

## Faiz, Döviz Kuru İlişkisinin Makroekonomik Performansa Etkisi Üzerine Bir Değerlendirme

Rıdvan Karacan\*

**Özet:** Parasal otoriteler faiz oranları ile döviz kuru arasındaki ilişkiden yola çıkarak bir takım iktisat politikaları üretebilmektedir. Ancak bu konuda ne ölçüde başarılı oldukları gerek teorik gerekse ampirik çalışmalarda tartışıldığı gibi, çok net değildir. Bu çalışmada faiz oranı ve döviz kurunun makroekonomik performans üzerindeki etkisi ele alınacaktır. Bu bağlamda, çalışmanın amacı faiz ve döviz kuru değişkenleri arasındaki ilişkinin etkilerini göstermektir. Bu durum politika uygulayıcılarının (parasal otoritenin) gücünün ortaya konması açısından önem taşımaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Faiz Oranı, Döviz Kuru, Makroekonomik Performans.

### Giriş

Açık ekonomilerde döviz kurlarında meydana gelen değişimler temel ekonomik göstergeleri etkileyen en önemli değişkenlerden biri olmuştur. Parasal otoriteler bu durumdan yola çıkarak zaman zaman ellerindeki politika değişkeni ile (genellikle kısa vadeli faiz oranları) kurların seyrini etkilemeye çalışırlar. Ancak bu konuda ne ölçüde başarılı oldukları gerek teorik gerekse ampirik çalışmalarda tartışıldığı gibi, çok net değildir.

Küreselleşme eğilimlerinin artmasıyla birlikte faiz oranı ve döviz kuru değişkenlerinin makroekonomik performans açısından önemi artmıştır. Faiz ve döviz kurunda meydana gelen değişiklikler hem finansal, hem de reel sektör üzerinde etkiler meydana getirebilmektedir. Günümüzde sürdürülebilir kalkınma ve istikrarlı bir ekonominin tesisi için faiz oranı ve döviz kurları adeta bir gösterge niteliğine gelmiştir. Faiz ve döviz kurunda meydana gelebilecek değişiklikler yerli ve yabancı firmaların yatırım kararları ile tüketicilerin harcamaları üzerinde etkili olabilmektedir. Bu yüzden parasal otoriteler iktisat politikalarını oluştururken bu iki değişkenin seyrini dikkate almak zorundadır.

---

\* Öğr. Gör. Dr. Rıdvan Karacan, Kocaeli Üniversitesi Ö.İ. Uzunyol MYO'da Öğretim Görevlisidir.

Son yıllarda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru ve faiz oranları arasındaki ilişki konusuna büyük ilgi gösterilmektedir. Bu ilginin arkasında ekonominin reel ve nominal kesiminde; enflasyon, büyüme, ihracat ve ithalat gibi makroekonomik değişkenler üzerinde belirleyici bir etkiye sahip olması önemli bir rol oynamaktadır. (Sánchez, 2005). Merkez Bankası, olağandışı durumlarda faiz oranları aracılığı ile döviz kurunu kontrol edebilmektedir. Teorik olarak faiz oranları ve döviz kuru arasındaki etkileşim başlıca su üç kanaldan gerçekleşmektedir:( Sağlam ve Yıldırım, 2007).

Birinci kanala göre yurt içi faizlerin yüksek olması sonucu yerli finansal varlıklara olan talebin artmasıdır, böylece döviz arzı fazlaşır ve yerli para değer kazanır. Yatırımcılar böyle durumlarda, faiz oranları paritesi sağlanıncaya kadar yerli yatırım araçlarını talep etmektedir. İkinci kanala göre ise yükselen faiz oranları, firma ve bankaların faiz yükünü arttırdığı için karlarını azaltır. Böyle bir durumda nakit akışı yavaşlar, firmaların borç yükü artar, kredilerin geri ödeme sorunu ortaya çıkar. Geri ödenmeyen krediler banka bilançolarını bozar ve ekonomik aktiviteyi yavaşlatıp kötümser beklentilere yol açar. Böylece ülke parası değer kaybeder. Üçüncü ve son kanala göre ise faiz oranlarının yükselmesi, kamu maliyesinde faiz yükü ile birlikte enflasyonist beklentileri ve risk algılamasını arttırmaktadır. Bu yüzden ülke parasının beklenen değeri düşer, risk primi yükselir. Ampirik çalışmalarda bu durum, faiz oranı paritesinin neden sağlanmadığını açıklayan önemli bir mekanizma olmaktadır. ( Sağlam ve Yıldırım, 2007).

Bu çalışmanın amacı faiz-döviz kuru değişkenleri arasındaki ilişkinin etkilerini ele almaktır. Bu bağlamda çalışmada faiz-kur etkileşiminin makroekonomik değişkenler (enflasyon, ödemeler dengesi, borçlar, iktisadi büyüme, yatırımlar ve bankacılık sektörü) üzerindeki etkisi açıklanmaya çalışılmıştır. Aşağıdaki başlıklar altında faiz-kur ilişkisinin etkileri ele alınacaktır.

### **1. Faiz, Kur İlişkisi ve Enflasyonist Etkileri**

Faiz oranları ve döviz kurlarının enflasyon ile ilişkisi Uluslararası Fisher Etkisi çerçevesinde analiz edilmektedir.

Ülkeler arasında faiz oranları farklılıklarının oluşumunda, söz konusu ülkelerdeki enflasyon oranları da etkili olabilmektedir. Uluslararası Fisher Etkisi (IFE) bu durumu açıklamaktadır. (Şimşek ve Kadılar, 2006). Irving Fisher, kendi adını verdiği "Fisher Denklemi" ile faiz oranı ve enflasyon arasındaki ilişkiyi ortaya koymuştur. Fisher faiz oranını nominal faiz ve reel faiz olarak tanımlamıştır. Buna göre nominal faiz oranları ile reel faiz oranları enflasyon oranları bakımından farklılık göstermektedir. Bu bağlamda parasal otoritenin herhangi bir nedenle para arzını artırması du-

rumunda nominal faiz oranları düşecektir. Bu durum ekonomide canlanma etkisi yaratarak yatırım ve enflasyonun artmasına yol açmaktadır. Böylece artan enflasyonla birlikte uzun dönemde faiz oranları da yükselmektedir. Dolayısıyla parasal genişleme, enflasyon ve faiz oranları uzun vadede aynı seviyede gerçekleşmektedir. (Fisher, 1930). Fisher denkleminde reel faiz oranı, nominal faiz oranları arasındaki ilişki ( $r = i - \pi$ ) döviz kurlarına da etki etmektedir. (Yılancı, 2009).

Fisher etkisine göre ülkeler arasındaki nominal faiz oranları farkı söz konusu ülkelerin beklenen döviz kuru oranları farkına eşit olacaktır (Utami and Inanga, 2009). Bu durum matematiksel olarak aşağıdaki gibi ifade edilmektedir. (Seyidoğlu, 2003: 358).

$$\dot{I}_{TR} - \dot{I}_{US} = E(S) - S / S$$

Eşitliğin sol tarafı nominal faiz oranları farkını, sağ tarafı ise döviz kurunda tahmin edilen değişmeyi göstermektedir. Aslında Uluslararası Fisher Etkisi olarak bilinen bu sonuç, satınalma gücü paritesi ile genelleştirilmiş Fisher etkisinin bir sonucudur. Hatırlanacağı üzere, göreceli satınalma gücü yaklaşımına göre iki ülke arasındaki kur değişimleri bu ülkeler arasındaki enflasyon oranı farklılıklarına göre oluşmaktadır. Diğer taraftan genelleştirilmiş Fisher Etkisi de kurlardaki beklenen değişimi nominal faiz oranları farkına göre açıklamaktadır. Tüm bunları bir arada yazarsak: (Seyidoğlu, 2003: 358).

$$P_{TR} - P_{US} = \dot{I}_{TR} - \dot{I}_{US} = E(S) - S / S$$

Bu son eşitlik, ülkeler arasındaki faiz oranları, döviz kurları ve enflasyon oranları arasındaki ilişkiyi daha açık bir şekilde göstermektedir. Buna göre enflasyon oranı yüksek olan ülkelerde faiz oranları yüksek olurken döviz kurunun da aynı oranda yükseleceği tahmin edilir. Böyle bir durumda, vadeli kurun gelecekteki anında teslim kurunun sapmasız göstergesi olduğu kabul edilirse, enflasyon farkı ölçüsünde vadeli kur prim yapar. (Seyidoğlu, 2003: 358).

