy çeşitlendirmesidir (portfolio diversification). Riskin dağıtılması için, portföye girecek menkullerin farklı olması gerekir. Başka bir deyişle, iyi bir yatırımcının "bütün yumurtaları aynı sepete koymaması" gerekir. Portföy çeşitlendirmesi dolayısıyla bir menkul en yüksek getiriyi sağlamakta olsa bile, tüm portföy yalnız bu menkulden oluşturulamaz. Portföye yabancı menkullerin katılması, toplam riskin azaltılması yönünde daha güçlü bir etki sağlar ve yerli menkullerin getiri oranlarında görülebilecek bir düşüşü dengeleyici etki yapar. Bu da portföye istikrar kazandırır, gelir dalgalanmaları riskini önler (Seyidoğlu, 2006, s: 433).

Bu yaklaşımda para talebi, tahvilin faiz oranındaki değişme ile ters yönde değişmektedir. Yabancı ve yurtiçi tahvillere olan talep ise, kendi faiz oranları ile aynı yönde, diğer tahvilin getiri oranları ile ise ters yönde değişmektedir. Örneğin, yurtiçi faiz oranlarındaki bir artış, yurtiçi tahvillere olan talebi artıracaktır. Bireyler, yabancı tahvilleri satarak yurtiçi tahvilleri satın alacaktır. Bu durumda da denge döviz kuru düşmelidir. Döviz kurundaki düşüş ise, yurtdışı faiz oranı sabitken, yabancı tahvillere talebi artırmaktadır. Sonuç olarak, döviz kuru, bireylerin portföylerindeki varlıkları değiştirmek istemeyecekleri noktada dengeye gelecektir (Müslümov ve diğerleri, 2002 s: 13).

Öte yandan menkul varlıkların risk primi, iki şekilde formüle edilebilir. Birinci yaklaşıma göre, Dooley ve Isard (1982, 1983) ve Frankel (1982, 1983)'de

olduğu gibi, risk primi, portföydeki tahvillerin oranının bir fonksiyonu olarak ele alınabilir. İkinci yaklaşıma göre ise, örneğin, Hall (1987)'de olduğu gibi, risk primi cari işlemler açığına bağlı olarak formüle edilebilir (Müslümov ve diğerleri, 2002 s:11). Risk ve getiri durumlarına göre ne tür menkullere yatırım yapılacağı fon sahiplerinin zevklerine ve kişisel tercihlerine bağlıdır. Genel olarak menkul değer yatırımlarının içerdiği riskleri ticari riskler, kur riski ve siyasal risk olarak sınıflandırılabilir. Ticari riskler, yerli ve yabancı tüm menkul değerler için söz konusudur. Bunlar tahvili (hisse senedini) çıkartan şirketin iflâs etmesi veya başka nedenlerle borcunu ödeyememesi durumunu ifade eder. Kur riski ile siyasal risk yabancı menkul değer yatırımlarıyla ilgilidir (Seyidoğlu, 2006, s: 430-431).

Çoğunlukla yatırım portföylerinin bir bölümü nakit ulusal para, geri kalanı da menkul değer biçiminde tutulur. Acaba birey ya da firmaların servetlerinin bir bölümünü tahvil veya hisse senedi olarak değil de, nakit para olarak tutmak istemeleri hangi nedenlerden ileri gelir? Bu nedenler daha önce incelendiği gibi, paranın işlem talebiyle, yani kişilerin günlük işlemlerini görebilme amacıyla ilgilidir. Nakit para talebi ise faiz oranıyla ters orantılıdır. Faizler yükseldikçe tahvil satınalmaları artar ve nakit olarak tutulan para azalır. Belli bir anda portföy dengesi sağlanmışken, eğer tahsis faktörlerinden birisinde değişme olursa, yatırımcı yeni bir dengeye ulaşmak için derhal portföyünde stok düzenlemelerine (stock adjustment) girer. Yatırımcının portföyündeki menkullerin beklenen gelir ve risk düzeylerinde (tahsis faktörleri) bir değişme olmadıkça, servette yeni yaratılan artışlar, yerli ve yabancı menkullere, bunların halen portföy içindeki payları oranlarında dağıtılır (Seyidoğlu, 2006, s: 431-433).

Portföy dengesi modelinin nasıl işlediğini göstermek amacıyla portföyde yapılan bazı ayarlamaların etkilerini araştırmak üzere ilk olarak ülke hazinesinin bono satışına girdiğini varsayılırsa, bu durumda para arzı azalır, çünkü halk parasal fonlarını kullanarak tahvillerin bedelini öder. Böylece tahvil fiyatları düşer ve ülkenin faiz oranı yükselir. Yurtiçi faizlerdeki artış sonucunda ise ülkede halk daha çok yerli tahvil satın alırken, ulusal para fonlarını ve yabancı tahvilleri azaltır. Yabancı yatırımcılar da kendi ulusal tahvilleri ve ulusal para fonlarını azaltarak fiyatı düşen bu tahvillerden satın alımlarını artırırlar. Yabancı tahvillere olan talebin

azalması bunların fiyatını düşürerek, yabancı faizleri yükseltir. Fonların böylece ele alınan ülkeye doğru akmaya başlaması, bu ülkedeki faiz yükselişini yavaşlatır. Ayrıca yerli ve yabancı yatırımcılar tarafından yabancı tahvillerin satışı ve yerli tahvil alımlarının artması, yabancı paranın satışını ve ulusal paranın satın alınmasını gerektirir ki, bu da esnek kur sistemleri altında ulusal paranın değer kazanmasına ya da yabancı paranın değer kaybetmesine yol açar. Portföy dengesi yaklaşımında kısa dönemli kur değişimleri, hem gerçekleşen değişimlere, hem de gelecekteki beklentilere dayalı olarak yapılacak portföy ayarlamaları ile açıklanmaktadır. Cari işlemler dengesi ve para arzındaki artışlar gibi değişkenler, piyasa beklentilerini etkiledikleri ölçüde, döviz kurlarında değişmeye neden olurlar (Seyidoğlu, 2006, s: 433-434).

1.2.5. Döviz kurlarının oluşumuna yönelik diğer yaklaşımlar

Literatürde döviz kurlarının oluşumunda çeşitli haber ve açıklamaların (news and announcements) büyük bir rol oynadığını öne süren yaklaşımlar da vardır. Benzer biçimde, önemli bir politikacının ölümüne dair haberin duyulması, kamu kesiminin bütçe açığının arttığının ilan edilmesi gibi haber veya beklenmedik olaylar da döviz kurlarını etkileyebilmektedir (Kibritçioğlu, 1996, s: 140).

Finansal piyasa yaklaşımına göre döviz kurunu, para arzı ve gelir düzeyi gibi temel değişkenlerin (fundamentals) cari ve beklenen değerleri belirlemektedir. Bu değişkenlerle ilgili bütün elde edilebilir bilgilerin zaten mevcut para değerleri (kurlar) tarafından içerildiğini varsayılacak olursa, döviz kurlarındaki değişimler yalnızca beklenmeyen olaylarla ilişkilendirilmiş olur. Döviz kurlarının bu tahmin edilemezliği olgusu, kimi iktisatçıların, kurların adeta bir tesadüfi yürüyüş içinde bulunduğunu ileri sürmesine yol açmıştır (Kibritçioğlu, 1996, s:141).

Döviz kurlarıyla ilgili nispeten yeni bazı yaklaşımlarda; kur değişimlerinin tesadüfi değil deterministik olduğu ileri sürülmektedir. Bu deterministik kaos (deterministic chaos) yaklaşımı, yine bir tür belirsizliği çağırırsa bile, aslında döviz kurunun davranış kural veya ilkesi bilindiğinde,

gerçekleşecek kurun mükemmel bir biçimde tahmin edilebileceğini ileri sürmektedir. Burada belirtilmesi gereken önemli bir nokta, deterministik kaos yaklaşımında, kelebek etkisi olarak adlandırılan kurun başlangıç değerindeki küçük bir değişimin bile, kurun seyrini tamamen değiştirebilmesidir (Kibritçioğlu, 1996, s: 142).

Bu çerçevede Meade (1978), Nobel ödülü konuşmasında her bir hedef için bir politika enstrümanı seçmek yerine, birden çok hedef değişken için birden çok enstrümanın aynı anda kullanılmasının daha iyi sonuç doğuracağını vurgulamıştır. Örneğin döviz kuru, sadece para arzı (ve buna bağlı olarak enflasyon oranı ya da faiz oranı) veya reel sektördeki gelişmelerden (üretim ve tüketim ilişkilerince belirlenen ithalat talebi ve ihracat) etkilenmemektedir. Döviz kuru, hem reel, hem de parasal gelişmeler tarafından belirlenmektedir. Bu düşünceden hareketle Woodford (1995, 1996), fiyatlar genel düzeyinin sadece para politikaları tarafından etkilenmediğini, maliye politikasının da enflasyon oranı üzerinde belirleyici olduğunu ortaya koymuştur. İlk defa Woodford tarafından ortaya konan bu sorun, fiyat belirlenemezlik sorunu olarak bilinmektedir. Fiyat belirlenemezlik sorunu çerçevesinde ele alındığı zaman, döviz kurundaki değişikliklerin temel nedenlerinden biri de kamu harcamalarındaki değişiklikler olmaktadır (Müslümov ve diğerleri, 2002, s: 14).

Döviz kurlarına yönelik bir diğer yaklaşım ise beklentilerdeki farklılığa işaret etmektedir. Bir para birimi yükseldiğinde yükselişin devam edeceğini beklemek ve dolayısıyla söz konusu para birimine olan talebi artırmak ve böylece yükselişin sürdürülmesine katkıda bulunmak, chartist beklenti olarak tanımlanmaktadır. Fundamentalist beklenti ise, beklentilerin reel ekonomideki gelişmelere ve varlık arzındaki değişimlere bağlı olarak oluşturulmasını öngörmektedir. Yatırımcılar karar verirken bu iki değişik beklenti mekanizmasını da dikkate almak durumundalar. Döviz kurundaki fiili değişikliklere bağlı olarak söz konusu iki beklenti mekanizmasına verilen ağırlıklar değişebilir. Bu, bir tür öğrenme sürecidir. Doların 1980’li yılların başında izlediği seyir, döviz kurunun büyük oranda chartist beklentiler tarafından belirlendiğini ortaya koymaktadır. Sengupta ve Sfeir (1998)’in ortaya koyduğu gibi, döviz kurları Fransa, İngiltere,

Japonya ve Almanya’da 1985-1995 yılları arasında beklentilerden ziyade geçmiş trende göre belirlenmektedir (Müslümov ve diğerleri, 2002, s:15).

1.3. Döviz Kuru Sistemleri

Dünya da uygulanmakta olan iki aşırı uygulamanın arasında yer alan farklı döviz kuru sistemleri mevcuttur. Bunlardan biri serbest değişken kur sistemi (freely fluctuating exchange rate system) veya dalgalı kur sistemi, diğeri ise sabit kur sistemidir (pegged exchange rate system). Bunların arasında birçok ara model bulunmaktadır. Uygulamada daha çok bu iki uygulamanın bazı özelliklerine sahip ara modellere rastlanmaktadır (Seyidoğlu, 2006, s: 732).

Tam dalgalı kur sisteminde Merkez Bankası müdahalesi en aza indirgenmekte ve bağımsız para politikası uygulamasına olanak tanınmaktadır. Bu sistem döviz kuru değişimleri ile içsel ve dışsal şokların gerektirdiği ayarlamaların hemen tümünü yansıtmaktadır. Sistemin getirdiği dalgalılığın maliyeti ise daha yüksek enflasyon ve kredibilite kaybıdır. Sabit kur sistemi ise uygulamada daha yüksek kredibilite ancak daha az dalgalılık sağlamaktadır (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000, s:1). II. Dünya Savaşı’nın sona ermesinin ardından kurulan Bretton Woods sistemi ile temelleri atılan modern uluslararası iktisadi ve finansal sistem, çeşitli krizler, bölgesel ve küresel serbest ticaret anlaşmaları, bölgesel para birliklerinin kurulması gibi oluşumlarla devrilerle günümüze kadar gelmiştir. Bu süreçte ülkeler çok çeşitli döviz kuru rejimleri uygulamışlar, birçok yeni döviz kuru stratejileri geliştirmişlerdir. Uluslararası Para Fonu (IMF)’nin 2007 yılı “Döviz Düzenlemeleri ve Kısıtlamaları” adlı yıllık raporunda, dünyadaki 188 ülkenin Nisan 2007 tarihi itibarıyla uygulamakta olduğu döviz kuru rejimi uygulamaları en katıdan en esneğe doğru sekiz başlık altında toplanmıştır. Bu uygulamalar katı, ara ve dalgalı rejimler olarak üç ana grup içerisinde de toplanabilir. Günümüzde 83 adet ülke (toplamin % 45.6’sı) dalgalı kur rejimleri uygulamakta iken, 82 ülke (toplamin % 41.8’i) ara rejim, 23 ülke ise (toplamin % 12.6’sı) katı rejimler uygulamaktadır (Kaya, 2009, s: 2).

1.3.1. Sabit Kur Sistemi

Sabit kur sistemlerinde özellikle döviz kurlarının piyasa değişikliklerinden bağımsız olarak sabit bir düzeyde sürdürülmesi esastır. Bu sistemin en kadim örneği altın standardıdır. Bir başka sabit kur sistemi örneği ise İkinci Dünya Savaşı sonrası uygulanan Bretton Woods Sistemi'dir. Bugün de birçok ufak ülke ulusal parasını sabit bir kur ile başka bir ülkenin parasına veya bir hesap birimine (para sepetine) bağlamış bulunmaktadır (Seyidoğlu, 2006, s: 732).

Sabit döviz kuru rejimleri milli paranın tamamen ortadan kaldırıldığı ve yerine uluslararası piyasalarda kabul gören dövizlerin ülkenin resmi parası kabul edildiği resmi dolarizasyondan, döviz kuru paritesinin belirli bir oranda sabitlenmesi şeklini alan geniş bir yelpazede uygulanan bir dizi rejim olarak sınıflandırılmaktadır. Aynı şekilde, döviz kurunun belirli bir oranda sabitlenmediği ancak, artış oranının belirlendiği veya sabitlendiği sistemlerde, yine sabit kur rejimi sistemleri içerisinde değerlendirilmektedir. Bunlara ek olarak, para kurulu da yerli paranın sabit bir kur üzerinden parasal tabanı karşılama taahhüdü içermesinden dolayı sabit kur rejimi içerisinde değerlendirilmektedir (Arat, 2003, s: 15).

1.3.1.1. Altın para standardı

Dünyada altın para standardı XIX. Asrın ikinci yarısından I. Dünya Savaşı'nın başlangıcına kadar kesintisiz biçimde uygulanmıştır. Savaşın bitişinden sonra ülkeler yeniden altın standardına dönmüşlerse de bu ikinci deneme uzun ömürlü olmamıştır. Altın para standardında her ülkenin parasının değeri, belirli ağırlıkta saf altın olarak tanımlanmıştır. Bu fiyata altın paritesi adı verilir. Ulusal paranın değerinin parite düzeyinde sürdürülebilmesi için merkez bankası veya darphane gibi görevli bir kurum, bu fiyattan dileyen herkese altın satar veya kendisine arz edilen altınları satın alır. Böylece ülke düzeyinde sabit altın fiyatı uygulaması gerçekleştirilmiş olur. Her ülke bu şekilde ulusal parasını altına bağlayınca tüm ulusal paralar otomatik biçimde sabit kurlarla birbirine bağlanmış olur. Ulusal paralar arasındaki değişim oranı bu paraların kapsadığı altın miktarlarının oranına bağlıdır (Seyidoğlu, 2006, s: 732).

Uluslararası düzeyde ulusal paralar arasındaki değişim oranının bunların altın kapsamlarının oranına eşit düzeyde sürdürülmesi de altının ihraç ve ithalinin serbest olması dolayısıyla gerçekleşir. Diğer bir deyişle, eğer bir yabancı para, ulusal para karşısında bunların altın kapsamı oranından daha yüksek bir değere çıkma eğilimi gösterirse, kimse piyasadan o dövizini satın almaz. Yurtdışına ödeme yapacak olanlar yabancı paraya o yüksek fiyatı ödemektense dışarıya altın göndermeyi tercih ederler. Gönderilen altınlar o ülkenin parasına dönüştürülerek gerekli ödemeler yapılır. O bakımdan da bir ulusal paranın başka bir ulusal paraya göre piyasadaki en yüksek değeri, içerdiği altın miktarı ile altını karşı ülkeye göndermek için yapılması gereken masrafların toplamını aşamaz. Altın para standardı bir sabit kur sistemidir. Bu sistemde döviz kurlarının sabit oluşu görevli kuruluşun bu fiyattan serbest altın alım satım faaliyetlerinde bulunması ve altının ihraç ve ithalinin serbest oluşuyla sağlanmaktadır. Ulusal paralar altın gibi ortak bir paraya bağlı olduklarından, bu sistemde bugünküne benzer biçimde karmaşık döviz piyasaları da bulunmaz (Seyidoğlu, 2006, s: 732).

1.3.1.2. Resmi dolarizasyon

Bu sistemi uygulayan ülke parasal bağımsızlığına son vermekte ve başka bir ülkenin para birimini kullanmaktadır. Para kurulu sisteminin uç şeklidir. Parasal disiplini artırması nedeniyle güvenirliliği fazladır (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000, s: 6). Merkez Bankaları, başka bir ülkenin parasını basamayacakları için para politikasını bağımsız bir şekilde uygulama imkânını yitirmektedirler. Para politikası uygulamasında kurala bağlı-ihiyari para politikası uygulaması tartışmalarında resmi dolarizasyon; ihtiyari para politikası uygulamasının tamamen imkansız olduğu bir sistem olarak değerlendirilmektedir (Berg, 2001). Resmi dolarizasyonun bir diğer kaçınılmaz sonucu ise hükümetlerin senyoraj gelirlerinden feragat etmeleridir. Senyoraj geliri kaybı, resmi dolarizasyonu seçen ülkede iki aşamalı gerçekleşmektedir. İlk aşamada resmi dolarizasyona geçildiğinde ülkenin milli parasının değiştirilmesi aşamasında milli para stoku kadar dönüşüm sırasında karşılaştığı maliyettir. Tabii ki burada paranın dönüşüm oranının ne olacağı maliyetin boyutunu doğrudan belirlemektedir. İkinci

aşamada ise, para otoritesinin ileride elde edeceği senyoraj gelirlerinden feragat etmesi sonucu ortaya çıkan kayıptır.

Bununla birlikte bir ülkede döviz krizleri sıklıkla oluyorsa, döviz krizlerinin ülkeye yüklediği maliyetin senyoraj gelirleri kaybından daha büyük olduğu noktada söz konusu rejimin seçimi daha yararlı görülmektedir. Resmi dolarizasyonun sağladığı en önemli avantaj ülkedeki kur riskini ortadan kaldırmasıdır. Kur riskinin ortadan kalkması ise ülke içindeki faiz ve yurtdışı tahvil faizleri arasındaki farkı aşağı çekmektedir. Ancak kredi riskinin devam ediyor olması nedeniyle, resmi dolarizasyonu kabul eden ülkedeki faiz oranlarının milli para olarak kabul edilen (Dolar ve Euro gibi) ülkelerin seviyesine düşmesi mümkün olmamaktadır. Resmi dolarizasyonun sağladığı ikinci bir avantaj ise ülkeye mali disiplin getirmesi olarak görülmektedir. Ülkede merkez bankasının para basma yetkisinin elinden alınması mali açıkların para basılarak finanse edilmesi imkanın ortadan kaldırmaktadır. Resmi dolarizasyonun ülkelere sağladığı bir diğer yarar ise işlem maliyetlerini azaltmasıdır. Bu ülkelerde kambiyo giderleri azalmaktadır. Ayrıca, resmi dolarizasyon kur riskine karşı kullanılan enstrümanların (opsiyon, futures. vb) kullanımını gereksiz kılacağı için yatırım maliyetlerini de azaltmaktadır. Dezavantaj olarak, tam dolarizasyon senyoraj geliri kaybına neden olmasının yanı sıra, ülkeleri dış ticaret açıkları ile karşı karşıya bırakabilmektedir. Milli para olarak kabul edilen ülkenin ihracat ve ithalat yapısının farklı olması nedeniyle Dolar/Euro, Dolar/Yen gibi paritelerde ortaya çıkabilecek dalgalanmalar söz konusu ülkelerin dış ticaret açıklarının artmasına neden olabilmektedir. Resmi dolarizasyon altında merkez bankaları bağımsız para politikası uygulayamadıklarından, talepte ortaya çıkabilecek dalgalanmalara karşı tedbir almaları mümkün olamamaktadır. Resmi dolarizasyonun bir diğer, belki de en önemli yararı ise enflasyonu kontrol etmeyi sağlamasıdır (Arat, 2003, s: 8-19).

1.3.1.3. Para kurulu (currency board)

Ülke parasının seçilecek olan yabancı bir para ile sabit kurdan değişimini öngören ve belirli yasal düzenlemeleri gerektiren bir sistemdir. Bu sistemde para otoritesi ülke parasını yalnız yabancı para girişi karşılığı basmaktadır. Ayrıca

Merkez Bankası'nın parasal düzenlemeler ve son kredi mercii gibi geleneksel fonksiyonlarına son vermektedir Diğer yandan bu sistemin uygulanması kolay olmakla beraber para ve maliye politikalarının güvenilirliğini artırması, döviz kuruna istikrar kazandırması, faiz oranları birleştirmesi ve finansal derinliği artırması gibi faydaları da vardır. Bunun yanında bir takım maliyetler de getirmektedir. Para kurulu sisteminde bankalar daha duyarlı hale gelmekte, Merkez Bankası fonksiyonlarını kaybetmekte, mali politikalar üzerine sınırlama gelmekte ve nominal kurlar dalgalılığını kaybetmektedir. Bu sistemin uygulanacağı ekonomide güçlü bir kamu finansmanı, sağlıklı bir finansal yapı ve yeterli miktarda döviz kaynakları gerekli görülmektedir (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000, s: 6).

Bu sistemde yerli paranın sabit kur üzerinden endekslendiği paraya “rezerv para” adı verilmektedir. Ancak burada rezerv para olarak kabul edilecek paranın uluslararası piyasalarda genel kabul görmüş tam konvertibl para olması gerekmektedir. Para kurulunda tam konvertibilite, ulusal paranın belirlenmiş sabit parite üzerinden, talep edilmesi durumunda sınırlamaya tabi olmaksızın rezerv paraya dönüştürülmesidir (Arat, 2003, s: 19-20). İkinci olarak, para kurulunda milli paranın rezerv paraya sabit orandan dönüşümü anayasal bir düzenleme ile garanti altına alınmıştır. Bu bağlamda uygulanan sabit kur rejiminde değişiklik yapılmayacağı konusunda topluma bir taahhüt verilmiş ve (enflasyon ve diğer) bunun beklentilerin şekillendirilmesinde önemli rol oynaması sağlanmıştır (Akyüz, 1999). Öte yandan para kurulunda senyoraj geliri sadece faizden sağlanmaktadır. Uygulamada para kurulları, elde ettikleri rezervin bir kısmını rezerv paraya endeksli tahvillere bağlamaktadırlar. Bu bağlamda, söz konusu rezervlerden para kurulu faiz kazancı elde etmektedir. İşte bu söz konusu gelirler, para kurulunda senyoraj geliri olarak adlandırılmaktadır (Arat, 2003, s: 21).

