

KRİZ SONRASI SÜREÇTE TÜRKİYE EKONOMİSİNDE UYGULANAN DÖVİZ PİYASASI MÜDAHALELERİNİN ETKİNLİĞİ

THE EFFECTIVENESS OF FOREIGN EXCHANGE
INTERVENTIONS FOR THE TURKISH ECONOMY: A POST CRISIS
PERIOD ANALYSIS

Necla ADANUR AKLAN*

ÖZET

Kur değişimlerinin etkileri, gelişmiş ülkeler ile yeni gelişen ülkeler arasında farklılaşmaktadır. Yeni gelişen ülkelerde kur değişimlerinin dış ticaret hadleri, dolarizasyon ve geçiş etkisi yoluyla enflasyon oranı üzerine önemli etkileri bulunmaktadır. Bu nedenle otoriteler, önemli büyüklükteki kur dalgalanmalarının olumsuz etkilerinden kaçınmak için, döviz piyasası müdahalelerine başvurmaktadırlar.

Çalışmamızın temel amacı, döviz piyasalarına yapılan müdahalelerin döviz kurlarının düzeyi üzerindeki etkilerini incelemektir. Bu kapsamda çalışmamızda öncelikle ülkelerin döviz piyasalarına müdahale gerekçeleri incelenmektedir. Döviz piyasasına yapılan müdahalelerin, parasal taban üzerindeki etkilerinin, sterilizasyon politikaları çerçevesinde incelenmesi ve müdahalelerin döviz kurlarını etkileme yolları, çalışmamızın diğer konularını teşkil etmektedir. Çalışmamızın son bölümünde ise, Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı 2001 sonrası dönemde, kurların düzeyi üzerindeki etkilerinden hareketle, döviz piyasası müdahalelerinin etkinliği ile ilgili bir değerlendirme yapılmaktadır.

Anabtar Sözcükler: Döviz piyasası müdahaleleri, sterilizasyon politikaları., yeni gelişen ülkeler.

ABSTRACT

The effects of exchange rates are different between developed and emerging countries. In emerging countries, exchange rates have important effects on inflation rates caused by trade rates, dollarization and pass through effect. Because of these effects, authorities intervene exchange rate markets in order to avoid the negative effects of exchange rates.

The aim of this study, is to analyze the effects of foreign exchange markets interventions on foreign exchange rates. In the first part of the paper, the reasons of foreign exchange rate markets interventions are explained. The other parts of the paper focus on the effects of interventions on monetary base in terms of sterilization policies, and try to explain the channels of interventions on exchange rates. The last part of the paper tries to assess the effectiveness of foreign market interventions in Turkey, since 2001 in which inflation targeting policies were applied.

Keywords: Foreign exchange intervention, sterilization policies, emerging countries.

* Uludağ Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü Öğretim Üyesi

GİRİŞ

Bretton Woods sistemi sonrasında sanayileşmiş ülke paralarının değişim değerleri piyasa güçleri tarafından belirlenmeye başlamıştır. Teorik olarak esnek kur sistemleri kurların piyasada arz ve talep koşullarına göre belirlendiği, merkez bankalarının döviz piyasalarına müdahale ederek kurun düzeyini değiştirmediği sistemlerdir. Ancak uygulamada döviz kurları arz ve talep koşullarının belirlediği düzeyden farklılıklar gösterebilmektedir. Döviz kurları aşırı oynaklık gösterdiğinde veya hedeflenen düzeyden farklılaştığında, merkez bankası döviz piyasalarına müdahale etmektedir.

Döviz piyasalarına yönelik müdahaleler, kısa vadeli sermaye akımlarının döviz kurları üzerinde neden olduğu istikrarsızlıklar nedeniyle daha çok gelişmekte olan ve yeni gelişen ülke piyasalarında görülmektedir. Bu ülkelerde, merkez bankaları piyasalara müdahale ederek kurlardaki aşırı dalgalanmayı gidermeye çalışmaktadır.

DÖVİZ PİYASASINA MÜDAHALE GEREKÇELERİ

Döviz kurunun düzeyini ve değişkenliğini etkileyen faktörlerin, ekonomi üzerinde oluşabilecek olumsuz etkilerini gidermek amacıyla, merkez bankaları döviz piyasalarına müdahale etmektedir.

Döviz piyasası, cari işlemler yoluyla gerçekleşen net para akımlarından ve sermaye hesabı vasıtasıyla gerçekleşen para akımlarından etkilenmektedir. Cari işlemler yoluyla sağlanan net para akımları ulusal-yabancı mal ve hizmet fiyatları arasındaki farklılığa bağlıdır. Sermaye hesabı vasıtasıyla gerçekleşen para akımları ise yurtiçi ve yurtdışı faiz farklılıklarına göre belirlenen aktiflerin getiri oranlarına bağlıdır (Almekinders, 1995:161). Döviz kurlarının gerek sermaye hesabı vasıtasıyla, gerekse cari işlemler yoluyla sağlanan net para akımlarının etkisi altında olması, bazı koşullarda kurların düzeyini ulusal ekonomi politikalarıyla uyumlu olmayan bir şekilde etkileyebilmektedir.

Esnek kur sisteminde ulusal paranın değeri arz ve talep koşulları tarafından belirlenmektedir. Ulusal para arzı para talebini aştığında veya yabancı para talebi yabancı para arzını aştığında, ulusal paranın yabancı paralar cinsinden değeri düşmektedir. Sabit kur sisteminde ise merkez bankası, parasının değerini önceden belirlenen bir düzeyde tutmak için piyasaya müdahale etmektedir. Bu süreçte merkez bankası müdahalelerinden döviz rezervleri ve para arzı etkilenmektedir. Piyasada ulusal paraya olan talep arttığında merkez bankası yabancı para karşılığında ulusal para satmaktadır. Bu şartlarda ulusal para satışı, ulusal para arzını ve dolayısıyla enflasyon oranını arttırmaktadır. Ulusal para arzının para talebini aştığı şartlarda ise merkez bankası, yabancı para karşılığında ulusal para fazlalığını

satın almaktadır. Ulusal paranın satın alımı bu süreçte, ulusal para arzını azaltmakta ve enflasyonun kontrol altında tutulmasını kolaylaştırmaktadır.

Merkez bankasının müdahaleye yönelik işlemleri, yabancı paranın ulusal para karşılığında alınıp satılmasından oluşmaktadır. Müdahaleye yönelik işlemler sterilize edilmediğinde ulusal parasal taban artmakta veya azalmaktadır. Örneğin merkez bankasının ulusal paranın aşırı değerli olduğu şartlarda piyasaya müdahalesi, yabancı para karşılığında ulusal para satışı şeklinde gerçekleşmektedir. Bu müdahale şekli parasal taban üzerinde genişletici etkilere neden olmaktadır (Dominguez ve Frankel 1993 a:328).

Merkez bankasının piyasaya ulusal para satması bir yandan nominal döviz kurunu yükseltirken, diğer yandan nominal faiz hadlerinde düşmeye neden olmaktadır. Bu süreçte parasal genişleme açık piyasa işlemlerine başvurmaksızın sağlandığından, tahvil arzında bir değişim meydana gelmemektedir. Ancak nominal faiz hadlerindeki düşme, tahvil piyasasında talep artışlarına bağlı olarak tahvil fiyatlarının yükselmesine neden olmaktadır (Moreno and Yin, 1992:14). Merkez bankasının aktif bileşiminde müdahalelere bağlı olarak meydana gelen bu değişimler, özel iktisadi birimlerin portföylerindeki yerli ve yabancı aktif paylarını da etkilemektedir (Kearns and Rigobon, 2002:5).

Döviz piyasası müdahaleleri, kurların düzeyini ve/veya değişkenliğini etkilemeye yönelik olarak yapılmaktadır. Bu alandaki çalışmaları içeren literatür iki kategoriye ayrılmaktadır. Birinci kategoride yer alan çalışmalar, döviz kurlarının düzeyine yöneliktir. İkinci kategoride yer alan çalışmalar ise döviz kurlarının değişkenliği ile ilgilidir. Ancak temelde her iki kategoride yer alan çalışmalarda ulaşılan ortak sonuç, sterilize edilen müdahalelerin döviz kurunun düzeyi ve değişkenliği üzerine istatistiksel olarak anlamlı etkilerinin olmadığıdır¹. Kur değişkenliği ile ilgili olarak yapılan çalışmalara göre, müdahaleler beklenmedik ve önemli boyutta olduğunda, etkili olmaktadır. Müdahalelerin beklendiği ve miktar olarak önemli olmadığı şartlarda, para otoriteleri döviz kurlarının değişkenliğini etkileyememektedir (Murray:1996). Kanada Merkez Bankası'nın verilerine dayalı olarak yapılan bir çalışmada (Roger and Siklos 2003), 1989-1998 döneminde yapılan müdahalelerin, döviz kurlarının değişkenliği üzerine herhangi bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. 1980 sonrasında yapılan bazı çalışmalarda, gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından yapılan müdahalelerin döviz kurlarının değişkenliğini

¹ Aquilar ve Nyrdal (1998), Fischer ve Zurlinden (1999), Neely (2001), Sarno ve Taylor (2001), Payne ve Vitale (2000). Bu çalışmalarda elde edilen sonuçlar, sterilize edilen döviz piyasası müdahalelerinin faiz hadleri ve dolayısıyla döviz kurları üzerinde herhangi bir etki oluşturmadığı yönündeki geleneksel görüş ile uyumludur. Ancak Dominguez ve Frankel'in (1993c), çalışmalarında, geleneksel görüşten farklı olarak, sterilize edilen döviz piyasası müdahalelerin, döviz kurları üzerine etkilerinin olabileceğine dair sonuçlara ulaşılmıştır.

azaltmaktan ziyade arttırdığı yönünde sonuçlar elde edilmiştir.² Müdahalelerin etkinliğine yönelik olarak yapılan diğer bazı çalışmalarda ise, koordine edilen müdahalelerin kısa dönemde etkin olduğu yönünde istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara ulaşılmıştır.³ Bu çalışmalara göre, ABD, Japonya ve Avrupa Merkez Bankası arasında koordineli müdahaleler olduğunda, müdahalelerin başarılı olma olasılığı tek yanlı müdahalelere göre daha yüksektir. Koordine edilmiş müdahaleler para otoritelerinin kredibilite sorununun olduğu küçük açık ülke ekonomilerinde, müdahalenin etkinliği açısından önemlidir. Döviz piyasalarına yapılan resmi müdahalelerin niteliği gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasında farklılaşmaktadır. Gelişmiş ülkelerdeki müdahaleler özellikle 2000 yılından itibaren nitelik değiştirmiştir.

1990'lı yıllarda ABD ve Avrupa para otoritelerinin döviz piyasalarına müdahaleleri sınırlı düzeyde kalmıştır. ABD para otoriteleri 1990'lı yılların ikinci yarısında piyasalara iki kez müdahalede bulduklarını açıklamışlardır. Bunlardan ilki, Japon Merkez Bankası ile birlikte Yen'i desteklemek amacıyla Haziran 1998'de, diğeri ise G-7'lerle birlikte Euro'yu desteklemek amacıyla Eylül 2000'de gerçekleştirilmiştir. Eylül 2000'den itibaren ise G-7 ülkeleri tarafından döviz piyasalarına koordineli olarak müdahalelerde bulunulmaktadır (Eijfinger, 2000:1 ve Beine, Laurent ve Lecourt, 2003:891). Bu ülkelerin dışında Avustralya ve İsveç gibi gelişmiş ülke merkez bankaları da 1998 yılından itibaren döviz piyasalarına tek yanlı müdahalelerde bulunmaktadırlar.