## 2. Faiz, Kur İlişkisinin Borçlanma Üzerine Etkileri

Faiz-kur ilişkisi, kamu borç stokunun döviz veya dövize endeksli varlıklardan oluşması durumunda daha etkili olabilmektedir. Kamu borç stoku bu etkiye bağlı olarak kısa sürede artarken, risk düzeyi vade yapısı da bu durumdan olumsuz etkilenmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin borç yapıları gelişmiş ülkeler gibi uzun vadeli ve kendi para birimi cinsinden değildir. Gelişmekte olan ülkelerde görülen borç yapısının kısa vadeli ve yabancı para cinsinden olması yüksek faiz oranlarının maliyetinin eklenmesiyle borç krizi sorunu ortaya çıkmaktadır. (IMF, 2004: 7).

Borç stokunun faiz ve kura karşı duyarlılığının azaltılmasıyla birlikte, borç yapısı sağlıklı bir yapıya dönüşmektedir. Böylece, kamu borcunun ülke ekonomisi için kendi başına bir risk olma potansiyeli ortadan kalkmaktadır. Bu da ülke ekonomisinin finansal risklere karşı daha dayanıklı hale gelmesini sağlamaktadır. Borç stokunun yapısal bozuklukları, bütçe üzerinde risk meydana getirmektedir, bu açıdan birçok ülkede kamu borç stokunun yapısı, farklı borç yapılarının maliyet ve risk özelliklerini dikkate alarak düzenlenmektedir. Ancak istedikleri borçlanma stratejisini ülkeler her zaman gerçekleştirememektedirler. Ülkedeki ekonomik gidişat, yatırımcılar açısından geleceğe yönelik risk algılaması ve bu açıdan kamu sektörüne borç verme konusundaki isteksizlikleri kamu borç yönetiminin etkinliğini ortadan kaldırmaktadır. Bu durum ekonomide “Orijinal Günah” olarak isimlendirilmektedir. (Gürçihan ve Yılmaz, 2007). Kahn’a göre, “doğuştan gelen günah” olarak ifade edilen bu kavram, ekonomik anlamda ilk olarak 1999 yılında Eichengreen ve Hausmann tarafından kullanılmıştır. Bu bağlamda borç bulma konusunda sıkıntı yaşayan ülkeler gerek yerli, gerekse yurt dışı piyasalardan uzun vadeli borçlanamakta, borçlanmalarını hem kısa vadeli hem de yüksek faiz ödeyerek gerçekleştirebilmektedir.(Kahn, 2005).

Ülkelerin borç yapısı ekonomik performansını da derinden etkileyebilmektedir. Bu ülkelerin kamu borç seviyelerindeki ani artışlar gözle görülebilir zararlar meydana getirebilmektedir (Chamon vd., 2005). Ekonomik istikrarın temelini sağlıklı maliye ve para politikaları ve seviyesi bakımından sürdürülebilir bir özelliğe sahip kamu borç yükü, oluşturmaktadır. Birim zamana düşen kamu borç servisi ve borç ödeme kapasitesi borç stokunun düzeyi ve yapısından etkilenmektedir. Borç yapısının yoğun olarak kısa vadeli, değişken faizli ve döviz cinsi senetlerden oluşması, borç servisinin faiz ve kur hareketlerine karşı kırılgan hale getirdiğinden riskli kabul edilmektedir. Kısa vade ve değişken faizli borç yapısı, borcun çevrilme zamanı geldiğinde, faiz ödemelerinin de yer aldığı kamu bütçesini değişken piyasa faiz oranlarına karşı hassas hale getirmektedir. Çevrilmesi gereken borç stoku döviz cinsi olduğunda karşılaşılan problem daha da artmaktadır, böyle bir durumda kamu, piyasada döviz miktarının yetersiz olması ya da yatırımcıların döviz cinsi borç verme konusunda isteksiz olmasından dolayı döviz cinsinden borçlanamamaktadır. Bu da döviz kuru üzerinde yerli paranın değer kaybetmesi yönünde baskılara yol açmaktadır. Ayrıca, bu durumun uzun süreli olması halinde Merkez Bankası rezervlerini de azaltmaktadır. Gerek vade yapısı ve gerekse para birimi özelliği bakımından sağlıklı bir

yapıya sahip borç yapısı, iktisadi krizlerin başlamasında ve yayılmasında önemli olmaktadır. (Gürçihan ve Yılmaz, 2007).

İster kamu ister özel kesime ait olsun, bir ülkenin dış borçlarını ödememesi durumunda dış borç krizi ortaya çıkmaktadır. Dış borç krizleri özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik gelişme süreçlerini yavaşlatırken beraberinde ekonomik sorunları artırmaktadır. Makroekonomik istikrarsızlıklar ve finansal yapıdaki zayıflıklar özellikle liberalizasyon sürecinde ekonomik kırılma eğilimi arttırmaktadır. Borç finansmanında artış, uzun vadeden kısa vadeli borca yöneliş, varlık piyasalarında spekülasyon hareketlerinde artış kırılma eğilimi arttırmaktadır. Mali sistem içerisindeki yeri ve önemi nedeniyle, bankalara ve mevduatların korunmasına yönelik güven duygusunun yok olması, finansal yapıda zayıflıklara yol açarak ekonomik krizi daha da derinleştirmektedir. (Ural, 2003).

### **3. Faiz, Kur İlişkisinin Reel Etkileri**

Faiz oranlarının reel ölçülerde yüksek ve döviz kurlarının düşük tutulması sonucu ekonominin rekabet gücü zayıflamaktadır. Yüksek faizlerin yatırımları caydırdığı ortamda, ekonominin krize sürüklenmemesi, ancak ücretlerin baskı altında tutulmasıyla mümkün olmaktadır. Ulusal faiz oranı ve döviz kurunun sermaye hareketlerine teslim olmasıyla birlikte ulusal iktisat politikaları iktisadi ve sosyal amaçla kullanılmamaktadır. Ulusal paranın aşırı değerlenmesi sonucu cari açıklar büyüme sürecine girerken, faiz oranlarının yüksekliği sonucunda kamu açığını kapatmanın maliyeti yükselmektedir. Bu durum yatırım ve üretimi azaltarak ekonominin, finansal işlemlerin ağırlıklı olduğu bir yapıya dönüşmesine neden olmaktadır. Bu bağlamda ulusal finans piyasalarının kontrolsüz bir biçimde serbestleşmesiyle ulusal iktisat politikaları makroekonomik istikrar ve büyümeyi sağlamaktan çok, yalnızca sermaye akımlarını kontrol eden bir yapıya bürünmektedir. Bu da ülkenin üretim ve istihdam kapasitesini düşürmektedir. (Başoğlu, 2000).

GSYİH hesaplamasında, kamu ve özel sektörün fiziki yatırım harcamalarını (altyapı, makine, teçhizat vs.) yansıtan gayrisafi sabit sermaye oluşumu, iktisadi büyüme bakımından büyük önem arz etmektedir. (Yalçın,2005). Dolayısıyla faiz-kur etkileşiminin büyüme oranı üzerindeki etkisi, öncelikli olarak yatırımlar üzerinden kendini göstermektedir. Bu amaca yönelik olarak aşağıda, faiz-kur ilişkisinin özel yatırımlar, kamu yatırımları ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisi ele alınacaktır.

### 3.1. Özel Yatırımlar Üzerine Etkisi

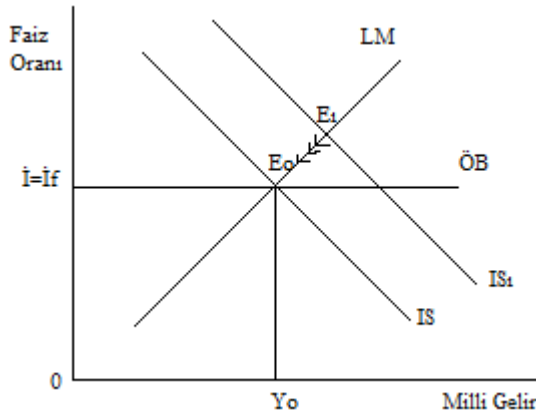
Faiz oranlarının yükselmesi özel sektör kredi maliyetlerini yükseltirken, yatırımları olumsuz etkilemektedir. Faiz-kur ilişkisinin özel yatırımları etkilemesi iki ayrı biçimde kendini göstermektedir. İlk olarak ulusal paranın değerlenmesi ve maliyetlerin artması gibi nedenlerle ihracat yapan firmaların faaliyetlerini kısmak zorunda kalması, ikincisi özel sektörün yüksek faiz geliri elde etmek amacıyla reel üretimden vazgeçmesidir.