Para kurulu uygulamasının sağladığı avantajların başında parasal ve mali disiplinin sağlanması gelmektedir. Para kuruluna geçiş ile birlikte para arzı otomatik bir mekanizmaya bağlanmaktadır. Böylelikle ihtiyari para politikası uygulama imkanı tamamen ortadan kalkmaktadır. Ayrıca döviz kurunun sabitleştirilmesi ve para arzının sadece yabancı varlıklara karşılık değiştirilmesi

gibi düzenlemeler parasal disiplinin sağlanmasında önemli rol oynamaktadır. Ancak parasal disiplinin sağlanmasında para kurulunun tek başına yeterli olmadığı görülmektedir. Parasal disiplinin sağlanabilmesi için mali disiplinin de sağlanması gerekmektedir. Aslında para kurulunda, para kurulu devlete ve yerel yönetimlere borç veremediği için bütçe açıklarını finanse etmesi mümkün görülmemektedir. Ancak uygulamada para kurullarının mali disiplini sağlayamadığı görülmüştür (Arat, 2003, s: 22).

1.3.1.4. Ayarlanabilir sabit kur sistemleri

Bretton Woods sistemi olarak bilinen sistemdir. Bu sistemde kur sabit olmakla birlikte parasal otoritesi, süresiz bir şekilde bu kuru sürdürmek zorunda değildir. Belirlenen kur uygulanan ekonomik politikalarla tutarsızsa arzu edilen yönde değiştirilebilmektedir. Bu sistem, dış ticaret üzerindeki kur belirsizliğini azaltarak ekonomik istikrara katkıda bulunur. Diğer yandan olası bir ayarlama beklentisi (devalüasyon) yoğun spekülasyonlara yol açabildiğinden ekonomide kriz yaratmaya elverişli bir sistemdir (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000, s: 6). Gerek Bretton Woods Sistemi'nde, gerekse bugünkü sabit kur sistemlerinde hükümetler tarafından zaman zaman kurlarda değişiklik yapılabildiğinden (devalüasyon ve revalüasyon), bu uygulamalara yaygın ismiyle ayarlanabilir sabit kur sistemi (adjustable peg system) adı verilmektedir. Sabit kurlu sistemde döviz kurlarının belirlenen sınırlar arasında tutulması merkez bankasının piyasa müdahaleleri (alım ve satım işlemleri) ile gerçekleştirilmektedir. Sistemin mantığı kurların sabit tutulmasını gerektirmekle birlikte bu, uygulanan kurun hiç değiştirilemeyeceği anlamına da gelmez. Ulusal paranın uzun süre üst destekleme noktasını zorlaması durumunda resmi kuru yükseltir (ulusal paranın devalüasyonu), alt destekleme noktasında sürünmesi durumunda da resmi kuru düşürürler (ulusal paranın revalüasyonu). Sabit kur sisteminin "ayarlanabilir" (adjustable) nitelikte olması bunu ifade eder (Seyidoğlu, 2006, s:735).

1.3.1.4.1. Yönlendirilmiş sabit aralık–sürünen bant (crawling band)

Yönlendirilmiş sabit aralık sisteminde, ülke parasının değeri önceden açıklanmış sabit bir değer etrafında belirli limitler içinde dalgalanmaktadır. Fakat

esas alınan sabit değer seçilmiş ekonomik göstergeler ve özellikle ödemeler dengesindeki gelişmelere bağlı olarak ayarlanabilmektedir. Uygulamada aralık sistemi yönlendirilmiş sabit parite sistemi ile karşılaştırıldığında daha dalgalı bir yapıya sahiptir. Yönlendirilmiş sabit aralık sistemin alışılmış sabit kur sistemlerinden farkı, sabit kur üzerinde bir baskı oluştuğunda, gerekli ayarlamaların bir anda değil belirli aralıklarla ve sıklıkla yapılıyor olmasıdır. Ayrıca bu ayarlamalar arasında belirlenen limitler içinde dalgalanmasına da izin verilmektedir. Yapılan bu ayarlamalar sayesinde, diğer sabit kur sistemlerinde gözlenen ve beklentiden kaynaklı spekülasyon hareketleri engellenebilmektedir. En büyük olumsuzluk ise faiz politikasının kurları destekleme zorunluluğudur. Bu nedenle faizler ekonominin gerekleri doğrultusunda istenildiği gibi kullanılamamaktadır. (Özdemir, Şahinbeyoğlu, 2000, s:4)

1.3.1.4.2. Yönlendirilmiş sabit parite – sürünen parite (crawling peg)

Bu kur sisteminde ülke parasının değeri sabitleştirilmiştir. Ancak bu sabit değer, aynı yönlendirilmiş sabit aralık sisteminde olduğu gibi, o ülkenin seçilmiş ekonomik göstergelerine ve özellikle ödemeler dengesindeki gelişmelere bağlı olarak ayarlanabilmektedir. Bu sistem yönlendirilmiş sabit aralık sistemi ile karşılaştırıldığında daha katı bir yapıya sahip olmakla birlikte alışılmış sabit kur sistemleri ile karşılaştırıldığında, bu sistemlerden farklı olarak sabit kur üzerinde bir baskı oluştuğunda, yine gerekli ayarlamaların bir anda değil belirli aralıklarla ve sıklıkla yapılıyor olmasıdır. Bu nedenle bu sistem, yönlendirilmiş sabit aralık sistemin avantajlarını ve dezavantajlarını beraberinde getirmektedir. Bunlara ek olarak, aralığın olmaması nedeniyle belirsizlikler daha az indirgenmiştir (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000, s: 6). Kurlarda yapılacak ayarlamalar örneğin, iç ve dış enflasyon oranları, hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranları farkı gibi bazı objektif göstergelere bağlanmış olabilir (Seyidoğlu, 2006, s:744). Bu sistemde devalüasyon ve revalüasyon belli bir döneme yayılarak ani devalüasyon ve revalüasyondan kaçınılmaya çalışılmaktadır. Böylece, döviz kurunda küçük değişiklikler ile ulusal paranın değerinin düşürülmesi ve yükseltilmesi sağlanmaktadır (Arat, 2003, s: 13).

1.3.2. Dalgalı Döviz Kuru Rejimleri

Dalgalı kur rejimi, kurların piyasada arz ve talep koşullarına göre belirlenmesi, kurun seviyesinin Merkez Bankaları'nın döviz piyasalarında döviz alım-satımı yaparak değiştirilmediği rejimler olarak tanımlanmaktadır. Dalgalı döviz kuru rejimleri serbest dalgalanan kur rejimi ve yönetilen dalgalanan kur rejimi başlıkları altında incelenecektir.

1.3.2.1. Serbest dalgalanan döviz kuru rejimi

Serbest dalgalanan kur sisteminde ülke parasının değeri piyasa tarafından belirlenmektedir. Döviz piyasasına yapılan müdahaleler, kurların istenilen düzeyde oluşmasını sağlamak yerine, bu piyasadaki gereksiz dalgalanmaları önlemek ve değişimleri daha ılımlı hale getirmek için yapılmaktadır. Bu sistemde para politikası daha etkin hale gelmekte ve ülkenin tutması gereken uluslararası rezerv miktarı azalmaktadır. Diğer bir avantaj ise dışsal şokların ilk etapta nominal kurlar tarafından emilmesi sonucu ülke içindeki istikrara olumlu katkıda bulunmasıdır. Serbest dalgalanan döviz kuru sisteminden kaynaklanan olumsuzluk ise dış ekonomik ilişkilerde belirsizlikleri ve riskleri artırması nedeniyle kaynak dağılımını olumsuz etkilemesidir. Ayrıca para politikası için nominal çıpa özelliğini taşıyabilen döviz kuru bu özelliğini kaybettiğinden, serbest dalgalanan kur sistemi enflasyona elverişli bir sistem haline gelebilmektedir (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000, s:2).

Serbest dalgalanan kur rejimi hemen hemen tüm endüstrileşmiş büyük ekonomilerde uygulanırken, yükselen piyasa ekonomilerinde de giderek tercih edilen bir rejim olmuştur. Ancak ülkelerin uyguladıklarını ilan ettikleri de jure döviz kuru rejimi ile fiili olarak uyguladıkları de facto kur rejimi arasında farklılıklar bulunduğu görülmektedir. Birçok ülke resmi olarak serbest dalgalanan kur rejimi uyguladığını belirtmesine rağmen, uygulamada yönetilen dalgalanma, sürünen pariteler veya sürünen bant sistemlerini uyguladıkları görülmektedir. Bu ise söz konusu ülkelerin kurların aşırı dalgalanmasından korkmalarından kaynaklanmaktadır. Dalgalanma korkusunun temel nedeni olarak para politikası uygulamasının kredibilite eksikliği gösterilmektedir. Kredibilite eksikliğinin, ülkede faiz oranlarının dalgalanma göstermesi ve uluslararası derecelendirme

kuruluşlarının verdiği derecelendirmelerin düşük olması gibi bir kaç şekilde ortaya çıktığı görülmektedir. Kredibilite eksikliği ülkedeki para ikamesini (gayri resmi dolarizasyon) artırıcı etki yapabilmektedir. Ülkede para ikamesinin artması ise Merkez Bankası'nın etkin olarak para politikası uygulaması ve son borç verici merci fonksiyonunu yürütmesini zorlaştırmaktadır. Bu durum ise dalgalanmadan korkma olgusunun daha da güçlenmesine neden olmaktadır.

Dalgalanmadan korkulmasının ikinci bir nedeni ise yükselen piyasa ekonomilerinde büyük oranlı ya da beklenmedik devalüasyonlar ile resesyonların birlikte anılmasıdır. Yükselen piyasa ekonomilerinde vade uyumsuzluğu (maturity mismatch) riski ya da kur uyumsuzluğu (currency mismatch) riskiyle karşı karşıya kalınmasından dolayı para ikamesinin ve döviz cinsinden borçlanmaların fazla olması nedeniyle ani ve yüksek oranlı devalüasyonlar sonrasında firmaların borç servisi gerçekleştirmekte güçlük ile karşılaştığı görülmüştür. Yükselen piyasa ekonomilerinde birçok firmanın kurlardaki ani dalgalanmalar sonucunda iflas ettikleri görülmüştür. Dalgalanmadan korkulmasının bir diğer nedeni ise, yükselen piyasa ekonomilerinde kurların dalgalanmasının gelişmiş ülkelere göre dış ticarete daha çok zarar vermesidir. 1990'lı ve 2000'li yıllarda sabit kur rejimi ve para kurulu uygulayan birçok ülkede döviz kurlarına hücum olması ve söz konusu ülkelerin kur rejimlerini koruyamamaları sonucunda, sabit kur rejimlerinin sürdürülebilirliği gittikçe tartışmalı bir konu haline gelmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin, serbest dalgalanan kur rejimi uygulamaktan başka alternatiflerinin olmadığı tartışılmaya başlanmıştır (Arat, 2003, s: 8-10).

Serbest dalgalanan kur rejimini diğer kur rejimlerine üstünlüğünü en basit şekliyle açıklayan Friedman olmuştur. Friedman, serbest dalgalanan kur rejimini “yaz saati-kış saati uygulamasına” benzetmiştir. Yaz saati uygulaması ile saatlerin ayarlanmasının, herkesin işlerinin saatlerini ayarlamalarını koordine etmekten daha kolay olduğunu belirten Friedman, döviz kurlarının değişen koşullara karşı kendisini ayarlaması ile ekonominin genelinde otomatik bir ayarlama sürecinin kendiliğinden gerçekleşeceğini vurgulamıştır (Arat, 2003, s: 11).

1.3.2.2. Yönetimli dalgalanan döviz kuru rejimleri

Farklı ülke uygulamalarından dolayı, yönetimli dalgalanan kur rejimlerini temel kalıplara ayırmak pek mümkün olmasa da, yönetimli dalgalanan kur rejimleri altında bazı alt rejimlere, sabit ancak ayarlanabilir kur rejimi denilmektedir (Corden, 2002). Bu kur sisteminde parasal otorite, döviz kurlarına müdahale etmekle birlikte, bu müdahaleler önceden belirlenmiş kurallara göre yapılmamaktadır. Parasal otorite bu müdahaleleri, kendi karar alma mekanizmasını bir takım ekonomik göstergeler doğrultusunda o an için iyi olduğunu düşündüğü bir şekilde çalıştırarak gerçekleştirmektedir. Ayrıca bu şekilde yönlendirilebilen kurlarla, serbest dalgalanan kur sisteminin yol açtığı bir takım risk ve belirsizlikler azaltılabilmektedir. Diğer yandan kurallardan yoksun bu tür müdahaleler, ekonomiler genelinde düşünüldüğünde birbirleriyle çelişen yönleri olabilmektedir. Kurların gözetimli bir şekilde dalgalandığı bir ekonomide, dış piyasalarda rekabet gücünü yapay olarak artırmak için yapılan müdahaleler sonucu elde edilmeye çalışılan ekonomik yararlar, diğer ülkelerin bundan olumsuz etkilenmesi sonucu oluşuyorsa bu sistem "kirli dalgalanma" olarak adlandırılmaktadır (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000, s: 3).

Günümüzde birçok sanayileşmiş ve gelişmekte olan ülkedeki kur uygulamaları "yönetimli dalgalı kur" (managed float) modeline dayanır. Bu sistemde kurlar, ilke olarak dalgalanmaya bırakılmıştır. Ancak bu, Merkez Bankası'nın denetimi altında yürütülen bir yaklaşımdır. Başka bir deyişle kurlar, arz ve talebe göre değişir, fakat aşırı kabul edilen bazı değişimler, Merkez Bankası'nın piyasada döviz satış veya alışları ile giderilir ve Merkez Bankası müdahaleleri, kurlarda arzulan istikrarın ölçüsüne bağlıdır (Seyidoğlu, 2006, s: 742).

Dolayısıyla yönetimli dalgalanan kur sistemi, gerek serbest dalgalanan gerekse sabit kur sistemlerinin belirli özelliklerini bir araya getiren karma bir uygulama niteliğindedir. Yönetilen dalgalanan kur rejimleri, resmi bir kur hedefi olmadan ancak döviz kurunun de facto olarak piyasalar yerine hükümet tarafından belirlendiği rejimler olarak tanımlanmaktadır. Para otoritelerinin kurlara müdahalesi arttıkça rejim, sabit kur rejimine yaklaşmakta, kurlara müdahale azaldıkça serbest dalgalanan kur rejimine yaklaşılmaktadır. Gelişmekte olan

lkelerde vadeli işlem piyasalarının yeterince gelişmemiş olması, yönetimli dalgalanan kur rejimlerin, serbest dalgalanan kur rejimine karşı tercih edilmesinin başlıca nedeni olmaktadır (Arat, 2003, s: 12-14)

1.3.2.2.1. Aralık içinde dalgalanma (Floating within a Band)

Bu tür bir sistemde, kurların belirlenen bir aralık içinde serbestçe dalgalanmasına izin verilmektedir. Bu sistemde döviz kurlarının sabit paritelere bağıllığı sürdürölür. Bu yönölyle sistem bir sabit kur sistemi olarak düşünölülebilir. Fakat parite etrafında izin verilen dalgalanmaların sınırları (dalgalanma bandı), önemli ölölde genişletilmiştir. Bu da sistemin dalgalı kur sistemine benzer yönölünü oluşturur. Genişletilmiş dalgalanma sınırları içerisinde kalmak koşuluyla, döviz kurları arz ve talep koşullarına göre belirlenir. Ufak kur ayarlamaları böylece piyasada kendiliğinden gerçekleşmiş olur. Fakat döviz kurlarının uzun süre alt veya üst sınırdaki sürölmesi belirlenen paritenin gerçekliğini yitirdiğı, dolayısıyla yeni bir parite kuru belirlemeye (devalölasyon ve revalölasyon) gerek olduğı anlamına gelir (Seyidoğılu, 2006, s: 744).

1.3.2.2.2. Kaygan aralık (Sliding Band)

Kaygan aralık sisteminde, bir önceki sistemden farklı olarak, aralığın ortalama değeri (merkez kur) sabitlenmemiştir. Bu ortalama değeri, belli olmayan sürelerle ayarlanmaktadır. Genelde yüksek enflasyon gözlenen ekonomilerde uygulama alanı bulan bir sistemdir. Ayarlanabilir merkez kur sayesinde kurun olası aşırı değeri lenmesi engellenmektedir. Fakat kaygan kur sisteminde ayarlama süresinin ve sıklığının bilinmemesi piyasalarda belirsizlik yaratabilmektedir (Özdemir ve Şahinbeyoğılu, 2000, s: 3).

1.3.2.2.3. Ortak para alanları

Ortak para alanları (currency areas) ya da parasal birlikler (monetary union) yakın coğrafi alanda yerleşik bağımsız ölkelerin bir araya gelerek ortak bir parayı milli paraları ile değıştirmeleri olarak tanımlanmaktadır. Uygulaması çok yaygın olmayan bir rejimdir. Bu rejimin dünyadaki en önemli örneğı Avrupa'daki Euro Alanıdır. Buna ek olarak Afrika'da oluşturulan Batı Afrika Ekonomik ve Parasal

Birliği (CFA Frankı) ve Doğu Karayipler Döviz Alanı (East Carabean Dolar) ortak para alanlarının diğer örnekleridir (Arat, 2003, s: 27). Bölge içerisindeki ülkelerin paraları arasındaki kurların sabit olması nedeniyle ortaya çıkan denkleşme sorununun çözümü için birliğe girecek ülkelerin belirli özelliklere sahip olmaları gerekir (Seyidoğlu, 2006, s: 744). Optimum para alanı ile birlikte ülkeler, bağımsız para politikalarını yitirmekten doğan kayıplarını minimize, sabit kur uygulamaktan doğan kazançlarını ise maksimize edebilmektedir (Krugman ve Obstfeld, 2003, s. 619).

Ülkelerin bir optimal para alanı oluşturmaları için gerekli şartlar aşağıdaki gibi sıralanabilir (Mongelli, 2002, s: 8):

- 1) Fiyatlar ve ücretlerin esnekliği,
- 2) Üretim faktörlerinin hareketliliği,
- 3) Finansal piyasaların entegrasyonu,
- 4) Ekonomilerin dışa açıklığı,
- 5) Üretim ve tüketim mallarının çeşitliliği,
- 6) Enflasyon oranlarının birbirine yakınlığı,
- 7) Maliye politikalarının uyumu,
- 8) Siyasi entegrasyon ve uyum.

Optimal para alanının getirdiği mikroekonomik faydalar, ticarete ve finansal işlemlerde kambiyo ve aracılık maliyetlerinin önemli ölçüde düşmesi, sabit kurların getirdiği istikrar ve risksiz ortam ile bölgeler arası ticaret ve yatırım hacminde pozitif katkılar sıralanabilir (Mongelli, 2002, s: 33). Bölge içinde yüksek olan ticaretin, tek para biriminin kullanılmaya başlanılmasından sonra farklı dövizler ile işlem yapılması maliyetinin ortadan kalkması ile daha da artması öngörülmüştür (Arat, 2003, s: 28). Örnek olarak, Avrupa Birliği'nde Euro'ya geçilmeden önce de yüksek olan bölge içi dış ticaret hacmi, 1999 yılında Euro'ya geçilmesinden sonra da artış kaydetmeye devam etmiştir. Avrupa'da parasal birliğin yanı sıra ekonomik entegrasyonun sağlanmış olması bölge içi ticaretin toplam ticarete önemli paya sahip olmasına neden olmaktadır (Arat, 2003, s: 29). Ancak ortak para birimine geçişte doğabilecek uyum maliyetleri (yeni para basımı, Otomatik Para Makinelerinin (ATM), banka hesaplarının uyumlaştırılması ve psikolojik faktörler gibi), kurun denge değeri altında veya

üzerinde olması halinde rekabet gücünde meydana gelebilecek sorunlar ile sistemin gerektirdiği yeni idari ve siyasi düzenlemelerin getireceği maliyetler ise mikro düzeydeki maliyetler olarak ortaya çıkabilmektedir (Kaya, 2009, s: 7).

Ortak para alanlarının bir başka faydası makroekonomik istikrar sağlayarak, makroekonomi politikalarındaki farklılıkların giderilmesi ile üretim ve istihdamdaki dalgalanmaların azalması, finansal piyasalara ve dış tasarruflara artan erişim, makroekonomik istikrarı arttırmasıdır (Mongelli, 2002, s: 33). Kurulacak olan bölgesel para otoritesi bölge içindeki herhangi bir hükümetin etkisi altında olmamalı ve bağımsız bir para politikası uygulayabilmelidir. Ayrıca ortak para alanlarında bazı mali sınırlamalar da bulunmaktadır. Ortak para alanları oluşturulurken göz önünde bulundurulacak bir diğer husus ise, birliğe girmeden katılımcı ülkelere makroekonomik performans kriterlerinin getirilip getirilmemesi hususudur. Bu uygulamayla ülkelerin ortak para alanına dahil olduğu andan itibaren dışsal ve içsel şoklara karşı daha dirençli olmaları istenilmektedir. Aynı makroekonomik gelişmişlik düzeyinde olan ülkelerin hem ortak para politikası uygulamasının daha kolay olacağı hem de daha az ekonomik problemle karşı karşıya kalacakları düşünülmektedir (Arat, 2003, s: 30).

Öte yandan ortak para alanında, ülkelerin tek başlarına kur politikasını değiştirerek dış ticaret şoklarına karşılık verme imkanı ortadan kalkmaktadır (Arat, 2003, s: 31). Ülkeler arasında asimetrik şoklardan doğabilecek dengesizlikler karşısında, katı fiyat ve ücretlere sahip ülkelerde daha yüksek işsizlik ve ekonomik daralma görülebilir (Kaya, 2009, s:7). Benzer şekilde ortak para alanına üye ülkelerin birinde çıkabilecek finansal krizin, bölgenin tamamına yayılma riski bulunmaktadır. Bu bağlamda, parasal birliğe üye olacak olan ülkelerin aynı gelişmişlik düzeyinde olması, ekonomik temellerinin birbirine benzer olması, ortak para alanı uygulamasının başarılı olmasında önemli rol oynamaktadır (Arat, 2003, s: 31).

Ortak paranın dalgalanması veya sabit tutulması konusu da önemlidir. Makroekonomik gelişmişlik düzeyi düşük olan ülkelerin üye olduğu bir ortak para alanında, ortak para uluslararası dövizlere karşı dalgalanmaya bırakılırsa, döviz kurlarındaki dalgalanma enflasyonda da dalgalanma yaratma riskine de neden

olabilmektedir. Uygulamada sadece Euro, uluslararası dövizler karşısında dalgalanmaktadır (Arat, 2003, s: 32).

Son olarak ortak paranın dünyada artan kullanımı ile işlem maliyetlerinin azalması, uluslararası senyoraj gelirleri kazanılması ve uluslararası rezerv ihtiyacının azalması da dışsal fayda olarak ifade edilebilir (Mongelli, 2002, s: 33). Bir veya birkaç ülkenin borçlarının sürdürülemez hale gelmesi gibi durumlarda ise dış dünyanın ortak para birimine olan güven kaybı, artan risk primi, borçlanma maliyetleri ve faizlerdeki artış ile birlikte tüm ülkeleri aynı anda etkileyebilmektedir. Bunlar da dışsal maliyetlere örnek olarak verilebilir (Kaya, 2009, s: 7).

Frankel ve Rose (1996, s.21), ülkelerin başlangıçta optimal para alanı oluşturacak şartlara sahip olmasalar bile, para birliğine geçtikten sonra yukarıda bahsedilen şartları sağlar hale gelebileceğini öne sürmüşlerdir. OPT literatürüne “optimal para alanının içselliği” olarak geçen bu katkıya göre, para birliğine geçen ülkeler arasındaki ticari entegrasyon artmakta ve dolayısıyla ülkelerin farklı iş çevrimleri benzer hale gelmektedir. Krugman ve Obstfeld (2003, s: 631) ise AB ülkeleri arasında işgücü hareketliliğinin düşüklüğü, katı işgücü piyasaları, ortak maliye politikaları uygulamadaki güçlükler ve özellikle yeni üye ülkeler ile eskiler arasındaki ekonomik yapı farklılıkları dolayısıyla, Avrupa Parasal Birliği’ni optimal bir para alanı olarak görülmediğini ifade etmektedirler.

