

# 10

## DÖVİZ KURLARININ OLUŞUMUYLA İLGİLİ KURAMLARA GİRİŞ

“Döviz kuru belirlenmesi kuramı bugün yetersiz bir konumdadır. Kuramsal bakış açısından, geleneksel akım yaklaşımı ile modern varlık-piyasası yaklaşımı arasındaki tartışma, sonuncusunun zafer kazandığını göstermektedir. Ama ampirik bakış açısından bakıldığında, bütün kuramsal modellerin tahmin yeteneği oldukça zayıf gözükmetedir.” Gandolfo et al. (1993: 332)

### 1 Giriş

Döviz kurlarının nasıl oluştuğunu açıklamaya yönelik kuramlar, özellikle 1970’lerden itibaren öylesine çeşitlenmiş ve gelişmiştir ki, artık hemen her literatür taramasında bu kuramların türlerinin sınıflandırılmasıyla ilgili yeni bir çaba ortaya koyulmaktadır. Döviz kuru kuramları; genellikle, iktisatçılar arasındaki ekol farklılıklarına, açıklanacak kur değişmelerinin kısa vadeli mi yoksa uzun vadeli mi olduğuna veya değişmelerin daha çok uluslararası mal ve hizmet hareketlerinden mi yoksa sermaye hareketlerinden mi kaynaklandıklarına göre sınıflandırılmaktadır. Bu çalışmada ise, kuramlar, daha çok kronolojik bir perspektif içinde ele alınacak, yeri geldikçe çeşitli sınıflandırma biçimlerinin gerekçeleri ima edilecektir. Çalışmanın ikinci bölümündeki başlangıç noktası olarak, bir tür *net yabancı varlık piyasası* (market for net foreign assets) olan döviz piyasasındaki (exchange market) arz ve talebin bileşenlerini ve belirleyicilerini alacağım. Döviz kurlarının oluşumuna bu geleneksel *akım* (flow) yaklaşımın ardından, üçüncü ve dördüncü bölümlerde, temel iki pariteyi kısaca açıklayıp beşinci ve altıncı bölümlerde ise, önemli bazı modern döviz kuru modellerini özetleyeceğim.

Döviz kurlarının oluşumuyla ilgili kuramlara bir giriş niteliğindeki bu çalışmada sık kullanacağım bazı simgeler ve anlamları şöyle:

S : nominal döviz arzı

D : nominal döviz talebi

- $e$  : yabancı paranın yerli para cinsinden cari veya nominal fiyatı (spot döviz kuru)  
 $g^e$  : yabancı paranın yerli para karşısındaki değer kazanma oranı  
 $g^{e^x}$  : yabancı paranın yerli para karşısındaki beklenen değer kazanma oranı  
 $e_f$  : vadeli (forward) döviz kuru  
 $e_x$  : beklenen döviz kuru  
 $\tau$  : dış ticaret haddi, yani  $P_d / (e \cdot P_f)$  oranı  
 $i_d$  : yurtiçi faiz haddi  
 $i_f$  : yurtdışı faiz haddi  
 $P_d$  : yurtiçi genel fiyat düzeyi  
 $\pi_d$  : yurtiçi fiyat düzeyinin artış oranı  
 $P_f$  : yurtdışı genel fiyat düzeyi  
 $\pi_f$  : yurtdışı fiyat düzeyinin artış oranı  
 $M_d$  : yurtiçi nominal para arzı  
 $m_d$  : yurtiçi nominal para arzının artış oranı  
 $V_d$  : yurtiçinde paranın dolaşım hızı  
 $v_d$  : yurtiçinde paranın dolaşım hızının artış oranı  
 $M_f$  : yurtdışı nominal para arzı  
 $m_f$  : yurtdışı nominal para arzının artış oranı  
 $Y_d$  : yurtiçi reel hasıla düzeyi  
 $g^{Y_d}$  : yurtiçi reel hasılanın artış oranı  
 $Y_f$  : yurtdışı reel hasıla düzeyi  
 $g^{Y_f}$  : yurtdışı reel hasılanın artış oranı