Sermaye kullanımının maliyeti olarak da ifade edebileceğimiz faiz oranları, özel sektör yatırım kararlarında büyük önem arz etmektedir. (Jayaraman,1996). Ekonomik anlamda refahın ve sıkıntılardan bir göstergesi olan faiz hadlerindeki iniş ve çıkışlar yatırımlar için önemli unsur olarak kabul edilmektedir. (Demirtaş, 2000).

Gelişmekte olan piyasalarda faiz oranları ve döviz kuru etkileşiminin basit bir şekilde modellenen bir yolu da Mundell-Fleming yaklaşımıdır. (Belke, 2004). Modele göre kapalı bir ekonomide, para ve maliye politikalarının özel yatırımlar üzerindeki etkisi tam olmaktadır. Açık ekonomilerde ise bu etki sermaye hareketliliğine bağlı olarak değişebilmektedir. (Uğur ve Karatay, 2009).

Mundell-Fleming modeline göre bütçe açığındaki artış faiz oranlarını yükselmesine yol açmaktadır. Faiz oranlarının artmasıyla ortaya çıkan sermaye girişine bağlı olarak ulusal para değerlenirken ithalat artacak, ihracat malı üretimi azalacaktır. (Baharumshah vd., <http://129.3.20.41/eps/if/papers/0504/0504001.pdf> Erişim: 04.12.2010). Bu durum Mundell Fleming modeli ile grafik 1 üzerinde gösterilmiştir.

**Grafik 1. Esnek Kur Sisteminde Mali Genişlemenin Etkileri**



Modele göre sermaye hareketliliğinin tam olduğu esnek kur sisteminde başlangıçta ekonominin  $E_0$  noktasında dengede olduğunu varsayalım (Grafik 1), (ÖB, ödemeler bilançosu eğrisi) Böyle bir durumda kamu harcamaları artırılması veya vergilerin azaltılması suretiyle genişletici maliye politikasının uygulamaya konulduğunu kabul edelim. Genişletici maliye politikası sonrası IS (mal piyasası denge eğrisi)  $IS_1$  sağa kayar. Ekonomi  $E_1$  noktasında dengeye gelir. Bu noktada artan talebi karşılamak için üretim genişlemiştir. Üretim sonrası yükselen gelir, para talebini artırmış bunun sonucunda faiz oranı yükselmiştir. Böylece ulusal faiz oranı uluslararası faizlerin üzerine çıkmıştır. Ulusal paranın değerlenmesi sonucu ithalat ucuzlanmış ihracat pahalılaşmıştır. Böylece talep yurtiçi mallardan yabancı mallara doğru kaymıştır. Bu durumda IS eğrisi ilk geldiği noktaya geri döner. Dikkat edilirse kamu harcamalarındaki artış sonrası faiz oranlarının yükselmesi ulusal paranın dış değerini artırarak tam bir dışlama etkisi yapmıştır. (Seyidoğlu, 2003: 517-518).

### 3.2. Kamu Yatırımları Üzerine Etkisi

Kamu yatırımları devlet tarafından gerçekleştirilen yatırımlardır. Kamu yatırımları genelde alt yapı, eğitim, sağlık, ulaştırma gibi öncelikli yatırımları kapsamaktadır. (Anderson vd., 2006). Faiz-kur ilişkisi, diğer makroekonomik değişkenleri etkilediği gibi kamu yatırımlarını da etkilemektedir. Ancak bu etki daha çok dolaylı olmaktadır.

Yüksek faiz - düşük döviz kuru politikasıyla birlikte yapısal olarak spekülasyon nitelik taşıyan fonlar ortaya çıkmaktadır. Bu fonlarla özel sektörün yatırım yapmadığı, kamunun da yatırım yerine, kamu finansman açıklarını kapadığı, krize giren birçok ülkede açık bir şekilde gözlenmiştir. Reel ekonomiye hiçbir katkısı olmayan bu sıcak para hareketleri, giriş yaptığı ülkelerde yatırım eğilimini zayıflatırken ekonominin makro politika araçlarını da hızlı bir şekilde etkisiz, kullanılamaz hale getirmektedir. Bu durumda, sıcak para, merkez bankasının bağımsız politikasını sınırlarken, spekülasyon sermayenin tehdidinde yönelik olarak yüksek boyutlarda rezerv tutmak zorunda kalmasına neden olmaktadır. Ayrıca, kıt mali kaynakların tasarruf ve yatırıma yönelmesini engelleyerek, atıl olarak sistem dışına çekilmesine yol açmaktadır. Dış borç stokunun artması ve bütçedeki faiz yükünün ağırlaşması olumsuz sonuçlara neden olmaktadır.(Kara, 2001). Bu durumda parasal otorite borçları geri ödeyebilmek için kamu yatırımlarını ertelemekte veya beklentilere tam olarak karşılayacak yatırımları gerçekleştirememektedir.

1980'li yılların başlarında gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen ekonomik krizler faiz oranlarının artmasına neden olmuştur. Faiz oranlarının yükselmesi söz konusu ülkelerin borç yükünü artırmıştır. Kötüleşen ekonomik gidişatı düzeltmek için birtakım önlemler alınmıştır. Bunu için öncelikle döviz gelirlerini artırmak

amacıyla daha fazla ihracat yapılması buna mukabil ithalatın kısıtlanması öngörülmüştür. Böylece artan dış borç yükü hem dış ticaret hadlerinin iyileştirilmesi hem de daha fazla tasarruf yapılarak hafifletilmeye çalışılmıştır. Tüm bu düzenlemeler özellikle yatırımlardan feragat ederek başarılmıştır. Bu durum kamu ve özel sektör yatırımlarını engellemiştir. (Faini ve Melo, 1990).

### 3.3. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerine Etkisi

Gelişmekte olan ülkelerle az gelişmiş ülkelerin ekonomik anlamda temel hedefleri, istikrarlı bir büyümeye gerçekleştirebilmek ve bu alanda güçlerini artırmaktır. Bu bağlamda siyasi ve ekonomik alanda dünya ülkeleri arasında itibarlarını yükseltmektir. Şüphesiz, bu tür ülkelerde istikrarlı politikalar izlenmesi ve kalkınmaya yönelik üretim artışının sağlanması, böyle bir hedefe ulaşılmasını kolaylaştıracaktır. (Soydal, 2006). Maalesef bu tarz ülkelerin karşılaştıkları en önemli sorun, ekonomik kalkınmada gerekli kaynaklardan yoksun olmalarıdır. Bu yüzden yabancı kaynaklara ihtiyaç duyulmaktadır. Bu bağlamda öncelikli olarak ekonomik istikrarın tesis edilmiş olması gerekmektedir. Çünkü yabancı yatırımcıyı yatırım yapacağı ülkeye yönelmeden önce karar verme aşamasında etkileyen bir takım unsurlar vardır; bunlardan biri de söz konusu ülkedeki faiz oranları ve döviz kuru arasındaki istikrardır.

İktisadi beklentilerle uyumlu sabit sermaye yatırımlarının milli gelir ve ithalat değişkenlerine bağlı olarak arttığı, faiz oranının ise azalttığı sonucuna ulaşılmıştır. Bir ülkedeki belirsizliğin ve yatırımcıların önünü görememesinin en önemli göstergelerinden biride faiz oranlarının yüksek olmasıdır. Faiz oranlarının yüksek olmasıyla birlikte yatırım yapmanın maliyetini artmakta yatırımcıların şevki kırılmakta ve para reel ekonomiden ziyade borsa, faiz ve altın ve benzeri üretken olmayan alanlara yönelmektedir. (Ay, 2005).