1.3.3. Dalgalı ve Sabit Kur Sistemlerinin Avantaj ve Dezavantajları

Serbest değişken kur sisteminin lehinde ve aleyhinde çeşitli görüşler öne sürülmüştür. Geleneksel olarak dalgalı kur sistem,, bilimsel çevrelerde oldukça destek bulmuştur. Oysa örneğin hükümet yetkilileri, ithalatçı ve ihracatçılar, bankacılar, dış yatırımcılar ve dış piyasalardan borçlananlar, sınırsız kur dalgalanmalarını sakıncalı bulurlar. Aşağıda bu tartışmalar özetlenmeye çalışılmıştır.

1.3.3.1. Dalgalı kurların avantajları ve sabit kurların dezavantajları

Sabit kur sistemlerinde para politikasının döviz kuruna odaklanması, çeşitli olumlu faktörler yanında olumsuzlukları da beraberinde getirmektedir.

Bunların en önemlisi kuşkusuz bağımsız para politikasının yitirilmesidir. Oysa dalgalı kurların en önemli avantajlarından birisi, para politikasının bağımsızlığıdır. Sabit kur sisteminin aksine dalgalı kurlar, para politikasının ekonomik konjonktüre göre ayarlanabilmesini, iktisadi ya da politik amaçlara göre genişletilip daraltılabilmesini sağlamaktadır.

Dalgalı döviz kurları ayrıca, ekonominin karşılaştığı şoklar karşısında sigorta görevi görerek bu şokların üretim, istihdam ve fiyatlar üzerindeki etkilerini hafifletmektedir. Ülkenin karşılaşılabileceği bir dış talep şokunda, örneğin ihracat talebinde bir düşüşte, ülke parasının değer kaybederek yabancı paralar karşısında ucuzlaması, sabit kur uygulamalarının aksine, fiyatlar ve ücretler gibi nominal büyüklüklerde, bunun yanında üretim gibi reel değişkenlerde büyük çapta ayarlamaları engellemektedir (Kaya, 2009, s: 11).

Benzer şekilde, sabit kura karşı yaşanabilecek bir spekülasyon atakta kurun savunulması, faizlerin yükselmesi ve uluslararası rezervlerin erimesi pahasına olmaktadır. Söz konusu faiz artışı da ekonomide daralma ve işsizlik oranında artış gibi olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir (Kaya, 2009, s: 10). “İmkansız Üçleme” adıyla anılan, 1960’larda Robert Mundell ve Marcus Flemming’in çalışmaları ile (Mundell-Flemming Modeli) ortaya çıkan bu teori, sermaye akımlarının serbest ve döviz kurunun sabit olduğu bir ekonomide para politikasının bağımsız olamayacağını ortaya koymuş ve günümüz kur rejimi seçimi tartışmalarında önemli bir çıkış açmıştır. Obstfeld ve Rogoff (1995, s:2) ise, küreselleşen sermaye piyasaları ile birlikte parasal birlik ile dalgalı kurlar arasında kalan rejimlerin uygulanmasının oldukça maliyetli hale geldiğini dile getirmiştir. Daha sonra Stanley Fischer (2001), “iki kutuplu görüş” olarak adlandırılan ve dünyada ülkelerin giderek ara rejimlerden kaçarak daha katı ya da daha dalgalı rejimlere yöneldiği sonucuna varmıştır (Kaya, 2009, s: 10).

Serbest dalgalanan kur sisteminin önemli bir savunucusu olan Milton Friedman, ekonomik sorunlara piyasa çözümlerinin hükümet kararlarına göre üstünlüklerine dikkati çekerek, serbest bireysel girişimciliğin ve kamu kesimini küçültmenin ekonomik yararlarını savunur. Döviz piyasasına hükümetlerin karışmadığı sistemlerde, olabilecek rezerv ihtiyacı yalnızca, döviz arz ve talebi

arasındaki görülebilecek bazı geçici dengesizliklerin karşılanmasından kaynaklanır. Bu geçici dengesizlikler dışında döviz kurlarının arz ve talep güçlerine tepkide bulunacak biçimde piyasaya bırakılması halinde, kurlar sık sık değiştiği için normal koşullar altında her iniş veya çıkışın ufak ölçülerde olması beklenebilir. Ekonominin böyle ufak değişmelere uyum sağlaması ise daha kolay olup, döviz kurları uzun dönemde denge düzeylerine yönelirler. Döviz kurlarının uzun dönem denge değerlerini almasına izin verilmesi, dünya ticaret hacminin ve kaynak dağılımının optimuma ulaşmasına yardımcı olur (Seyidoğlu, 2006, s: 736-737).

1.3.3.2. Dalgalı kurların dezavantajları ve sabit kurların avantajları

Daha önce de belirtildiği üzere sınırsız bir değişken kur sistemi, bilim adamlarına oldukça çekici gözükürken, özellikle uygulamacılardan büyük bir destek görmemiştir (Seyidoğlu, 2006, s: 738). Bu noktada sabit döviz kuru rejimlerinin avantajlarından öne çıkarılmaktadır. Bunlardan birisi, yüksek enflasyona sahip bir ülke parasının değerinin, enflasyon oranı düşük ve ekonomisi güçlü başka bir ülkenin para birimine sabitlenmesi yoluyla enflasyonun kontrol altına alınabilmesidir. Döviz kurunun ekonomi için bir nominal çapa olarak kullanıldığı bu yöntemle, yüksek enflasyona sahip ülke, diğer ülkeden ithal ettiği parasal disiplin ve kredibilite sayesinde ekonomisini istikrara kavuşturabilmektedir. Nominal çapa uygulamalarının daha katı örnekleri olan para kurulu ve tam dolarizasyon uygulamaları, uygulamada çıkışın çok daha zor olması nedeniyle kredibilitesi daha yüksek sistemler olarak kabul edilmektedir.

Sabit döviz kurlarının anti-enflasyonist özelliklerinin yanında bir başka önemli avantajı da, açık ekonomilerdeki en önemli fiyatlardan olan döviz kurunun, yine bir çapa görevi görerek finansal piyasalara istikrar kazandırmasıdır. Özellikle para ve döviz piyasalarının henüz gelişmediği, döviz piyasalarında istikrarın sağlanamadığı ve para politikalarının verimli olarak uygulanamadığı ülkelerde sabit kurların getirdiği istikrar ve güvenle birlikte dış ticaret, krediler ve yatırımlar canlanmakta, üretim ve istihdam artmaktadır (Kaya, 2009, s: 5).

Dalgalı kurların sabit kurlar karşısındaki dezavantajları, değişken kurların getirdiği belirsizlik ve buna bağlı riskler etrafında toplanmaktadır. Kurlar

piyasa şartları tarafından belirlense dahi, piyasalarda asimetrik enformasyon problemleri ve aşırı değerlenme ya da tersi sorunlar gündeme gelebilmektedir. Reel kurlar da dalgalı nominal kur uygulamalarında daha değişken olabilmekte, beraberinde cari işlemler dengesizlikleri getirebilmektedir (Beker, 2003, s:320).

Aynı şekilde, dolarizasyonun yüksek olduğu, bankacılık sektörü ve şirketler kesimi bilançolarında açık pozisyonların tehlikeli boyutlara vardığı ve yüksek miktarlarda dış borçlara sahip gelişmekte olan ülkelerde, kurlardaki hareketlilik olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir. Bunlara ek olarak, döviz kurlarındaki değer kaybının ithal malların fiyatlarını arttırması ve bunun da yurtiçi fiyatlara enflasyon olarak yansması (geçiş etkisi) ile enflasyona olan olumsuz etkisi de dalgalı kurların dezavantajları arasında sıralanabilir. Calvo ve Reinhart (2000), Ocak 1970 ve Kasım 1999 dönemi için 154 adet ülke üzerine yaptıkları çalışmada, resmi politika olarak dalgalı kur uyguladığını ilan eden ülkelerin aslında dalgalanma korkusu nedeniyle kurlarda dalgalanmadan kaçındıkları, ABD, Avustralya ve Japonya gibi kararlı dalgalı kur uygulayıcılarına nazaran bu ülkelerin nominal kurlarındaki değişkenliğin düşük olduğunu görmüşlerdir. Bu ülkelerin rezerv hareketlerinin, faiz oranlarının ve parasal büyüklüklerinin daha değişken olduğunu tespit eden yazarlar, ülkelerin rezervler, faiz oranları ve parasal büyüklükler aracılığıyla kurlarına istikrar kazandırmak için döviz piyasalarına müdahale ettikleri sonucuna varmışlardır. Calvo ve Reinhart (2000, s: 3), ülkelerin söz konusu dalgalanma korkularına sebep olarak ise para politikaları ve kredibilite problemlerini, ülkelerdeki dolarizasyon nedeniyle aşırı kur hareketlerinin bilançolar ve borç yükü üzerindeki olası olumsuz etkilerini, yine kur hareketlerinin dış ticaret üzerindeki olumsuz etkileri ile para birimlerinin değer kaybının geçiş etkisi kanalıyla enflasyonist özelliklerini göstermişlerdir. İç maliyetler üzerindeki bu etki tek yönlüdür ("ratchet effect"). Ulusal paranın değer kazandığı durumlarda bu mekanizma tersine işlemez. Yani, ücretlerde ve ithal malı girdilerin yurtiçi fiyatlarında bir düşme olmaz. Kısacası, ulusal paranın döviz piyasasında değer kaybetmesinin veya değer kazanmasının net etkisi yalnızca üretim maliyetlerini artırma yönünde ortaya çıkar. Bu da maliyet enflasyonunun önemli bir nedenini oluşturur. Fiyatların, özellikle aşağı yönde dalgalı olmadığı bir ortamda bu sonuç çok daha olağandır. Aslında sabit kur sistemlerinde de ulusal parada yapılan bir

devalüasyon enflasyonu artırırken, revalüasyon iç fiyatlarda bir düşüşe neden olmaz. Bununla birlikte, dalgalı kur sistemlerinin, her iki yönde de döviz kurlarının "hedefi aşması"na yol açtığı göz önüne alınır ve fiyatların yalnız artış yönünde değiştiği, düşüş yönünde hareketsiz olduğu (ratchet etkisi) düşünülürse, bu sistemlerin daha enflasyonist olacağı kabul edilebilir (Seyidoğlu, 2006, s: 739-740).

Dalgalı kur sistemi, kurların ilerdeki değişimleri konusunda yarattığı belirsizlik dolayısıyla, uluslararası ekonomik işlemlerde riski artırır. Bu da dış ticaret ve uluslararası sermaye akımlarının normal gelişmesini engeller. Döviz piyasalarında istikrar, yani kurda denge değerinden bir sapma ortaya çıktığında, kurun yeniden denge durumuna dönmesi özelliği, Marshall-Lerner Koşulu'na bağlıdır. Bu koşul sağlanmadığı takdirde denge değerinden sapma gösteren kur, sürekli dengeden uzaklaşır ve piyasada istikrar sağlanamaz. Sözü edilen koşula göre döviz piyasasında istikrar veya denge sağlanabilmesi için, arz esnekliklerinin sonsuz olması varsayımı altında, talep esneklikleri toplamının bire eşit veya birden büyük olması gerekir. Değişken kur sisteminden yana olanlar, döviz arz ve talep esnekliklerinin yüksek olduğunu, diğer bir deyişle arz ve talebin kurlardaki bir değişmeye hızla tepkide bulunacağını varsayarlar. Değişken kur sistemine karşı olanlar ise, esnekliklerin değerinin düşük olduğunu (Marshall-Lerner Koşulu'nun sağlanamaması), bu nedenle de döviz piyasasının istikrarsız olacağını savunmuşlardır. Ekonometri tekniklerindeki gelişmelerden sonra yapılan uygulamalı çalışmalarla döviz arz ve talep esnekliklerinin yeterince büyük olduğu (özellikle uzun dönemde) ortaya konulmuştur. O bakımdan söz konusu eleştirinin uygulamadan destek bulduğu söylenemez (Seyidoğlu, 2006, s: 739).

Son olarak serbest değişken kur modeline karşı olanlar, bu sistemin istikrar bozucu (destabilizing) spekülasyona yol açarak, kur dalgalanmalarını şiddetlendireceğini öne sürerler. Değişken kur sistemlerinde ulusal paranın, döviz piyasasındaki gelişmelere göre spekülâtörlerin lehine olduğu kadar aleyhine de değişebileceğine dikkat çekilir. O bakımdan spekülasyonun, sabit kur sistemindeki kadar risksiz olmayacağı belirtilir. Bu ise spekülâtif akımları caydırıcı ve spekülasyonun zararlı sonuçlarını azaltıcı etkide bulunur. Nitekim değişken kur sistemine geçildiği 1973'den sonraki dönemde, sabit kurlu Bretton Woods döneminde

görülen ölçüde spekülâtif akımlara rastlanmaması, uygulamada bu görüşü destekleyen bir kanıt sayılabilir (Seyidoğlu, 2006, s: 741-742).

Tablo 1.1.'de sabit ve dalgalı döviz kurlarının avantajları ve dezavantajları özetlenmektedir.

Tablo 1.1. Sabit ve Dalgalı Döviz Kurlarının Avantaj ve Dezavantajları

	Avantajları	Dezavantajları
Sabit Kurlar	- Enflasyonun düşürülmesi, finansal piyasalarda istikrarın sağlanması için sabit döviz kurunun nominal çapa görevi görmesi. - İşlem maliyetlerinin ve faizlerin düşmesi, belirsizliğin azalması, dış ticaret, yatırımlar ve büyümenin canlanması. - Rekabetçi devalüasyonların önlenmesi. - Döviz kurlarında spekülâtif köpüklerin engellenmesi.	- Bağımsız para politikasından yoksunluk. - Şoklar karşısında ekonominin uyum sağlamanın zorlaşması, üretim, istihdam ve ücretlerde dalgalanmalar. - Yüksek spekülâtif atak riski.
Dalgalı Kurlar	- Bağımsız para politikası. - Döviz kurunun şoklar karşısında sigorta görevi görerek üretim, istihdam ve ücretlerde büyük dalgalanmaları engellemesi. - Düşük spekülâtif atak riski.	- Değişken kurların getirdiği belirsizlikler, yüksek volatilité. - Kurlarda aşırı değerlenme ya da değer kaybı, cari işlemler dengesizlikleri. - Dolarizasyonun ve dış borçların yüksek olduğu ülkelerde kur hareketlerinin bilançolar ve dış borçlar üzerindeki olumsuz etkileri. - Geçiş etkisi kanalıyla yüksek enflasyon.

Kaynak: Kaya, 2009, s:29

1.4. Sonuç

Dış ticaret akımları yaklaşımı döviz kurunun dış ticaret akımlarındaki değişimler paralelinde hareket ettiğini savunmaktadır. Dış ticaret dengesinin ana kalemleri olan ihracat ve ithalat döviz kuru üzerinde doğrudan etkilidirler. Yurtiçi ve yurtdışı fiyatlar genel seviyesi ile döviz kurunun ilişkili olduğu iddiasında olan satınalma gücü paritesi teorisi, döviz kurundaki beklenen değişimin yurtiçi ve

yurtdışı enflasyon oranları farkına denk olacağını ileri sürer. Teorinin gerçek durumu yansıtamamasının en önemli sebepleri olarak sermaye akımlarının göz ardı edilmesi, döviz piyasalarına müdahaleler olarak sıralanabilir.

Parasalcı yaklaşıma göre döviz kurları para arz ve talebi tarafından belirlenmektedir. Piyasadaki bir para arz fazlası yabancı mallar ve yerlileri ile tam ikame edilebilir yabancı menkul kıymetlerin talebinde bir artışa yol açarak ödemeler dengesinin açık vermesine ve sonuçta döviz kurunun yükselmesine yol açmaktadır.

Portföy dengesi yaklaşımında, tam ikame edilebilir olmayan yerli ve yabancı menkul kıymetlerden risk ve getiri durumuna göre bir portföy oluşturan yatırımcı, portföyündeki değerlerin risk ve getirisindeki ve faiz oranlarındaki değişmelere göre portföyünün içeriğini değiştirmektedir. Yerli ve yabancı para talebi, risk, getiri ve faiz oranlarını etkilediğinden sonuçta yerli ve yabancı para talebinin tüm belirleyicileri döviz kurlarını da etkiler.

Beklentilerin gerçekleşip gerçekleşmemesi doğrultusunda yatırımcılar portföy ayarlamasını çok hızlı yaptıklarından kurlarda hızlı bir değişkenlik gözlenirken, reel sektörün uyumu uzun zaman almaktadır. Böylece döviz kurunun kısa dönemdeki değişimleri uzun dönemli denge değerinin etrafında salınmaktadır.

Hem sabit hem de dalgalı döviz kuru sisteminin kendine has olumlu ve olumsuz yanarlı söz konusu olduğundan pek çok ara uygulamanın oluşturulduğu gözlenmektedir. Aralık içinde dalgalanma, kaygan aralık ve ortak para alanları bunlara örnek gösterilebilir.

Diğer taraftan uygulanan sistemlerin her birinin yatırımlar açısından üstünlükleri bulunmaktadır. Sabit döviz kuru sistemi enflasyonun düşürülmesi, finansal piyasalarda istikrarın sağlanması için çapa görevi görmesi, işlem maliyetlerini ve faizleri düşürmesi, belirsizliği azaltması yönlerinden yatırımlara olumlu etkisi bulunmaktadır. Dalgalı döviz kuru sistemi ise döviz kurunun şoklar karşısında sigorta görevi görerek üretimde büyük dalgalanmaları engellemektedir.

Diğer taraftan ortak para alanları alana dahil olan ülkelerin dış ticaret hacimlerini artırmaları yönüyle yatırımları olumlu etkilemektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU BELİRSİZLİKLERİ VE YATIRIMLAR:

TEORİ VE LİTERATÜR ÖZETİ

2.1. Giriş

Reel döviz kurları, gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelere nazaran daha çok oynaklık sergilemektedir. Yatırımcılar, bu yüksek oynaklık derecesini yatırımlarına ilişkin bir belirsizlik riski olarak görmektedirler. Ancak reel döviz kurlarındaki bu belirsizlik, nasıl belirlenecektir sorusuna verilecek cevap konunun birincil unsurunu aydınlığa kavuşturacaktır. Bu bölümde ilk olarak literatürdeki belirsizliğin tespit yöntemleri hakkında bilgi verilecektir.

İkinci olarak, hem sermaye mallarının maliyeti hem de girişilecek yatırımın getirisini belirsizliğe sürükleyen reel döviz kuru belirsizliğinin yatırımlar üzerinde nasıl bir etkiye sahip olduğu hususunda açıklamalarda bulunulacaktır. Literatürde bu konunun tartışmalı olduğu görülmektedir. Bir kısım yazar, döviz kuru belirsizliğinin yatırımları olumsuz etkilediğini savunurken, bazıları ise pozitif etkilediği iddiasındadır.

Son olarak reel döviz kuru belirsizliği ile yatırımlar arasındaki ilişki esas olmak üzere belirsizlikle yatırımlar, ihracat ve ithalat gibi değişkenler arasındaki ilişkiyi inceleyen literatür, metodolojisi, dönemi, bulguları ve ayırt edici yönleri vurgulanmak suretiyle özetlenecektir. Söz konusu literatür özetinde hem teorik belirlemeler hem de bunların pek çok farklı yöntemle ampirik olarak sınanmasının örnekleri gösterilmeye çalışılacaktır.

2.2. Döviz Kuru Belirsizliğini Ölçmeye Yönelik Yaklaşımlar

Döviz kuru belirsizliğinin yatırımlar üzerindeki etkisini incelemek için öncelikle belirsizliğin tanımlanması gerekmektedir. Belirsizlik, herhangi bir değer için yapılan öngörü aralığının gerçekleşen değerinin bu aralık değerinin dışında gerçekleşmesi olarak tanımlanabilir. Bu noktada en önemli sorun, öngörü

aralığının belirlenmesidir. Hedef değerlerin nasıl öngörüldüğü, ekonomik birimlerin davranışlarına bağlıdır. Genel davranış modeli, geçmiş değerlerin gelecekte de belirli bir sapma farkıyla gerçekleşeceğidir. Bu bağlamda, teori ve ampirik çalışmalarda döviz kurlarının geçmiş dönemlerdeki değerleri esas alınarak izleyen dönemlerdeki sapmalar, belirsizliğin kaynağını teşkil etmektedir.

Ampirik çalışmalar incelendiğinde, belirsizlik değişkenini oluşturmak için farklı yaklaşımlar kullanıldığı görülmektedir. Bu çalışmaların önemli bir kısmında tek denklemden oluşan bir ekonometrik model ile elde edilen belirsizlik değişkenleri, yatırım harcamaları ya da talebinin geleneksel belirleyicileri olarak kabul edilen diğer değişkenlerle birlikte modellenerek belirsizliğin yatırım harcamaları üzerindeki etkileri araştırılmıştır (Serven, 1998, s: 26).

Bazı ampirik çalışmalarda ilgili değişkenin varyans ya da standart hataları belirsizlik göstergesi olarak kullanılmıştır. Cardoso (1993)'nın çalışması buna örnek olarak gösterilebilir (Cardoso, 1993, s: 833). Darby vd. (1999), döviz kuru oynaklığı ölçüsü olarak

$$\left[\frac{1}{8} \sum_{i=1}^8 (\Delta \log e_{t-i})^2 \right]^{\frac{1}{2}}$$

terimini kullanılmıştır. Burada e reel efektif döviz kurunu temsil etmektedir. Bu yöntemde döviz kurundaki düzensizlik, reel efektif döviz kurundan sapmalar olarak hesaplanmaktadır (Darby vd., 1999, s:64). Serven (1998) ise ele alınan değişkenin varyans ya da standart hataları esas alınarak ölçülen değişkenliğin, belirsizlik göstergesi olarak kullanılabilmesi için değişkenin kendisinde değil, öngörülemeyen kısımdaki belirsizliğin kullanılması gerektiğini ifade etmiştir (Serven, 1998, s: 28).

Öte yandan belirsizlik göstergesi olarak istatistik yöntemlerine başvurmayan çalışmalar da mevcuttur. Örneğin Ferderer (1993)'in ABD ekonomisi için yaptığı çalışmada, faiz oranlarının vade yapısındaki risk primi belirsizlik değişkeni olarak kullanmıştır (Ferderer, 1993, s: 30-48).

Literatürde yer alan çalışmaların çoğunda çeşitli makroekonomik seriler için hesaplanan koşullu varyansın zaman içinde değiştiği gözlemlenmiştir. Bunun sonucunda, ARCH (Ardışık Bağımlı Koşullu Varyans) olarak ifade edilen model, değişken varyansları karakterize etmek için ortaya konulan önemli araçlardan biri olmuştur. Özellikle enflasyon oranı, faiz oranı ve döviz kuru gibi belirsizlik yarattığı düşünülen ekonomik değişkenler için belirsizlik göstergesi olarak kullanılmak üzere GARCH (Genelleştirilmiş Ardışık Bağımlı Koşullu Varyans), GARCH-M (Ardışık Bağımlı Koşullu Varyans Ortalama) gibi ARCH modelinin farklı uyarlamalarının kullanıldığı görülmektedir. Price (1996), yatırım modeli oluşturduğu çalışmasında fiyat veya gelir değişkenliğinin tahmini için bu yaklaşımı tercih etmiştir (Price, 1996, s: 1369-1379).