Gelişmekte olan ülkelerde döviz piyasalarına yapılan resmi müdahalelerin döviz kurları üzerindeki etkileri, gelişmiş ülkelere göre daha fazladır. Gelişmekte olan ülkelerin döviz piyasalarındaki işlem hacmi, gelişmiş ülkelerin işlem hacminden daha düşük olduğu için önemli büyüklükte olmayan müdahaleler dahi kurların düzeyine etki edebilmektedir. Buradaki temel husus, gelişmekte olan ülke merkez bankalarının döviz piyasalarına yaptıkları müdahalelerin tamamını sterilize etmemeleridir. Bu nedenle ülkelerde müdahalelerin genişletici etkileri meydana gelebilmektedir (Krişenko, 2004:7). Gelişmekte olan ülkeler ile yeni gelişen ülkelerin döviz piyasalarına müdahale hacimleri birbirlerine benzerlik göstermektedir. Yeni gelişen ülkelerde de döviz piyasalarına son dönemde önemli büyüklükte olmayan müdahalelerde bulunulmaktadır. Bu ülkelerde müdahaleler önemli büyüklükte olmamasına rağmen, ülkelerin döviz piyasası müdahalelerini etkin olarak değerlendirmeleri dikkat çekicidir (Dubravko, 2005:84). Bu durum, müdahalelerin büyüklüğü ile döviz kurlarına yönelik temel amaçların

² Baillie ve Osterberg (1997), Bonser ve Neal (1996), Bonser, Neal ve Tanner (1996).

³ Humpage (1999), Fatum ve Hutchison (2001), Fatum ve Hutchison (2002).

gerçekleşmesi bakımından müdahalelerin etkinliği arasında, doğrudan bir bağlantı kurulamayacağını göstermektedir.

STERİLİZE EDİLEN VE STERİLİZE EDİLMEYEN DÖVİZ PİYASASI MÜDAHALELERİNİN ETKİLERİ

Merkez bankası müdahalelerinin döviz piyasaları üzerindeki etkilerini belirlemek için öncelikle merkez bankası işlemlerinin para arzı üzerindeki etkilerinin incelenmesi gereklidir. Merkez bankasının varlık ve yükümlülüklerindeki değişimler para arzında artış ve azalışlara neden olmaktadır. Parasal tabanı ve dolayısıyla para arzını etkileyen merkez bankası müdahaleleri, sterilize edilmeyen müdahaleler olarak adlandırılmaktadır. Döviz piyasasına yapılan müdahalelerin parasal taban üzerindeki etkileri, ulusal tahvil alım satımıyla nötrlendiğinde, sterilize edilen bir döviz piyasası müdahalesinde bulunmuş olmaktadır. Sterilize edilen döviz piyasası müdahalelerinin etkileri, ulusal ve yabancı aktiflerin ikame esnekliğine bağlı olarak değişmektedir. Aktif ikamesinin tam olduğu şartlarda sterilize edilen döviz piyasası müdahaleleri ulusal para arzını, faiz haddini ve döviz kurunu etkilememektedir. Bu sonuç ulusal ve yabancı aktiflerin tam ikame olduğunu varsayan faiz paritesine dayanmaktadır.

Döviz piyasasına yapılan müdahalelerin sterilizasyonu, net dış varlıklar ve net iç varlıklarda dengeleyici işlemleri içermektedir. Müdahalelerin sterilizasyonu farklı biçimlerde gerçekleşebilir. Merkez bankası, bankalara ulusal para karşılığında yabancı para sattığında bankaların likidite pozisyonu zayıflamaktadır. Merkez bankası, bankaların likidite pozisyonları üzerindeki bu etkiyi sterilize etmeye yöneldiğinde, bir politika aracı olarak spot satışı yapılan yabancı paranın vadeli piyasada alımını gerçekleştirebilir. Merkez bankasının bu tarz dengeleyici işlemleri, bankacılık sisteminin likidite pozisyonunun değişmesini önlemektedir. Sterilizasyon politikalarına bağlı olarak bu süreçte, merkez bankası bilançosunda yabancı para cinsinden finansal aktiflerin payı azalırken, ulusal para cinsinden finansal aktiflerin payı artmaktadır. Bankaların yatırım portföyünde ise yabancı para cinsinden finansal aktiflerin payı artarken, ulusal para cinsinden finansal aktiflerin payı azalmaktadır (Spolander, 1999: 65). Sterilizasyon politikaları nedeniyle bu noktada, hem merkez bankası bilançosunda, hem de bankacılık sisteminin yatırım portföyünde değişiklikler meydana gelmektedir.

Sterilize edilen müdahaleler, ulusal para arzını etkilemediği gibi, ulusal para ve yabancı para cinsinden aktiflerin nisbi arzını da değiştirmemektedir. Müdahalelerin olduğu şartlarda para arzının artması, sterilizasyonun olmadığını ortaya koymaktadır. Deflasyonist koşullardaki ekonomilerde para arzı üzerindeki genişletici etkileri nedeniyle genellikle sterilize edilmeyen müdahaleler tercih edilmektedir. Ancak, Japonya örneğinde olduğu gibi, kısa vadeli finansal aktiflerin paranın yakın ikamesi olduğu ülkelerde, para

arzındaki genişlemenin ekonomi üzerine ilave etkileri olmamaktadır. Kısa vadeli faizlerin sifıra yakın olduğu ekonomi koşullarında sterilize edilmeyen müdahaleler, sterilize edilen müdahalelerden çok az düzeyde farklılaşmaktadır (Spiegel, 2003:2). Merkez bankası ulusal paranın değerini düşük tutmak amacıyla yabancı para satın alıp ulusal para sattığında ve ulusal para satışının etkilerini sterilize etmediğinde, müdahalenin ulusal ekonomi üzerine genişletici etkileri meydana gelmektedir. Çünkü nominal faiz hadlerinde ulusal para arzı artışına bağlı olarak meydana gelen düşüş, tüketim ve yatırım harcamalarını arttırarak enflasyon oranı üzerinde yükseltici etkilerde bulunmaktadır. Merkez bankası döviz piyasasına yaptığı işlemde ulusal piyasaların etkilenmesini önlemek istediğinde, nominal faiz oranlarını müdahale öncesi düzeyde tutmak için daraltıcı açık piyasa işlemlerini kullanmak zorundadır. Müdahaleler döviz kurlarını arzu edilen doğrultuda etkilemediğinde sterilizasyon politikalarının döviz kurundaki kümülatif değişimi azaltmaktan ziyade genişletmektedir (Moreno and Yin, 1992:14).

Sterilizasyonun sıklığı kur sistemi ile ilişkili değildir. Döviz piyasasına yapılan müdahalelerin sterilize edildiği ülkeler her türlü kur sisteminde görülebilir. Döviz piyasasına yapılan müdahalelerin sabit kur sisteminde sterilize edilmeyeceği düşünülebilir. Ancak sabit kur sistemini uygulayan ülkelerde de sterilizasyona başvurulduğu görülmektedir (Krişenko,2003:8). Sterilizasyon uygulamalarını sınırlandıran en önemli faktör, sterilizasyonun maliyetleridir. Bu maliyetlerin müdahale politikalarının kredibilitesi ve etkinliği üzerine tesirleri bulunmaktadır.

Sterilizasyon maliyetleri büyük ölçüde yurtiçi ve yurtdışı faiz farklılıklarına bağlıdır. Sterilizasyon uygulamalarında kullanılan araçlara, döviz rezervlerinden sağlanan kazancın üzerinde iç borçlanma faizi ödendiğinde maliyetler yükselmektedir (Holub,2004:12). Sterilizasyona bağlı olarak aktif arzında meydana gelen değişimler, ulusal ve yabancı aktiflerin ikame esnekliklerinin düşük olduğu şartlarda, aktiflerin nisbi fiyatlarını etkilemektedir. Örneğin, sterilizasyon çerçevesinde piyasalara ulusal para cinsinden tahvil satıldığında, iktisadi ajanları ulusal tahvillere yönlendirmek için faiz oranlarının yükseltilmesi gerekmektedir (Mohanty and Turner, 2005:61). Sterilizasyon işlemleri yüksek reel faiz oranları ile sonuçlanabilmektedir. Enflasyon beklentilerinin arttığı şartlarda, risk priminin yükselmesine bağlı olarak reel faiz oranları sürdürülemez düzeylere ulaşabilmektedir. 1990'lı yılların ikinci yarısında Türkiye ekonomisinde yaşanan gelişmeler, bu duruma örnek gösterilebilir (Emir, Karasoy ve Kunter, 2000:20). Döviz alım satımının etkilerinin büyük ölçüde kamu kesimi iç borçlanma araçlarıyla sterilize edildiği ülkelerde, borçlanma araçlarına uygulanan faizler, sterilizasyon maliyetlerini etkilemektedir. Yurtiçi - yurt dışı faiz farklılığının, sermaye akımlarının yönlendirilmesinde politika aracı olarak kullanıldığı ülkelerde yurtiçi faiz oranlarının yüksekliği, döviz

Kriz Sonrası Süreçte Türkiye Ekonomisi'nde Uygulanan Döviz Piyasası Müdahalelerinin Etkinliği

piyasası müdahalelerinin sterilizasyonunda kamu kesimi iç borçlanma araçlarının uzun süreli kullanımını engellemektedir.

Yeni gelişen ülkelerde sterilizasyon maliyetleri ile ilgili olarak yapılan bir çalışmada elde edilen sonuçlar, Tablo 1 üzerinde gösterilmiştir. Tablo 1, Türkiye ve Brezilya dışındaki ülkelerde sterilizasyon maliyetlerinin önemli düzeyde olmadığını ortaya koymaktadır. Sterilizasyon maliyetlerinin negatif olması, ilgili ülkelerin uyguladıkları faiz politikalarından ziyade, döviz rezervlerindeki azalma ile açıklanabilecek bir durumdur.

Tablo 1: Yeni Gelişen Bazı Ülkelerde Sterilizasyon Maliyetleri (GSYİH %'si olarak)

	2000	2001	2002	2003
<i>Asya</i>				
- Çin	-0,04	-0,05	0,00	0,06
-Honk-Kong	0,02	0,01	0,00	0,01
- Hindistan	0,05	0,09	0,19	0,17
<i>Latin Amerika</i>				
-Brezilya	-0,04	0,38	0,43	0,74
-Şili	-0,02	0,01	-0,00	0,00
-Meksika	0,07	0,14	0,07	0,12
<i>Merkez Avrupa</i>				
-Çek Cum	-0,01	0,03	0,15	-0,01
-Macaristan	0,16	-0,06	-0,19	0,07
-Polonya	0,19	-0,16	0,10	0,05
<i>İsrail</i>	0,01	0,02	0,16	0,06
<i>Yeni Zelanda</i>	-0,00	-0,00	0,01	0,03
<i>Güney Afrika</i>	0,01	0,06	0,08	-0,10
<i>Türkiye</i>	0,98	2,79	3,50	1,26

Kaynak: Mohanty ve Turner, 2005:68.⁴

Türkiye ve Brezilya'da sterilizasyon maliyetlerinin artışı, yüksek faiz farklılıkları ile açıklanabilir. Her ne kadar Türkiye ekonomisi verileri, 2003 yılında sterilizasyon maliyetlerinin azaldığını ortaya koyuyorsa da, diğer yeni gelişen ülkeler ile karşılaştırıldığında halen yüksek seviyelerdedir. Sterilizasyon maliyetleri önemli bir düzeye ulaştığında veya ekonomilerde durgunluk koşulları geçerli olduğunda, döviz piyasalarına yapılan müdahaleler sterilize edilmemektedir.

⁴ Hesaplama, 1 yıl vadeli ulusal hazine bonusu faiz oranları ile 1 yıl vadeli ABD hazine iç borçlanma faiz oranları farkının, ülkelerin ulusal para cinsinden döviz rezervlerinin değerinde meydana gelen yıllık değişim ile karşılaştırılmasına dayanmaktadır. Yazar, sterilizasyon maliyetleri tahminlerinin kullanılan faiz oranlarına göre değişebileceğini belirtmektedir.