Bir ülke faiz oranlarını yükseltmek suretiyle, likidite gereksinimi borçlanarak sürdürebilir. Ancak yüksek faiz oranları beraberinde risk algısını da artırmaktadır. (Paesani vd., 2006). Üretimden sağlanacak gelirin faiz oranlarından elde edilecek gelirin gerisinde kalması dışında yabancı yatırımların bir ülkeye yönelmesinde faiz oranlarında yaşanabilecek oynaklıklarda döviz kuru belirsizliklerine neden olmaktadır. Bu açıdan faiz oranları önemli olmaktadır. Dolayısıyla yüksek faiz oranları kurlarda belirsizliği artırırken doğrudan yabancı sermaye girişlerini de engellemektedir. Bu durum özellikle 1980'li yıllardan itibaren finansal serbestleşme eğilimlerinin artmasıyla birlikte birçok ülkede görülmüştür. Bu şekilde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, sermaye girişinin döviz kurları üzerinde meydana getireceği etkiler açısından büyük önem arz etmektedir. Sermaye girişinin hızlanmasıyla birlikte kur dalgalanmalarından kaynaklanan döviz kuru istikrarsızlıkları oluşmaktadır. Kur



istikrarsızlığına bağlı olarak, ticarete konu olan malları içeren sektörlerde faaliyette bulunanların belirsizliğini arttırdığı için, bu sektörlerde çalışan firmaların karşılaş-tıkları riskler yükselecektir. Meydana gelen istikrarsızlık bu sektörlerde borç veren kurumların da risk maliyetini yükseltmektedir. Bu süreç sonunda, döviz kurlarında başlayan istikrarsızlık önce reel sektörü etkisi altına alacak zamanla tüm sektörleri etkileyerek, ekonomik istikrarsızlıkların nedeni olan bir mekanizma durumuna gelecektir. (Abuk Duygulu,1998).

Günümüzde doğrudan yabancı sermaye (DYS) yatırımları daha çok, çok uluslu şirketler (ÇUŞ) tarafından gerçekleştirilmektedir. Söz konusu ÇUŞ'lar çok sayıda ülkede faaliyet gösterdiklerinden dolayı, farklı sayıda para birimi ile çalışmak zorundadırlar. Bu yüzden, döviz kurlarında meydana gelebilecek hareketlilik ve belirsizlikler, bu firmaların hem karlılığı, hem de üretim yeri tercihlerinde etkili olabilmektedirler.(Gövdere, 2003). Manop ve diğerleri, 1990-2002 yılları arasında, 16 gelişmekte olan ülkede doğrudan yabancı yatırımlarla döviz kuru arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Döviz kurundaki artışın doğrudan yabancı yatırımları ertelediği, kurlardaki düşüşün artırdığı yönünde bulgular elde edilmiştir.(Udomkerdmongkol vd., 2006).

Goldberg ve Kolstad, döviz kurunda meydana gelen değişimin üretim kuruluşları tarafından seçilen yerin belirlenmesinde büyük önem arz ettiğini öne sürmüşlerdir. (Goldberg ve Charles, 1995). Barrell ve diğerleri, 1982-2001 dönemini konu alan çalışmada ABD ve Avrupa ülkelerinde döviz kurunda yaşanabilecek dalgalanmaların doğrudan yabancı yatırımları azalttığı yönünde bulgular elde etmişlerdir. (Barrell vd., 2003).

Bir ülkenin parasının diğer ülke parası karşısındaki değer artışı, parası değer kazanan ülkede maliyet ve fiyatların artışına yol açmaktadır. Bu durumda sermaye, parası değer kaybeden ülkeye yönelmektedir. Ancak burada döviz kurlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisi belirlenirken dikkat edilmesi gereken önemli bir husus da, bir firmanın ürünlerinin ne kadarını ihraç, ne kadarını ithal ettiği-dir. Üretimini iç pazara yönelik yapan yabancı yatırımcı için, döviz kurları sadece yatırım ve kâr transferi aşamasında önemli olmaktadır. Ancak ihracata yönelik üretim yapan yatırımcı, ürünlerin satış aşamasında da döviz kurlarına dikkat etmek zorundadır. (Kar ve Tatlısöz, 2008).

Bu bağlamda Japonya'nın yatırımları, döviz kurlarının DYS yatırımları üzerindeki etkisi açısından iyi bir örnek teşkil etmektedir. Bretton Woods Sisteminin çökmesiyle birlikte Japon Yeni, ABD Doları karşısında büyük oranda değer kazanmıştır. Bu durumda Japonya'daki ücret oranları komşu ülkelere göre, büyük oranda atılmıştır. Bu yüzden pek çok Japon firması tekstil ve elektrikli makine gibi emek yoğun endüstrilerdeki, üretimlerini yeni sanayileşmekte olan ülkelere kaydırmıştır. Ja-

pon Yeni'nin değerlendirilmesiyle birlikte Japon şirketleri üretimlerini Doğu Asya ülkelerinde gerçekleştirmeye başlamışlardır. Bu durum 1986 - 1989 yılları arasında hızlı bir şekilde artmıştır. (Gövdere, 2003).

#### 4. Faiz, Kur İlişkisinin Ödemeler Dengesine Etkileri

Faiz-kur etkileşiminden en çok etkilenen makroekonomik göstergelerden biri de ödemeler dengesidir. Bu durum dış ticaret ve portföy dengesi üzerindeki etkiyle kendini göstermektedir. Açık ekonomilerde uygulanan faiz ve kur politikaları bu dengeyi olumlu veya olumsuz yönde etkileyebilmektedir.

##### 4.1. Dış Ticaret Üzerine Etkisi

Bir ülke üretmiş olduğu malın fazlasını dış ülkelere satarak kazanç sağlar. Aynı zamanda üretmediği veya pahalı ürettiği malları satın alarak bu açığı kapatmak ister. Böylece alım satım faaliyetleriyle halkın refah düzeyi yükselirken ekonomik kalkınma da amaçlanmaktadır. Bu açıdan dış ticaret ulusal ekonomiler için büyük önem arz etmektedir. Dolayısıyla dış ticaret dengesinde meydana gelebilecek bozukluklar ekonomik faaliyetlerin bütününe etkisi altına almaktadır. Açık ekonomilerde faiz kur etkileşimi ulusal parada değerlendirilmeye bağlı olarak dış ticaret dengesi üzerinde etkili olmaktadır.

Sermaye hareketlerine bağlı faiz, kur etkileşimi, gelişmekte olan ülkelerde özellikle dış ticaret akımları üzerinde olumsuz gelişmeler yaşatmıştır. Daha çok spekülasyon nitelik taşıyan bu sermaye akımları, ihracatı azaltarak makro ekonomik dengesizliklere neden olmakta, böylece dış açık problemi ortaya çıkarmaktadır. (Helleiner, 1998). Döviz kurunun değerlendirilmesi sonucu ithalat sektörüyle rekabet edemeyen ihracat sektörü üretimi kısmak zorunda kalmaktadır (Shatz and Tarr, <http://www.econturk.org/tarr.pdf/> Erişim: 18.07.2008). Bu durum da dış ticaret dengesi olumsuz yönde etkilenmektedir.

Kur ayarlamalarıyla birlikte ihracat veya ithalat sektörlerinin ortaya çıkan fiyat avantajından ne ölçüde yararlandığı, kur politikasının dış ticaret dengesi üzerinde beklenen olumlu etkisini gösterebilmesi açısından büyük önem arz etmektedir. Bazı dönemlerde bozulan dış ticaret dengesini sağlamaya yönelik düşük değerlendirilmiş kur politikası izlenmektedir. Böylece yabancı para birimi ile ifade edilen ithalat fiyatları düşmektedir. Bu durum söz konusu politikanın ithalat üzerindeki olumsuz etkilerini ortadan kaldırmaktadır. Ancak düşük değerlendirilmiş kur politikası ihracatı olumsuz etkilemektedir. Düşük değerlendirilme sonucu ihracat açısından sağlanan fiyat avantajının bir kısmı ya da tamamı kaybedilmektedir, ithalat açısından ise dış piyasalarda kay-

bedilen fiyat avantajının bir kısmı ya da tamamı yeniden kazanılmaktadır. Tam tersi kur politikası izlenen dönemlerde döviz cinsinden ifade edilen ithalat fiyatları yükselmektedir. Bu durumda söz konusu politika ithalatı olumsuz etkilerken, ihracata olumlu yönde tesir etmektedir. Böylece, ihracat açısından kaybedilen fiyat avantajının bir kısmı veya tamamı kazanılırken, ithalat açısından ise sağlanan fiyat avantajının bir kısmı ya da tamamı kaybedilecektir. Düşük değerlendirme ve aşırı değerlendirme politikası sonrası ihracat ve ithalat fiyatlarının değişmesi, kur politikasının dış ticaretin karlılığı üzerinde beklenen net etkisini gösterebilmesi açısından büyük önem arz etmektedir. (Zengin, 2001).