## 2 Döviz Kurlarının Oluşumuna Akım Yaklaşımı

Bir ülkenin dünyanın geri kalan kısmıyla, belirli bir dönem içinde (genellikle bir yılda) yaptığı karşılıklı mal, hizmet ve sermaye

hareketlerinin parasal değerlerinin özetlendiği *ödemeler bilançosunun* ana ve önemli bazı alt hesapları şu denklemlerle özetlenebilir:<sup>1</sup>

$$\begin{aligned} \text{CAB} + \text{NCM} + \text{NEO} &= \text{BP} = \Delta\text{NFA}^{\text{cb}} & [1] \\ \text{CAB} &= \text{NGX} + \text{NSX} + \text{NUTI} & [2] \\ \text{NGX} &= \text{GX} - \text{GM} & [3] \\ \text{NSX} &= \text{NOSX} + \text{NFI} & [4] \\ \text{NOSX} &= \text{OSX} - \text{OSM} & [5] \\ \text{NFI} &= \text{FI} - \text{FP} & [6] \\ \text{NUTI} &= \text{UTI} - \text{UTP} & [7] \\ \text{NCM} &= \text{CM} - \text{CX} & [8] \end{aligned}$$

- CAB : cari hesap dengesi (net mal ve hizmet dışsatımı)  
GX : mal dışsatımı  
GM : mal dışalımını  
OSX : faktör gelirleri dışındaki hizmet dışsatımı  
OSM : faktör ödemeleri dışındaki hizmet dışalımını  
FI : yurtdışından sağlanan faktör gelirleri  
FP : yurtdışına yapılan faktör ödemeleri  
UTI : yurtdışından sağlanan tek yanlı (karşılıksız) transfer gelirleri  
UTP : yurtdışına yapılan tek yanlı (karşılıksız) transfer ödemeleri  
NCM : net sermaye dışalımını (sermaye hareketleri dengesi)  
CM : sermaye dışalımını  
CX : sermaye dışsatımı  
NEO : net hata ve noksanlar (burada, NEO = 0 varsayılacak)  
BP : ödemeler bilançosu  
 $\Delta\text{NFA}^{\text{cb}}$ : yerli merkez bankasının net yurtdışı (altın ve döviz) varlıklarındaki mutlak değişme

---

<sup>1</sup> Buradaki değişkenlerden başında "N" harfi bulunanları ilgili net değerleri (gelir - gider) ifade etmektedir.

Şimdi, [1] numaralı denklemde verilen ayrıntısız ödemeler bilançosunun alt kalemlerinden hareketle, döviz piyasasındaki arz ve talebin bileşenlerini elde edebiliriz. Çünkü ülkeye döviz girişini gösteren bilanço kalemleri, yerli paraya çevirilmek üzere döviz piyasasında arz edilecek toplam döviz tutarını gösterdiğinden döviz arzını (S); mal ve hizmet girişi ve sermaye çıkışı nedeniyle yabancılara döviz cinsinden ödeme yapabilmek için, ülkeden döviz çıkışını gösteren kalemler de döviz talebini (D) gösterecektir:

$$S = GX + OSX + FI + UTI + CM \quad [9]$$

$$D = GM + OSM + FP + UTP + CX \quad [10]$$

Burada S ve D'yi oluşturan kalemler, ödemeler bilançosunda dengenin sağlanması amacıyla bağımsız olarak çeşitli ekonomik aktörlerce gerçekleştirildiklerinden *otonom* veya *çizgi-üstü* kalemler olarak adlandırılırlar. Merkez bankasının net dış varlıklarındaki değişimler ise, *denkleştirici* veya *çizgi-altı* niteliktedir.

Bir ülkenin ödemeler bilançosu,  $NEO = 0$  iken,  $BP = CAB + NCM$  olduğuna göre,  $BP = \Delta NFA^{cb}$  yerine

$$S - D = \Delta NFA^{cb} \quad [11]$$

ifadesini de yazabiliriz. Bu denkleme göre, döviz piyasasındaki net döviz arzı (S-D), eğer ülkede esnek döviz kurları sistemi geçerliyse kuramsal olarak  $\Delta NFA^{cb} = 0$  olacağından, ödemeler bilançosuna ve dolayısıyla "sıfıra" eşitlenecek; sabit kurlar sisteminde ise merkez bankasının uluslararası rezervleri içsel bir değişken kimliğiyle bilançodaki denkleşmeyi sağlayacaktır.