Sterilize edilmeyen döviz piyasası müdahaleleri, ulusal para arzını etkilemektedir. Bu tür müdahalelerde yabancı paranın merkez bankası tarafından satın alımı (satılması), net yabancı aktiflerde artışa (azalışa) neden olmaktadır. Bu nedenle sterilize edilmeyen müdahalelerinin parasal yükümlülükler üzerindeki etkisi açık piyasa işlemleriyle aynıdır. Aradaki tek fark, sterilize edilmeyen müdahalelerde para otoritelerinin parasal tabanı ulusal aktiflerdeki değişim yerine yabancı aktiflerdeki değişimlerle etkilemesidir (Sarno ve Taylor, 2001: 842).

Gelişmekte olan ülkelerde döviz piyasasına yapılan müdahaleler genellikle sterilize edilmemektedir. Bu durumun nedeni, gelişmekte olan ülkelerin, kısa vadeli faiz oranı hedeflemeleri olan gelişmiş ülkelere farklı olarak, geniş kapsamlı bir para politikası uygulama alanına sahip olmamalarıdır (Kriļjenko 2003:8). Ayrıca bu ülkelerde döviz piyasalarına yapılan müdahalelerin miktarı, döviz piyasalarındaki likidite hacmini kapsayacak büyüklükte olduğundan, müdahaleler döviz kurunun düzeyine etki edebilmekte veya döviz kurunun aşırı oynaklığını azaltabilmektedir. Döviz piyasasına yapılan müdahalelerin büyüklüğü ile döviz piyasasındaki likidite hacmi arasındaki bu ilişki, müdahalelerin etkinliği bakımından her zaman doğrulanmamaktadır. Bu duruma, yeni gelişen ülkelerde döviz piyasalarına yapılan müdahalelerin büyüklüğü örnek olarak gösterilebilir. Tablo 2 dikkate alındığında, en sık günlük müdahale hacmini gösteren mod verileri dahi, inceleme döneminde % 50 oranında azalma göstermiştir. Müdahalelerin ortalama büyüklüğü, 2002 yılında döviz piyasalarındaki işlem hacminin % 6'sını kapsarken, 2004 yılında % 4'e düşmüştür.

Tablo 2: Yeni Gelişen Ülkelerde Müdahalelerin Büyüklüğü

Döviz Piyasasına Yapılan Müdahalelerin Büyüklüğü	Milyon USD			Döviz Piyasası İşlem Hacminin %'si Olarak		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Ortalama	49	58	53	5.8	6.2	3.9
Mod	52	37	25	3.6	7.1	0.7
Maksimum	450	4.936	465	71	780	52
Minimum	1.0	0.5	0.5	0.12	0.02	0.03

Kaynak: 10 Yeni Gelişen Ülke Merkez Bankasıyla Yapılan BIS Anketi. Akt, Dubravko, 2005:83.

Tablo 2 ile yeni gelişen ülkelerde müdahalelerin etkinliğine yönelik Tablo 3 birlikte değerlendirildiğinde, yeni gelişen ülkelerde müdahalelerin büyüklüğü ile müdahalelerin etkinliği arasında güçlü bir bağlantı olduğunu savunmak oldukça zordur. Müdahale hacimleri düşük olmasına rağmen, genel olarak müdahaleler yeni gelişen ülke merkez bankaları tarafından etkin olarak değerlendirilmektedir.

Tablo 3: Temel Amaçların Gerçekleşmesi Bakımından Müdahalelerin Etkinliği

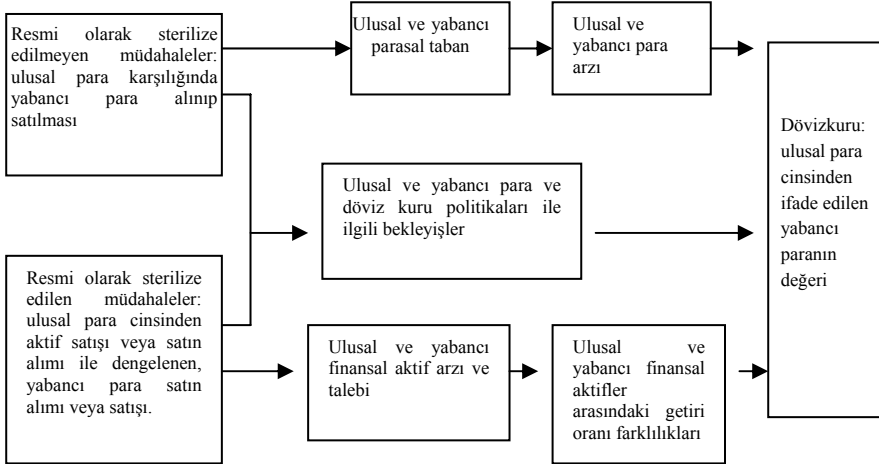
	Döviz Kurunun Arzu Edilen Düzey veya Değişim Oranına Ulaşılması Bakımından Müdahalelerin Etkinliği	Aşırı Kur Oynaklığının Azaltılması Bakımından Müdahalelerin Etkinliği
Etkin	Şili, Hong-Kong, Malezya	Şili, Kolombiya, Macaristan, Hindistan, Endonezya, Kore, Peru, Filipinler, Türkiye
Düşük Etkinlik	Çek Cum, Macaristan, Endonezya, Kore	Brezilya, Çek Cum, Meksika
Etkin Değil	-	-

Kaynak: Yeni Gelişen Ülke Merkez Bankalarını Kapsayan BIS Anketi, Aktaran, Dubravko, 2005:84.

Tablo 2 ve Tablo 3 verilerinden hareketle ulaşılan bu sonuca göre, yeni gelişen ülke ekonomilerinde müdahalelerin etkinliği, müdahalelerin büyüklüğünden çok ilgili ülke merkez bankalarının kredibilitesi ile açıklanabilecek bir durumdur.

DÖVİZ PİYASASINA YAPILAN MÜDAHALELERİN DÖVİZ KURLARINI ETKİ MEKANİZMALARI

Teorik olarak, hem sterilize edilen, hem de sterilize edilmeyen müdahalelerin ulusal paranın nispi değeri üzerine farklı mekanizmalarla kısmi etkileri söz konusudur.



Şekil 1: Döviz Piyasası Müdahalelerinin Döviz Kurlarını Etkileme Yolları

Humpage göre (1986), döviz piyasası müdahalelerinin ulusal paranın nisbi değeri üzerindeki etkileri, parasal, bekleyişler ve portföy dengesi vasıtasıyla olmak üzere üç şekilde gerçekleşmektedir.

Parasal Yaklaşım

Parasal yaklaşıma göre döviz piyasasına yapılan müdahaleler döviz kurlarını para politikası aracı olarak etkilemekte, döviz kurlarının düzeyi ise yerli ve yabancı paranın nisbi arz değişimlerine bağlı olarak belirlenmektedir.

Parasalci yaklaşımda döviz kurlarındaki değişim, para stokuna olan uluslararası talebi yansıtmaktadır. Para talebi ise büyük ölçüde tahmini enflasyon oranından etkilenmektedir. Bu süreçte tahmini enflasyon oranındaki değişimler, nominal faiz oranlarına yansımaktadır. Ulusal paranın değer kaybına yönelik beklentilerin arttığı şartlarda faiz oranları, yabancı faiz oranlarına göre daha fazla yükselmektedir. Bu noktada yabancı paraya göre ulusal para talebinin azalması, döviz kurunun artmasıyla sonuçlanmaktadır.

Döviz piyasasına yapılan resmi müdahalelerin döviz kurunu parasal yaklaşım çerçevesinde etkilemesi, müdahalelerin ülke nisbi para arzı üzerindeki etkileri sterilize edilmediğinde mümkün olmaktadır. Para otoriteleri tarafından yabancı para satın alımı (satımı), ulusal para arzında artışla (azalışla) sonuçlanmaktadır. Döviz kurunun ticari akımlar ve satın alma gücü paritesine göre belirlendiği şartlarda, ulusal para Klasik Miktar Teorisine uygun bir şekilde, ulusal fiyatlar genel seviyesindeki artış nedeniyle değer kaybına uğramaktadır. Bu ayarlama zaman aldığı ve satın alma gücü paritesi sağlanmadığında, farklı ülkelerdeki para arzının nisbi büyüme oranı, nominal döviz kurlarının temel belirleyicisi durumuna gelmektedir (Eijfinger ve Gruijters, 1998: 364)

Portföy Dengesi Yaklaşımı

Döviz kurunun belirlenmesinde portföy dengesi yaklaşımı uluslararası aktif piyasaları, cari işlemler dengesizlikleri ve döviz kuru arasında karşılıklı etkileşime dayalı dinamik bir süreci yansıtmaktadır. Merkez bankaları döviz piyasalarına müdahalede bulduklarında ve müdahaleyi sterilize ettiklerinde, para arzının düzeyi sabit kaldığından ulusal faiz oranları üzerinde çok az etki meydana gelmekte veya hiç etki meydana gelmemektedir. Değişen temel unsur, sterilizasyon sürecinde otoritelerin ulusal aktif alım satımlarına bağlı olarak, iktisadi birimlerin portföylerinin bileşimidir. Bu süreçte spot döviz kurunda değişim meydana geldiğinde, yabancı finansal aktiflerin ulusal para cinsinden değerleri ve tahmini kazançları değişmektedir. Örneğin iktisadi birimlerin portföyünde Euro bazlı finansal aktiflerin payı Dolar bazlı finansal aktiflere göre arttığında, Euro bazlı finansal aktiflerin nisbi fiyatlarında düşüş meydana gelmektedir. Müdahale döviz kurunu bu noktada portföy dengesi yoluyla etkilemektedir (Sarno ve Taylor, 2001:844).

Portföy dengesi yaklaşımında ulusal ve yabancı finansal aktiflerin ikame esneklikleri düşük olduğunda getiri ve risk farkları ortaya çıkmaktadır. Getiri ve risk farklarının oluştuğu koşullarda riske duyarlı yatırımcılar portföylerini, ulusal ve yabancı para cinsinden ifade edilen finansal aktifler arasında farklılaştırarak, aktiflerin portföy içindeki paylarını nisbi risklerine ve tahmini getiri oranlarına göre belirlemektedirler (Spolander, 1999:33). Bu süreçte spot kur, yatırımcıların portföylerini ulusal ve yabancı aktifler arasında dengelemelerine bağlı olarak değişmektedir. Ancak ulusal ve yabancı aktiflerin ikame esnekliklerinin tam olduğu şartlarda yatırımcılar portföylerini yeniden dengelemeye yönelmemektedirler. Bu noktada spot kur aynı kalmaktadır (King, 2003:8). Sterilize edilen müdahalelerin portföy dengesi vasıtasıyla döviz kurunu etkilemesinin en önemli sebebi, farklı ülke paraları cinsinden ifade edilen aktiflerin yatırımcıların portföyünde ikame esnekliklerinin düşük olmasıdır. Sterilize edilen müdahalelerde, otoriteler tarafından satın alınan aktiflere karşı aşırı talep olduğundan, döviz kuru veya faiz hadlerinde değişiklikler meydana gelmektedir. (Loopesko, 1984:258). Portföy dengesi yaklaşımı para politikasına bağımsız bir araç sağlamaktadır.

Yeni gelişen ülke piyasalarında müdahaleler döviz kurunu ağırlıklı olarak portföy dengesi vasıtasıyla etkilemektedir. Bu durumun temel sebepleri, döviz piyasalarının büyüklüğü ile karşılaştırıldığında, resmi rezervlerin fazlalığı ve ulusal-yabancı para cinsinden borçlanma araçlarının ikame esnekliğinin düşüklüğüdür (Dubravko, 2004:85).