Sabit kur politikası ekonomik şoklara karşı esnek değildir. Bu yüzden politika yapımcılar faiz oranlarını yükselterek kur düzeyini muhafaza etmeye çalışırlar. Ancak bu uygulamanın ekonomiye maliyeti de yüksek olmaktadır. Çünkü yüksek faiz, kur faiz makasını açarak ödemeler dengesini bozmaktadır. Türkiye’de özellikle 2001 krizi öncesi dönemlerde enerji fiyatlarının artması, özel sektörün açık pozisyonları, kuru sürdürmenin maliyetini yüksek faiz oranları yüzünden sürekli artırmıştır. Yükselen faizler bir yandan maliyetleri arttırmış diğer yandan ulusal paradaki değerlendirmeyle birlikte ihracatın azalmasına ithalatın büyümesine neden olmuştur. (Kansu ve Baydur, 2008).

#### 4.2. Portföy Hareketleri Üzerine Etkisi

Bazı değerlendirmelerde sermaye hareketlerinin belirleyicileri sermaye akımlarını çeken ve iten faktörler temelinde araştırılmaktadır.(Sever vd., 2008). Kısa vadeli sermaye hareketleri ve özellikle portföy akımlarını geliştirmekte olan ülkelere yönelmesini sağlayan çekici faktörlerin başında; bir ülkedeki yurt içi reel faiz ile yabancı paranın yıllık aşınması arasındaki arbitraj gelmektedir.(Pazarlıoğlu ve Gülay, 2007).

Genel olarak sermaye akımlarını çeken faktörler yurt içi fırsatlar ve riskler olmaktadır. Sermaye akımlarını çeken faktörler ulusal politikalar ile yakından ilişkilidir. Bu faktörler yurt dışı yatırımcılar için bir takım riskleri ve yüksek getiri düzeylerini ifade etmektedir. Yüksek getiri (faiz) oranları özellikle kısa vadeli sermaye hareketleri için önemli sayılabilecek çekim gücü oluşturmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin bazılarında uygulanan sabit döviz kuru sistemleri de yabancı sermaye akımlarını çeken önemli bir unsurdur. Bu açıdan yurt içi faiz oranları, döviz kuru rejimleri kredi değerliliği, menkul kıymet borsası fiyatları, kamu kesimi borç miktarı, sermaye piyasalarının liberalizasyonu, enflasyon oranı ve makroekonomik istikrar sermaye hareketlerini çeken faktörler temelinde sermaye hareketlerinin belirleyicileri olmaktadır.(Sever vd., 2008).

İtici faktörler ise yüksek enflasyon, makroekonomik riskler ve ülkeler arasındaki faiz oranı farklılıkları olabilmektedir. Örneğin dünya faiz oranlarında düşüşün yaşandığı 1990'lı yıllarda daha fazla getiri elde etmek amacıyla sermaye akımları Latin Amerika ve Asya ülkelerine yönelmiştir. (Calvo vd., 1996). Uluslararası sermayenin serbest dolaşımı ödemeler bilançosu açıkları ve parasal krizler gibi olumsuz etkilere yol açmaktadır. (Buch vd., 2001).

1980'li ve 1990'lı yıllarda, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları portföy yatırımları şeklinde gerçekleşmiştir. Bu yatırım türünün en belirgin özelliği de oynak ve riskli bir yatırım türü olmasıdır. Bu riskin nedeni yabancı yatırımcıların birden fikir değiştirerek yatırımlarını, yatırım yaptığı ülke üzerinden çekmesidir. Yatırım yapılan ülkedeki döviz kurları, hisse senedi fiyatları ve faiz oranları yatırımcılar üzerindeki ani fikir değişikliği ile yakın ilişkilidir. Yurtiçi harcamaların yükselmesiyle birlikte cari işlemler açığı arttığında, bankacılık sistemi yoluyla ülkeye giren bu tip sermaye akımları, hisse senedi fiyatlarındaki azalış, faiz oranlarındaki meydana gelen yükseliş, bankacılık sektöründeki yaşanan likidite problemleri veya ülke parasının değerinin düşmesi gibi durumlarda ülkeyi terk etme eğiliminde olması, söz konusu ülkenin ekonomisini olumsuz yönde etkileyebilir. (Pazarlıoğlu ve Gülay, 2007).

Aslında bu şekilde sermayenin bir ülkeden diğer ülkeye yönelmesine sebep olan etkenlerin etkililik derecesi açısından karşılaştırılması tartışma konusu olmuştur. Literatürde sermaye kontrolü etkinliğini test etmek için çeşitli yöntemler bulunmaktadır. Buna rağmen, sermaye kontrolü için elde edilen veriler güvenilir olmadığı gibi yok denecek kadar azdır. Yapılan ampirik çalışmalar da bu durumu destekler niteliktedir. (Wesso, 2001). Faiz oranı oynaklığı üzerine yapılan araştırmalar faiz oranı değişimlerinin genellikle büyük endüstriyel ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki uluslararası sermaye hareketliliğinin derecesinin arttığını ve yükseldiğini göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki mali piyasada getiri oranı gelişmiş ülkelerdeki belli başlı birçok piyasaya göre daha yüksektir. Kredi notları, ikincil piyasalardaki faiz oranları ve aşırı belirlenmiş döviz kuru sermaye akımlarını belirlemede büyük önem arz etmektedir. Ulusal paranın değer kaybetmesi durumunda söz konusu ülke vatandaşları mevcut paralarını ülke dışında tutmak istemektedir. Buradaki asıl sorun döviz kuru dengesini belirlemektir. (Pazarlıoğlu ve Gülay, 2007).

Döviz kurları ve faiz oranları, uluslararası sermayenin akım yönüne şekil veren yüksek getiri sağlayan temel değişkenlerdir. Yatırımcı hangi ülkede olursa olsun elde edeceği kazancın aynı olmasını isteyecektir. Bu yüzden bugünkü kurlarla gelecekteki kurlar arasında temel bir dengenin olması gerekmektedir. Söz konusu denge şu şekilde belirtilebilir: (Demiral ve Tutar, 2007).

$$F = [(1 + r_{YTL}) / (1 + r_{\$})] S$$

Denkleimde,

F: Gelecek (forward) kurunu,

$r_{YTL}$ : Türkiye’de YTL’ye verilen faiz oranını,

$R_{\$/}$ : ABD’de ve yabancı ülkelerdeki faiz oranını,

S: Bugünkü kuru simgelemektedir.

Bu formülde yabancı para, kendi ülkesinde belirli bir oranda faiz getirisine sahip olabilir. Formülde örnek verilen ABD doları ile ABD’de faiz kazancı elde edilebilir, ayrıca Türkiye’ye gelerek YTL’ye dönüştürülerek faiz kazanılabilir. Ancak yatırımcının belirli bir süre sonunda, bu kez YTL’yi ABD Doları’na dönüştürdüğünde kazancının aynı olması gerekir. Türkiye’ye yapılan yatırımların kazancının fazla olması halinde Türkiye’ye yabancı para akışı artacak ve bu durumda faizler oranları düşecektir. Sonuçta piyasa yeniden dengeye kavuşmuş olacaktır. Örneğin Türkiye’de dalgalanmanın yaşandığı 2007’nin Şubat ayında TCMB ve OECD verilerine göre: Ortalama döviz kuru (YTL/ABD doları) : 1,394 iken Türkiye’de YTL’ye verilen faiz oranı: 0,18 ABD’de ise dolara verilen faiz oranı: 0,053’dir. (Demiral ve Tutar, 2007).

Bu veriler formülde yerine koyulursa;

$$[(1 + 0,18)/(1 + 0,053)]1,394 = 1,56 \text{ sonucu elde edilir.}$$

İşlem sonucuna göre, bir yıl sonra dolar kurunun 1,56 olması gerekmektedir. YTL ile dolar arasında kurun daha düşük olacağı yönünde bir beklentinin oluşması durumunda bazı yatırımcıların dolar fonları da Türkiye’ye yönelecektir. Bu tür işlemler sonrası finans piyasalarındaki bazı oyuncular önemli kazançlar elde edebilmektedir. Özellikle düşük faizli ve istikrarlı Japon yeni ve İsviçre frangı cinsinden borçlananlar, ABD ve Avustralya dolarına, sterline ve euroya yatırım yaparak bu tarz kazanç sağlayabilmektedirler. (Demiral ve Tutar, 2007).