Öte yanda, CAB ve NCM'nin belirleyicileri ve bunların CAB ve NCM'yi etkileme yönleri şu işlevlerle:

$$CAB = CAB(\tau, Y_d, Y_f) \quad [12]$$

$$NCM = NCM(i_d - i_f) \quad [13]$$

$$BP = BP(\tau, Y_d, Y_f, i_d, i_f) \quad [14]$$

gösterilebilir ve böylece de S ve D'nin belirleyicileri ve birinci türevlerin işaretleri:

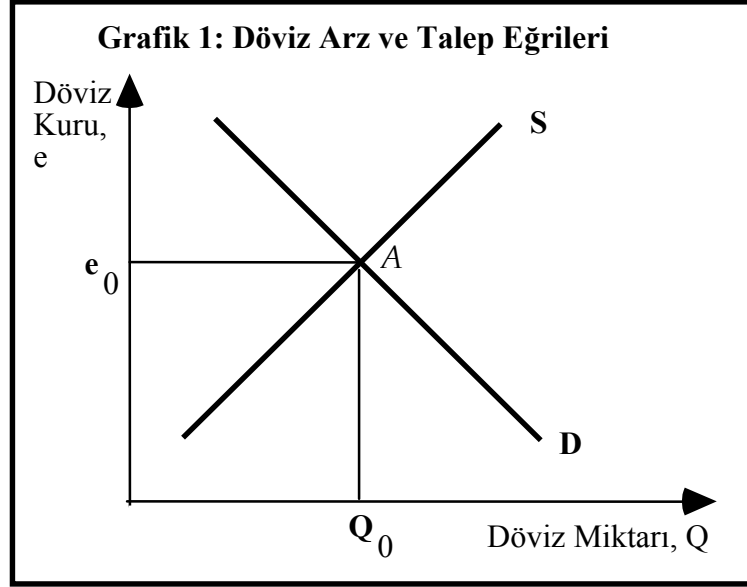
$$S = S(\tau, Y_f, i_d - i_f) = S(e, P_d, P_f, Y_f, i_d, i_f) \quad [15]$$

$$D = D(\tau, Y_d, i_d - i_f) = D(e, P_d, P_f, Y_d, i_d, i_f) \quad [16]$$

gibi özetlenebilir.<sup>1</sup> Bu işlevsel ilişkileri kullanarak *ceteris paribus* varsayımı altında, döviz piyasasındaki denge ve dengesizlik durumlarını analiz edebilmek amacıyla, S ve D eğrilerini Grafik 1'deki gibi çizebiliriz.

---

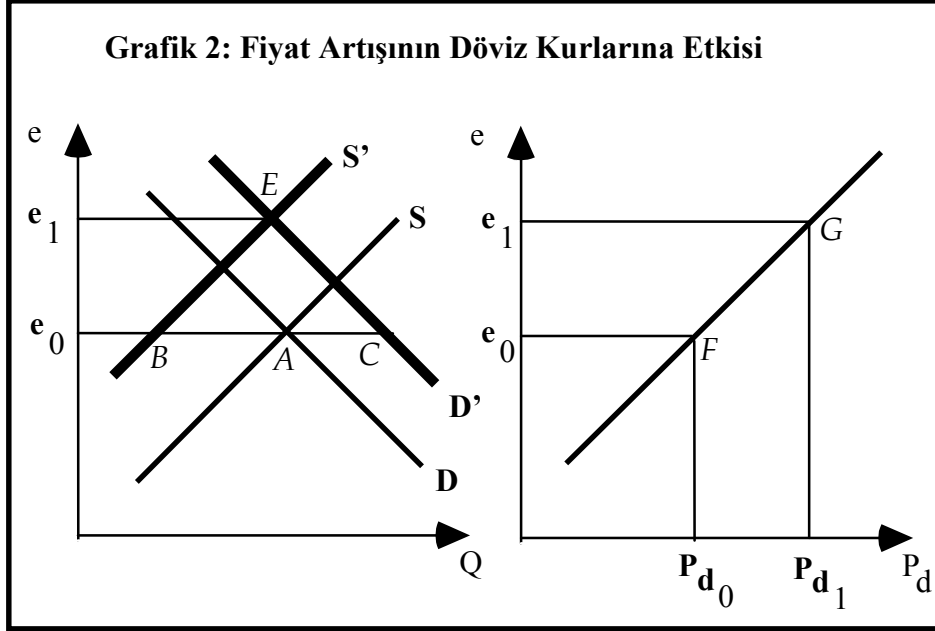
<sup>1</sup> Burada döviz kurundaki değişmelerin CAB üzerinde net olarak düzeltici etki yapacağı, yani *Marshall-Lerner koşulunun* geçerli olduğu ( $CAB_e = \partial CAB / \partial e > 0$ ) varsayılmıştır. Bu koşula göre, dışsım mallarının dış talep esnekliği ile dışalım mallarının iç talep esnekliklerinin toplamı 1'den küçük olamaz. Eğer örneğin kısa dönemde, bu toplam 1'den küçük olduğu için Marshall-Lerner koşulu geçersizleşirse, (kısa dönem) döviz arz eğrisi negatif eğimli olur. Bu durumda, arz eğrisi talep eğrisinden daha yatık ise, döviz piyasasındaki denge istikrarsız olur. Başka bir deyişle, Marshall-Lerner koşulu, *döviz piyasasında istikrar koşuludur*. Bu konuda bak. Bölüm 12'deki Grafik 1 ve ilgili açıklamalar.