Bekleyişler Yaklaşımı

Döviz piyasasına yapılan müdahaleler, iktisadi birimlerin döviz kurunun gelecekteki değeri ile ilgili bekleyişlerini etkiler ve tahminlerini değiştirmelerine neden olur. Müdahalelerin sterilize edilip edilmemesinin iktisadi birimlerin bekleyişleri üzerine etkileri vardır. Müdahaleler sterilize edilmediğinde, genişleyici para politikaları uygulayacağına dair beklentiler artmaktadır. Bu noktada önemli olan temel husus, iktisadi birimlerin döviz müdahalelerine verecekleri tepkidir.

Bekleyişler yaklaşımı döviz piyasasına yapılan müdahalelerin etkilerinin belirlenmesinde önemli bir yaklaşımdır. Çünkü müdahaleler iktisadi birimlerin gelecekte uygulanacak para politikaları ile ilgili bekleyişlerini etkilemektedir. Buradaki temel hipotez yabancı para karşılığında ulusal para satın alınmasına (satılmasına) yönelik pozitif (negatif) müdahalelerin gelecekte sıkı (genişlemeci) para politikaları uygulanacağına dair beklentileri arttırmasıdır (Fatum ve Hutchison,1999:62). Döviz piyasasına yapılan müdahalelerin döviz kuru üzerindeki etkileri bu çerçevede, büyük ölçüde gelecekte uygulanacak para politikaları ile ilgili bekleyişlere bağlıdır.

Bekleyişler yaklaşımında, döviz piyasalarına yapılan müdahaleler ile gelecek dönem uygulanacak para politikaları arasında yakın bir bağlantı bulunmaktadır. Buna göre, cari dönemde merkez bankasının ulusal parayı satın almaya yönelik müdahaleleri, cari dönem para arzını etkilemekten çok, para otoritelerinin ulusal paranın istikrarsızlığı ile ilgili endişelerini yansıtmaktadır. Örneğin para otoritelerinin ulusal para karşılığında yabancı para satımına yönelik müdahaleleri, büyük ölçüde sıkı para politikaları ile bağlantılıdır. İktisadi birimler gelecekte sıkı para politikası uygulanacağına dair beklentilerini arttırdıklarında, ulusal para kısa vadede değer kazanmaktadır. Para otoritelerinin yabancı para satın alımına yönelik müdahaleleri ise benzer bir şekilde, gelecekte esnek para politikaları uygulanacağına dair beklentileri arttırarak ulusal paranın değer kaybını hızlandırmaktadır. Müdahalelerin döviz kurları üzerindeki etkisi bu şekilde kısa vadede ortaya çıkmaktadır.

Bekleyişler yaklaşımına göre, piyasalara t döneminde yapılan bir müdahale, gelecek dönem para politikalarında t döneminde yapılan müdahalelere bağlı olarak gelişen bekleyişlerden hareketle, değişimler meydana getirmektedir. İktisadi birimler bilgiyi etkin bir şekilde kullandıklarında, piyasalara yapılan müdahaleler gelecek dönem para politikalarında değişiklikler olacağına dair beklentileri arttırmaktadır (Kaminsky ve Lewis, 1996:288). 1990'lı yılların ortalarından itibaren, birçok gelişmiş ülkede döviz kuru ile ilgili politikalar önemli değişikliklere uğramıştır. Bu süreçte, Japonya dışında, ABD ve Euro sahasındaki para otoriteleri, döviz kuruna aktif müdahalede bulunmaktan çok, döviz kurunun yönü ve düzeyi ile ilgili piyasaları bilgilendirme politikalarına yönelmişlerdir. Piyasaların döviz kuruna yönelik olarak bilgilendirilmeleri, bu ülkelerde para otoritelerine para politikası koşullarından bağımsız olarak otonom bir politika aracı sağlamıştır. Bu tarz bilgilendirme müdahaleleri finansal piyasalara gelecekte uygulanması muhtemel para politikalarını yansıtmaktadır. (Fratzcher, 2004:5-6).

Literatürde, bekleyişler yaklaşımına yönelik farklı çalışmalar vardır. Bazı çalışmalarda müdahalelerin piyasa katılımcılarının beklentilerini değiştirdiği ve dolayısıyla döviz kurlarını etkilediği yönünde sonuçlara ulaşıırken (Beine, Quere ve Lecourt, 2002), bazı çalışmalarda ise döviz piyasasına yapılan müdahaleler ile gelecek dönem para arzı değişimleri arasında bekleyişler yaklaşımına uygun sonuçlar elde edilememiştir (Kaminsky ve Lewis, 1996).

Tablo 4, müdahalelerin döviz kurlarını etkileme yollarına yönelik olarak, yeni gelişen ülke merkez bankalarıyla yapılan anket sonuçlarını göstermektedir. Buna göre, bazı ülkelerde müdahaleler döviz kurlarını her üç yoldan etkilerken (Brezilya), bazı ülkelerde (Honk-Kong) müdahalelerin döviz kurlarını etkileme yolu sadece belirli bir politika aracında

Kriz Sonrası Süreçte Türkiye Ekonomisi'nde Uygulanan Döviz Piyasası Müdahalelerinin Etkinliği

yoğunlaşmıştır. Türkiye ekonomisinde ise müdahaleler döviz kurlarını ağırlıklı olarak portföy dengesi ve bekleşler vasıtasıyla etkilemektedir.

Tablo 4: Müdahalelerin Döviz Kurunu Etkileme Yolları

	Para Politikası ¹	Portföy Dengesi ²	Bekleşler ³	
			<i>Para Politikalarının Gelecekteki Durumu ile İlgili Bekleşler</i>	<i>Gelecek Dönem Müdahalelere Yönelik Bekleşler</i>
Etkin	Brezilya, Çek Cumh, Honk-Kong,	Brezilya, Filipinler, Türkiye	Brezilya, Çek Cum, Macaristan, Filipinler,	Brezilya, Macaristan, Hindistan, Peru, Filipinler, Türkiye
Etkinlik Düşük	Kolombiya, Macaristan, Endonezya, Kore, Türkiye.	Çek Cum, Macaristan, Kore, Peru.	Endonezya, Kore	Kolombiya, Çek Cum, Kore.
Etkin Değil	Filipinler			

¹ Müdahalenin sterilize edilmediği şartlarda, ulusal faiz oranları üzerine olan etki yoluyla.

² Sterilize edilen döviz piyasası müdahalelerine bağlı olarak portföy bileşiminin değişmesi.

³ Sterilize edilen müdahalelerin iktisadi ajanların döviz kuru bekleşlerini, gelecekte uygulanabilecek para politikalarını yansıtarak etkilemesi.

Kaynak: Yeni Gelişen Ülke Merkez Bankalarını Kapsayan BIS Anketi, Aktaran, Dubravko, 2005:86.

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE DÖVİZ PİYASASI MÜDAHALELERİ

Dalgalı kur rejimi altında herhangi bir kur hedefi bulunmayan Merkez Bankası'nın temel amacı, döviz kurunun arz ve talep koşulları tarafından belirlenmesidir. Döviz alım ihaleleri, döviz arzının arttığı dönemlerde döviz rezervlerini ılımlı bir biçimde arttırmak ya da azalmasını engellemek amacıyla yapılmaktadır (TCMB,2005-III: 32). Döviz satışlarının temel hedefleri ise, döviz talebini karşılamak ve IMF kredilerinin Hazine tarafından yurtiçi TL ödemelerinde kullanılması durumunda piyasada oluşabilecek likidite fazlasını çekmektir. Döviz alımlarının gerçekleştirildiği dönemde, piyasalardaki likidite hacmi artmaktadır. Döviz alım işlemlerinin yanı sıra likiditeyi arttıran diğer faktörler, sterilizasyon politikaları çerçevesinde uygulanan faiz ödemeleri ve munzam karşılıklara ödenen faizlerdir. (TCMB, 2003: 90). Döviz alımlarının neden olduğu likidite fazlası, piyasadaki bankalararası para piyasası ve açık piyasa işlemleri aracılığı ile çekilmektedir.

Döviz piyasasına müdahale olmadığı şartlarda, herhangi bir ülke parasına olan aşırı talep, döviz piyasasında baskıya neden olabilmektedir. Merkez bankalarının döviz piyasalarına, gerek alım, gerekse satım yönünde

yaptıkları müdahaleler, döviz piyasalarında oluşabilecek baskıyı gidermeye yöneliktir. TCMB, gerek pozisyon tutmak gerekse kurlara müdahale etmek amacıyla, döviz ve efektif piyasalarına girmektedir.

Merkez Bankası müdahale kararını, kurlarda her iki yönde aşırı dalgalanma olduğunda almaktadır. Merkez Bankası müdahaleleri döviz kurunun uzun dönem dengesini etkilemeyecek şekilde yapılmaktadır (TCMB, 2005-I:32). Şubat 2001 öncesi dönemde Türkiye’de sabit fakat ayarlanabilir kur sisteminin uygulandığı şartlarda, döviz piyasası büyük ölçüde Merkez Bankası’nın etkisi altında bulunmakta idi. Söz konusu dönemde Merkez Bankası, 2000 yılı başında uygulamaya konulan Enflasyonu Düşürme Programı çerçevesinde Net İç Varlıklar ve Net Uluslararası Rezervler hesaplarına sınırlar getirerek, kurala dayalı para politikası uygulamıştır. Ancak 2000 yılının ikinci yarısında kurala dayalı politika uygulamalarında yeni düzenlemeler gerekmiştir.

2000 yılının ikinci yarısında, cari işlemler dengesindeki bozulma ve bankacılık kesiminde artan risklere paralel olarak, likidite hacminin artırılması gerekmiştir. Bu süreçte, gerek döviz kuru sepetinin artışına göre faizlerin yüksek kalması, gerekse piyasadaki likiditenin dengesiz dağılımı, Merkez Bankası’nın likidite yönetimini zorlaştırmıştır. Merkez Bankası’nın kur politikasını sürdürmek amacıyla Türk Lira’sı likiditeyi daraltmaya yönelmesi, kısa vadeli faizlerin yükselmesine ve bazı bankaların yükümlülüklerini yerine getirememelerine neden olmuştur. Bankacılık sisteminin işleyişinin aksaması ve bu durumun ekonomiye getirdiği olumsuzluklar nedeniyle 22 Şubat 2001’de Türk Lira’sı yabancı para birimleri karşısında dalgalanmaya bırakılmıştır (TCMB, 2001:93). Dalgalı kur sistemindeki ilk döviz piyasası müdahaleleri döviz satış ihaleleri şeklinde gerçekleşmiştir. 29 Mart 2001 tarihinden itibaren programlı döviz satış ihalesi uygulamasına başlanmıştır. 2002 yılının ilk çeyreğinde ise, ters para ikamesi sürecinin yaşandığı ekonomi koşullarında Merkez Bankası, döviz rezervi pozisyonunu güçlendirmek amacıyla Nisan ayı başından itibaren döviz alım ihalelerine başlamıştır. Döviz alım ihalelerine, aralıklı olarak 2003, 2004, 2005, ve 2006 yıllarında da devam edilmiştir. Enflasyon hedeflemesinin uygulandığı 2001 sonrası dönemde, döviz piyasası müdahalelerine fiyat istikrarı amacına yönelik olarak başvurulmuştur.

2001 sonrasında Merkez Bankası’nın öncelikli amacı fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Bu çerçevede enflasyon hedefi ve büyüme ile uyumlu olacak şekilde parasal taban performans kriteri olarak belirlenmiştir. Buna göre Merkez Bankası enflasyon göstergeleri olumsuz (olumlu) gelişme gösterdiğinde faiz oranlarını yükseltmeyi (düşürmeyi), bir politika aracı olarak uygulamaya koymuştur. Merkez Bankası bu süreçte, döviz piyasalarına gerek satış yönünde, gerekse alış yönünde müdahalelerde bulunarak, enflasyon hedeflemesi rejimini bir anlamda döviz piyasası müdahaleleriyle

desteklemiştir (Akıncı, Yücel, Çulha vd. 2000 b:8). Bu dönem, fiyat istikrarının sağlanmasında, kısa vadeli faiz oranlarının temel para politikası aracı olarak kullanıldığı bir süreci yansıtmaktadır. Faiz oranlarındaki değişimlerin, döviz piyasalarında neden olabileceği istikrarsızlıklar Merkez Bankası müdahaleleriyle giderilmeye çalışılmıştır.