## 5. Faiz, Kur İlişkisinin Bankacılık Sektörüne Yansımaları

1970 ve 1980’lerde dünyanın farklı bölgelerinde çeşitli finansal krizler ortaya çıkmış bu krizlerin nedenlerini açıklamak amacıyla farklı kriz modelleri geliştirilmiştir. Bunlardan biride ilk olarak Paul Krugman tarafından ortaya konulan Birinci Nesil Kriz Modeli’dir. Bu modele göre sabit döviz kuru rejiminin uygulandığı ekonomilerde, hükümetler bütçe açıklarını para basarak finanse etmektedir. Bu bağlamda ulusal paranın değer kaybetmesiyle birlikte, merkez bankası döviz kurunu sabit tutabilmek için sürekli olarak döviz satımı yapmaktadır. Bu durum uluslararası rezervle-

rin azalmasına neden olmaktadır. Durumun farkına varan spekülâtörler derhal ellerindeki ulusal parayla döviz alım faaliyetlerini arttırmırlar.(Krugman, 1979:311-325). Merkez bankası bu tarz spekülâtif saldırıları önleyecek düzeyde rezerve sahip değilse yurt dışından borçlanma yolunu tercih etmektedir. Bu da faiz oranlarının artması pahasına gerçekleşmektedir. Ancak tüm bu faaliyetler sırasında merkez bankası gerekli sterilizasyon tedbirlerini almazsa döviz kuru krizi ile bankacılık krizi kaçınılmaz olmaktadır. (Eichengreen vd., <http://www.econ.berkeley.edu/> Erişim: 07.08.2010).

### 5.1. Döviz Riski

Döviz kurlarındaki dalgalanmaların en önemli nedenlerinden biri de ülkeler arası faiz oranları farklılıklarıdır. (Russ, 2007). Böyle bir durumda kurlarda yaşanabilecek ani değişiklikler, banka bilançolarında yer alan döviz kalemlerinin piyasa değerlerine yansımaktadır. Döviz kurundaki dalgalanmalar sonucu bankaların gelecekteki getirileri değişmektedir. Bilançolar açısından kur riski, yabancı para aktifleri ile yabancı para pasiflerinin birbirine eşit olmadığı durumda ortaya çıkmaktadır. Bankaların kur beklentilerine bağlı olarak kar etme isteği aktiflerle pasifler arasındaki farkın nedeni olmaktadır. Bu riski göze alan bankalar, hem kar hem de zarar edebilmektedir. Zarar etme olasılığı nedeni ile asıl amaç kayıp miktarını minimize etmektedir. Bu nedenle, bankalar döviz pozisyonlarını sürekli olarak kontrol etmek zorundadır. Döviz kurları, faiz oranları; maliye ve para politikaları; enflasyon; yatırım ve büyüme politikaları; ödemeler dengesi gibi ekonomik parametrelere bağlı olarak dengeye ulaşmaktadır. Bu bağlamda Merkez bankaları döviz pozisyonlarını kontrol edebilmek, hedef kuru tutturmak, rezervlerini ve dış borçlarını yönetmek amacıyla döviz piyasalarına müdahale etmektedir. (Okay, 2002).

Döviz kuru riski, bir bankanın riske maruz kaldığında net risk tutarının bankanın portföyündeki döviz pozisyonları dikkate alınarak hesap edilebilmektedir. Bu durum;  $Net\ Risk = (Döviz\ cinsinden\ aktifler - döviz\ cinsinden\ pasifler) + (Döviz\ satışı - Döviz\ alışı)$  şeklinde ifade edilmektedir. Döviz kuru volatilitésinin baz alındığı yöntem ise döviz kuru riskinin ölçülmesine ait bir başka yöntemdir. Döviz kurunda dalgalanma arttıkça ülke parası cinsinden net kur riski de artmaktadır. Döviz kurundaki dalgalanmanın artması ülkenin döviz arz ve talebini etkiler. Döviz kuruna talep arttıkça döviz fiyatı artar talep azaldıkça döviz fiyatı azalır. Bu şekilde dövize olan talebin artmasıyla birlikte döviz o ülke parasının aleyhine değişir. Benzer şekilde dövize olan talebin azalması veya arzın artması kurun o ülke parası lehine artması sonucunu doğurur. (Aloğlu, 2005).

1997 Asya kriziyle birlikte ortaya çıkan en tartışmalardan biri de, ulusal paranın değerinde meydana gelebilecek oynaklıklara karşı uygulanabilecek istikrar politikasıydı. Bu konuda IMF, yüksek faiz oranlarının ulusal paralarda meydana gelebilecek değer kaybını önleyebileceğini savunmuştur. Böylece yerli varlıklar daha cazip hale gelecek ve yabancı sermaye girişi artacaktır. Diğer taraftan, IMF karşıtları, yüksek faiz politikalarının ekonomik durgunluğa neden olacağından bu politikanın önce bankacılık sektörünü sonra da özel sektörü olumsuz etkileyerek ekonomik krizlere neden olabileceğini ifade etmişlerdir. (Zanna, 2005).

Uluslararası faiz oranlarındaki dalgalanmalarla birlikte, gelişmekte olan ülkelerin fon maliyeti artmakta bu durumda yatırımların nispi önemi de değişebilmektedir. Uluslararası faiz oranlarındaki farklılıklar, ülkelere giren özel sermaye hareketlerindeki artışla birlikte dalgalanma eğilimleri de artmaktadır. Bu şekilde ülkeye giren yabancı sermayenin yeterince sterilize edilmemesi halinde, banka mevduatları aşırı boyutta yükselmekte ve bankaların mevduatları daha az güvenilir krediler şeklinde kullanılmaktadır. Örneğin, Güney Doğu Asya Krizi'nde ülkeye giren yabancı sermayenin açık piyasa işlemleriyle yeterince emilmemesi, bankaların ödünç verilebilir fonlarının riskli yatırımlara yöneltmesine neden olmuştur. Genişleme sürecinin sona ermesi halinde, istikrarsızlık kaynakları finansal sistemi olumsuz yönde etkilemeye başlamaktadır. Piyasalarda oluşan kaos, güven kaybı ile birlikte yabancı sermayenin aniden ülkeyi terk etmesi banka mevduatlarında ani azalışlara neden olurken, bankaların varlıklarının zarar görmesine neden olmaktadır. Reel döviz kurlarında ortaya çıkan dalgalanma, bankaların yükümlülükleri ve varlıkları arasında döviz kuru ve vade uyumsuzluğu halinde bankalar üzerinde doğrudan; kredi talep eden banka müşterilerinde ise dolaylı olarak büyük kayıplara neden olmaktadır. Yapılan araştırmalar sonrası; enflasyon oranındaki yüksek değişkenliğin, reel döviz kurundaki artışın ve devalüasyon riskinin bankaların yükümlülüklerini artırdığı ortaya koyulmuştur. Bu durumun kırılmalığa neden olacağı ileri sürülmektedir.(Çinko ve Ak, 2009).

## 5.2. Piyasa Riski

1970'lerin başlarında yükselen enflasyon oranları döviz ve para piyasalarını olumsuz etkilemiştir. Finansal kurumlar, bu dalgalanmalardan korunmak için türev ürün işlemlerine başlamışlardır. 1970 sonrası riskten korunmak amacıyla enstrüman zenginliğinin yaşanmaya başlandığı bir dönem olmuştur, bu dönemde global bankacılık sisteminde yapısal değişiklikler meydana gelmiştir. Bu bağlamda, büyük bankaların birleşmesiyle, birçok finansal kurum global nitelik kazanmıştır. Finansal kurumların büyümesiyle birlikte, bankacılık faaliyetlerini düzenleyen yerel otoriteler finansal kurumlara yönelik kısıtlamaların bir kısmını kaldırmıştır. Bu şekilde müşterilere ye-

ni ürünler sunulmasıyla, dünya bankacılık sektöründe rekabet de artmıştır. Ayrıca iletişim ve bilgi teknolojilerinde yaşanan gelişmeler de bankaların türev ürünlerinin işlem hacimlerini; dolayısıyla bu ürünlerin doğası nedeniyle finansal kurumların karşılaşılabilecekleri piyasa risklerini fazlasıyla artırmıştır.(Akan, 2007).