GARCH yöntemiyle elde edilen koşullu varyansların belirsizlik göstergesi olarak kullanılabilmesi, sıklık derecesi yüksek olan (yüksek frekanslı) veri setlerine uygulanması ve modelin doğru bir şekilde tanımlanmasına bağlıdır. ARCH yönteminin avantajı ise geleneksel tanımlanmış modellemeleri kullanarak koşullu ortalama ve varyansın birlikte tahmin edilebilmesi; dezavantajı ise yanlış belirlenen modellerde tahmin edilen koşullu varyansın yanlış olmasıdır (Engle, 1988, 116-131).

Bir başka yöntem ise döviz kuru, enflasyon oranı ve faiz oranı gibi belirsizliğe neden olduğu düşünülen değişkenlerin gecikmeli değerlerinin kullanılmasıdır. Bu yöntemde ele alınan gecikmeli değerlere dayanan tek değişkenli bir zaman serisi modeli tahmin edilir ve bu modelden elde edilen hata terimleri, belirsizlik göstergesi olarak kullanılır. Bu yöntemin kullanımına ilişkin olarak Goldberg (1993)'in çalışması örnek gösterilebilir (Goldberg, 1993, s: 576)

Döviz kuru belirsizliğinin ölçmeye yönelik yöntemlerden hangisinin kullanılması gerektiği, hangisinin ölçme gücünün daha iyi olduğu konusunda araştırmacılar, seçmiş olduğu belirsizlik değişkeninin özelliklerine göre karar vermektedirler. Kullanılacak olan verinin sıklığı, serinin değişen varyansa sahip olup olmadığı gibi pek çok faktörün yöntemin seçimi aşamasında değerlendirilmesi ve buna göre bir yöntem belirlenmesi uygun olmaktadır (Öngel ve Tunç Alkış, 2008, s:170).

2.3. Döviz Kuru Belirsizliği ve Yatırımlar

Belirsizliğin yatırımları nasıl etkilediği incelenirken, belirsizliğin nasıl ölçüldüğünün yanında yatırım harcamalarının izlediği modelin ne olduğu ise diğer önemli bir unsur oluşturmaktadır. Bu çerçevede üretim fonksiyonlarından hareketle elde edilen yatırım fonksiyonunda döviz kurunun tahmini değerinin yatırım harcamalarını nasıl etkilediği irdelenerek, döviz kuru belirsizliklerini içeren nihai fonksiyon ortaya konulmaktadır. Ancak teorik yaklaşımlarda elde edilen nihai fonksiyonun da belirsizliğin yatırımları nasıl etkileyeceği hususu teoriden teoriye farklılık sergilemektedir.

Belirsizlik ve yatırım arasındaki ilişkinin yönü konusunda teorik yaklaşımlarda, belirsizliğin yatırımlar üzerindeki etkilerine dair bir görüş birliği oluşmamıştır. Örneğin belirsizliğin yatırımları azaltacağı yönündeki görüşün ana fikrine göre girişimi yapılmış yatırımların geri dönüşünün olmaması, finansal yatırım kararları alırken konjonktürün durumu ve riskten kaçınma olguları dolayısıyla yatırımlar belirsizlikten olumsuz etkilenecektir (Bernanke, 1983, s: 85; Dixit ve Pindyck, 1994, s: 100; Carruth vd., 2000, s: 149). Yatırımın yeni durumlara uyarlanma maliyetinin, yatırım hacminin azaltılması durumlarında daha yüksek ve yatırımların artırılması durumunda ise daha düşük olması, söz konusu maliyetin asimetric olması anlamına gelmekte olup, bu durum geri döndürülemezlik olarak adlandırılmaktadır (Dixit ve Pindyck, 1994, s: 1927).

Karşı görüşte olanların tezine göre ise döviz kuru belirsizliği, sermayenin marjinal karlılığını, bu karlılık artışı ise yatırımları artıracaktır. Diğer bir deyişle bu görüşte fiyatlardaki belirsizlik arttıkça, sermayenin beklenen karlılığı artacak ve bunun da yatırım harcamalarını artıracakını savunulmaktadır. Döviz kuru belirsizliği ile yatırım arasındaki bu pozitif ilişkiye diğer yaklaşımın tersine simetrik uyarlanmanın maliyeti ve yatırımcıların yatırımın barındırdığı riskler karşısında tarafsız olduklarını varsayarak ulaşılmıştır (Abel, 1983, s: 228; Serven, 2003, s: 212).

Bu çerçevede Abel (1983), maliyet fonksiyonuna ücret artışındaki belirsizliği ve yatırımlardaki belirsizliği eklemektedir. Sonuçta belirsizlik,

yatırımı yalnızca reel ücret oranının logaritmasının varyans büyüklüğü ölçüsünde etkilemektedir. Özellikle reel ücret oranının artan varyansı, optimal yatırım oranında bir atışa yol açmaktadır (Abel, 1983, s:231). Optimal yatırım oranı ise sermayenin marjinal ürününün artan bir fonksiyonu olduğundan ve yalnızca sermayenin marjinal ürününe bağımlı olduğundan, belirsizliğin yatırım üzerine niteliksel etkisi, belirsizliğin sermayenin marjinal ürününe etkisi çözümlenerek kolayca ortaya konulabilir. Çıktının cari fiyat seviyesiyle ele alındığında belirsizlikteki bir artış, optimal yatırım oranında bir artışa yol açmaktadır. Belirsizliğin yatırımlar üzerindeki bu pozitif etkisi, Pindyck (1982)'in sonuçlarının aksini göstermektedir. Aradaki fark, Pindyck (1982)'ta beklenen yatırım değişim oranı sıfırken, Abel (1982)'de sıfırdan farklı olmasından kaynaklanmaktadır (Pyndyck, 1982, s:421; Abel, 1983, s: 232).

Literatürde sıkça referans alınan ve ilk kez Bernanke (1983)'nin kullandığı eşik değeri kavramını burada açıklamak gerekmektedir. Bir yatırım kararı, beklenen karlılık ile sermayenin maliyeti arasındaki farkın belli bir eşik değeri aşması durumunda verilebilir. Burada yine yatırımların geri döndürülemezlik özelliği vurgulanmakta ve böylece belirsizliğin yatırımlar üzerindeki olumsuz etkisi ön plana çıkmaktadır (Bernanke, 1983, s: 86).

Bu kapsamda Bernanke (1983)'nin analizi, iki varsayım üzerine kuruludur. İlki bireysel yatırım projelerinin “geri döndürülemez” olduğudur: Yatırımı geri döndürmenin yüksek maliyetleri dolayısıyla radikal bir şekilde farklı bir projeye girilemez (Bernanke, 1983, s:86). İkinci varsayım ise uzun dönemde yatırım getirilerinin proje değerini artıran yeni bilgilerin zamanla ortaya çıkmasıdır (Bernanke, 1983, s:87-89).

Bu varsayımlar altında, yatırımcı yalnızca hangi projenin seçilmesi gerektiğine değil, ayrıca kararı uygulamak için en iyi zamanın hangisi olduğuna da karar vermelidir. Eğer alınacak bilginin değeri kısa vadeli olmanın ötesine geçiyorsa, kararı ertelemek daha rasyonel olmaktadır. Böyle bir süreçte, yatırım dinamikleri, bilginin varış oranına bağlı olarak beklentilere çok duyarlı olacaktır. Bu çerçevede yazar, iş çevirimleri modelini kullanarak yatırımcının bilgi edinmesi ve yatırımların en uygun zamanlamasının, yatırım malları talebindeki keskin

dalgalanmaları artıracakını göstermeye çalışmaktadır. Böylece yazar modelinde bugünkü değerin azamileştirilmesinin varsayımına yer vermektedir. Bu varsayım “dikkatli yatırımcıyı” işaret etmektedir. Dikkatli yatırımcı ise “geri dönüşü olmayan yatırım ancak ve ancak yatırımın bugünkü getirisinin diğer seçeneklerin değerini aşarsa kabul edilir” kuralına göre davranmaktadır (Bernanke, 1983, s:84-96).

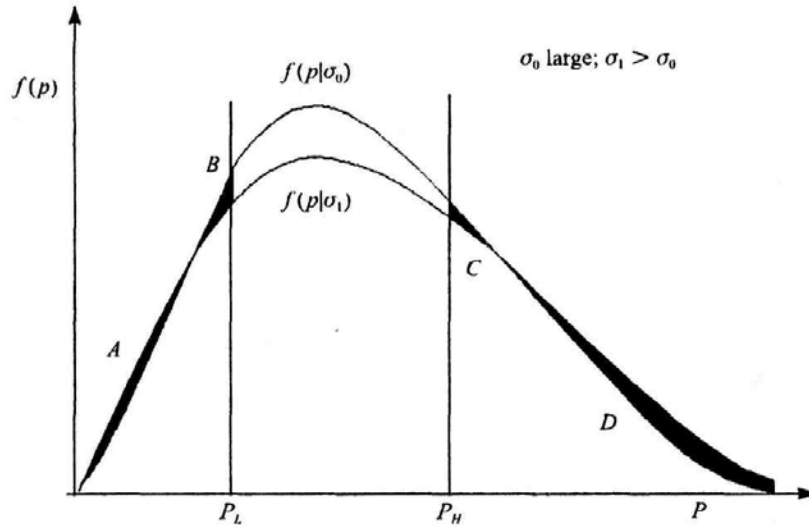
Benzer şekilde Dixit ve Pindyck (1994), yatırımın proje değerinin yatırımın fırsat maliyetine eşit olarak ele almaktadırlar. Yatırım fırsat maliyeti ve optimal yatırım oranı ise net bugünkü değer kuralı ile karşılaştırılmaktadır. Bu kapsamda projedeki nakit akışının değerinin, stokastik bir süreci takip edeceği beklenmektedir. Eğer nakit akışı negatife dönerse, firmalar üretimi durdurma kararı alır. Ancak üretimi geçici olarak askıya alma ve tekrar üretime başlamanın da bir maliyeti vardır. Ayrıca işler kötüye gidince projeden vazgeçme olasılığı da bulunmaktadır (Dixit ve Pindyck, 1994, s:1925).

Ek olarak yazarlar, mikroekonomik değerlendirmenin ardından endüstri dengesine de yer vermişlerdir. Böylece bu modelde belirsizliğin, talepten ve piyasa koşullardan daha öncelikli olduğu kabul edilmektedir. Bu nedenle belirsizliklere karşı firmanın alternatif projeleri bulunduğundan, bir projeyi durdurması gerektiğinde bunu telafi edecek başka bir projeyi hayata geçireceklerdir (Dixit ve Pindyck, 1994, s:1925). Ayrıca bu modelde yatırımları olumsuz etkileyen belirsizlik faktörlerinin etkisi altında yatırımların yeni duruma uyum maliyetlerinin asimetrik olduğu da belirtilmektedir. Örneği yatırımların azaltılması durumunda mevcut yatırımın yeni duruma uyum maliyeti, yatırımların artması durumundaki uyum maliyetinden daha fazla olmaktadır (Dixit ve Pindyck, 1994, s:1926-1927).

Diğer taraftan Darby vd. (1999), yatırımların geri döndürülemezliği varsayımını içeren görüşe karşı çıkmaktadırlar. Daha önce ifade edildiği üzere yatırımların geri döndürülemezliği varsayımına göre, projenin beklenen değerinin pozitif olması durumunda yatırım kararı verilecektir. Darby vd. (1999)’ne göre ise yurtiçi fiyatların sabit olduğu ve belirsizliğin yalnızca döviz kurunda olduğu kabul edilmektedir. Dolayısıyla bu varsayımın ortaya çıkardığı çeşitli problemler

bulunmaktadır. Bu problemlerin birincisi, yatırımları ters yönde etkileyebilecek döviz kuru belirsizliği eşiğinin tespittir. İkincisi, hangi koşullar altında mevcut belirsizlik yatırımları düşürmektedir. Üçüncüsü ise döviz kurundaki düzensizlikler veya döviz kuru oynaklığı, yatırımların yapısını bozup bozmadığıdır (Darby vd., 1999, s: 56-61).

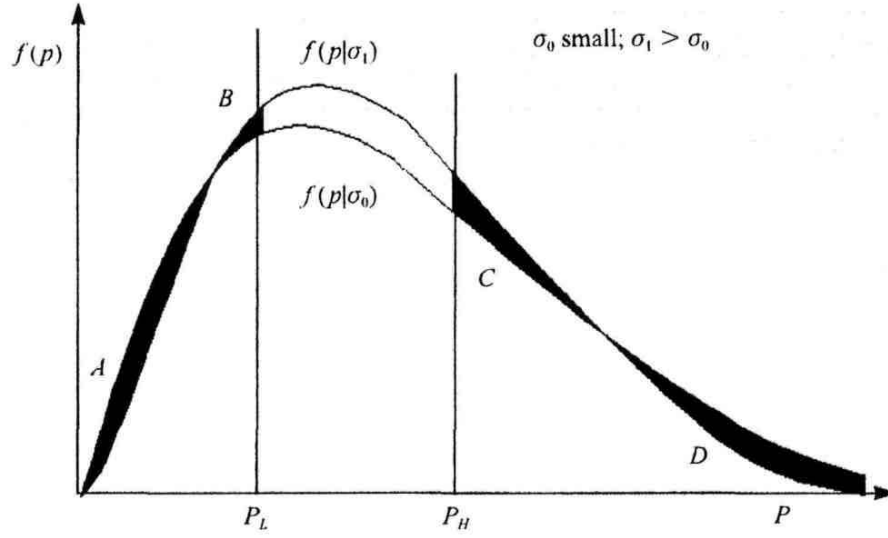
Dolayısıyla firmanın yatırım kararı alırken, hangi değerlere bakacağı önem taşımaktadır. Darby vd. (1999: 61)'e göre öncelikle yatırım fonksiyonun alabileceği değerler belirlendikten sonra olasılıklar değerlendirilerek, firmanın döviz kuru belirsizliği olması halinde yatırım yapması için yeterli koşulları sağlayan aralık değerleri tespit edilmelidir: $P_L > P > P_H$. Burada P , çıktı fiyatını, P_H ve P_L eşik değerleri temsil eder. Çıktı fiyatı P 'nin P_H 'yi aşması halinde yatırıma başlanabilecek ancak çıktı fiyatı P 'nin P_L 'nin altına düştüğünde ise yatırımdan vazgeçilecektir (Darby vd., 1999, s: 61)



Şekil 2.1. Döviz Kuru Belirsizliğinin Büyüklüğüne Göre Fonksiyon Değeri Olasılık Grafiği: Belirsizlik Boyutunun Büyük Olduğu Durum

Kaynak : Darby vd., 1999, s:62

Şekil 2.1’de döviz kuru belirsizliğini temsil eden σ^2 ’nin (varyans) artması halinde, $P > P_H$ olasılığı ve $P < P_L$ olasılığı büyümektedir (Darby vd., 1999, s:62).



Şekil 2.2. Döviz Kuru Belirsizliğinin Büyüklüğüne Göre Fonksiyon Değeri Olasılık Grafiği: Belirsizlik Boyutunun Küçük Olduğu Durum

Kaynak : Darby ve diğerleri, 1999, s:63

Şekil 2.2.'de, σ^2 'nin küçük olması halinde, $P > P_H$ olma olasılığı artmakta iken $P < P_L$ olasılığı düşmektedir. Aynı zamanda yüksek riskin de yüksek olduğunu ima etmektedir (Darby vd., 1999, s:63). Şekillerden de anlaşılabacağı üzere belirsizlik düzeyinin (döviz kuru oynaklığının üst ve alt seviyesi arasındaki fark) düşük olduğu durumda, belirsizlikteki bir artışın yatırımları olumsuz etkileme olasılığı belirsizlik düzeyinin yüksek olması durumuna nazaran daha düşüktür. Bu açıklamalara bağlı olarak Darby vd. (1999), döviz kuru belirsizliğinin yatırımları olumsuz etkilediği sonucuna varmaktadırlar.

Öte yanda Carruth vd. (2000), geri döndürülemezlik varsayımı altında belirsizlik ve yatırımlar konusundaki son teorik gelişmeleri ve teorinin önerdiği anlayışı ampirik olarak incelemeye çalışan literatürü ele almaktadırlar. Yazarlar, literatür taramasında belirsizliğin yatırımlar üzerindeki etkisinin yönü konusunda teoride muğlâklığın olduğunu dile getirmektedirler (Carruth vd., 2000, s:148). Çalışmada, literatürdeki belirsizlik ve yatırım ilişkisini inceleyen çalışmalar,

sonuçları itibariyle bir arada toplanabilen ve ayrışan çalışmalar olarak ikiye ayrılmıştır. İlk gruptaki çalışmalarda belirsizliği temsil etmek üzere, koşullu varyans, ARCH modeli, GARCH modeli vasıtasıyla belirlenen değişkenler ile enflasyon, reel ücret ve faiz gibi verilere dayalı risk primi değişkenleri kullanılmıştır. Bu gruptaki çalışma sonuçlarına göre belirsizliğin yatırımlar üzerindeki etkisi negatif yönlü bulunmuştur (Carruth vd., 2000, s:131).

İkinci gruptaki ayrışan çalışmalarda belirsizlik göstergesi olarak ARMA modeline dayalı döviz kuru oynaklığı ve AR modeline dayalı çıktı fiyatları oynaklığı gibi değişkenler kullanılmıştır. Bu ayrışan gruptaki çalışmaların sonucunda, belirsizliğin yatırımlar üzerindeki etkisi net olmayıp bazı çalışmalarda pozitif, bazı çalışmalarda negatif yönlü etki bulunsa da bu etki zayıf olmaktadır. Ayrıca bu gruptaki çalışmalarda, yatırımların daha alt yatırım seviyelerine ayrıştırıldığı da görülmektedir(Carruth vd., 2000, s:131).

Son olarak bazı araştırmacılar, belirsizliğin yatırımın karlılığını artırabileceğini, aynı zamanda nispi oranlamayı belirsizleştireceğini ve bunun da yatırımcıların yanlış projelere yatırım yapmaktan kaçınmaları durumunda toplam yatırımı durgunlaştıracağını ileri sürmüştür (Bernanke, 1983, s: 86; Serven, 2003, s: 212; Öngel ve Tunç Alkış, 2008, s: 162-163).

Bununla birlikte çeşitli ülkelerde izlenen farklı makroekonomik politikalar, sermaye ve para piyasalarının durumu, dışa açıklık, dış ticaret hacmi gibi pek çok faktörün de döviz kuru belirsizliği ve yatırım ilişkisinin yönünü veya ilişkinin kuvvetini etkileyebilmektedir (Pradhan vd., 2004, s: 2162). Dolayısıyla belirsizliğin yatırımlar üzerindeki etkisi pek çok farklı unsura bağlı olduğundan etkinin yönü ve etkinin derecesi belirsizliğin doğası gibi belirgin değildir. Her bir teorinin, konuyu ele alırken esas aldığı temel unsurlar ve bunların ele alınış tarzı gibi pek çok nedenle teorik olarak belirsizliğin son tahlildeki etkisi de belirsizleşmektedir. Bu doğrultuda belirsizliğin, yatırımlar üzerindeki etkisinin ampirik düzlemde incelenmesi gereği hala daha ortada durmaktadır.

2.4. Literatür Özeti

Çalışmanın bu kısmında döviz kuru belirsizliğinin yatırımlar üzerindeki etkilerini test eden ampirik çalışmaların yanında diğer belirsizlik türleri ile yatırımlar arası ilişkiler üzerine duran çalışmalara da yer verilecektir. Ayrıca döviz kuru belirsizliğinin dış ticaret ve doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkilerine yönelik alt literatür de incelenecektir.

2.4.1 Reel döviz kuru belirsizliği ve yatırımlar arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmalar

Döviz kuru belirsizliğinin yatırımlar üzerindeki etkilerini ele alan ampirik literatür, 1990'lardan itibaren ortaya çıkmaya başlamıştır. Döviz kuru belirsizliğinin yatırımlar üzerindeki etkilerine yönelik teorik açıklamalara paralel elde edilen ampirik bulgular da farklılaşmaktadır. Çalışmanın bu kısmında konu ile ilgili ampirik literatürde yer alan çalışmalar tarihsel olarak irdelenecektir.

Teorik olarak döviz kuru hareketlerinin, sektörel karlılık etkisi, yerel etkisi ve refah etkisini dikkate alan Goldberg (1993) çalışmasında, reel döviz kuru oynaklığını örneklemdeki önceki 12 çeyrek verileri esas alarak, ARMA modellemesine tabi tutmuştur. Çalışmanın inceleme dönemi, ABD'nin 1970/1.çeyrek–1989/4. çeyrek dönemini verilerini kapsamaktadır. Model tahminleri, çeşitli sektörler temelinde test edilmiş olup, çalışmada 1970 dönemi ve 1980 dönemi ayrı ayrı incelemeye tabi tutulmuştur (Goldberg, 1993, s: 579-580).

Yazar çalışmada yatırımlar üzerinde döviz kuru oynaklığı etkisinin, 1980 sonrası dönemde daha belirgin olduğunu tespit etmiştir. Ayrıca, tahmin sonuçlarının önemli bir bulgusu da döviz kuru değerlenmelerinin, 1980 sonrası dönem boyunca yatırım genişlemesiyle ilişkili olduğunun görülmesidir (Goldberg, 1993, s: 579-580). Ayrıca sektör toplamında ortaya çıkan sonuçlar ile alt sektörler itibariyle elde edilen sonuçlar farklılık göstermektedir. Buna göre döviz kuru oynaklığının yatırımlar üzerindeki etkisinin, alt sektörler itibariyle ters sonuçlar da verdiği tespit edilmiştir. (Goldberg, 1993, s:583). Öte yandan ABD ekonomisi için döviz kuru dalgalanmalarının 1970'lerde ve 1980'lerde farklı etkiler ortaya

koyduğu gözlemlenmiştir. 1970’lerde döviz kuru dalgalanmalarının yatırım genişlemeleri ile ilişkili iken, 1980’lerde yatırım daralmalarıyla ilişkili olduğu görülmektedir. Daha açık bir ifadeyle döviz kuru belirsizliği ile yatırımlar arasındaki ilişki, zaman içerisinde yön değiştirmiştir. 1980 sonrası dönemde döviz kuru hareketlerinin yatırımlar üzerindeki etkileri istatistikî olarak anlamlı bulunmasına karşılık, bu ilişkinin yönü geleneksel görüşün öngördüğünün aksi bir yönde bulunmuştur (Goldberg, 1993, s:583).

Pindyck ve Solimano (1993), 14’ü geliştirmekte olan ve 16’sı OECD’ye üyesi toplam 30 ülkenin 1962–1989 dönemine ilişkin panel verilerini kullanarak, 1962–1971, 1972–1980 ve 1981–1989 alt dönemleri için regresyon analizleri yapmışlardır. Çalışmada sermayenin marjinal karlılığındaki dalgalanmaya ve yatırım kararları için gerekli olan karlılık/eşik düzeyine ilişkin belirsizlik, standart sapma yöntemiyle tahmin edilmiştir. Kurulan denklemde ithal malları fiyatı değişkeni olarak reel döviz kurunu kullanmışlardır. Çalışmanın sonucunda, belirsizlik değişkenleri ile yatırımlar arasında istatistikî olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki bulmuşlardır (Pindyck ve Solimano, 1993, s:1-48)

Serven ve Solimano (1993) ise içinde Türkiye’nin de yer aldığı 15 geliştirmekte olan ülkenin 1975-1988 dönemi panel verilerini kullanarak, belirsizlik ve özel sektör yatırım harcamaları arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Belirsizlik göstergesi olarak reel döviz kuru ile enflasyon oranındaki dalgalanmanın alındığı çalışmada, ayrıca dış borç yükü ve 1982 sonrası dünya ekonomisinde meydana gelen değişiklikleri temsil etmek için kukla değişken kullanılmış ve özel yatırımlar üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki bulunmuştur. Belirsizlik değişkeninin her bir dönem için önceki üç senedeki değerinden sapması esas alınmıştır. Ayrıca regresyon sonucunda reel döviz kurunun kendisinin özel yatırımlar üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı, Latin Amerika ülkelerinde 1982 yılı sonrasında makroekonomik istikrarsızlıktaki artışın bu ülkelerde özel yatırımları azaltıcı, Doğu Asya ülkelerinde makroekonomik istikrarsızlıktaki azalış ile kamu yatırımlarında meydana gelen artışın ise bu ülkelerde özel yatırımları artırıcı bir etkiye neden olduğu bulunmuştur (Serven ve Solimano, 1993, s:127-140).