Gelişmiş ülkelerde enflasyonun temel belirleyicisi olarak, reel faktörler önemli bir paya sahipken, yeni gelişen ülkelerde parasal büyüme oranındaki ve nominal döviz kurundaki değişimlerden kaynaklanan nominal faktörlerin ağırlığı daha fazladır (Domaç, 2003:5). Bu nedenle otoritelerin fiyat istikrarı amacına yönelik olarak döviz piyasalarına müdahalede bulunmaları gerekmektedir.

Döviz piyasalarına yapılan müdahalelerin parasal taban üzerindeki etkileri, sterilizasyon politikalarının uygulanıp uygulanmamasına bağlı olarak değişmektedir.

Sterilize edilen döviz piyasası müdahalelerinde, müdahalelerin parasal taban üzerindeki etkilerini gidermek için ters yönlü işlemler gerçekleştirilmektedir. Piyasalara Merkez Bankası tarafından döviz satıldığında, net dış varlıklar ve parasal taban azalmaktadır. Döviz satışının parasal taban üzerindeki etkileri sterilize edilmek istendiğinde, piyasadan açık piyasa işlemleri vasıtasıyla borçlanma senetleri satın alınmaktadır. Uygulanan sterilizasyon politikasına bağlı olarak bu süreçte, ulusal para arzı ve net iç varlıklar artmaktadır. Bu politikanın sonucu olarak parasal taban, müdahaleden önceki seviyesine geri dönmektedir. Bu durumda $\Delta NDV + \Delta NIV = \Delta PT = 0$ olmaktadır (Ağcaer, 2003: 10). Piyasadan döviz alındığında, döviz satış yönündeki müdahalelerin tersi bir süreç yaşanacağından, net dış varlıklar ve parasal taban artmaktadır. Döviz alımının etkilerini sterilize etmek için açık piyasa işlemleri vasıtasıyla borçlanma senetleri satıldığında ise, net iç varlıklar ve parasal taban azalmaktadır. Türkiye'de, döviz piyasası müdahaleleri bu kapsamda değerlendirildiğinde, Merkez Bankası'nın 2001 sonrası dönemde açık piyasa işlemleri çerçevesinde sterilizasyona başvurduğu, net iç varlıklar kalemi yardımıyla ortaya konulabilir. Ancak bu dönemdeki sterilizasyon işlemleri, parasal tabanı müdahale öncesi seviyesine döndürecek büyüklükte olmamıştır. Bu durum, döviz piyasasına yapılan müdahalelerin tamamının sterilize edilmediği şeklinde değerlendirilebilir.

Tablo 5, döviz piyasasına 2001 yılında satış yönünde, diğer yıllarda alış yönünde yapılan müdahalelerin net iç varlıklar ve parasal taban üzerindeki etkilerini göstermektedir. Tablo 5'de 2004 ve 2005 yılı net iç varlıklar kalemlerindeki gelişmeler dikkat çekicidir.

Tablo 5: Seçilmiş Bazı Analitik Bilanço Kalemleri

Yıllar	NDV (Trilyon TL)	NİV (Trilyon TL)	Parasal Taban (Trilyon TL)
2000	3.422	2.366	5.788
2001	-12.754	20.556	7.803
2002	2.940	7.484	10.427
2003	7.066	7.801	14.967
2004	9.772	10.416	20.189
2005	34.690	-2.179	32.511
2006*	78.451	26.601	41.364

Kaynak: TCMB Yıllık Raporları. 2005 ve 2006 yılı verileri milyon YTL cinsindedir.

* Haziran ayı itibarıyla geçici veriler.

Tablo 5, incelendiğinde, sterilizasyon politikaları içermeyen Enflasyonla Mücadele Programının yürürlükte olduğu 2000 yılı dışında, diğer yıllarda açık piyasa işlemleri vasıtasıyla sterilizasyon politikalarına başvurulduğu görülmektedir. Döviz satışlarının olduğu 2001 yılında, satışın etkilerinin sterilize edildiği NİV ve parasal taban gelişmelerinden ortaya konulabilir. Döviz alım müdahalelerinin olduğu 2002-2006 döneminde ise NİV kalemi oldukça değişken bir seyir izlemiştir. Döviz alım müdahalelerinin olduğu 2002 yılında, açık piyasa işlemlerine bağlı olarak NİV kalemi azalmış, ancak parasal taban sterilizasyon işlemine uygun bir şekilde daralma göstermemiştir.

2003-2004 yıllarında döviz alımları nedeniyle piyasada likidite fazlası oluşmuştur. Kısa vadeli faiz oranlarının enflasyon hedefi ile uyumlu olması gereğinden hareketle, piyasadaki likidite fazlası açık piyasa işlemleri ile çekilmiştir (TCMB, Yıllık Rapor, 2004:81). 2004 yılı NİV kaleminin bir önceki yıla göre yüksek olmasının nedenleri arasında açık piyasa işlemleri ve değerlendirme hesabının etkileri vardır. 2004 yılı açık piyasa işlemlerinin değeri bir önceki yılın aynı dönemi ile karşılaştırıldığında,⁵ açık piyasa işlemleri ve değerlendirme hesabındaki değişimlerin net iç varlıklara yansıdığı görülmektedir. Ancak gerek 2003 gerekse 2004 yıllarında, parasal tabanda sterilizasyon amacına uygun daraltıcı bir etki görülmemiştir.

2005 yılı net iç varlıklar kaleminin değeri ise, Hazine'nin yıl boyunca TCMB neznindeki hesap bakiyesinin yüksek olması ve piyasadaki likidite fazlasının devam etmesi üzerine, açık piyasa işlemleri kaleminin yüksek seyretmesi sonucunda önemli ölçüde azalmıştır (TCMB, Yıllık Rapor, 2005:83). Açık piyasa işlemlerine dayalı likidite yönetimine 2006 yılında da

⁵ 31.12.2003 tarihi itibarıyla net APİ - 8.260 Trilyon TL, değerlendirme hesabı 723 Trilyon TL iken 31.12.2004 tarihi itibarıyla net APİ - 3.622 Trilyon TL, değerlendirme hesabı 2 032 Trilyon TL olmuştur. (TCMB, Yıllık Rapor, 2004:83)

devam edilmiştir. Açık piyasa işlemlerine dayalı likidite yönetiminin temel amacı, para piyasasında oluşacak faiz oranlarını, enflasyon hedefi doğrultusunda belirlenen kısa vadeli faiz oranlarına yaklaştırmaktır (Şahin, 2006:479). 2006 yılı geçici verilerine göre, NIV kalemi 2005 yılına göre önemli ölçüde artış göstermiştir. Bu artışın nedenleri arasında, açık piyasa işlemleri ve değerlendirme hesabındaki değişimlerin önemli etkisi olduğu düşünülmektedir. Parasal taban verilerinden hareket edildiğinde, 2003, 2004 ve 2005 yıllarında olduğu gibi 2006 yılında da, parasal tabanda uygulanan sterilizasyon politikaları doğrultusunda daraltıcı etkiler meydana gelmemiştir. Bu durum, döviz piyasası müdahalelerinin parasal taban üzerindeki etkilerinin tam olarak sterilize edilmediği şeklinde değerlendirilebilir. Bu noktadan hareketle, Türkiye'de döviz piyasası müdahalelerinin ekonomik değişkenler üzerine, para politikalarına benzer tarzda etkilerinin olması söz konusudur.

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE DÖVİZ PİYASASI MÜDAHALELERİNE YÖNELİK BİR ANALİZ

Çalışmamızda 2001 sonrası dönemde, döviz piyasasına gerek alım, gerekse satım yönünde yapılan müdahalelerin, döviz kurunun (TL/\$) düzeyi üzerine olan etkileri araştırılmaktadır. Ampirik analizde kullanılan veriler, Merkez Bankası'nın döviz satış (Mart-Kasım 2001, Haziran 2006) ve döviz alış (Nisan-Haziran 2002, Mayıs-Ekim 2003, Ocak-Nisan 2004, Aralık 2004, Ocak-Aralık 2005 ve Ocak-Mayıs 2006) yönündeki ihaleleri ile dalgalı kur sistemindeki doğrudan döviz alış müdahalelerini kapsamaktadır.⁶ Çalışmamızda reel döviz kuru serisi olarak, TCMB'nin TÜFE bazlı reel efektif kur endeksi (1995=100) kullanılmıştır. Çalışmada, araştırmamızın temelini oluşturan Merkez Bankası'nın döviz satış ve döviz alış verileri, bağımsız değişken olarak alınmıştır. Bunun yanı sıra, reel döviz kuruna etki edebilecek reel faiz⁷ ve dış ticaret haddi⁸ değişkenlerinin de inceleme dönemimizde reel döviz kuru üzerindeki etkileri araştırılmıştır. İnceleme dönemi, 2001 sonrası süreci kapsamaktadır.

Reel döviz kurları, kurların farklı şekillerde kontrol altında tutulduğu 2001 öncesi dönemde (1995-2001) dar bir bandta hareket ederken, 2001 sonrası dönemde daha oynak bir seyir takip etmiştir (İnandım, 2005: 50). Bu ise uygulanan dalgalı kur sisteminde müdahaleleri gündeme getirmiştir. Çalışmada 2001 sonrası dönemin incelenmesinin temel nedeni, döviz

⁶ (Mayıs-Eylül 2003), (Şubat 2004), (Ocak, Mart, Haziran, Temmuz, Ekim, Kasım 2005), (Şubat 2006).

⁷ reel faiz oranı = $(1 + \text{İhale Ortalama Faiz Oranı} / 1 + \text{Enflasyon Oranı}) - 1$

⁸ DTH = İhraç Malları Fiyat Endeksi / İthal Malları Fiyat Endeksi

piyasası müdahalelerinin dalgalı kur rejimindeki etkilerini tespit etmektir.⁹ Ayrıca uygulama döneminin seçiminde etkili olan diğer bir faktör ise, 2001 öncesi dönemdeki müdahale verileri ile ilgilidir.

TCMB, geçmiş yıllarda uyguladığı para programları çerçevesinde çeşitli dönemlerde döviz piyasalarına müdahale etmesine karşın, 2001 öncesinde müdahalelere ilişkin yayınlanan veri mevcut bulunmamaktadır (Ağcaer, 2003: 9).

Türkiye’de döviz piyasası müdahalelerinin etkinliği ile ilgili yapılan çalışmalarda, müdahalelerin döviz kurlarının düzeyi ve/veya değişkenliği üzerine olan etkileri konusunda farklı sonuçlara ulaşılmıştır.