1990'lı yıllara kadar bankacılık alanında piyasa riski kredi riskine oranla çok daha geri planda ele alınmıştır. Ancak, finansal piyasalardaki bütünleşmenin hız kazandığı dönemlerde Komitenin (Basel Bankacılık Denetim Komitesi) de gündemine girmiştir. Basel-I Uzlaşısı'na yönelik yoğun eleştirilerin ve sunulan önerilerin etkisiyle gerçekleştirilen çalımsalar sonucunda, piyasa riski için de sermaye ayrılmasını öngören taslak, ilgili çevrelerin görüşleri alınmak üzere 1993 yılında yayınlanmıştır. Yayınlanan taslakta bankalarca gerçekleştirilen işlemler 'bankacılık işlemleri' ve 'alım satım işlemleri' şeklinde ifade edilmiş; alım satım işlemleri bağlı oluşabilen piyasa riski için de sermaye yükümlülüğü getirilmiştir. (Ayan, 2007). Ayrıca yayınlanan taslakta, bankaların karşılaşılabileceği risk unsuru olarak faiz oranları veya döviz kurlarındaki değişimlere de yer verilmiştir. (Basle Committee on Banking Supervision, 1993: 3).

Piyasa riski, faiz oranları ve döviz kurlarının finansal piyasalardaki hareketlerine bağlı olarak değişimleri halinde, bir bankanın uğrayabileceği zarar veya sermaye kaybetme riski olarak tanımlanmaktadır. Basel I standardının temelini oluşturan kredi riski 1980'li yıllarda en önemli bankacılık riski olarak gösterilmiştir. Ancak ilerleyen yıllarda çok sayıda Amerikan finans kurumu finansal piyasalardaki faiz oranları ve döviz kurlarındaki dalgalanmalar yüzünden iflasın eşeğine gelmiştir. Bu yüzden Amerika'da, 1996 yılından sonra bu eksikliği gidermek amacıyla, sermaye yeterliliği rasyosu (SYR)' [*Sermaye Yeterliliği Rasyosu (SYR) = Özkaynak / Risk Ağırlıklı Varlıklar ve Gayri nakdi Krediler (KR)*] nin paydasına faiz oranı ve döviz kurlarına dayalı risklerin birlikte tanımlandığı piyasa riski için de gerekli sermaye miktarı ilave edilmiştir.(Teker vd., 2005).

### 5.3. Kredi Riski

Kredi riski bankaların maruz kalabileceği en eski risklerden biridir. Ekonomik krizlerin ve durgunluğun görüldüğü dönemlerde daha da artabilmektedir. Kredi riski özetle bir borçlunun borcunu ödeyememe durumu olarak ifade edilmektedir. (Anbar, 2006). Bu bağlamda özellikle işlem faaliyetlerinin büyük bir kısmını döviz ve döviz cinsinden varlıklarla gerçekleştiren bankalar hem kendilerini hem de piyasaları riske maruz bırakabilmektedirler.

Gelişmekte olan ülkelerde bankacılık sisteminde mevduat kalemleri kısa vadeli bir yapıya sahiptir. Ayrıca söz konusu ülkelerde yabancı para cinsinden işlemlerin



payı yüksektir. Bu ülkelerde bankacılık sistemi devalüasyon sonrası dönemde, hem kur riskinden hem de faiz oranlarındaki artıştan olumsuz etkilenmektedir. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerde bankalar kısa vadeli borçlandıkları için böyle bir durumda likidite sıkışıklığı sorunu yaşamaktadır. Diğer taraftan, kontratlar yabancı para cinsinden düzenlendiği için devalüasyon durumunda, yurt içi firmaların borç miktarı artmaktadır. Firmaların borç miktarı artarken, ulusal para cinsinden olan gelirleri aynı oranda artmamaktadır. Bu durumda mali yapıları bozulan firmalar için, daha önce bankacılık kesiminde aldığı kredilerin geri dönüşlerinde sorunlar ortaya çıkmaktadır. (Kaplan, 2002).

### **Sonuç**

Bir ülkeye ait genel ekonomik profilin görüntüsü, makroekonomik performans ile ölçülmektedir. Şüphesiz ekonomik performansın şekillenmesinde politika yapıcılara büyük iş düşmektedir. Dışa açık bir ülkenin ekonomisi hem yurt içinde, hem de yurt dışında yaşanabilecek gelişmelerin etkisi altında kalabilmektedir. Bu durum doğrudan makroekonomik performansa yansımaktadır. Ortaya çıkabilecek etkinin olumsuzluklarını minimuma indirmeye gayretinde olan politika yapıcılar, zaman zaman faiz oranlarını kullanmaktadırlar. Faiz oranlarında meydana gelen değişimle birlikte döviz kurları da değişebilmektedir. Böylece döviz kurlarında meydana gelen aşağı yukarı hareketler, enflasyon, iktisadi büyüme, ödemeler dengesi, borç yapısı, bankacılık sektörü gibi makro değişkenleri de etkileyebilmektedir.

Bu durum, ekonomik küreselleşme eğilimlerinin artarak devam ettiği dünya ekonomileri açısından büyük önem arz etmektedir. Bu yüzden parasal otoritelerin iktisat politikaları planlarken ve uygularken faiz oranı ve döviz kuru değişkenlerini ve bunların etkilerini hesap etmeleri gerekmektedir. Bu bağlamda, politika uygulayıcıların faiz-kur ilişkisinin makroekonomik performans üzerindeki negatif etkilerini minimize etmek amacıyla, güvenilir politikalar uygulaması, ödemeler dengesi ve bankacılık sektörüne ilişkin tedbirler ile mali disiplin ve fiyat istikrarını sürdürülmesine yönelik önlemler alması gerekmektedir.

### **Interest, Exchange Rate Effects A Review on the Relation Between Macroeconomic Performance**

**Abstract:** Monetary authorities can produce a number of economic policies by considering the relationship between interest rates and exchange rates. However, it is not clear to what extent they are successful as it has been discussed both in theoretical and empirical studies. In this study, the impact of interest rate and exchange rate on

macroeconomic performance is investigated. In this context, the aim is to show the effects of the relationship between interest rate and exchange rate variables. This case is important in terms of putting forward the power of policy implementers (monetary authorities).

**Keywords:** Exchange Rate, Interest Rate, Macroeconomic Performance.

### Kaynakça

- Akan, N.Burak (2007), "Piyasa Riski Ölçümü", Bankacılar Dergisi, (61): 59-74
- Aloğlu Ziya Tunç, (2005), "Bankacılık Sektörünün Karşılaştığı Riskler ve Bankacılık Krizler Üzerindeki Etkileri" Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara,T.C. Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü
- Anbar, Adem (2006), "Credit Risk Management In The Turkish Banking Sector : A Survey Study", Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi www.e-sosder.com, 5 (17): 10-24
- Anderson Edward, Paolo de Renzio and Stephanie Levy( 2006), "The Role of Public Investment in Poverty Reduction: Theories, Evidence and Methods", ODI Working Paper (263), 1-34
- Ay, Hakkı M. (2005), "Yatırım Teşviklerinin Sabit Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkisi" Selçuk Üniversitesi Karaman İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 2(5): 176-184
- Ayan, Ebubekir (2007), "Türkiye'de Bankacılık Risklerinin Yönetiminde Basel-III Uzlaşısı ve Faiz İle Kur Risklerine İlişkin Bir Uygulama", (Basılmamış Doktora Tezi, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Baharumshah , Ahmad Zubaidi, Ahmed Evan Lau and M. Khalid (2005), "Testing Twin DeficitsHypothesis: Using VARs and Variance Decomposition" <http://129.3.20.41/eps/if/papers/0504/0504001.pdf> (Erişim:04.12.2010)
- Barrell Ray, Stephen Hall and Sylvia Gottschalk (2003), "Foreign Direct Investment and Exchange Rate Uncertainty in Imperfectly Competitive Industries", National Institute of Economic and Social Research, NIESR Discussion Papers (220):1-23
- Barry Eichengreen, Andrew Rose and Charles Wyplosz (1996), "Contagious Currency Crises", Scandinavian Journal of Economics, <http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/pre5681.pdf>. (Erişim: 04.12.2010)
- Basle Committee on Banking Supervision , "The Supervisory Treatment Of Market Risks" Consultative Proposal , Basel: (April-1993)
- Başoğlu, Ufuk (2000), "Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları", Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 3(4):88-99