Benzer şekilde Aizenman ve Marion (1995), Türkiye'nin de yer aldığı 47 gelişmekte olan ülkenin 1970-1993 dönemi panel verilerini kullanarak, belirsizlik ve özel yatırım harcamaları arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Belirsizlik göstergesi olarak kamu harcamaları ile bütçe açığının GSYİH içindeki payları, M1 para arzındaki büyüme oranı, reel döviz kurundaki yıllık yüzde değişme ve tüketici enflasyon oranı kullanılmıştır. Panel veri regresyon sonuçlarına göre, enflasyon oranı ve dış ticaret hadleri hariç söz konusu değişkenlerdeki dalgalanma ile özel yatırımlar arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki bulunmuştur (Aizenman ve Marion, 1995, s:157-179).

Özman (1996), 1967-1995 dönemine ilişkin verileri kullanarak Türkiye'de belirsizliğin özel sektör sabit sermaye yatırımları üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmanın sonucunda; reel faiz oranları ve reel döviz kurundan kaynaklanan belirsizliğin özel sektör sabit sermaye yatırımları üzerinde anlamlı ve negatif, enflasyon oranındaki belirsizliğin ise anlamlı ancak pozitif bir etkiye sahip olduğu bulunmuştur (Özman ,1996, s:4-56).

Darby vd. (1999)'nin çalışması, Dixit ve Pindyck (1994)'ın modelini özellikle döviz kuru oynaklığının sebep olduğu belirsizlik açısından genişletmektedir. Yazarlar, Avrupa'nın ana ekonomilerinin 1980'ler ve 1990'lardaki yatırım performansını gözlemleyerek modellerini test etmektedirler. Çalışmada toplam yatırım denklemleri, beş ülke için tahmin edilmektedir. Fransa, Almanya, İtalya, İngiltere ve ABD'nin 1976–1996 dönemi verileri kullanılmıştır. Döviz kuru oynaklığı ise reel efektif döviz kurunun 8 dönemdeki hareketli standart sapması olarak hesaplanmaktadır (Darby vd., 1999, s: 64). Çalışmada Bean (1984) takip edilerek, dinamik hata düzeltme modelleri kullanılmıştır. Elde edile bulgulara beş ülke için döviz kuru oynaklığı ve düzensizliğinin, yatırımlar üzerindeki etkisinin negatif yönlü ve istatistikî olarak anlamlı olduğu görülmektedir (Darby vd., 1999, s:67). Çalışmanın sonucunda, “döviz kuru oynaklığı baskılandığında otomatik olarak yatırımlar artırılabilceği” tezine karşı çıkmaktadır. Çünkü bu önermenin hem gerçekleştiği hem de gerçekleşmediği özel durumlar bulunmaktadır: Döviz kuru oynaklığının yatırımlar üzerinde negatif etkisi, nadiren de olsa sermayenin kazandırıcı pozitif etkilerinden küçük olabilir

(Darby vd., 1999, s:67). Model tahminleri itibariyle, döviz kurunda sağlanacak istikrarın, Avrupa'daki yatırımları artırabileceği, bununla beraber Almanya ve Fransa'nın döviz kuru istikrarından elde edecekleri kazançların diğerlerine nazaran daha fazla olacağı öngörülmektedir (Darby ve vd., 1999, s:67).

Belke ve Gros (2001), çalışmalarında 1973-1996 yıllık verilerini kullanarak 11 Avrupa Birliği ülkesinde (Belçika, Almanya, Danimarka, İspanya, Fransa, İrlanda, İtalya, Hollanda, Portekiz ve İngiltere) döviz kuru oynaklığının işsizlik, istihdam kaybı ve yatırımlar üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Çalışmada belirsizlik göstergesi olarak 12 aylık dönemler itibariyle nominal döviz kurunun standart sapması kullanılmıştır. Tahminler OLS (Ordinary Least Square) ve VAR nedensellik testleriyle yapılmıştır (Belke ve Gros, 2001, s: 231-238). Yazarlar, her ülke için ayrı denklem tahmin ettiklerinde Avrupa Birliği'ne üye 6 ülkede kur oynaklığı ile yatırım arasında zıt yönlü ve anlamlı bir ilişki bulmuşlardır. Örneklemdeki ülkeler için ortak denklem tahmin yöntemi kullanıldığında zıt ve anlamlı ilişki çıkan ülke sayısı 8 olmuştur (Belke ve Gros, 2001, s: 239).

Günçavdı ve McKay (2003) tarafından yapılan çalışmada, Türkiye'de imalat sektörü için yatırım harcamalarının belirleyicilerini bulmak ve 1980 sonrası yapısal değişimin etkilerini test etmek için neoklasik yatırım modeline makroekonomik istikrarsızlık, döviz kurundaki belirsizlik ve finansal kısıtlamalar değişkenleri ilave edilerek oluşturulan model test edilmiştir. 1950-1995 dönemi yıllık verileri kullanılmıştır. Belirsizlik, hareketli ortalama sapma yöntemi ve Hodrik-Prescot Filtre tekniğiyle trendden ayrıştırılmış hareketli ortalama sapma yöntemiyle iki şekilde tespit edilmiştir. Çalışmada ADF (Augmented Dickey-Fuller) test yöntemleriyle birim kök araştırılarak birim kök içeren değişkenler bulunduğundan kısıtlanmamış hata düzeltme modeliyle durağanlık sağlanmıştır (Günçavdı ve McKay ,2003, s:1901-1905). Araştırmanın sonucunda, hızlandıran etkisi ve kredi değişkenlerinin en etkili faktörler olduğu, döviz kuru değişkeninin negatif ve anlamlı olduğu, makroekonomik belirsizliğin ise anlamlı olmadığı saptanmıştır (Günçavdı ve McKay ,2003, s:1901-1909)

Serven (2003), 61 gelişmekte olan ülkenin 1970-1995 dönemi verilerini kullanarak reel döviz kuru belirsizliği ile özel sektör yatırımları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada, değişkenlerin içselliğini ortaya çıkarmak üzere Arellano ve Bover (1995) tarafından önerilen GMM (Generalized Method of Moments) sistemini uygulamış, parametreler oldukça anlamlı bulunmuştur. Reel döviz kuru belirsizliği parametresinin katsayısı negatif ve istatistikî olarak yüksek düzeyde anlamlı bulunmuştur (Serven, 2003, s: 214). Bununla birlikte Serven (2003)'e göre reel döviz kuru belirsizliği, yalnızca belirsizlik yüksek olduğunda negatif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu belirtmektedir. Dolayısıyla Serven (2003), literatürde belirtilen farklı etkileri ortaya çıkarmak üzere iki ülke grubunun oluşturduğu kukla değişkenle tahminleri gerçekleştirmiştir (Serven, 2003, s:215).

Böylece ülkeler faiz, gelir, teknoloji, mali derinlik ve dışa açıklık değişkenlerinin seviyesine göre gruplandırılmıştır (Serven, 2003, s:214). Çalışmada gelire göre yapılan gruplamalara bağlı analizlerde reel döviz kuru belirsizliğinin yatırımlar üzerindeki etkisi yüksek gelirli ülkelerde, düşük gelirli ülkelere göre %50 daha fazla bulunmasına karşın, yüksek gelirli ülkelerdeki etkinin negatif fakat istatistikî olarak anlamsız olduğu görülmektedir (Serven, 2003, s: 215). Öte yandan teknoloji düzeyine göre gruplanmış her iki grupta için de döviz kuru belirsizliği, negatif etkiye sahipken, yalnızca düşük sermaye/emek oranına sahip ülkelerde istatistikî olarak anlamlı ilişki bulunmuştur (Serven, 2003, s:215). Finansal derinlik gruplamasında, her iki ülke grubu için negatif katsayı elde edilirken, ortalamanın üstünde yer alan ülkelerde parametre katsayısı istatistikî olarak anlamsız bulunmuş olup, ortalamanın altında yer alan ülkeler için parametre katsayısı tahmini istatistikî olarak yüksek seviyede anlamlı bulunmuştur (Serven, 2003, s: 216). Finansal gelişmişlik düzeylerine göre yapılan gruplamada döviz kuru belirsizliğinin yatırımlar üzerindeki etkisi istatistik olarak anlamsız olmaktadır. Dışa açıklık ölçüsüne göre bir ayırım yapıldığında ise dışa açıklığı yüksek olan ülkelerde döviz kuru belirsizliği açıklığı düşük olan ülke grubunda daha etkin bulunmuştur. Ekonominin dışa açıklığı ve finansal derinlik kriterlerinin esas alındığı çapraz gruplamada ise dışa açıklığı yüksek ve finansal derinliği düşük olan ülke grubunda döviz kuru belirsizliğinin yatırımlar üzerindeki

etkisi negatifken, dışa açıklığı düşük ve finansal değinliğe sahip ülkelerde etki pozitif ve istatistikî olarak anlamlı değere sahip olmaktadır (Serven, 2003, s: 217).

Atella vd. (2003), 2988 küçük ve orta ölçekli imalatçı firmayla ilgili olarak İtalyan Merkez Bankası'nın üçer yıllık aralıkla yayımladıkları raporlardan sağlanan 1989–1994 dönemi panel verilerini kullanmışlardır. Döviz kuru oynaklığını ise yıllık ortalama standart sapma yöntemiyle ölçmektedirler. OLS (Ordinary Least Square) yöntemiyle regresyon tahmini yapılmış, değişken olarak şirket karlılığı, reel döviz kurundaki artış ve reel döviz kuru oynaklığı kullanılmıştır (Atella vd., 2003, s: 822-823). Atella vd. (2003)'nin analiz sonuçlarına göre, piyasa gücü yüksek olan şirketler kur belirsizliğinden daha az etkilenmektedir. Yaptıkları analizde kur oynaklığı ve yatırım ilişkisinin şirketin hangi sektörde faaliyet gösterdiğine bağlı olduğu sonucuna ulaşmaktadırlar (Atella ve diğerleri, 2003, s:811-820).

Pradhan vd. (2004), 1972–2000 dönemi verilerini kullanarak Endonezya, Malezya, Filipinler ve Tayland'ı kapsayan çalışmada reel döviz kuru belirsizliğinin toplam özel yatırımlar üzerindeki etkisini incelenmiştir. Bu amaç doğrultusunda yazarlar, bağımlı değişken olarak özel sabit sermaye yatırımlarının GSYİH içindeki payı değişkeni dikkate almışlarken, açıklayıcı değişken olarak reel döviz kuru oynaklığı, reel faiz oranı ve özel sektöre sermaye akışının GSYİH'ya oranı değişkenlerine yer vermişlerdir. Çalışmada ayrıca 1997 Doğu Asya Krizi'nin etkisini yakalamak üzere kukla değişken de ilave edilmiştir (Pradhan vd., 2004, s: 2162).

Çalışmada döviz kuru belirsizliğini belirlemek üzere oluşturulan denklemin içinde gecikmeli değerler ve yurt içi fiyat seviyesinin yurt dışı fiyat seviyesine oranı da katılarak bir GARCH (1,1) modeli tahmin edilmiş ve bu tahminden elde edilen varyans reel döviz kuru belirsizliğinin ölçüsü olarak kullanılmıştır (Pradhan vd., 2004, s: 2162-2163). Yazarlar, Augmented Dickey-Fuller testi ve Phillip-Perron testi ile durağanlık sınamalarını yapmışlar ve her iki testte de veri dizisinin birinci farklarda durağan olduğu tespit edilmiştir. Verilerin durağanlığının kurulmasının ardından, Johansen eşbütünleşme testi, değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığının sorgulanması için uygulanmıştır. Test

sonucunda, örneklemedeki bütün ülkeler için “eşbütünleşmenin olmadığı” hipotezi reddedilmiştir. Değişkenler arasındaki dinamik ilişkiyi sabit hale getirmek için, Engle ve Granger (1987)’in yöntemi takip edilerek, bir hata düzeltme terimi denkleme eklenmiştir (Pradhan vd., 2004, s: 2163).

Yapılan analizlerde reel döviz kuru oynaklığı/belirsizliği parametresi, Endonezya ve Tayland için negatif katsayılı olarak tahmin edilmiş olmasına rağmen, yalnızca Tayland’da istatistikî olarak anlamlı bulunmuştur. Buna karşın reel döviz kuru belirsizliği aynı dönemde Malezya ve Filipinler’de pozitif etkili olarak tahmin edilmiş olup, bunların gecikmeli etkileri negatif ve istatistikî olarak anlamlı olduğu bulunmuştur. Özetle 1972–2000 dönemi veri dizisini kullanarak tahmin yapılan çalışmanın sonucunda, reel döviz kuru belirsizliği ile toplam özel yatırımlar arasında ikna edici olmayan ampirik bir ilişkiye ulaşılmıştır (Pradhan vd., 2004, s: 2164).

Byrne ve Davis (2005), G-7 ülkelerinin 1973-1996 dönemi üç aylık verilerini kullanarak yaptığı panel data çalışmasında, makroekonomik seviyede döviz kuru belirsizliğinin yatırımlar üstündeki etkisini ortaya çıkarmayı amaçlamışlardır. Yazarlar, döviz kuru belirsizliğini, CGARCH modeli kullanarak ölçmeye çalışmışlardır. Daha sonra döviz kuru belirsizliği, sürekli veya geçici olmak üzere ikili ayrıma tabi tutulmuştur. Yapılan ilk regresyon sonuçlarında, kısa ve uzun süreli şokların yatırımlar üzerindeki etkisinin yönleri, her bir ülke için farklı çıkmıştır. EGARCH modeliyle elde edilen asimetric etkilerin tahminlere göre ise yalnızca Almanya, Japonya ve Kanada’da anlamlı olduğu, diğerlerinde etkilerin simetrik olduğu tahmin edilmiştir (Byrne ve Davis, 2005, s:317-318).

Diğer taraftan yazarlar, örneklemedeki dört ülke, İngiltere, İtalya, Fransa ve Almanya’dan oluşan grubun kutuplaşma oluşturduğunu tahmin etmişler. Döviz kurundaki sürekli oynaklığın her durumda istatistikî olarak anlamsız olduğu bulunmuşken, G-7’yi oluşturan dört Avrupa ülkesi içinse döviz kuru belirsizliği istatistikî olarak anlamlı etkilere sahip olduğu tespit edilmiş (Byrne ve Davis, 2005, s: 324-325).

Bireysel ülke çalışmalarından biri olan Özçiçek (2007) ise, Türkiye’de kur oynaklığının fiziksel yatırım üzerinde etkisini incelemiştir. Çalışmada kur belirsizliği (oynaklığı), 1987:1-2005:4 dönemi aralığındaki üç aylık günlük kur verilerinden hesaplanan şartsız standart sapma olarak ölçülmüştür. Ayrıca reel faiz ve reel kurun yatırım üzerinde olası etkisinden dolayı bu değişkenler de açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır. ADF sınaması yapıldığında regresyonda kullanılacak değişkenlerin hepsinde birim kök çok kuvvetli bir şekilde reddedilmektedir. Johansen sınaması ile yatırım, reel faiz ve diğer değişkenler arasında sadece bir eşbütünleşmenin varlığına işaret etmekte olduğundan AIC ve SIC değerlerine ve ayrıca LM otokorelasyon sınamasına bakılarak dört gecikmenin uygun olduğu sonucuna varılmıştır. Yazar regresyon ve VAR analizinden elde ettiği sonuçlara göre kur belirsizliğinin (oynaklığının) yatırım üzerinde olumsuz etkisi olduğunu tespit etmiştir (Özçiçek, 2007, s:73-84).

Son olarak Öngel ve Tunç Alkış (2008), Türkiye’de belirsizliğin yatırım harcamaları üzerine etkisini inceleyen çalışmalarında kullanılan veriler üçer aylık olup, 1987 (1). çeyrek – 2005 (4). çeyrek dönemini kapsamaktadır. Belirsizliğin ölçülmesi için gelecek döneme ait reel döviz kuru artış oranlarının standart sapmaları kullanılmıştır. Çalışmada üçer aylık veriler kullanılacak olduğundan, yatırım ve gelir serileri için mevsimsellikten arındırılmış verilerle kullanılmıştır. Birim kök testleri ve dişsallık testlerinden alınan sonuçlara göre değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkinin varlığının test edilmesi için Engle-Granger (1987) iki aşamalı modelleme yöntemi uygulanmıştır. Uzun dönem denkleminde elde edilen katsayıların yorumlanabilmesi için modele Engle-Yoo (1989) üç aşamalı modelleme yönteminin üçüncü aşaması ile devam edilmiştir. Kırılmaların içsel olarak belirlenmesine yönelik olarak Zivot ve Andrews (1992) tarafından geliştirilen test yöntemi kullanılmıştır (Öngel ve Tunç Alkış, 2008, 161-172).

Çalışmanın sonucunda, Türkiye için yapılan önceki çalışmaların aksine, ampirik bulgulara göre kur belirsizliği ve milli gelirdeki artışlar uzun dönemde özel yatırımlar üzerinde incelenen dönem itibariyle etkili değildir. Kırılmanın etkisini dikkate almayan önceki çalışmaların bulgularının etkin sonuçlar olmadığı ampirik olarak gösterilmiştir (Öngel ve Tunç Alkış, 2008, 161-172).

Sonuç olarak döviz kuru belirsizliğinin yatırımlar üzerindeki etkilerini ele alan ampirik literatür, evrensel geçerliliğe sahip bulgular vermemekle beraber genellikle döviz kuru belirsizliğinin yatırımları olumsuz etkilediği yönünde sonuçlanmıştır. Çalışmalardaki bulgu farklılıkları, kullanılan belirsizlik ölçütü, ele alınan ülke ve dönem farklılıklarından kaynaklandığı gibi teoride ileri sürüldüğü gibi belirsizliklere karşı firma ve girişimcilerinin yaklaşımlarındaki farklılıklardan ileri gelmektedir.

2.4.2 Diğer belirsizlikler ve yatırımlar arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmalar

Aizenman ve Marion (1993), 40 gelişmekte olan ülke için 1970–1985 dönemi panel verileri kullanarak makroekonomik belirsizliğin özel yatırımlar üzerindeki etkisini regresyon analiziyle test etmişlerdir. Belirsizliği her değişkenin örneklemden elde edilen kalıntılarının standart sapması olarak hesaplamışlardır. Aizenman ve Marion (1993) bu çalışmada, maliye politikası çerçevesinde kamu tüketim harcamaları, kamu yatırım harcamaları, bütçe açığı ve ortalama vergi oranı ile para arzındaki büyüme ve enflasyon oranındaki dalgalanmaların özel yatırımları olumsuz yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Belirsizlik göstergelerinden sadece enflasyon oranındaki dalgalanmaların katsayısı istatistikî olarak anlamsız çıkmıştır (Aizenman ve Marion ,1993, s:207-210).

Ferderer (1993), ABD'nin 1963–1989 dönemi üç aylık verilerini kullandığı çalışmasında belirsizlikteki artışın ortalama yatırım harcamaları üzerindeki etkisini araştırarak belirsizliğin yatırım harcamalarını açıklama gücünü, sermayenin maliyetinin ve Tobin'in q 'sunun açıklama gücüyle karşılaştırmayı amaçlamıştır (Ferderer, 1993, s:30-32). Bu konuları incelemeye yönelik olarak, belirsizliği ölçmek için faizlerin vade yapılarında mevcut bulunan risk primi kullanılmıştır. Risk primi, Goldsmith-Nagan sürecinden tahmin edilen faiz oranlarından tecrit edildikten sonra, neoklasik yatırım modeline ve Tobin'in q 'su yatırım modeline sokulmuş ve yatırım harcamalarını açıklama kabiliyeti incelenmiştir (Ferderer, 1993, s: 30-32). Çalışmada belirsizlik değişkeni, gecikmeli faizlerdeki değişimlerin hareketli varyansı ve mutlak değerlerin

hareketli ortalamaları kullanılarak tahmin edilmiştir (Ferderer, 1993, s: 39). Yazar, iki sonuç sunmaktadır: İlk olarak, risk priminin gecikmiş değerleri ile a) üreticilerin sabit donanım harcamaları, b) yeni fabrika ve donanım emir ve sözleşmeler arasında negatif ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişki vardır. İkinci olarak, risk primi yatırım harcamaları üzerinde, sermayenin maliyeti veya ortalama q 'dan daha büyük etkiye sahiptir (Ferderer, 1993, s: 32-39).

Huizinga (1993), enflasyon belirsizliğinin ABD imalat sanayi sektörünün kaynak tahsisini belirgin bir şekilde etkileyip etkilemediğini sorgulamaktadır. Özellikle enflasyon ve yatırımlar arasındaki ilişkiye odaklanılmaktadır. 1954–1989 dönemi çeyrek verileri kullanılarak analizler yapmıştır. Çalışma enflasyon belirsizliği ve yatırımlar arasındaki ilişki yanında yatırımların reel ücret, reel çıktı fiyatı ve karlılık belirsizlikleriyle ilişkisi de analiz edilmiştir. Belirsizliğin ölçülmesi amacıyla ARCH modeli tercih edilmiştir. Değişkenlerin değişimleri logaritmaları alınarak ölçülmüştür (Huizinga, 1993, s: 527-528).

Çalışmanın ilk aşamasında, reel ücret, reel çıktı fiyatı ve karlılık belirsizlikle enflasyon belirsizliği arasındaki bağlantı incelenmiş, karlılık ve nispi fiyatı (reel çıktı fiyatı) belirsizliği sapmaları ile enflasyon belirsizliği sapmaları arasında kuvvetli pozitif bir ilişki tespit edilmiştir (Huizinga, 1993, s:523-540). İkinci aşamada, yatırımlar ve belirsizlik arasındaki bağlantı analiz edilmiştir. Sonuçta, reel ücret belirsizliğinin geçici artışları ile reel çıktı fiyatı belirsizliğindeki sürekli artışların daha düşük yatırım performansının habercisi olduğu tespit edilmektedir (Huizinga, 1993, s:544-547).

Cardoso (1993)'nın, Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika ve Venezüella'nın 1970–1985 dönemi verilerini kullandığı çalışmasında, Latin Amerika'da özel yatırımların istikrarsızlık, büyüme ve reel döviz kurundaki değer kaybı karşısındaki tepkileri analiz edilmektedir. Cardoso (1993), gözlem dönemlerini dört yıllık dört periyoda bölmüştür. Makroekonomik istikrarsızlığın özel yatırımlar üzerindeki etkilerini test etmek üzere kullanılan değişken, borçlanma oranının, 1 artı enflasyon oranının ve reel döviz kurundaki değişimlerin logaritmaların eklenmesiyle oluşan bir istikrarsızlık indeksi olup 4 yıllık periyotların her biri boyunca aylık olarak hesaplanmıştır (Cardoso, 1993, s:840).

İstikrarsızlık indeksinin katsayısı beklendiği gibi negatif işaretli olmasına karşın istatistikî olarak anlamlı bulunmamıştır. Bunun üzerine ayrı ayrı değişkenler dahil edilerek regresyonlar yürütülmüş, ancak daha iyi sonuçlar elde edilememiştir (Cardoso, 1993, s: 844-845).