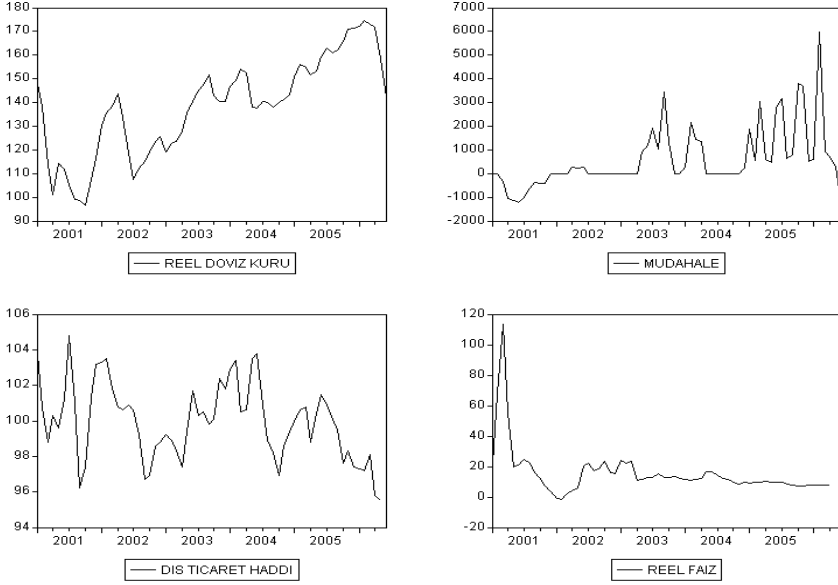
Ağcaer’in (2003) çalışmasında, Şubat 2001-Kasım 2003 döneminde döviz piyasasına yapılan müdahalelerin döviz kurlarının düzeyi üzerine etkide bulunduğu ve aşırı dalgalanmaları azalttığı yönünde sonuçlara ulaşılmıştır. Buna karşın Herrera ve Özbay’ın (2005) çalışmalarında ise, döviz piyasası müdahalelerin döviz kurunun düzeyini değiştirme konusunda etkin olmadığı yönünde sonuçlar elde edilmiştir.¹⁰ Ayrıca aynı çalışmada dalgalı kur sisteminde döviz piyasası müdahalelerinin, döviz kuru volatilitisini azaltma konusunda etkin olmadığı yönünde sonuçlara da ulaşılmıştır. Elde edilen sonuçlar, dalgalı kur sisteminde, döviz kurunun düzeyinin piyasa tarafından belirlendiği görüşü ile uyumludur (Herrera ve Özbay, 2005: 22). Ancak döviz piyasasına yapılan müdahalelerin etkinliği ile ilgili bazı çalışmalarda farklı sonuçlar elde edilmiştir. Örneğin Domaç ve Mendoza’nın (2002), çalışmalarına göre, döviz piyasasına yapılan müdahaleler, müdahalelerinin büyüklüğü ve sıklığına bağlı olarak Türkiye ve Meksika gibi yeni gelişen ülkelerde, kur değişkenliğini azaltmıştır. Bu çalışmaya göre, dalgalı kur sistemine geçiş sonrasında, satış yönlü müdahalelerde döviz kurunun düzeyini ve değişkenliğini etkileme yönünde anlamlı sonuçlara ulaşılırken, alış yönlü müdahalelerde ise, döviz kurunun düzeyi ve değişkenliği üzerine anlamlı sonuçlar elde edilememiştir. Elde edilen sonuçlar, bu ülkelerde döviz piyasalarına yapılan müdahalelerin, döviz kurunu belirli bir paritede tutmaya yönelik müdahaleler olmadığını ortaya koymaktadır (Domaç ve Mendoza,2002:4).

AMPİRİK BULGULAR

Çalışmada kullanılan zaman serilerinin, zaman yolu grafikleri Şekil 2’de gösterilmiştir

⁹ Bu konu ile ilgili olarak bkz , Çulha, Akıncı, Özlale ve Şahinbeyoğlu (2005 a), (2005b), İnandım (2005).

¹⁰ Bkz ayrıca Akıncı, Çulha, vd., (2005a).



Şekil 2: Zaman Serilerinin Grafiği

Şekil 2'de gösterilen zaman serileri incelendiğinde, reel döviz kuru serisinin zaman içerisinde bir konjonktürel yapı gösterdiği ve giderek artan bir seyir izlediği görülmektedir. Ancak bu artış bir trend etkisi yansıtmadığından reel döviz kuru serisinin durağan olabileceği düşünülebilir. Merkez Bankası'nın döviz piyasasına yapmış olduğu müdahale miktarını gösteren zaman serisi incelendiğinde, serinin özellikle 2005 yılından sonra artan bir varyans gösterdiği gözlenmektedir. Yine de seriye ilişkin zaman yolu grafiği incelendiğinde serinin durağan olması muhtemel görülmektedir. Dış ticaret haddi serisinin ise zaman içerisinde belirli bir ortalama etrafında saçılım gösterdiği, yani bir rassal yapı sergilediği görülmektedir. Dolayısıyla dış ticaret haddi serisinin zaman yolu grafiğinden serinin durağan olabileceği sonucuna varılabilir. Son olarak reel faiz oranı serisinde 2001 yılında sapan bir değer olduğu, bu sapan değer göz ardı edildiğinde serinin belirli bir ortalama, belirli bir varyansla saçılım gösterdiği Şekil 2 yardımıyla belirlenebilir. Sapan değerın zaman içerisinde tekrarı çok nadir olduğundan, serinin yapısı üzerinde pek etkili olmayacaktır. Bu nedenle reel faiz serisi durağan olarak nitelendirilebilir.

Her dört zaman serinin zaman yolu grafiği incelendiğinde dört serinin de durağan olabileceği ortaya çıkmaktadır. Ancak kesin bir sonuca ulaşmak için serilere ilişkin birim kök testlerinin uygulanması gerekmektedir.

Birim Kök Testleri

Çalışmamızda Merkez Bankası'nın döviz kurunun düzeyine olan müdahalelerini araştırmadan önce; döviz kuru, müdahale, dış ticaret haddi ve faiz serilerinin durağan olup olmadığı tespit edilecektir.

Zaman serilerinin durağanlığı ile ilgili olarak, uygulamada kullanılacak bir çok birim kök testi vardır (Nargeleçekenler, 2004: 153). Ancak çalışmada öncelikle literatürde en çok kabul gören ve hata teriminin temiz-dizi (White Noise) olduğunu varsayan Dickey-Fuller (D-F) birim kök testi ile hata teriminin temiz-dizi olmadığını varsayan Artırılmış Dickey-Fuller (Augmented Dickey Fuller) birim kök testleri kullanılacaktır. Dickey-Fuller birim kök testi uygularken üç farklı model ileri sürmüştür. Bu modeller;

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta t + \delta Y_{t-1} + e_t \quad (1)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \delta Y_{t-1} + e_t \quad (2)$$

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + e_t \quad (3)$$

biçiminde sunulmaktadır (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2005: 284). Burada hata teriminin $e_t \sim \text{IID}(0, \sigma^2)$ olduğu varsayılmaktadır. Ancak hata teriminin temiz-dizi olup olmadığını belirlemek amacıyla test uygulanmalıdır. Hataları otokorelasyondan (serisel korelasyondan) arındırmak için bu süreçte modele dahil edilmesi gereken gecikme sayılarının belirlenmesi gerekmektedir. AIC, SIC ve LM testleri kullanılarak belirlenecek uygun gecikme sayısı, hata teriminde otokorelasyon problemini ortadan kaldırmalıdır. Tablo 6 zaman serilerine uygulanan birim kök testi sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 6: Zaman Serilerine Uygulanan Birim Kök Testi Sonuçları

BİRİM TESTLERİ	KÖK	ADF Birim Kök Test	Phillips-Perron Birim Kök Testi
Döviz Kuru		-4.8657 ^a	-3.9766 ^b
Müdahale		-6.1796 ^a	-6.1711 ^a
Dış Ticaret Haddi		-4.1004 ^a	-3.3564 ^b
Reel Faiz		-3.6767 ^a	-3.0612 ^b

^a 0.01 düzeyinde anlamlıdır. ^b 0.05 düzeyinde anlamlıdır ^c 0.10 düzeyinde anlamlıdır.

Reel efektif döviz kuru serisi için uygulanan ADF birim kök testi, denklem (1) ile verilen en genel model kalıbına hata teriminin 1 gecikmeli

değerinin eklendiği ADF modelidir. Yani model en genel haliyle tahmin edildikten sonra trend parametresi anlamlı bulunduğundan birim kök testi uygulanacak model, kesmeli ve trendli modeldir. Ayrıca döviz kuru serisi için denklem (1) ile tahmin edilen modele bağımlı değişkenin 1 gecikmeli değeri eklendiğinde hata terimindeki otokorelasyonun ortadan kalktığı görülmüştür. Benzer biçimde müdahale değişkeni için tahmin edilen modelde, birim kök testi uygulanacak model, kesmeli ve trendli modeldir. Hata teriminde otokorelasyon problemi olmadığından, modele bağımlı değişkenin gecikmeli değeri eklenmemiştir. Dış ticaret haddi serisi için tahmin edilen denklem (2) yani kesmeli ve trendsiz modeldir. Tahmin edilen denklem (2) sonucunda hata teriminde otokorelasyon problemi olduğundan, bağımlı değişkenin 1 gecikmeli değeri modele eklendiğinde, hatalardaki otokorelasyonun ortadan kalktığı görülmektedir. Son olarak reel faiz serisi için tahmin edilen model ise kesmeli ve trendsiz modeldir. Ayrıca hata teriminde otokorelasyon problemi olduğundan, modelin bağımlı değişkeninin 3 gecikmeli değeri modele eklendiğinde hata teriminde otokorelasyon probleminin ortadan kalktığı görülmüştür.

Tablo 6'de uygulanan ADF birim kök testleri

$$\begin{aligned} H_0 : \delta &= 0 \\ H_1 : \delta &< 0 \end{aligned} \quad (7)$$

hipotezi altında, her dört zaman serisi için de boş hipotez red edilmektedir. Yani zaman serilerinin tamamı durağandır.

Zaman serilerine uygulanan ikinci birim kök testi ise Phillips-Perron (PP) birim kök testidir. Phillips-Perron, birim kök testinde hata teriminin $\varepsilon_t \sim WN(0, \sigma^2)$ olmadığını varsayarak ADF testi için ileri sürülen modellerde bir düzeltme yapar. Yani DF testi uygulanırken hata terimi otokorelasyonlu ise modele bağımlı değişkenin gecikmeli değeri ekleniyordu. PP yaklaşımında ise DF test istatistiğine bir düzeltme faktörü eklenir. PP birim kök test istatistikleri gösterilirken, genelle DF testlerinin önüne Z eklenir. Örneğin DF testindeki $\hat{\tau}_\beta$ 'nin PP testindeki karşılığına $Z_{\hat{\tau}_\beta}$ olarak atıfta bulunulur. Modele eklenmesi gereken gecikme sayısı ise $T^{1/3} \cong 4$ olarak hesaplanmaktadır.

Uygulanan Phillips-Perron birim kök testi sonucunda, müdahale zaman serisi % 1'de, döviz kuru, dış ticaret haddi ve reel faiz değişkenleri ise %5 anlamlılık düzeyine göre boş hipotezi red etmektedir. Yani bulunan sonuç ADF birim kök testini destekler niteliktedir. Sonuçta uygulanan her iki birim kök testi de döviz kuru, dış ticaret haddi, müdahale ve reel faiz serilerinin durağan olduğunu ortaya koymaktadır.

İkinci aşamada Merkez Bankası'nın döviz piyasasına yapmış olduğu müdahalelerin etkisini belirlemek amacıyla ekonometrik model kurulmuştur. Model

$$REDK_t = \alpha + \beta_1 RFAIZ_t + \beta_2 DTH_t + \beta_3 DA_t + \beta_4 DS_t + e_t \quad (8)$$

biçiminde kurulmaktadır. Burada $REDK_t$ reel efektif döviz kuru endeksini, $RFAIZ_t$ reel faiz oranını, DTH_t dış ticaret haddini, DA_t Merkez Bankası'nın müdahale ile piyasadan aldığı döviz miktarını ve DS_t Merkez Bankası'nın müdahale ile piyasaya sattığı döviz miktarını göstermektedir. Denklem (8) ile tanımlanan ekonometrik regresyon modeli OEKK ile tahmin edildiğinde, bulunan sonuçların ekonometrik varsayımları ihlal ettiği görülmüştür. Bu nedenle hata terimi için değişen varyans ve serisel korelasyon testleri uygulandıktan sonra bulunan sonuçlar, Tablo 7'de özetlenmektedir.