- Belke, Ansgar, Kai Geisslreither and Daniel Gros (2004), "On The Relationship Between Exchange Rates and Interest Rates: Evidence From The Southern Cone", *Cuadernos de Economía*, 41(122):35-64
- Calvo A. Guillermo, Leonardo Leiderman and Carmen M. Reinhart (1996), "Inflows of Capital to Developing Countries in The 1990s: Causes and Effects", *Inter-American Development Bank Office of the Chief Economist Working Paper 302*:1-15
- Chamon, Marcos, Eduardo Borensztein , Olivier Jeanne , Paolo Mauro and Jeromin Zettelmeyer (2005), "Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention", *IMF Occasional Papers*, (237), 3-74
- Claudia M. Buch, Ralph P. Heinrich und Christian Pierdzioch (2001),"Globalisierung der Finanzmärkte: Freier Kapitalverkehr Oder Tobin-Steuer?", Kiel: Institut für Weltwirtschaft, *Kiel Discussion Papers*, (381): 3-24
- Çinko, Levent ve Rengin AK (2009), "Küreselleşen Ekonomilerde Yaşanan Bankacılık Krizlerinin Anatomisi", *Maliye Finans Yazları*, 23(83): 59-83
- Demiral, Mehmet ve Erdiç Tutar (2007), "Ülkelerarası Faiz Oranı Farklılıkları Kapsamında Carry Trade Yatırım Stratejisi: 2006- 2007 Küresel Dalgalanmalar ve Türkiye'ye Etkileri", *Güncel Ekonomik Sorunlar Kongresi'ne Sunulan Bildiri*, Adnan Menderes Üniversitesi, İ.İ.B.F. İktisat Fakültesi, Aydın
- Demirtaş, Muzaffer (2000), "Türkiye'de Faiz Oranlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkisi (1980-1997 Dönemi Örneği)", *Süleyman Demirel Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, 5(2): 81-92
- Duygulu, Aylin Abuk (1998), "Döviz İstikrarının Ekonomik İstikrar Açısından Değerlendirilmesi", *Dokuz Eylül Üniversitesi, İ.İ.B.F.Dergisi*, 13(1): 107-118
- Faini, Riccardo and Jaime de Melo (1990), "Adjustment, Investment, and the Real Exchange Rate in Developing Countries", *The World Bank, Policy Research Working Paper Series* (473): 1-40
- Fischer, Stanley (2001), "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", *Journal of Economic Perspectives*, 15(2):3-24
- Fisher, Irving (1930),*The Theory of Interest*, New York: The Macmillan Company
- Goldberg, Linda S. and Kolstad Charles D. (1995), "Foreign Direct Investment, Exchange Rate Variability and Demand Uncertainty", *International Economic Review*, Department of Economics, University of Pennsylvania, vol. 36(4): 855-873
- Gövdere, Bekir (Nisan-2003), "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicilerinin Günümüzdeki Geçerliliği" *DTM, Dış Ticaret Dergisi*, (28), <http://www.dtm.gov.tr/dtmweb>, (Erişim: 10.08.2010)
- Gürcihan, Burcu ve Erdal Yılmaz (2007), "Türkiye'de Kamu Borç Stokunun Yapısı: Orijinal Günah Göstergeleri ve Risk-Dahil Kamu Borç Yükü", *İktisat İşletme ve Finans, Bilgisel Yayıncılık*, 22(251): 5-20

- Helleiner, G. K.(1998), *Capital Account Regimes and the Developing Countries*, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, (8):1-25
- IMF, (2004), "Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention", Prepared by the Research Department
- Jayaraman, Tiru.K. (1996), "Private Investment and Macroeconomic Environment in the South Pacific Island Countries : A Cross-Country Analysis", *Asian Development Bank*, (14):2-24
- Kahn, Brian (2005), "Original Sin and Bond Market Development in Sub-Saharan Africa", *From: Africa in the World Economy - The National, Regional and International Challenges*
- Fondad, The Hague, [www.fondad.org](http://www.fondad.org), 67-87
- Kansu, Aydan ve Cem Mehmet Baydur (2008), "Faiz Düzeyinin Döviz Krizini Önlemedeki Rolü: Türkiye Şubat 2001 Krizinin Değerlendirilmesi", *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(1):19-41
- Kaplan, Cafer (Haziran-2002), "Bankacılık Sektörünün Yabancı Para Pozisyon Açığı: Türkiye Örneği" *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği*, (1):1-30
- Kar, Muhsin ve Fatma Tatlısöz (2008), "Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi", *KMU İİBF Dergisi*, 10(4): 1-23
- Kara, Mehmet( Aralık-2001), "Ekonomik Etkileri Açısından Türkiye'deki Sıcak Para Akımının Değerlendirilmesi", *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (6):29-45
- Krugman, Paul (1979), "A Model of Balance-of-Payment Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3): 311-325
- Okay, Esin (Aralık-2002), "Türk Bankacılık Sektöründe Risk ve Kriz", *İstanbul Ticaret Üniversitesi Dergisi*, (2): 95-122
- Paesani, Paolo, Rolf Strauch and Manfred Kremer (2006), "Public Debt And Long-Term Interest Rates - The Case Of Germany, Italy and the USA", *ECB, Working Paper Series*, (656): 4-40
- Pazarlıoğlu, M.Vedat ve Emrah Gülay (2007), "Net Portföy Yatırımları İle Reel Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği", *Dokuz Eylül Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, 9(7): 201-1-221
- Russ, Katheryn Niles (2007), "Exchange Rate Volatility and First-Time Entry by Multinational Firms", *NBER Working Papers* (13659): 1-48
- Sağlam, Yıldız ve Mehmet Yıldırım (2007), "2001 Krizi Sonrası Uygulanan Faiz ve Kur Politikalarının Türkiye Ekonomisine Etkileri", *Adnan Menderes Üniversitesi ve Avrupa Araştırmalar Merkezi, Güncel Ekonomik Sorunlar Kongresi'ne Sunulan Bildiri*
- Sánchez, Marcelo(November-2005), "The Link Between Interest Rates And Exchange Rates Do Contractionary Depreciations Make A Diference", *European Central Bank, Working Paper Series*, (548):4-53

- Sever, Erşan (2008), Murat Demir ve Zarife Yıldırım, "Uluslararası Sermaye Akımlarının Döviz Kurları Üzerine Etkisi: Seçili Ülkeler Üzerine Bir Uygulama", Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar Sempozyumu, Balıkesir Üniversitesi İ.İ.B.F., Balıkesir
- Seyidoğlu, Halil (2003), Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama, 15. Baskı, İstanbul: Güzem Can Yayınları
- Siti Rahmi Utami and Eno L. Inanga (2009), Exchange Rates, Interest Rates, and Inflation Rates in Indonesia: The International Fisher Effect Theory, International Research Journal of Finance and Economics, (26):151-169
- Soydal, Haldun (2006), "Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Verimlilik Analizi: Otomatik Sektörü Üzerine Bir Uygulama", Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi, (16): 577-603
- Şimşek, Muammer ve Cem Kadılar (2006), "Fisher Etkisinin Türkiye Verileri İle Testi", Doğuş Üniversitesi Dergisi, 7(1):99-111
- Teker, Suat K.Evren Bolgün ve M.Barış Akçay (2005), "Banka Sermaye Yeterliliği: Basel II Standartlarının Bir Türk Bankasına Uygulanması", Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, 3(12):42-54
- Udomkerdmongkol, Manop, Holger Görg and Oliver Morrissey (2006), "Foreign Direct Investment and Exchange Rates: A Case Study of US FDI in Emerging Market Countries", University of Nottingham, School of Economics , Discussion Papers, 6(5): 1-32
- Uğur, Ahmet Atilla ve Pelin Karatay (2009), "İkiz Açıklar Hipotezi: Teorik Çerçeve ve Hipoteze Yönelik Yaklaşımlar", Sosyoekonomi, 101-122
- Wesso, G.R. (2001), "The Dynamics of Capital Flows in South Africa: An Emprical Investigation", South African Reserve Bank-Quarterly Bulletin.
- Ural, Mert (2003), "Finansal Kırılganlık - Kriz - Türkiye", Dokuz Eylül Üniversitesi, İ.İ.B.F.Dergisi, 18(1): 11-28
- Yalçın, Ebru (2005), "İktisadi Büyüme ve Dış Krediler: Ampirik Bir Çalışma", Uzmanlık Yeterlilik Tezi, T.C. Merkez Bankası Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara
- Yılanıcı, Veli (2009), "Fisher Hipotezinin Türkiye İçin Sınanması: Doğrusal Olmayan Eşbütünleşme Analizi", Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 23(4):205-213
- Zanna, Luis Felipe (2005), "Fighting Against Currency Depreciation, Macroeconomic Instability and Sudden Stops", University of Pennsylvania, Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers (848): 3-39
- Zengin, Ahmet (2001), "Reel Döviz Kuru Hareketleri ve Dış Ticaret Fiyatları (Türkiye Ekonomisi Üzerine Ampirik Bulgular)", Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 2(2): 27-41