Diğer taraftan Episcopos (1995), ABD 1947-1993 yılları üç aylık verilerini kullandığı çalışmada, yatırımların geri döndürülemez olduğunu varsaymaktadır. Bu geri döndürülemezlik olgusunun firmanın yatırımlarının alt kalemlerinden demirbaşlar kaleminden ziyade sabit yatırımlar kalemine ilişkin olduğu varsayımının daha makul olduğunu ileri sürmektedir. Bundan dolayı, çalışmada geri döndürülemez yatırımı temsil etmek üzere “sabit yatırım” verileri kullanılmıştır (Episcopos, 1995, 42). Veri aralığında meydana gelen şokları tespit etmek üzere stok karlarındaki değişkenlik verisi kullanılmıştır (New York Stock Exchange Composite Index’inin büyüme oranları, kar şoklarını tespit etmekte kullanılmıştır). Belirsizliği ölçmek için de çeyrekler itibariyle örneklemin varyansı esas alınmış ve ARCH modelinden elde edilen hata kalanları serisinden koşullu varyanslar tahmin edilmiştir. Çalışma fiyat, faiz, tüketim gibi öncü göstergeler endeksi ve stok fiyatları endeksine ilişkin belirsizlikle sabit yatırımların ters yönlü ilişkiye sahip olduğunu göstermektedir (Episcopos, 1995, s: 44-45).

Price (1996)’ın İngiltere’nin 1957-1992 dönemi verilerini kullanarak yaptığı çalışmasının odağında firma kararları ve yatırımlar yer almaktadır. Belirsizliği ölçmek üzere GARCH-M (1,1) modeli kullanılarak, $\ln(\text{GSYİH})$ ’nın koşullu varyansı tahmin edilmiştir. Üretim modeli olarak Cobb-Douglas modeli seçilmiştir. Bu model kullanılarak oluşturulan basit yatırım denkliğinde yatırımlar, ekonomideki kapasite kullanım oranıyla belirlenmektedir. Belirsizlik bu belirleme süreci üzerinde etkisini göstermektedir. Regresyon analizleri sonucunda belirsizlikle yatırımlar arasında negatif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir (Price, 1996, s: 148-149).

2.4.3 Reel döviz kuru belirsizliği ve ihracat, ithalat, doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi inceleyen diğer araştırmalar

Döviz kuru belirsizliğinin yatırımlar üzerindeki etkileri dışında döviz kuru belirsizliğinin ihracat, ithalat ve doğrudan yabancı yatırımlar gibi diğer ekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini irdeleyen çalışmalar da yapılmıştır. Örneğin bu çalışmalardan biri olan Koray ve Lastrapes (1989), VAR modellerini kullandıkları çalışmalarında, ABD’nde reel döviz kuru oynaklığının İngiltere, Fransa, Almanya, Japonya ve Kanada’dan yapılan ithalat üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Reel döviz kuru oynaklığını temsilen aşağıdaki gibi hesaplanan reel döviz kuru artış oranının hareketli standart sapması kullanılmıştır:

$$V_t = \left[\frac{1}{m} \sum_{t=1}^m (Z_{t+t-1} - Z_{t+t-2})^2 \right]^{\frac{1}{2}}$$

Denkelemde, Z terimi ABD tüketici fiyatlarıyla yurtdışı tüketim ürünlerinin nispi fiyatının logaritması olup oynaklığı temsil etmektedir. m=12 olup, hareketli ortalamanın hesaplanacağı dönem sayısını temsil etmektedir (Koray ve Lastrapes, 1989, s: 708). Örneklem, 1959–1985 döneminden aylık olarak alınmıştır. Ancak sabit kurun terk edildiği tarih öncesi Şubat 1961-Temmuz 1971 dönemi birinci alt örneklem, Nisan 1975–Aralık 1985 ikinci alt örneklem olarak ana örneklem bölümlenmiştir (Koray ve Lastrapes, 1989, s: 709-710).

ABD’nin karşılıklı ticaret yaptığı ortaklarından ithalatı ile döviz kuru oynaklığı arasındaki dinamik ilişkiyi VAR teknikleri kullanarak ortaya çıkaran çalışmada, örneklemde yer alan ülkelerin genel zaman serileri itibariyle söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin zayıf olduğu görülmektedir. Bununla beraber oynaklığın ithalat üstündeki etkisinin sabit döviz kuru rejimine göre esnek döviz kuru rejiminde daha güçlü olduğu gözlemlenmektedir (Koray ve Lastrapes, 1989, s:712).

Diğer taraftan Arize (1996) ise gelişmekte olan bir ülke olarak Kore’de ihracatla reel döviz kuru belirsizliği arasındaki ilişkiyi sorgulamaktadır. Çalışmada kullanılan veriler, 1973-1991 yılları üç aylık döneminden elde

edilmiştir. Reel döviz kuru belirsizliğinin ölçümü maksadıyla aşağıdaki gibi formüle edilen reel efektif döviz kuru büyümesinin hareketli standart sapması kullanılmıştır (Arize, 1996, s: 51):

$$\sigma = \left[\frac{1}{8} \sum_{j=1}^8 (e_{t-j} - \bar{e}_t)^2 \right]^{0.5}$$

Denklemden, e_{t-j} , $t-j$ çeyreğindeki reel döviz kurunun logaritmik değişimi, $\bar{e}_t$ önceki sekiz çeyrekteki reel döviz kurunun logaritmik değişiminin ortalamasıdır.

Yazar çalışmada ihracata etki eden faktörler olarak dış alem gelirini, nispi fiyatları, döviz kurunu ve döviz kuru belirsizliğini dikkate almıştır. Denklemden değişkenler arası uzun dönemli ilişkinin sorgulanması için Engel ve Granger (1987) tarafından geliştirilen eşbütünleşme testi esas alınmıştır. Birim kök varlığının tespitine yönelik Dickey ve Fuller(1981) ve Phillips ve Granger (1988) tarafından önerilen testler yürütülmüştür. Sonuç olarak, kısa dönem fonksiyonuna Johansen prosedürü uygulanmak suretiyle üretilen gecikmeli kalıntılardan oluşturulan denklemde reel döviz kuru belirsizliğinin ihracat üzerinde negatif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir (Arize, 1996, s: 52-54).

Benzer şekilde Vergil (2002)'in çalışmasında döviz kuru oynaklığının reel ihracat talebi üzerindeki etkisini çok değişkenli hata düzeltme modeli bağlamında incelemiştir. Türkiye'nin ABD, Almanya, Fransa ve İtalya'ya olan reel ihracatını 1990:1-2002:12 dönem aralığında model tahmininde bulunmuştur. Döviz kuru oynaklığı ölçüsü olarak reel döviz kurunun trendi etrafındaki varyansını ve reel döviz kurundaki yüzde değişimlerin standart sapmasını kullanmıştır. Eşbütünleşme analizinden elde edilen sonuçlar, reel ihracatın yurtdışı gelirle, döviz kuruyla ve döviz kuru oynaklığıyla eşbütünleşme halinde olduğunu göstermektedir (Vergil, 2002, s: 92).

Çalışmanın sonuçlarına göre, Türkiye'de döviz kuru oynaklığı ile Almanya, Fransa ve ABD'ye yapılan reel ihracatı arasında uzun dönemli ilişkinin

negatif ve istatistikî olarak anlamlı olduğu değerlendirilmiştir. Döviz kuru oynaklığının kısa dönemli etkisi ise Almanya dışındaki ölkeler için anlamlı bulunmamıştır. Döviz kuru riskine karşı tamamıyla hedge vadeli döviz kuru işlemleri piyasasının kullanılmasının döviz kuru oynaklığını kısa vadede bir faktör olmaktan çıkardığı değerlendirmesi yapılmaktadır (Vergil, 2002, s: 92)

Saatçioğlu ve Karaca (2004), üç aylık verileri kullanıldığı çalışması sonucunda, Türkiye’de döviz kuru belirsizliğinin hem uzun dönemde hem de kısa dönemde ihracatı olumsuz etkilediği bulgusuna ulaşmıştır. 22 Şubat 2001’de kurlar dalgalanmaya bırakılmasıyla belirsizliğin göstergesi olan değişkenlik daha da arttığını, buna rağmen kurların dalgalanmaya bırakılmasından sonra ihracatın da yükseldiğini, bu durumun döviz kuru belirsizliği ile ihracat arasındaki ilişkiadaki kalıcı bir değişiklikten çok, 2001 krizi ile birlikte iç pazarda satış imkânlarının azalması sonucu üreticilerin daha yüksek riskleri göze alarak ihracata yönelmesinden kaynaklanmış geçici bir durum gibi göründüğünü belirtmektedir (Saatçioğlu ve Karaca, 2004, s: 183-195).

Kasman ve Kasman (2005) ise 1982-2001 dönemi üç aylık verilerini kullanarak Türkiye’de döviz kuru belirsizliğinin ihracata etkisini incelemişlerdir. Johansen test istatistiği yöntemiyle eşbütünleşme testi ve ECM (error correction model=hata düzeltme modeli) kullanılarak tahminlerin yapıldığı çalışmada ihracat hacminin reel döviz kuru oynaklığındaki değişmeye üç çeyrek dönemde intibak ettiği ve kur oynaklığından olumlu etkilendiği sonucuna ulaşılmaktadırlar (Kasman ve Kasman, 2005, s: 51).

Vergil ve Çeştepe (2006) çalışmalarında, 1992-2000 dönemi için sabit etkiler panel veri modeli ve 1988:3 ve 2001:2 dönemi için geleneksel zaman serisi modeli geliştirilerek, Türkiye’nin yabancı doğrudan yatırım (YDY) akımları üzerinde reel döviz kuru değişkenliğinin etkisi incelenmiştir. Sonuçlar teorik beklentilere uygun olarak bulunmuştur. İlk olarak reel döviz kurları ve doğrudan yatırım akımları arasında anlamlı pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Yatırım alan ölkenin parasının yani Türk lirasının değer kaybetmesi, Türkiye’ye YDY akımlarında bir artışa yol açmaktadır. İkinci olarak döviz kuru değişkenliği katsayılarının çoğunlukla negatif ancak anlamsız bulunmuştur. Yazarlar bu

bulguları, söz konusu dönem için reel döviz kuru değişkenliği ve Türkiye'ye YDY akımları arasında bir ilişki olmadığını gösterdiği şeklinde yorumlamışlardır. Bu yüzden, reel döviz kuru değişkenliğinden ziyade reel döviz kurunun değer kazanması/kaybetmesinin YDY akımlarını önemli şekilde etkilediğini belirtmektedir (Vergil ve Çeştepe, 2006, s:975-986).

Son olarak Dursun ve Bozkurt (2007), VAR modeli kullanarak Türkiye'de 1991:12-2006:1 dönemi reel döviz kuru volatilitésinin yabancı doğrudan yatırım (YDY) akımları üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışmada döviz kurundaki volatilité GARCH modeli ile belirlenmiş ve elde ettikleri bulgularla, Türkiye'de reel döviz kuru volatilitésinin YDY'ler üzerinde etkili olmadığını tespit etmişlerdir (Dursun ve Bozkurt, 2007).

2.5. Sonuç

Literatürde belirsizliğin tespit yöntemleri olarak değişkenin varyans ya da standart hataları, faiz oranlarının vade yapısındaki risk primi, GARCH (Genelleştirilmiş Ardışık Bağımlı Koşullu Varyans), GARCH-M (Ardışık Bağımlı Koşullu Varyans Ortalama) gibi ARCH modelinin farklı uyarlamaları ile tek değişkenli zaman serisi modelinden elde edilen hata terimleri sıralanabilir.

Finansal yatırım kararları alırken, konjonktürün durumu ve riskten kaçınma davranışları nedeniyle yatırımlar belirsizlikten olumsuz etkilenecektir. Yatırımın yeni durumlara uyarlanma maliyetinin asimetric olması, yatırımın beklenen karlılığı ile sermayenin maliyeti arasındaki farkın belli bir eşik değeri aşması durumunda verilebileceğinden yatırımların geri döndürülemezlik özelliği dolayısıyla belirsizlik yatırımları olumsuz etkileyecektir.

Karşı görüşe göre döviz kuru belirsizliği sermayenin marjinal karlılığını, bu karlılık artışı ise yatırımları artıracaktır. Fiyatlardaki belirsizlik arttıkça sermayenin beklenen karlılığının artacağını, bunun da yatırım harcamalarını artıracığını savunulmaktadır.

Teoride döviz kuru belirsizliğinin yatırımlar üzerindeki farklı etkileri test etmek için 1990'lardan sonra önemli sayıda istatistikî ve ekonometrik testlere yer

veren çalışmalar yapılmaya başlanmıştır. Yapılan ampirik çalışmalar, evrensel nitelikte ortak olmayan bulgularla sonuçlanmıştır. Daha açık bir ifadeyle yapılan çalışmaların büyük bir kısmı, döviz kuru belirsizliğinin yatırımlar üzerindeki olumsuz etkilerini ortaya koyarken, bir kısım çalışmalar olumlu diğer bir kısım çalışmalar ise anlamlı olmayan etkilere ulaşmışlardır. Çalışmalardan elde edilen bulgu farklılıklarının temelinde teorik önermeler yanında ele alınan değişken, ülke ve dönem farklılıkları ile analiz yöntemi farklılarının etkisi yatmaktadır.

Bununla birlikte teorik önermelerin eşliğinde yapılan ampirik sınamalar genel olarak değerlendirildiğinde, döviz kuru belirsizliği başta olmak üzere diğer belirsizliklerin yatırımları, ihracatı, ithalatı, yabancı doğrudan yatırımları olumsuz etkilediği ileri sürülebilir.

III. BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE DÖVİZ KURU BELİRSİZLİĞİ VE YURTIÇİ YATIRIMLAR

3.1. Giriş

Türkiye 1980’li yıllardaki ekonomik liberalizasyonla birlikte giderek dünya dış ticaretine ve küresel sermaye piyasalarına daha çok uyum sağlamaya başlamıştır. Bu uyum sürecinde yurtiçi ekonomik faktörler yurtdışı iktisadi gelişmelerinden daha doğrudan etkilenmeye başlamıştır. Türkiye’de yurtiçi ekonomik birimlerin en çok odaklandığı göstergelerden birisi olan döviz kuru önemini korumaya devam etmektedir. Döviz kurundaki yukarı ya da aşağı yönlü oynaklıklar döviz kurunun beklenen değerine ilişkin ekonomik birimlerde belirsizlik algılamasına yol açmaktadır.

Bu bölümde, Türkiye’de döviz kuru belirsizliği ve yurtiçi yatırımlar arasındaki nedensel ilişkiler, Toda-Yamamoto yöntemi ile belirlenmeye çalışılacaktır.

3.2. Çalışmanın Amacı

Belirsizliğin gelecekteki ekonomik faaliyetlere negatif etkisi olacağı tespitiyle beraber reel döviz kurundaki belirsizliğin yatırımlar üzerinde nihai negatif etkisi olduğu düşünülmektedir. Bu önermenin doğruluğunun Türkiye özelinde sınanması önem arz etmektedir.

İkinci bölümde aktarılmaya çalışılan literatürün gösterdiği teorik ve ampirik bilgiler değerlendirilerek, Türkiye GSYİH’nın önemli bir büyüklüğü olan yurtiçi yatırımların döviz kuru belirsizliği karşısındaki durumu ortaya çıkarılmış olacaktır.

3.3. Çalışmanın Veri Seti

Çalışmada kullanılan veriler, T.C. Merkez Bankası elektronik veri sisteminden elde edilmiştir. Bütün veriler 1988 birinci çeyrek – 2007 üçüncü çeyrek dönemine aittir. Yatırım değişkeni olarak sabit fiyatlarla toplam sabit sermaye yatırımları (SSY) ile özel sektör yatırımları (ÖSY) kullanılmıştır.

Diğer değişken, döviz kuru belirsizliği (DKB) göstergesi olarak reel efektif döviz kurlarının hareketli standart sapması kullanılmıştır. Daha önceki çalışmalarda kur belirsizliği için GARCH ve hareketli standart sapma gibi ölçüler kullanılmıştır. Bu çalışmada Arize (1996)'nin, Koray ve Lastrapes (1989)'in kullandıkları gibi reel efektif döviz kurunun hareketli standart sapması, döviz kuru belirsizliği olarak kullanılmaktadır.

$$(2.1) \text{DKB}_t = \left[\left(\frac{1}{m} \right) \sum_{i=1}^m (R_{t+i-1} - \bar{R}_t) \right]^{\frac{1}{2}}$$

Denklemden m hareketli standart sapmanın dönem genişliği m=4 olup, R simgesi reel efektif döviz kurunu temsil etmektedir.

Çalışmada kullanılan değişkenlere ait veriler, üçer aylık veriler olduğu için mevsimsellik sorununu bünyesinde barındırmaktadırlar. Dolayısıyla bu seriler, hareketli ortalamalar yöntemiyle mevsimsellikten arındırılmıştır. SSYSA, ÖSYSA ve DKBSA değişkenleri her bir değişkenin mevsimsellikten arındırıldığını ifade etmektedir.

1988 birinci çeyrek – 2007 üçüncü çeyrek dönemine ait verilerden hareketle hesaplanan bir takım tanımlayıcı istatistikler Tablo 3.1’de verilmiştir.

Tablo 3.1. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Medyan	Maksimum	Minimum	Standart Sapma	Gözlem Sayısı
DKBSA	5.732	4.586	18.265	0.574	3.895	79
SSYSA	7199451	6949047	13231741	4296998	2·10 ⁶	79
OSYSA	5497867	5203947	10959066	2823635	2·10 ⁶	79

Tablo 3.1’de açıkça görüleceği üzere döviz kuru değişkenliği 5.73 gibi ortalama bir değere sahipken, en yüksek döviz kuru belirsizliğinin 1993 yılının son çeyreğinde yaşandığı görülmektedir. Bu belirsizliği takiben 1994 Nisan ayında Türkiye ekonomisinin önemli bir krizi yaşadığı hatırlanmalıdır. Döviz kuru belirsizliğinin ise en düşük olduğu dönem ise 1998 yılının son çeyreğidir. Öte yandan sabit sermaye birikimi ile özel sektör sabit sermaye yatırımlarının sürekli

artan bir trend izleyerek, 2007 yılının ikinci çeyreğinde maksimum düzeyine ulaştığı görülmektedir.

3.4. Ekonometrik Yöntem ve Bulgular

Döviz kuru belirsizliği ve yurtiçi yatırımlar arasındaki ilişkileri araştırmayı amaçlayan bu çalışmada iki değişken arası nedensel ilişkiler, Toda-Yamamoto yöntemi ile irdelenmeye çalışılacaktır. Nedensellik gibi zaman serisi analizlerine geçmeden önce değişkenlerin birim kök içerip içermediğinin kontrolü gerekmektedir. Dolayısıyla çalışmada öncelikle durağanlık sınamalarına yer verilecektir.

3.4.1. Durağanlık Sınaması

Eğer bir zaman serisi durağansa, ortalaması, varyansı ve kovaryansı zaman içerisinde değişmemektedir. Bir zaman serisinin ortalamasının, varyansının ve kovaryansının zaman içerisinde sabit kalması zayıf durağanlık olarak tanımlanmakta olup kovaryans durağanlık veya ikinci mertebeden durağanlık olarak da ifade edilmektedir. Bu aynı zamanda geniş anlamda durağanlık olarak da bilinmektedir. Bir stokastik sürecin ortak ve koşullu olasılık dağılımı zaman içinde değişmiyorsa bu seri güçlü anlamda durağan olarak isimlendirilir. Genelde uygulama yapılırken kovaryans durağanlık kavramı yeterli olmaktadır (Yılmaz, 2005: 69).

Makroekonomik zaman serileri genellikle durağan değildir. Bu özelliğe sahip olan seriler birinci veya ikinci farkları ya da logaritmaları alınarak durağan hale getirilmektedir. Durağanlığın saptanabilmesi için kullanılan pek çok test bulunmaktadır.

Bu çalışmada değişkenlere ait verilerin durağanlığı Genişletilmiş Dickey-Fuller birim kök testi (*ADF*) kullanılarak test edilecektir. Dickey-Fuller testi, hata terimlerinin otokorelasyon içermesi halinde kullanılamamaktadır. Zaman serisinin gecikmeli değerleri kullanılarak hata terimindeki otokorelasyon ortadan kaldırılabilir. Dickey-Fuller bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerini, bağımsız değişken olarak modele dahil eden yeni bir test geliştirmiştir. Bu test Genişletilmiş Dickey-Fuller testidir. Burada gecikmeli değişkene ait uygun gecikme mertebesi belirlenirken Akaike ve Schwarz

kriterlerinden yararlanılmaktadır. Bu test için önerilen (i) sabitsiz ve trendsiz, (ii) sabitli ve trendsiz ile (iii) sabitli ve trendli modeller aşağıda gösterilmektedir (Yılmaz, 2005: 69).

$$\Delta Y_t = \gamma Y_{t-1} + \sum_{i=2}^m \beta_i \Delta Y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad (3.1)$$

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \gamma Y_{t-1} + \sum_{i=2}^m \beta_i \Delta Y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad (3.2)$$

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \gamma Y_{t-1} + \beta t + \sum_{i=2}^m \beta_i \Delta Y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad (3.3)$$

Burada ΔY_t , durağan olup olmadığı test edilen değişkenin birinci farkını, t genel eğilim (trend) değişkenini, Y_{t-i+1} ise gecikmeli fark terimlerini ifade etmektedir. ADF testi yukarıdaki modellerde yer alan katsayısının istatistiksel olarak sıfıra eşit olup olmadığına bakılarak yapılmaktadır. Bunun için elde edilen ADF-t istatistikleri MacKinnon kritik değerleri ile karşılaştırılır. Söz konusu ADF-t istatistiklerinin MacKinnon kritik değerlerinden mutlak olarak yüksek çıkması serinin durağan olduğunu gösterir. Aksi takdirde durağanlık koşulu sağlanıncaya kadar farkının alınması gerekmektedir (Mucuk ve Demirsel, 2009: 368).

Çalışmada, öncelikle serilerin birim kök taşıyıp taşımadıklarına karar verebilmek için genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) testi kullanılmıştır. Sabitli ve trendli modelin tahmininden elde edilen bulgular, Tablo 3.2’de sunulmuştur.

Tablo 3.2. ADF Birim Kök Test Sonuçları

Değişkenler	DKB		SSY		ÖSY	
	t ist.	p değeri	t ist.	p değeri	t ist.	p değeri
Seviye	-4.139 (1)	0.008	-1.886 (0)	0.652	-2.480 (8)	0.3366
Birinci Farklar	-7.793 (1)	0.000	-6.930 (1)	0.000	-8.007 (1)	0.000
Kritik Değerler						
%1	-4.082		-4.080		-4.095	
%5	-3.469		-3.468		-3.475	
%10	-3.162		-3.161		-3.165	

Not: Parantez içindeki değerler, gecikmeleri göstermekte olup, ADF testinde Schwarz Bilgi Kriteri (SIC)’ne göre belirlenmiştir.

Tablo 3.2'deki ADF test sonuçlarına göre döviz kuru belirsizliği değişkeni seviyesinde birim kök içermezken, toplam sabit sermaye yatırımları ile özel sektör sabit sermaye yatırımlarının seviye değerlerinde birim kök taşıdığı tespit edilmiştir. Dolayısıyla bu değişkenin birinci farkı alınmış ve fark değerlerinde ise serilerin birim kök taşımadığı sonucuna ulaşılmıştır.