Tablo 7: Modelin OEKK Tahmin Sonuçları

DEPENDENT VARIABLE: REDK				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 2001M03 2006M04				
Included observations: 62 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	127.6668	49.36982	2.585928	0.0124
@TREND	0.922907	0.136397	6.766346	0.0000
RFAIZ	-0.219637	0.060018	-3.659545	0.0006
DTH	-0.169235	0.472413	-0.358236	0.7216
DA	0.000756	0.000286	2.642196	0.0108
DS	-0.010465	0.008133	-1.286857	0.2036
AR(1)	1.121123	0.162834	6.885072	0.0000
AR(2)	-0.407601	0.193915	-2.101954	0.0402
R-squared	0.955522	MEAN DEPENDENT VAR	137.7000	
Adjusted R-squared	0.949756	S.D. dependent var	21.03893	
S.E. of regression	4.715920	Akaike info criterion	6.059679	
Sum squared resid	1200.955	Schwarz criterion	6.334148	
Log likelihood	-179.8501	F-statistic	165.7244	
Durbin-Watson stat	2.030507	Prob(F-statistic)	0.000000	

Denklem (8) tahmin edildikten sonra hata teriminde serisel korelasyon problemi olup olmadığını test etmek için hesaplanan Breusch-Godfrey testi 26.51826 bulunmuştur. Yani hatalarda serisel korelasyon olmadığını ileri süren boş hipotez red edilmektedir. Benzer şekilde hesaplanan Durbin-Watson istatistiği 0.690829 olması bulunan bu sonucu desteklemiştir. Bu nedenle hata terimindeki serisel korelasyonu ortadan kaldırmak için otokorelasyon parametreleri modele eklenerek model yeniden tahmin

edilmiştir. Tablo 7'de tahmin edilen model incelendiğinde, hata teriminde serisel korelasyon probleminin ortadan kalktığı, otokorelasyon parametrelerinin $\rho_1 = 1.121123$ ve $\rho_2 = -0.407601$ istatistiksel olarak anlamlı olmasından da anlaşılabilir. Dolayısıyla tahmin edilen otokorelasyon parametreleri anlamlı olduğundan ve hesaplanan Durbin-Watson istatistiği 2.030507 olduğu için kabaca artık hata teriminde serisel korelasyon probleminin olmadığı söylenebilir. Bu aşamada diğer bir testin uygulanması daha faydalı olacaktır. Serisel korelasyon için hesaplanan Breusch-Godfrey testi 0.537801 olarak bulunmuştur. Yani hatalarda serisel korelasyon olmadığını ileri süren boş hipotez ret edilememektedir. Dolayısıyla hatalardaki serisel korelasyon problemi ortadan kalkmıştır.

Denklem (8) tahmin edildikten sonra hata teriminde değişen varyans problemi olup olmadığını test etmek için White'ın değişen varyans testi uygulanmış ve testin 43.60636 olduğu bulunmuştur. Yani hata teriminde değişen varyans olmadığını ileri süren boş hipotez red edilmektedir. Ancak modelin hatalarında görülen serisel korelasyon problemi çözüldükten sonra, Tablo 7'de sunulan tahminler için uygulanan White'ın değişen varyans testi 16.59298 bulunmuştur. Yani hata teriminde değişen varyans olmadığını ileri süren boş hipotez red edilememektedir. Dolayısıyla Tablo 7'de tahmin edilen modelin ekonometrik varsayımları sağlandığından tahmin edilen modelin parametrelerinin iktisadi ve istatistiksel olarak anlamlılıklarının incelenmesine geçilebilir.

Tablo 7'de tahmin edilen modelin kesme terimi 127.6635 olarak bulunmuştur. Kesme teriminin marjinal anlamlılık düzeyi (Probability) 0.0124 olduğundan kesme %5 anlamlılık düzeyine göre anlamlıdır. Tahmin edilen modelde deterministik trend parametresinin 0.9229 çıkması, reel döviz kurunun zaman içerisinde monoton bir artış göstereceğini ifade etmektedir. Trend parametresinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde parametreye ilişkin marjinal anlamlılık düzeyi 0.0000 olduğundan parametre, % 1 ve %5 anlamlılık düzeylerine göre anlamlıdır.

Reel faiz değişkeninin parametresi için hesaplanan marjinal anlamlılık düzeyinin 0.0006 olması, parametrenin %1 ve %5'te anlamlı olduğunu göstermektedir. Dış ticaret haddi serisinin etkisini gösteren $\beta_2 = -0.169210$ istatistiksel olarak anlamsız olduğundan (Prob.=0.7216) yorumu yapılmamıştır.

Çalışmanın amacını teşkil eden Merkez Bankası'nın döviz piyasasına alış ve satış yönünde yaptığı müdahalelerin döviz kuru üzerindeki etkilerini ortaya koymak için, denklem (8)'e döviz alışlarını ve döviz satışlarını göstermek üzere sırasıyla β_3 ve β_4 parametreleri eklenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, Merkez Bankası'nın döviz piyasasından alışlarının reel döviz kuru üzerine pozitif yönde etkisi vardır (0.000756) ve bu etki % 5 marjinal

anlamlılık düzeyinde (0.0108) istatistiksel olarak anlamlıdır. Döviz satışları, reel döviz kuru üzerinde negatif bir etkiye sahiptir. Ancak parametre %5 veya %10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Tablo 7’de tahmin edilen modelin yüksek bir determinasyon katsayısına sahip olması nedeniyle modelin genel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Ampirik analiz sonuçlarına göre, Merkez Bankası’nın döviz piyasasına satış yönlü müdahaleleri, reel döviz kuru üzerinde negatif yönlü bir etkiye sahiptir. Ayrıca parametre istatistiksel olarak anlamlı değildir. Merkez Bankası’nın döviz piyasasına satış yönünde müdahale etmesine karşın, reel döviz kurunun yükselmesi, döviz satışlarının gerçekleştiği dönemde, piyasalarda hakim olan belirsizliğin, enflasyonist beklentileri arttırması, ve müdahalenin büyüklüğü ile açıklanabilir.

Çalışmamızda, Merkez Bankası’nın döviz alışlarının reel döviz kurunu arttırıcı etkileri tespit edilmiştir. Elde edilen bu sonuç, 2002 sonrası dönemde gelişen ters para ikamesi süreci ile uyumludur. Ayrıca elde edilen sonuç, Merkez Bankası’nın ağırlıklı olarak, uluslararası rezerv biriktirme amacına yönelik olarak, piyasalardan döviz aldığı, döviz kurunun yönünü değiştirme amacıyla olmadığı şeklinde de değerlendirilebilir.

Çalışmamızda elde edilen diğer bir sonuç, reel faiz oranları ile ilgilidir. Reel faiz oranları ile reel döviz kurları arasındaki temel etkileşim mekanizması, kısa vadeli sermaye akımlarından kaynaklanan etkiler nedeniyle genellikle pozitifdir. Ancak çalışmamızda elde edilen sonuca göre, reel faiz oranları ile reel döviz kurları arasında istatistiksel olarak anlamlı, negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Bu durum, yeni gelişen ülke ekonomilerine yönelik olarak yapılan bazı çalışma sonuçlarıyla uyumludur¹¹. Elde edilen sonuçlar, inceleme döneminde, reel faizlerin bir risk unsuru olarak algılandığını göstermektedir.

Çalışmamızda, reel döviz kuru üzerindeki etkisi incelenen diğer bir değişken olan, dış ticaret haddi ile reel döviz kuru arasında anlamlı bir ilişki

¹¹ bkz, (Favero ve Giavazzi, 2004) , (Blanchard: 2004). Faiz oranlarıyla döviz kurları arasında sermaye akımları yoluyla bağlantı kurulmaktadır. Faiz oranlarındaki artışlar, özellikle kamu borcunun yüksek olduğu ülkelerde, risk primine artış olarak yansımaktadır. Bu durum, sermaye girişlerini azalttığına, ulusal para değer kaybına uğramaktadır (Favero ve Giavazzi, 2004:1).

Merkez Bankası kamu kesimi borçlanma araçlarına olan talebi arttırmak için reel faiz oranlarını yükselttiğinde, ulusal para değer kazanmaktadır. Ancak faiz oranlarındaki yükselme, kamu kesimi borcunun sürdürülebilir olmadığı şeklinde değerlendirildiğinde, ulusal para değer kaybına uğramaktadır. Bu durumda enflasyon hedeflemesi rejiminin farklı etkileri ortaya çıkmaktadır. Örneğin, yüksek enflasyon oranı ile mücadele etmek için faiz oranlarının arttırılması şeklinde bir politika izlenmesi, ulusal paranın değer kaybıyla sonuçlanabilmektedir (Blanchard, 2004:2).

tespit edilememiştir. Buna göre, inceleme döneminde, dış ticaret hadlerinde meydana gelen azalma veya artışların, reel döviz kuru üzerine etkisi tespit edilememiştir.¹²

SONUÇ

Uluslararası para politikalarının koordinasyonunda döviz kurlarının istikrarı önem arz etmektedir. Yeni gelişen ülkelerde kurların piyasa koşullarının belirlediği düzeyden, genellikle sermaye akımlarından kaynaklanan etkiler nedeniyle farklılık göstermesi, kur istikrarının sağlanması sürecinde döviz piyasası müdahalelerini gündeme getirmiştir. Kur istikrarı, gerek ülkelerin ihracatta rekabet kaybına uğramamaları, gerekse enflasyonist baskılar açısından önem arz etmektedir. Ulusal paranın yabancı paralar karşısında değer kazanması, ülkenin ihracat rekabetini olumsuz etkilerken, değer kaybetmesi ise geçiş etkisinin yüksek olduğu ülkelerde enflasyonist baskılara neden olabilmektedir. Ulusal paranın değer kaybı ayrıca yabancı paralar cinsinden yükümlülüklerin ağırlıkta olduğu ekonomilerde, bilanço etkisi yaratarak yükümlülüklerin geri ödenmesini zorlaştırmaktadır. Bu bakımdan, ulusal paranın yabancı paralar karşısındaki değerinin belirli bir seviyede tutulması, öncelik haline gelmektedir.

Yeni gelişen ülkelerdeki döviz piyasası müdahalelerinin diğer bir gerekçesini, rezerv biriktirme politikaları oluşturmaktadır. Rezerv biriktirme politikaları, 1990'lı yılların ikinci yarısında Türkiye'nin de içinde bulunduğu bazı yeni gelişen ülkelerde meydana gelen finansal krizlerin ardından, özellikle önem kazanmıştır.

Yeni gelişen ülkelerde döviz piyasası müdahalelerinde en dikkati çeken husus, müdahalelerin büyüklüğü ile döviz kurunu etkileme gücü arasındaki ilişkinin, öneminin azalmış olmasıdır. Yeni gelişen ülkelerde düşük hacimli müdahaleler dahi döviz kurlarının düzeyine etki edebilmektedir. Bu süreçte, merkez bankalarının kredibilitésinin önemi ortaya çıkmaktadır. Çünkü döviz piyasası işlem hacmini kapsamayan büyüklükte müdahalelerin, döviz kurunun düzeyine etki edebilmesi ancak kurumsal kredibilitésinin varlığı ile açıklanabilecek bir durumdur.

Türkiye'de Şubat 2001 sonrası dönemde, Merkez Bankası'nın döviz alışı ve satışı yönündeki müdahalelerinin döviz kurunun düzeyine olan etkilerinin

¹² Dış ticaret hadlerinin aleyhe dönmesi, rekabet gücünün azalması anlamına gelmektedir. Dış ticaret hadleri, ithalat fiyatlarının artması, ihracat fiyatlarının düşmesi nedeniyle bozulmaktadır.