3.4.2. Toda-Yamamoto Nedensellik Test Sonuçları

Çalışmada değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerinin saptanmasında kullanılan yöntem, Toda ve Yamamoto (1995) tarafından geliştirilmiştir. Bu yöntem, Vektör Oto Regresif (VAR) modele dayanır ve modele dahil edilen değişkenlerin birim kök taşıması durumunda bile seviye değerlerinin yer aldığı VAR modelinin tahmin edilmesine olanak tanır. Bu yöntemde $VAR(k+d_{max})$ modeli tahmin edilir ve modeldeki katsayıların ilk k tanesi MWALD sınamasına (modified Wald test) tabi tutularak nedenselliğe karar verilir. $VAR(k+d_{max})$ modelindeki k gecikme sayısını, d_{max} ise değişkenlerin maksimum bütünleşme mertebesini ifade etmektedir (Yavuz, 2006: 169; Alıcı ve Ucal, 2003: 12-14).

Türkiye ekonomisinde 1988-2007 döneminde döviz kuru belirsizliğinin toplam ve özel sektör yatırımları üzerindeki etkileri Toda-Yamamoto nedensellik testleri ile ayrı ayrı ortaya konulmaya çalışılacaktır. Dolayısıyla çalışmada öncelikle döviz kuru belirsizliğinin toplam yatırımlar üzerindeki etkileri irdelendikten sonra döviz kuru belirsizliğinin özel sektör yatırımları üzerindeki etkilerine yer verilecektir.

Çalışmada, iki değişkenli VAR modelinin uygun gecikme uzunluğu ise Akaike (AIC), Schwarz (SC) ve Hannan-Quinn (HQ) kriterlerine göre belirlenecektir. Döviz kuru belirsizliği ile toplam sabit sermaye yatırımlarını

içeren VAR modeli için uygun gecikme uzunluğu için hesaplanan AIC, SC ve HQ değerleri Tablo 3.3’de sunulmaktadır.

Tablo 3.3. Uygun Gecikme Uzunluğu

Gecikme Uzunluğu	AIC	SC	HQ
0	37.55636	37.6196	37.58153
1	34.40484	34.59456*	34.48037
2	34.34987	34.66607	34.47575
3	34.25458*	34.69726	34.43081*
4	34.34235	34.91151	34.56893
5	34.31746	35.01311	34.5944
6	34.34094	35.16307	34.66824
7	34.38519	35.3338	34.76283

Not: * işareti en düşük değeri göstermektedir

Yukarıdaki tablodaki verilere göre modelin uygun gecikme uzunluğu (k), AIC ve HQ kriterlerine göre 3 iken SC kriterine göre ise 1’dir. Dolayısıyla modelin uygun gecikme uzunluğu, AIC ve HQ kriterlerine göre belirlenmiştir. Öte yandan modelin $d_{\max}$ seviyesi ise SSY serisini birinci farkında durağan çıkmasından ötürü 1 olarak tespit edilmiştir. Böylece iki değişkenli VAR modelinin toplam gecikme uzunluğu 4 olarak belirlenmiştir.

Aşağıdaki VAR($k+d_{\max}=4$) modeli, Görünürde İlişkisiz Regresyon (Seemingly Unrelated Regression (SUR)) yöntemi ile tahmin edilmiştir.

$$\begin{bmatrix} SSY \\ DKB \end{bmatrix} = B_0 + B_1 \begin{bmatrix} SSY_{t-1} \\ DKB_{t-1} \end{bmatrix} + B_2 \begin{bmatrix} SSY_{t-2} \\ DKB_{t-2} \end{bmatrix} + B_3 \begin{bmatrix} SSY_{t-3} \\ DKB_{t-3} \end{bmatrix} + B_4 \begin{bmatrix} SSY_{t-4} \\ DKB_{t-4} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} z_{1t} \\ z_{2t} \end{bmatrix} \quad (3.4)$$

(3.4) numaralı eşitlik sistemini daha açık bir şekilde yazarsak aşağıdaki gibi eşitliklere ulaşılır:

Eşitlik 1:

$$\begin{aligned} SSYSA = & C(1)*SSYSA(-1) + C(2)*SSYSA(-2) + C(3)*SSYSA(-3) + \\ & C(4)*SSYSA(-4) + C(5)*DKBSA(-1) + C(6)*DKBSA(-2) + \\ & C(7)*DKBSA(-3) + C(8)*DKBSA(-4) + C(9) \end{aligned}$$

Eşitlik 2:

$$\begin{aligned} \text{DKBSA} = & C(10)*\text{SSYSA}(-1) + C(11)*\text{SSYSA}(-2) + C(12)*\text{SSYSA}(-3) \\ & + C(13)*\text{SSYSA}(-4) + C(14)*\text{DKBSA}(-1) + C(15)*\text{DKBSA}(-2) + \\ & C(16)*\text{DKBSA}(-3) + C(17)*\text{DKBSA}(-4) + C(18) \end{aligned}$$

Eşitlik 1 ve Eşitlik 2’de C değişkenlerin katsayılarını, değişkenlerden sonraki parantez içerisindeki rakamlar gecikme sayılarını temsil etmektedir.

Eşitlik 1 ve 2’nin tahmin sonuçları ise Tablo 3.4’de verilmektedir.

Tablo 3.4. Eşitlik 1 ve Eşitlik 2’nin Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	t-İstatistiği
C(1)	1.070	0.119	8.973
C(2)	-0.297	0.179	-1.658
C(3)	0.158	0.184	0.862
C(4)	0.051	0.129	0.393
C(5)	-9451.9	35315.5	-0.268
C(6)	-54716.4	53669.1	-1.020
C(7)	-1103.4	53780.7	-0.021
C(8)	31633.2	35817.3	0.883
C(9)	441045.4	318909.1	1.383
C(10)	0.0000	0.0000	-0.941
C(11)	0.0000	0.0000	2.192
C(12)	0.0000	0.0000	-1.940
C(13)	0.0000	0.0000	0.691
C(14)	1.1997	0.1159	10.350
C(15)	-0.682	0.176	-3.874
C(16)	0.274	0.177	1.554
C(17)	0.024	0.118	0.203
C(18)	0.719	1.047	0.687
	Eşitlik 1		Eşitlik 2
R²	0.906503		0.72354
Düzeltilmiş R²	0.89517		0.690029
Durbin-Watson	1.901043		1.975066

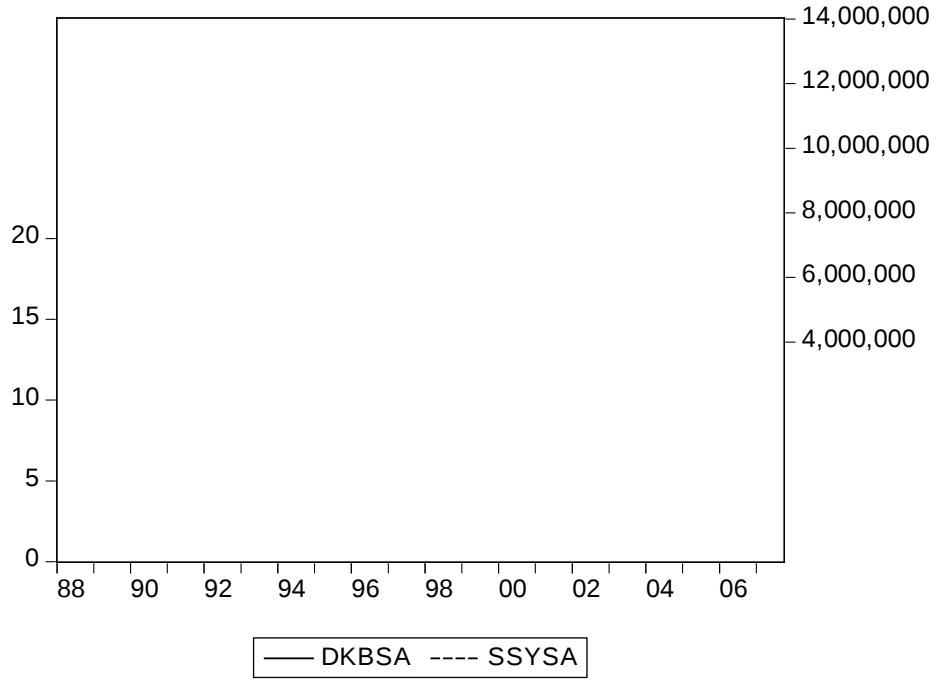
Tablo 3.4’de döviz kuru belirsizliğinin sabit sermaye birikimi üzerindeki etkilerini yansıtan C(5), C(6), C(7) ve C(8) parametre katsayıları ile sabit sermaye yatırımlarının döviz kuru belirsizliği üzerine etkilerini veren C(10), C(11), C(12) ve C(13) parametre katsayılarının Wald testi sınanmasıyla elde edilen Toda-Yamamoto nedensellik testi sonuçları ise Tablo 3.5’de sunulmuştur.

Tablo 3.5. Toda-Yamamoto Nedensellik Testi Sonuçları

VAR(5) $k=4$, $d_{\max}=1$		
Boş (H_0) Hipotezi	χ^2 İstatistiği	p-Değeri
DKB Neden Değil SSY	8.150307	0.0862***
SSY Neden Değil DKB	6.093687	0.1923

Not: *** %10 anlamlılık seviyesinde boş hipotezin reddedildiğini göstermektedir.

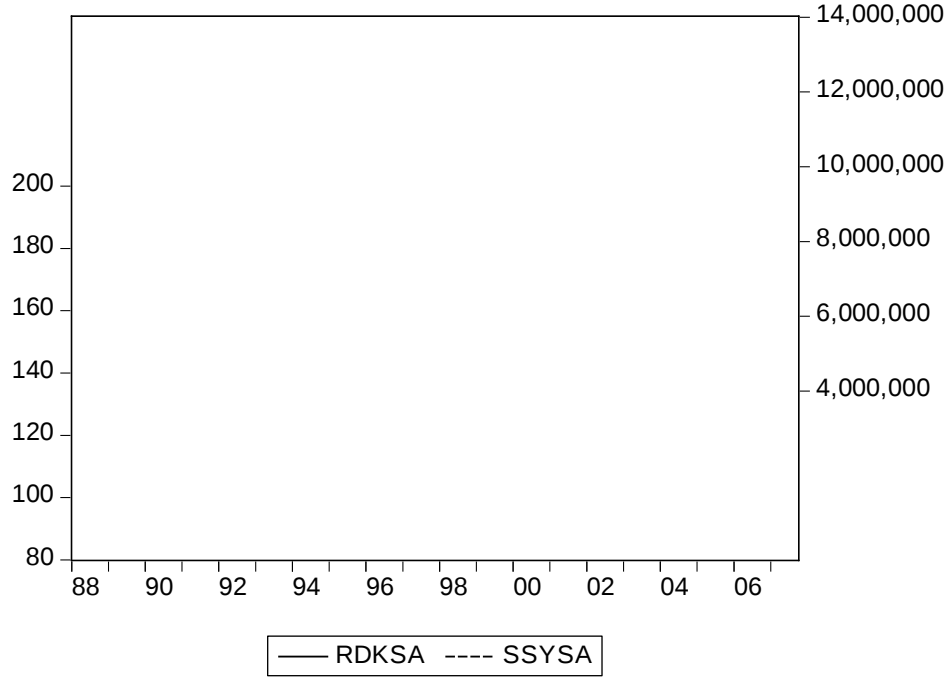
Tablo 3.5’deki bulgulara, döviz kuru belirsizliğinin Türkiye ekonomisinde yapılan yatırımlarının önemli bir nedeni olduğunu ortaya koymaktadır. Dolayısıyla çalışmadan elde edilen bu bulgu, ekonomik kalkınma için gerekli olan yatırımların yapılabilmesinde döviz kurlarındaki istikrara dikkatleri çekmektedir. Başka bir deyişle yatırım kararları alınırken, döviz kuru istikrarının yatırımcılar açısından dikkate alınan önemli bir değişken olduğu söylenebilir.



Şekil 3.1. Döviz Kuru Belirsizliği ve Yurtiçi Yatırımlar

Şekil 3.1, 1988-2007 döneminde döviz kuru belirsizliği ile sabit sermaye birikimi arasındaki ilişkiyi resmetmektedir. Şekil 3.1'den de açıkça görüleceği üzere döviz kurlarında istikrarın yakalandığı dönemlerde (örneğin 1988-1992, 1995-1999 ve 2003-2007) yurtiçi yatırımların istikrarlı bir şekilde artan bir trend takip ettiği dikkati çekmektedir. Yurtiçi yatırımlardaki döviz kuru istikrarına bağlı olarak ortaya çıkan artan trend 2002 sonrası dönemde kendi net bir şekilde göstermektedir. Özellikle bu dönemde 2001 sonrası yakalanan ekonomik istikrar ve yüksek faiz politikası ile ülkeye giren kısa ve uzun süreli sermaye akımlarındaki artış, ulusal paranın aşırı değerlendirilmesine yol açarak yatırım ve sermaye malı ithalatını da özendirmiştir. Diğer bir deyişle yüksek faiz politikasının uyardığı yabancı sermaye girişleri, ulusal paranın aşırı

değerlenmesine yol açmış ve ara malı ve sermaye malı ithalatını artırmıştır. Şekil 3.2, reel kur ile yurtiçi yatırımlar arasındaki ilişkiyi yansıtmaktadır.



Şekil 3.2. Reel Döviz Kurları (RDKSA) ve Yurtiçi Toplam Sabit Sermaye Yatırımlarının Gelişimi (1988-2007)

Şekil 3.2'den açıkça görüleceği üzere yurtiçi yatırımlar ile reel kurlar arasında müthiş bir paralellik vardır. Reel kurların yükseldiği yani ulusal paranın değer kazandığı dönemlerde yurtiçi yatırımlar da artış yönünde bir seyir izlemektedir. Dolayısıyla reel kurlar ve döviz kuru istikrarı Türkiye ekonomisinde yatırımlar açısından önem taşımaktadır.

Özetle çalışmada elde edilen bu bulgu, mevcut ve gelecek dönem yatırımlar açısından döviz kuru belirsizliklerinin önemini ortaya koyacak şekilde ikinci bölümde yer alan ilgili literatür ile paralellik arz etmektedir.

Öte yandan döviz kuru belirsizliği ile özel sektör yatırımları arasındaki nedensellik ilişkisi için oluşturulan iki değişkenli VAR modelinin uygun gecikme uzunluğuna dair AIC, SC ve HQ değerleri, Tablo 3.6’da verilmektedir.

Tablo 3.6 Uygun Gecikme Uzunluğu

Gecikme Uzunluğu	AIC	SC	HQ
0	37.4450	37.5082	37.4701
1	34.3529	34.5425*	34.4284
2	34.2973	34.6135	34.4232
3	34.2040	34.6466	34.3801*
4	34.2922	34.8614	34.5188
5	34.1923*	34.8880	34.4693
6	34.2438	35.0659	34.5711
7	34.2833	35.2319	34.6609

Not: * işareti en düşük değeri göstermektedir

Yukarıdaki tablodaki verilere göre modelin uygun gecikme uzunluğu (k), AIC kriterlerine göre 5; SC kriterine göre ise 1 ve HQ kriterine göre ise 3 olarak belirlenmiştir. Dolayısıyla modelin uygun gecikme uzunluğu, en yaygın şekilde kullanılan AIC kriterine göre belirlenmiştir. Öte yandan modelin $d_{\max}$ seviyesi ise ÖSY serisini birinci farkında durağan çıkmasından ötürü 1 olarak tespit edilmiştir. Böylece iki değişkenli VAR modelinin toplam gecikme uzunluğu 6 olarak belirlenmiştir.

Aşağıdaki VAR($k+d_{\max}=6$) modeli, Görünürde İlişkisiz Regresyon (Seemingly Unrelated Regression (SUR)) yöntemi ile tahmin edilmiştir.

$$\begin{bmatrix} \ddot{O}SY \\ DKB \end{bmatrix} = B_0 + B_1 \begin{bmatrix} \ddot{O}SY_{t-1} \\ DKB_{t-1} \end{bmatrix} + B_2 \begin{bmatrix} \ddot{O}SY_{t-2} \\ DKB_{t-2} \end{bmatrix} + \dots + B_6 \begin{bmatrix} \ddot{O}SY_{t-6} \\ DKB_{t-6} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} z_{1t} \\ z_{2t} \end{bmatrix} \quad (3.5)$$

(3.5) numaralı eşitlik sistemini daha açık bir şekilde yazarsak aşağıdaki gibi eşitliklere ulaşılır:

Eşitlik 3:

$$\begin{aligned} \text{OSYSA} = & C(1)*\text{OSYSA}(-1) + C(2)*\text{OSYSA}(-2) + C(3)*\text{OSYSA}(-3) + \\ & C(4)*\text{OSYSA}(-4) + C(5)*\text{OSYSA}(-5) + C(6)*\text{OSYSA}(-6) + \\ & C(7)*\text{DKBSA}(-1) + C(8)*\text{DKBSA}(-2) + C(9)*\text{DKBSA}(-3) + \\ & C(10)*\text{DKBSA}(-4) + C(11)*\text{DKBSA}(-5) + C(12)*\text{DKBSA}(-6) + C(13) \end{aligned}$$

Eşitlik 4:

$$\begin{aligned} \text{DKBSA} = & C(14)*\text{OSYSA}(-1) + C(15)*\text{OSYSA}(-2) + C(16)*\text{OSYSA}(-3) + \\ & C(17)*\text{OSYSA}(-4) + C(18)*\text{OSYSA}(-5) + C(19)*\text{OSYSA}(-6) + \\ & C(20)*\text{DKBSA}(-1) + C(21)*\text{DKBSA}(-2) + C(22)*\text{DKBSA}(-3) + \\ & C(23)*\text{DKBSA}(-4) + C(24)*\text{DKBSA}(-5) + C(25)*\text{DKBSA}(-6) + C(26) \end{aligned}$$

Eşitlik 1 ve Eşitlik 2’de C değişkenlerin katsayılarını, değişkenlerden sonraki parantez içerisindeki rakamlar gecikme sayılarını temsil etmektedir.

Eşitlik 3 ve 4’ün tahmin sonuçları ise Tablo 3.7’de verilmektedir.

Tablo 3.7’de döviz kuru belirsizliğinin özel sektör sabit sermaye yatırımları üzerindeki etkilerini yansıtan C(7), C(8), C(9), C(10), C(11), ve C(12) parametre katsayıları ile sabit sermaye yatırımlarının döviz kuru belirsizliği üzerine etkilerini veren C(14), C(15), C(16), C(17), C(18), ve C(19) parametre katsayılarının Wald testi sınanmasıyla elde edilen Toda-Yamamoto nedensellik testi sonuçları ise Tablo 3.8’de sunulmuştur.

Tablo 3.7. Eşitlik 3 ve Eşitlik 4'ün Tahmin Sonuçları

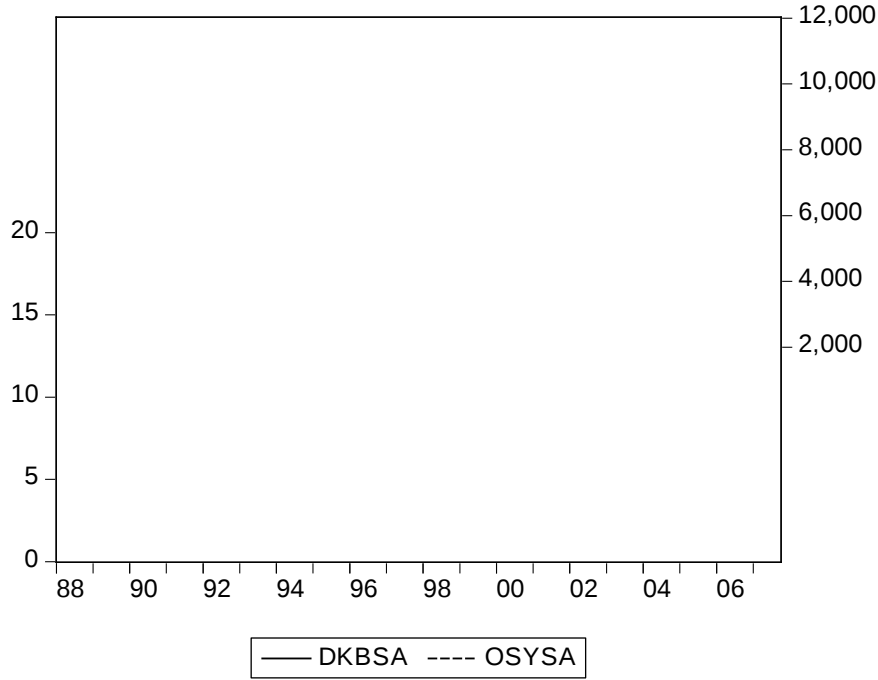
Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	t-İstatistiği
C(1)	1.098	0.118	9.304
C(2)	-0.350	0.169	-2.064
C(3)	0.241	0.172	1.401
C(4)	0.396	0.172	2.296
C(5)	-0.532	0.178	-2.989
C(6)	0.111	0.129	0.857
C(7)	-22518	29404	-0.766
C(8)	-40361	45523	-0.887
C(9)	43719	49294	0.887
C(10)	-68724	49955	-1.376
C(11)	94398	47460	1.989
C(12)	-15064	31932	-0.472
C(13)	334957	254864	1.314
C(14)	0.000	0.000	-0.238
C(15)	0.000	0.000	1.019
C(16)	0.000	0.000	-0.278
C(17)	0.000	0.000	-0.690
C(18)	0.000	0.000	-0.204
C(19)	0.000	0.000	0.471
C(20)	1.168	0.115	10.142
C(21)	-0.605	0.178	-3.394
C(22)	0.277	0.193	1.435
C(23)	-0.132	0.196	-0.675
C(24)	0.311	0.186	1.671
C(25)	-0.243	0.125	-1.944
C(26)	1.225	0.999	1.226
	Eşitlik 3		Eşitlik 4
R ²	0.923898		0.726752
Düzeltilmiş R ²	0.908677		0.672102
D-W İst.	2.019677		2.041722

Tablo 3.8. Toda-Yamamoto Nedensellik Testi Sonuçları

VAR(6) k=5, d_{max}=1		
Boş (H₀) Hipotezi	χ^2 İstatistiği	p-Değeri
DKB Neden Değil ÖSY	12.93665	0.0441**
ÖSY Neden Değil DKB	4.004849	0.6760

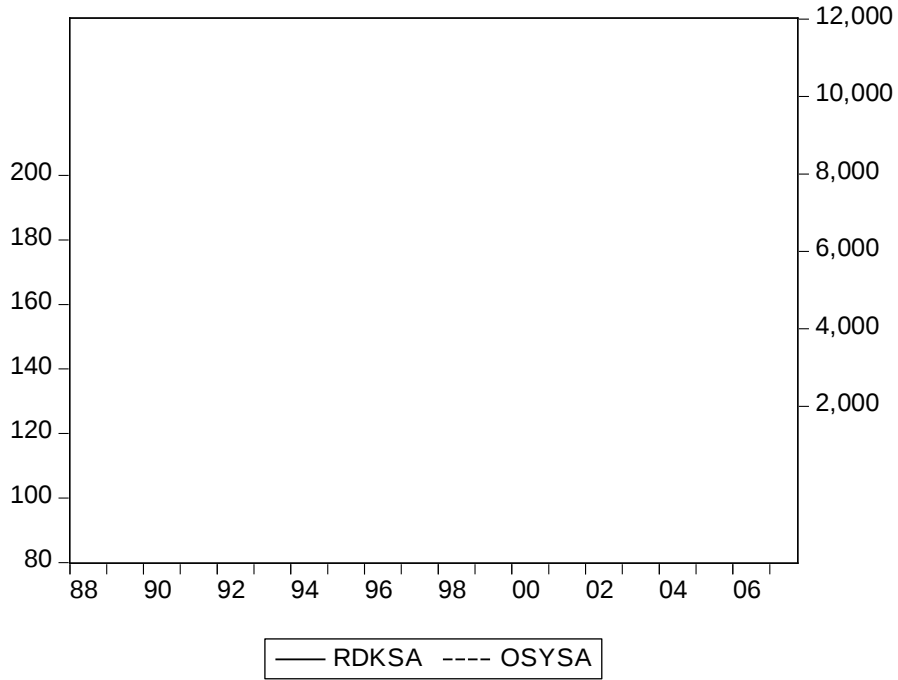
Not: * ve ** sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık seviyesinde boş hipotezin reddedildiğini göstermektedir.

Tablo 3.8’de verilen sonuçlara göre döviz kuru belirsizliği, Türkiye ekonomisindeki özel sektör yatırım kararlarında etkili olan bir faktördür. Girişimciler yurtiçi ekonomik istikrarın bir parçası olan enflasyonsuz bir ortam yanında geleceği belirginleştiren döviz kuru istikrarına da önem vermektedirler. Dolayısıyla Türkiye ekonomisinde özel sektör yatırımlarının, döviz kurunda sağlanacak istikrarla artacağını çalışmadan elde edilen bu bulguya dayanarak ileri sürülebilir.

**Şekil 3.3.** Döviz Kuru Belirsizliği ve Özel Sektör Yatırımları

Şekil 3.3, 1988-2007 döneminde üçer aylık verilere dayalı olarak döviz kuru belirsizliği ve özel sektör yatırımları arasındaki ilişkileri resmetmektedir.

Şekil 3.3'den de açıkça görüleceği üzere döviz kuru belirsizliğinin arttığı dönemlerde yatırımlarda da şiddetli dalgalanmalar yaşanmaktadır. Döviz kurlarında nispeten istikrarın sağlandığı 1988-1993, 1995-1999 ve 2003-2007 dönemlerinde yatırımların artan bir trendle ve istikrarlı bir şekilde gelişim gösterdiği dikkate değerdir.



Şekil 3.4. Reel Kurlar ve Özel Sektör Yatırımlarının Gelişimi (1988-2007)

Şekil 3.2'de özel sektör yatırımları ile reel kurlar arasında güçlü bir paralelliğin olduğu görülmektedir. Reel kurların yükseldiği yani ulusal paranın değer kazandığı dönemlerde özel sektör yatırımları da artış yönünde bir seyir izlemektedir. Dolayısıyla reel kurlar ve döviz kuru istikrarı Türkiye ekonomisinde özel sektör yatırımları açısından önem taşımaktadır.

Özetle çalışmadan elde edilen bulgular, konu ile ilgili olarak yapılmış daha önceki çalışmalarla paralellik arz edecek şekilde döviz kuru belirsizliğinin

Türkiye ekonomisindeki yurtiçi yatırımlar açısından önemli bir faktör olduğunu ortaya koymaktadır.

3.5. Sonuç

Türkiye ekonomisi 1980 sonrası dönemde dünya ekonomisine git gide uyum sağlayarak, dış ticaretin ülke ekonomisi için her geçen gün daha önemli hale geldiği bir ekonomiye dönüşmüştür. Örneğin 1980 yılında dış ticaretin (ihracat+ithalat) GSYİH içindeki payı 1980’de %15 civarında iken, bu oran son yıllarda %45’lere ulaşmıştır. Aynı zamanda Türkiye ekonomisinin yapmış olduğu ithalatının yaklaşık %90’ının ara malları ve sermaye malları gibi yatırım mallarından oluşması, döviz kurlarını ve belirsizliklerini Türkiye ekonomisi açısından daha önemli hale getirmektedir. Dolayısıyla bu çalışma, döviz kuru belirsizliklerinin Türkiye ekonomisindeki yatırımlar üzerindeki etkilerini ampirik olarak ortaya koymayı amaçlamaktadır.

Türkiye ekonomisinin 1988 birinci çeyrek – 2007 ikinci çeyrek dönemine ait reel efektif döviz kuru, sabit sermaye yatırımları ve özel sektör yatırımları verilerinin kullanıldığı bu çalışmada döviz kuru belirsizliği ve yatırımlar arasındaki ilişkiler, Toda-Yamamoto nedensellik analizleri ile irdelenmiştir. Serilere ait durağanlık sınaması, Genişletilmiş Dickey-Fuller birim kök testi (*ADF*) kullanılarak yapılmış ve toplam sabit sermaye yatırımları ile özel sektör sabit sermaye yatırımlarının seviye değerlerinde birim kök taşıdığı tespit edilmiştir. Diğer taraftan Toda-Yamamoto nedensellik test sonuçlarına göre döviz kuru belirsizliğinin Türkiye ekonomisinde yapılan toplam ve özel sektör yatırımlarının önemli bir nedeni olduğunu ortaya koymaktadır. Dolayısıyla çalışmadan elde edilen bu bulgu, döviz kuru istikrarının yatırımlar yapılırken dikkate alınan önemli bir değişken olduğu şeklinde yorumlanabilir.

SONUÇ

Döviz kurlarında belirsizlik durumu yatırımcıların risklerini artırarak yatırımlarını azaltmalarına sebep olmaktadır. Her ne kadar belirsizlik durumu, beklenen karlılıkta bir miktar artışa sebep olsa da maliyetlerdeki artış, yatırımların artırılmasına mani olmaktadır. Bu çerçevede döviz kurları yatırımcıların özellikle de riskten kaçınan yatırımcıların yatırımlarının azalmasına yol açan temel faktörler birisidir. Bu durum, hem ticari hem de finansal anlamda küreselleşmenin arttığı ve her bir ülkenin farklı döviz kuru politikalarını takip edebildikleri günümüz dünya ekonomisi açısından daha belirgin olarak kendini hissettirmektedir. Dolayısıyla artan küreselleşme eğilimleri altında döviz kuru belirsizliklerinin yurtiçi yatırımlar üzerindeki etkileri, incelemeye değer bir konu başlığı olarak birçok araştırmacının ilgisini çekmeyi başarmıştır. Benzer şekilde bu çalışma da döviz kuru belirsizliğinin Türkiye ekonomisindeki yurtiçi yatırımlar açısından değerini takdir etmeyi hedeflemektedir.

Döviz kuru belirsizliklerinin yurtiçi yatırımlar açısından değerinin ortaya konulabilmesi için çalışma, üç ana bölüm altında oluşturulmuştur. Çalışmanın birinci bölümünde döviz kurlarındaki değişimleri açıklamaya çalışan teorilere ve döviz kuru uygulamalarına yer verilmiştir. Ele alınan döviz kuru teorileri, geliştirildiği dönemin ekonomik koşullarına göre çeşitli faktörler üzerine yoğunlaşarak, döviz kurlarındaki değişimleri açıklamaya çalışmaktadır. Genel olarak değerlendirildiğinde döviz kuru değişimlerini açıklamaya yönelik teoriler, bütünün belirli parçaları üzerinde yoğunlaşarak, döviz kurlarını etkileyen faktörler olarak ithalat, ihracat, enflasyon oranları, para arzı ve talebi, yabancı sermaye hareketleri, yerli ve yabancı yatırımların risklilik algılaması ve beklentilere işaret etmektedirler.

Birinci bölümde ayrıca döviz kuru sistemlerine de yer verilmiştir. Sabit ve dalgalı kur sistemi olarak iki uç döviz kuru sistemi ve bu iki sistemin bazı özelliklerini taşıyan karma sistemler irdelenmeye çalışılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise döviz kuru belirsizliğini ölçmeye yönelik yaklaşımlar ile konuyu ele alan amprik çalışmaların literatür özetine yer verilmiştir. Literatürde belirsizlik, değişkenin varyans ya da standart hataları, faiz oranlarının vade yapısındaki risk primi, GARCH (Genelleştirilmiş Ardışık Bağımlı Koşullu Varyans), GARCH-M (Ardışık Bağımlı Koşullu Varyans Ortalama) gibi ARCH modelinin farklı uyarlamaları ile tek değişkenli zaman serisi modelinden elde edilen hata terimleri kullanılarak tespit edilmektedir. Diğer taraftan yatırım kararları alırken ekonominin genel durumu ve riskten kaçınma davranışları, yatırımları doğrudan etkileyen unsurlardan olup bu unsurlar belirsizlikten olumsuz etkilenmektedir. Teorik bilgiler eşliğinde yapılan ekonometrik çalışmalar ise genelde döviz kuru belirsizliklerinin yatırım kararlarını olumsuz bir şekilde etkileyen bir faktör olduğu yönünde bulgular vermişlerdir.

Çalışmanın son bölümünde ise 24 Ocak 1980 Kararları ile dış ticaret ve sanayileşme stratejilerinde yapısal bir dönüşüme giden Türkiye ekonomisinde yurtiçi yatırımlar ile döviz kuru belirsizliği arasındaki ilişkiler ortaya konulmaya çalışılmıştır. 1960 sonrası dönemde izlenen ithalat ikameci politikaların yerini dışa açık ve ihracata dayalı politikaların alması, Türkiye ekonomisinin giderek dünya ile entegrasyonu artırmıştır. Bu çerçevede ülkede dış ticaret sektörleri giderek artan bir önem kazanmıştır. Dış ticaretteki artışın yanında 1980 sonrasında Türkiye ekonomisinin ihracatı ve ithalatında yapısal değişimler de kendini göstermeye başlamıştır. Örneğin 1980’lerde tarımsal ürün ağırlıklı ihracat 2000’li yıllarda tekstil ve giyim eşyası, günümüzde ise katma değeri yüksek motorlu kara taşıtları ve ekipmanları ağırlıklı bir yapıya bürünmüştür. Öte yandan son yıllarda Türkiye ekonomisinin ithalatının yaklaşık %90 ise yatırımlar için gerekli olan ara malı ve sermaye malı ithalatından oluşmaktadır. Dolayısıyla giderek dünya ile entegre olan ve dış ticarete bağımlı bir ekonomi haline gelen Türkiye ekonomisi açısından döviz kurları ve belirsizlikleri, yurtiçi yatırımlar açısından önemli bir unsur olarak değerlendirilebilir. Dolayısıyla bu çalışmanın üçüncü bölümünde Türkiye ekonomisinin 1988 birinci çeyrek – 2007 üçüncü çeyrek dönemine ait

reel efektif döviz kuru, sabit sermaye yatırımları ve özel sektör yatırımları verilerin kullanılarak Toda-Yamamoto nedensellik analizleri yapılmıştır.

Çalışmadan elde edilen bulgular, döviz kuru belirsizliğinin Türkiye ekonomisinde yapılan yatırımlarının önemli bir nedeni olduğuna, ekonomik kalkınma için gerekli olan yatırımların yapılabilmesinde döviz kurlarındaki istikrara dikkatleri çekmektedir. Başka bir deyişle yatırım kararları alınırken, döviz kuru istikrarının yatırımcılar açısından dikkate alınan önemli bir değişken olduğu söylenebilir. Ayrıca, girişimciler yurtiçi ekonomik istikrarın bir parçası olan enflasyonsuz bir ortam yanında geleceği belirginleştiren döviz kuru istikrarına da önem vermektedirler. Dolayısıyla Türkiye ekonomisinde özel sektör yatırımlarının da döviz kurunda sağlanacak istikrarla artacağını çalışmadan elde edilen bu bulguya dayanarak ileri sürülebilir.

Çalışmada, reel kurların yükseldiği yani ulusal paranın değer kazandığı dönemlerde hem yurtiçi yatırımların hem de özel sektör yatırımlarının artış yönünde bir seyir izlediği görülmektedir.

Çalışmanın sonuçları, döviz kuru belirsizliğinden hem toplam hem de özel sektör yatırımlarına doğru tek yönlü bir nedenselliğe işaret etmektedir. Öte yandan döviz kuru belirsizliğinin özel sektör yatırımları üzerindeki etkisinin daha güçlü olduğu bulgusu da çalışmanın inceleme konusu açısından önem arz etmektedir.

Özetle çalışmada gerçekleştirilen, Toda-Yamamoto nedensellik testi sonuçlarına göre döviz kuru belirsizliği, Türkiye ekonomisindeki toplam ve özel sektör yatırımlarının önemli bir nedenidir. Böylece döviz kuru istikrarının, Türkiye ekonomisinde yurtiçi yatırım kararları alınırken dikkate alınması gereken önemli bir değişken olduğu yorumu yapılabilir.

KAYNAKLAR

- Abel, A.B., (1983), “Optimal Investment under Uncertainty”, **American Economic Review** 73: 228-233.
- Aizenman, J. ve N.P. Marion, (1993) “Macroeconomic Uncertainty and Private Investment”, **Economic Letters** 41: 207-210.
- Aizenman, J. ve N.P. Marion, (1995), “Volatility, Investment and Disappointment Aversion”, **NBER Working Papers**, No: 5386, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Alıcı, A. A. ve Meltem S. Ucal, (2003). “Foreign Direct Invesment, Exports and Output Growth of Turkey:Causality Analysis”, **European Trade Study Group (ETSG)** 5th. Annual Conference 11-13 September, Madrid, <http://www.etsg.org/ETSG2003/papers/alici.pdf> (Erişim Tarihi: 21.08.2009)
- Arat, K., (2003), “Türkiye’de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi” **Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, 106 s.
- Arize, A.C., (1996), “The Impact of Exchange Rate Uncertainty on Export Growth: Evidence from Korean Data”, **International Economic Journal** 10 (3): 49-60.
- Aslan, N. ve A. Kanbur, (2007), “Türkiye’de 1980 Sonrası Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt 23, Sayı 2: 9-43
- Atella, V., G.E. Atzeni, P.L. Belvisi, (2003), “Investment and exchange rate uncertainty” **Journal of Policy Modeling** 25:811-824

- Barro, R., D.B. Gordon (1983), "**Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy**", *Journal of Monetary Economics*, Vol.12, No.1 :101—121.
- Beker, E., (2006) "Exchange Rate Regime Choice. *Panoeconomicus*", **The Association of Economists of Vojvodina**, 3: 313-334 Erişim:15 Aralık 2007
<http://sev.org.yu/casopis/trecibroj/exchange%20rate%20regime%20choice.pdf>
- Belke, A. ve Gros, D. (2001) "Real Impacts of Intra-European Exchange Rate Variability: a Case for EMU?" **Open Economies Review**, 12: 231-64
- Bernanke, B.S., (1983) "Irreversibility, Uncertainty and Cyclical Investment", **Review of Economic Studies**, 98: 86-106
- Byrne, J. ve E.P. Davis, (2005), "The Impact of Short and Long-run Exchange Rate Uncertainty on Investment: A Panel Study of Industrial Countries", **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, 67 (3): 307-329
- Calvo G.A. and M.C Reinhart, (2000) "Fear of Floating", **NBER Working Paper Series** 7993
- Cardoso, E., (1993) "Private Investment in Latin America", **Economic Development and Cultural Change**, 41: 833
- Carruth, A., A. Dickersen ve A. Henley, (2000), "What Do We Know About Investment under Uncertainty?" **Journal of Economic Surveys**, 14: 119-153
- Christl, J. ve J. Christian, (2004), "Regional Monetary Arrangements – Are Currency Unions the Way Forward?", **Oesterreichische Nationalbank Working Papers**, 92:41-70
- Corden, W. M., (2002), **Too Sensetiaional: On the Choice of Exchange Rate Regimes**, The MIT Pres, London

- Darby, J., A.H. Hallet, J. Ireland ve L. Piscitelli, (1999), “The Impact of Exchange Rate Uncertainty on the Level of Investment”, **The Economic Journal Royal Economic Society**, 109: 55-67
- Dinçer, N. N., (2005), “Döviz Kuru Dalgalanmalarının Asimetrik Etkileri: Türkiye Örneği” **Uzmanlık Tezi**, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Ankara, 118 s.
- Dixit, A. ve R.S. Pindyck, (1994), **Investment under Uncertainty**, Princeton University Pres, Princeton
- Dornbusch, R., (1976), “Expectations and Exchange Rate Dynamics”. **Journal of Political Economy**, 84(6): 1161-1176
- Dursun, G. ve Bozkurt, H., (2007), “Reel Döviz Kurunun GARCH Modeli ile Tahmini ve Yabancı Doğrudan Yatırım İlişkisi: Türkiye Analizi”, **8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi**, 24-25 Mayıs 2007, İnönü Üniversitesi, Malatya, <http://eisemp8.inonu.edu.tr/bildiri-pdf/dursun-bozkurt.pdf> (Erişim Tarihi: 27.12.2009)
- Edwards, S., (1987), “Exchange Rate Misalignment in Developing Countries”, **Discussion Paper**, 442
- Edwards, S., ve M. Savastano, (1999), “Exchange Rates in Emerging Economies) “What Do We Know? What Do We Need To Know?” **NBER Working Papers**, 7228
- Emsen, Ö. S. ve C. Ganiev (2008), “Kırgızistan’da Döviz Kurlarının Yönü: Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı”, **Manas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı: 20: 96-113
- Engel, C ve J. H. Rogers, (1996), “How Wide is the Border?”, **The American Economic Review**, 86 (5): 1112-1125
- Engle, R.F. ve C. Granger, (1987). “Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing”, **Econometrica** 55: 257-276

- Engle, R.F., (1988) “Estimates of the Variance of U.S. Inflation Based upon the ARCH Model: Reply”, **Journal of Money, Credit and Banking** 20 (3): 116-131
- Episcopos, A., (1995). “Evidence on the Relationship between Uncertainty and Irreversible Investment”, **Quarterly Review of Economics and Finance**, 35: 41-52
- Ferderer, J.P., (1993) “The Impact of Uncertainty on Aggregate Investment Spending: An Empirical Analysis”, **Journal of Money, Credit and Banking**, 25: 30-48.
- Ghosh A.R., A. Gulde, H. C. Wolf (2003), **Exchange Rate Regimes, Choice and Consequences**, The MIT Press London
- Goldberg, I., (1993) “Exchange Rates and Investment in United States Industry”, **The Review of Economics and Statistics**, 75: 575-588.
- Goldstein M. (2002), **Managed Floating Plus**, Peterson Institute for International Economics, Washington
- Huizinga, J. (1993) “Inflation Uncertainty, Relative Price Uncertainty and Investment in US Manufacturing”, **Journal of Money, Credit and Banking**: 25 (3): 521-549.
- Kasman, A. ve S. Kasman (2005), “Exchange rate uncertainty in Turkey and its impact on export volume”, **METU Studies in Development** 32(1): 41-55.
- Kaya, E., “Döviz Kuru Rejimlerinin Euro’ya Geçişteki Rolü” Uzmanlık Yeterlilik Tezi”, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü**, (2009), 101 s.
- Kibritcioglu, A. (1996) **Uluslararası (Makro) İktisat**; TDÖFB, Ankara

- Koray, F. ve W. Lastrapes, (1989), “Real Exchange Rate Volatility and U.S. Bilateral Trade: A VAR Approach”, **The Review of Economics and Statistics**, 71: 708-712
- Krugman, P. R. ve M. Obstfeld, (2003), **International Economics, Theory and Policy**, 6th edition, Boston, Addison Wesley.
- Mc Kinnon, R. and G. Schnabl “The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating and Original Sin”, **Stanford University Working Paper**, 2002.
- Mucuk, M. ve M.T. Demirsel, (2009), “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Ekonomik Performans”, **Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 21: 365-373.
- Müslümov, A., M. Hasanov, ve C. Özyıldırım, (2002), “Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri”, **TÜGİAD (Bilimsel Eser Birincilik Ödülü)**, İstanbul.
- Obstfeld, M. ve K. Rogoff 1995, “The Mirage of Fixed Exchange Rates” **Journal of Economic Perspectives**, 9(4): 73-96
- Öngel, A ve M. Tunç Alkış, (2008), “Döviz Kuru Belirsizliğinin Özel Sektör Sabit Sermaye Yatırımları Üzerine Etkisi”, **Uluslararası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları**, 3(12):161-184
- Özçiçek Ö. (2007), “Nominal Kur Oynaklığı ve Türkiye’de Sermaye Yatırımı Üzerindeki Etkisi”, **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 7(2): 73-84
- Özdemir, K.A., G. Şahinbeyoğlu, (2000), “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri”, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği**, Eylül
- Özkan, F., (2003), “Denge Reel Kur Hesaplama Yöntemleri ve Reel Kur Dengesizliğinin Ölçülmesi: Türk Lirası Üzerine Bir Çalışma: Uzmanlık Tezi”, **TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü**, 98 s.

- Özman, A.M., (1996), “The Impact of Uncertainty on Private Investment in Turkey (1967-1995)”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, ODTÜ
- Pindyck, R.S. ve A. Solimano, (1993), “Economic Instability and Aggregate Investment”, **MIT Center for Energy and Environmental Policy Research**, Report No: 93-003WP, <http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/50200/35719893.pdf?sequence=1> (Erişim Tarihi: 05.02.2010)
- Pradhan, G., Z. Schuster ve K.P. Upadhyaya, (2004) “Exchange Rate Uncertainty and the Level of Investment in Selected South-East Asian Countries”, **Applied Economics**, 36: 2161-2165.
- Price, S., (1996) “Aggregate Uncertainty, Investment and Asymmetric Adjustment in the UK Manufacturing Sector”, **Applied Economics**, 28: 1369-1379
- Saatcioğlu, C. ve O. Karaca, (2004) “Türkiye’de Reel Döviz Kuru ile İhracat ve İthalat Arasındaki Nedensellik İlişkisi: 1990 – 2006”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 5 (2): 183-195
- Serven, L. ve A. Solimano, (1993), “Debt Crisis, Adjustment Policies and Capital Formation in Developing Countries: Where Do We Stand?” **World Development**, 21: 127-140
- Serven, L., (2003), “Real-Exchange Rate Uncertainty and Private Investment in LDCs”, **Review of Economics and Statistics**, 85: 212-218
- Seyidoğlu, H., (2007), **Uluslararası İktisat, Teori Politika ve Uygulama**, 16. Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul
- Vergil, H. (2002), “Exchange Rate Volatility in Turkey and Its Effect on Trade Flows” **Journal of Economic and Social Research**, 4: 83-99

- Vergil, H. ve H. Çeştepe, (2006), “Döviz Kuru Değişkenliği ve Yabancı Doğrudan Yatırım Akımları: Türkiye Örneği”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, 55(1):975-986
- Williamson, J., (2000), **Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option**, Institute for International Economics, Washington
- Yanar, R. (2008), “Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru Rejimi Tercihi: Yerel Sorunlara Global Çözümler”, **Sosyo Ekonomi**, 8:162-178
- Yavuz, Nilgün, Ç., 2006. “Türkiye’de Turizm Gelirlerinin Ekonomik Büyümeye Etkisinin Testi: Yapısal Kırılma ve Nedensellik Analizi”, **Doğus Üniversitesi Dergisi**, 7 (2): 162-171
- Yılmaz, Özlem, G., 2005, “Türkiye Ekonomisinde Büyüme ile İşsizlik Oranları Arasındaki Nedensellik İlişkisi”, **İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, 2: 11-29

ÖZGEÇMİŞ

Haluk KOÇ, 1978 yılı Erzurum doğumludur. İlk ve orta eğitimini aynı şehirde tamamladıktan sonra 1996-1997 yıllarında Marmara Üniversitesi Kamu Yönetimi Bölümü Fransızca Hazırlık Sınıfında yabancı dil eğitimi aldıktan sonra 2002 yılında lisans eğitimini tamamlamıştır.

2003 yılında Maliye Bakanlığında Gelir Uzman Yardımcılığı görevine başlayan yazar, 2007 yılında Gelir Uzmanlığı Yeterlilik sınavında başarılı olarak Gelir Uzmanı unvanını almıştır. Halen bu görevini sürdürmektedir.

Evli ve bir çocuk babasıdır.