Dış ticaret hadleri aleyhe döndüğünde, ekonomi politikasını yürütenler ile ihracatçılar ve ithalatçılar, genellikle döviz kurlarının değiştirilerek, dış ticaret hadlerinin kendi lehlerine dönmesini talep ederler (Çekerol ve Gürbüz, 2003:).

farklılık gösterdiği tespit edilmiştir. Şubat 2001-Haziran 2006 inceleme döneminde, alış yönlü müdahaleler, istatistiksel olarak daha anlamlı sonuçlar vermiştir. Satış yönlü müdahalelerde ise, elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamsızdır. Elde edilen sonuçlardan hareketle, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın 2001 sonrası dönemde, dalgalı kur sisteminin mantığına uygun olarak, döviz kurlarını para politikası aracı olarak kullanmadığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Müdahalelerin reel döviz kurları üzerindeki etkileri dikkate alındığında Türkiye'de, döviz kurlarının halen büyük ölçüde kısa vadeli sermaye akımlarının etkisi altında belirlendiği, ortaya çıkmaktadır.

KAYNAKÇA

- AGENOR, P R., DERMOTT, Mc C. J. ve ÜÇER, M. (1997) "Fiscal Imbalances, Capital Flows and the Real Exchange Rate: The Case of Turkey", IMF Working Papers, No: 9701.
- AKINCI, Ö., OLCAY, Y. Ç., ÖZLALE, Ü. ve ŞAHİNBEYOĞLU, G. (2005 a) "Causes and Effectiveness of Foreign Exchange Interventions for the Turkish Economy", TCMB Working Papers, No:05/ 05, pp.1-24
- AKINCI, Ö., OLCAY, Y. Ç., ÖZLALE, Ü. ve ŞAHİNBEYOĞLU, G. (2005 b) "The Effectiveness of Foreign Exchange Intervention for the Turkish Economy: A Post Crisis Period Analysis", TCMB Working Papers, No:05/ 06, pp.1-33
- AQUILAR, J. ve NYRDAHL, S. (1998) "Central Bank Intervention and Exchange Rates: The case of Sweden", Sveriges Riksbank WP, No.54.
- BAILLIE, R. ve OSTERBERG, W. (1997) "Why Do Central Bank Intervene", *Journal of International Money and Finance*, Vol:16, No:6, pp.909-919.
- BEINE, M A., QUERE, B. ve LECOURTH, C. (2002) "Central Bank Intervention and Foreign Exchange Rates", *Journal of International Money and Finance*, Vol:21, No:1, pp.115-144.
- BEINE, M A., LAURENT, S. ve LECOURTH, C. (2003) "Official Central Bank Intervention and Exchange Rate Volatility", *European Economic Review*, Vol: 47, No:5, pp.891-911.
- BLANCHARD, O. (2004) "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil", NBER WP, No:10389.

- BONSER, N. C ve TANNER, G. (1996) “Central Bank Intervention and the Volatility of Foreign Exchange Rates”, *Journal of International Money and Finance*, Vol:15, No:6, pp.853-878.
- ÇEKEROL, K ve GÜRBÜZ, H. (2003) “Reel Döviz Kuru Değişkenleri ile Sektörel Dış Ticaret Fiyatları Arasındaki Uzun Dönem İlişki”, ODTÜ Ekonomi Kongresi, 6-9 Eylül 2003, ss.1-12.
- DISYATAT, P. ve GALATI, G. (2005) “The Effectiveness of Foreign Exchange Intervention In Emerging Market Countries”, . in *Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets, Motives, Technics and Implications*, BIS Paper No: 24, pp. 97-114.
- DOMAÇ, İ. (2003) Explaining and Forecasting Inflation in Turkey, TCMB Working Papers, pp.1-41.
- DOMAÇ, İ. ve MENDOZA, E. (2002) “Is There Room for Forex Interventions Under Inflation Targeting Framework ? Evidence from Mexico and Turkey”, TCMB Working Papers, December, pp.1-33.
- DOMINGUEZ, K. ve FRANKEL, J.A. (1993a) “Foreign Exchange Intervention: An Empirical Assessment”, in *On Exchange Rates* (ed) Frankel Jeffrey, Cambridge: MIT Press, pp.327-345.
- DOMINGUEZ, K. ve FRANKEL J. (1993b) “Does Foreign Exchange Intervention Matter The Portfolio Effect”, *American Economic Review*, Vol:83, No:5, pp.1356-1369.
- DOMINGUEZ, K. ve FRANKEL J. (1993c) “Does Foreign Exchange Intervention Work”, Washington: Institute for International Economics.
- DPT; *Mali Piyasalarındaki Gelişmeler*, Aralık 2003, ss.1-48.
- DUBRAVKO, M. (2005) “Survey of Central Banks Views on Effects of Intervention”, in *Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Technics and Implications*, BIS Paper No: 24, pp. 82-96.
- EIJFFINGER, S. ve GRUIJTERS, N. (1998) “ On the Effectiveness of Daily Intervention by the Deutsche Bundesbank and the Federal Reserve System in the US Dollar-Deutsche Mark Exchange Market”, in *Foreign Exchange Intervention: Objectives and Effectiveness*, (ed) Eijffinger S., Cheltenham: Edward Elgar, pp.360-380.
- EIJFFINGER, S. (2000) “Should The ECB Intervene in the Foreign Exchange Market ?”, *Briefing Paper On The Conduct of Monetary Policy and An Evaluation of the Economic Situation In Europe*, November, pp.1-4.
- EMİR, O.Y., KARASOY, A. ve KUNTER, K. (2000) *Monetary Reaction Function in Turkey*, TCMB Discussion Paper No:48, pp.1-27.

- FAVERO, C. ve GÌAVAZZÌ, F. (2004) “Inflation Targeting and Debt: Lessons from Brazil”, NBER WP, No:10390, pp.1-23.
- FATUM, R. ve HUTCHİSON, M. (1999) “Is Intervention a Signal of Future Monetary Policy ? Evidence From The Federal Funds Futures Markets”, *Journal of Money Credit and Banking*, Vol.31, No:1, pp. 54-69.
- FATUM, R. ve HUTCHİSON, M. (2002) “Is Foreign Exchange Market Intervention an Alternative to Monetary Policy, Mimeo: University of California, Department of Economics.
- FATUM, R. ve HUTCHİSON, M. (2003) “Is Sterilized Foreign Exchange Intervention Effective After All ? An Event Study Approach”, *The Economic Journal*, Vol:113, No:487, pp.390-411.
- FISCHER, A.M. ve ZURLİNDEN, M. (1999) “ Exchange Rate Effects of Central Bank Interventions”, *The Economic Journal*, Vol:109, No:458, pp.662-676.
- FRATZSCHER, M. (2004) “Communication and Exchange Rate Policy”, European Central Bank Working Papers, No:363, pp.1-44.
- FRANKEL, J. (1993) *On Exchange Rates*, Cambridge: MIT Press.
- GIRTON, L. ve ROPER, D. (1977) “A Model of Exchange Market Pressure Applied to the Postwar Canadian Experience”, *American Economic Review*, Vol.67, No: 4 , pp.537-548.
- HERRERA, A. M. ve ÖZBAY, P. (2005) A Dynamic Model of Central Bank Intervention”, Research Department WP, No:05/01, pp.1-38.
- HUMPAGE, O. (1986) “Exchange Market Intervention: The Channels of Influence”, Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review, No:III, pp.2-13, in *Foreign Exchange Intervention: Objectives and Effectiveness*, ed: Eijfinger Sylvester (1998), Cheltenham: Edward Elgar, p.364.
- HUMPAGE, O. (1999) “US Intervention: Assessing the Probability of Success”, *Journal of Money Credit and Banking*, Vol.31, No:4, pp.731-747.
- HOLUP, T. (2004) “Foreign Exchange Interventions Under Inflation Targeting: The Czech Experience”, Deutsche Bank Research Notes, No:17, pp.1-25.
- İNANDIM, Ş. (2005) Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi:Türkiye Örneği, TCMB Uzmanlık Tez Çalışması.
- KAMINSKY, G. ve LEWIS, K. (1996) “Does Foreign Exchange Intervention Signal Future Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, Vol:37, No:3/2, pp.285-312.

- KAYA, Y (1998) Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği, DPT Yayın No: 2487.
- KEARNS, J. ve RIGOBON, R. (2002) "Identifying the Efficacy of Central Bank Interventions: The Australian Case, NBER Working Papers, No:9062, pp.1-29.
- KING, M. (2003) "Effective Foreign Exchange Intervention, Matching Strategies with Objectives", Bank of Canada International Finance, Vol:6, No:2, pp.1-23.
- KRILJENKO, C. ve JORGE, I. (2003) "Foreign Exchange Intervention in Developing and Transition Economies: Result of Survey", IMF Working Papers, 03/95, pp.1-59.
- KRILJENKO, C. ve JORGE, I. (2004) "Foreign Exchange Market Organization in Selected Developing Countries and Transition Economies", IMF Working Paper, No:04-4 pp.1-47.
- LOOPESKO, B. (1984). "Relationship Among Exchange Rates, Intervention and Interest Rates: An Empirical Investigation", *Journal of International Money and Finance*, Vol:3, pp.257-277.
- MOHANTY, M.S. ve TURNER, P. (2005) "Intervention: What Are The Domestic Consequences", in *Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Technics and Implications*, BIS Paper No: 24, pp. 56-81.
- MORENO, R. ve YIN N. (1992) "Exchange Rate Policy and Shocks to Asset Market: The Case of Taiwan Experience in the 1980's", *FRBSF Economic Review*, 1992-1, pp.14-34.
- MURRAY, J., ZELMER, M. ve MANUS, D.M. (1996) "The Effect of Intervention on Canadian Dollar Volatility", in Fenton P ve Murray J (ed), *Exchange Rates and Monetary Policy*, Ottawa: Bank of Canada, pp.311-361.
- MUSSA, M. (1981) *The Role of Official Intervention*, Occasional Paper No:6, Group of Thirty, New York.
- NARGELEÇEKENLER Mehmet, (2004), "Euro Satış Değerindeki Volatilitenin ARCH ve GARCH Modelleri ile Tahmini", *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, Cilt 54, Sayı 2, s. 153-179.
- NEELY, C. J. (2001) "The Practise of Central Bank Intervention, *Federal Bank of St Louis Review*, May-June, pp.1-10.
- PAYNE, R. ve VITALE, P. (2000) "A Transaction Level Study of the Effects of Central Bank Intervention on Exchange Rates" London School Of Economics, Discussion Papers, No:335.

- ROGERS, J. ve SIKLOS, P. (2003) “Foreign Exchange Market Intervention in Two Small Open Economies”, *Journal of International Money and Finance*, Vol:22, No:3, pp.393-416.
- SARNO, L. ve TAYLOR, M. (2001) “Official Intervention in the Foreign Exchange: If Effective and If so How Does It Work”, *Journal of Economic Literature*, Vol:34, pp.839-868.
- SARNO, L. ve TAYLOR, M. (2002) *New Developments in Exchange Rate Economics*, Vol:1, Cheltenham: Edward Elgar.
- SEVÜKTEKİN, M. ve NARGELEÇEKENLER, M: (2005) *Zaman Serileri Analizi*, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, Yayın No:770.
- SCHWARTZ, A. (2000) “The Rise and Fall of Foreign Exchange Intervention”, NBER Working Paper, No: 7751. pp.1-38.
- SPIEGEL, M. (2003) “Japanese Foreign Exchange Intervention”, FRBSF Economic Letter, 2003-36, ss.1-4.
- SPOLANDER, M. (1999) Measuring Exchange Market Pressure and Central Bank Interventionen, *Banking Finland Studies E:17 1999*, pp.1-118.
- TCMB (2001) *Yıllık Rapor*.
- TCMB (2003) *Yıllık Rapor*.
- TCMB (2005) *2005 –I Para Politikası Raporu*.
- TCMB (2005) *2005 –III Para Politikası Raporu*.
- WAI MING, H. (2004) “ The Liquidity Effects of Foreign Exchange Intervention”, *Journal of International Economics*, Vol.63, No:1, pp.179-208.
- WEST, K. ve ENGEL, C. (2004). “ Exchange Rates and Fundamentals”, NBER Working Papers, No.10723, pp.1-48