*Esnek* döviz kurları sistemindeki bir ülkede,  $BP = S - D = 0$  eşitliği, merkez bankasının herhangi bir müdahalesine gerek kalmaksızın döviz kurunun serbestçe dalgalanabilmesi sayesinde örn. Grafik 1'deki *A* noktası gibi bir noktada sağlanacaktır. *S* ve *D* eğrilerinin eğimleri gerçekten de Grafik 1'de çizilenlerinki gibiyse, döviz piyasasındaki denge istikrarlıdır. Çünkü *A* noktasının gösterdiği  $e_0$  denge kurunun üstündeki kurlarda döviz piyasasında doğacak *arz fazlaları*, döviz kurlarının düşmesi yönünde;  $e_0$  kurunun altındaki kurlarda oluşacak *talep fazlaları* ise kurların yükselmesi yönünde bir eğilim veya baskı yaratacaktır. Böylece, döviz piyasasındaki olası bir arz fazlası ( $S-D > 0$ ), ödemeler bilançosunda da bir fazla ( $BP > 0$ ) olduğu; döviz piyasasındaki bir talep fazlası ( $S-D < 0$ ) ise ödemeler bilançosunda da bir açık ( $BP < 0$ ) olduğu anlamına gelecektir.

*Sabit* kurlarda, olası arz ya da talep fazlaları hükümetin ilgili fazlalığı ortadan kaldıracak yönde bir kur ayarlaması yapmaması durumunda, merkez bankasının net yabancı varlıklarındaki içsel değişmelerle bertaraf edilecektir. Başka bir deyişle, döviz piyasasındaki bir arz fazlasını emmek üzere merkez bankası döviz satın alacak ( $\Delta NFA^{cb} > 0$ ), bir talep fazlasını karşılayabilmek amacıyla ise döviz satacaktır ( $\Delta NFA^{cb} < 0$ ).

Burada sözü edilen arz veya talep fazlalarının ortaya çıkış sebepleri, S ve D'nin bileşimindeki GX ve GM gibi kalemlerdeki değişmelerde aranmalıdır. Adıgeçen kalemlerdeki değişmelerin ardında ise, olası  $P_d$ ,  $P_f$ ,  $Y_d$ ,  $Y_f$ ,  $i_d$  veya  $i_f$  değişimleri yatmaktadır. Örneğin, Grafik 2'nin sol yarısında da görüldüğü gibi, yurtiçi fiyat düzeyindeki bir artış, ceteris paribus, bir yanda görece fiyatları ( $\tau$ ) değiştireceği için mal ve hizmet dışalımını teşvik ederek döviz talebini arttıracak (D'de sağa kayma), diğer yanda mal ve hizmet dışatımını daraltarak döviz arzını azaltacaktır (S'de sola kayma). *Esnek* kurlar sisteminde, bu iki kayma eski denge kuru düzeyinde net olarak doğan döviz talep fazlasının etkisiyle denge döviz kurunu E denge noktasının gösterdiği  $e_1$  düzeyine yükseltecektir. *Sabit* kurlar sisteminde ise,  $\tau$  değişmesi sonucunda başlangıç döviz kuru için doğan BC kadarlık talep fazlası, merkez bankasının döviz satışı sayesinde giderilerek, bir yanda kurlar sabit kalacak, ama diğer yanda merkez bankasının net dış varlıklarındaki azalma yüzünden yurtiçi para arzı daralacaktır.



Yurtiçi fiyat düzeyinde oluşan artışın yukarıda *esnek* kurlar için özetlenen ilk etkilerinin bir uzantısı olarak, örn. ödemeler bilançosu dengesinin korunduğu  $P_d - e$  bileşimlerini gösteren bir eğri, eksenlerinde

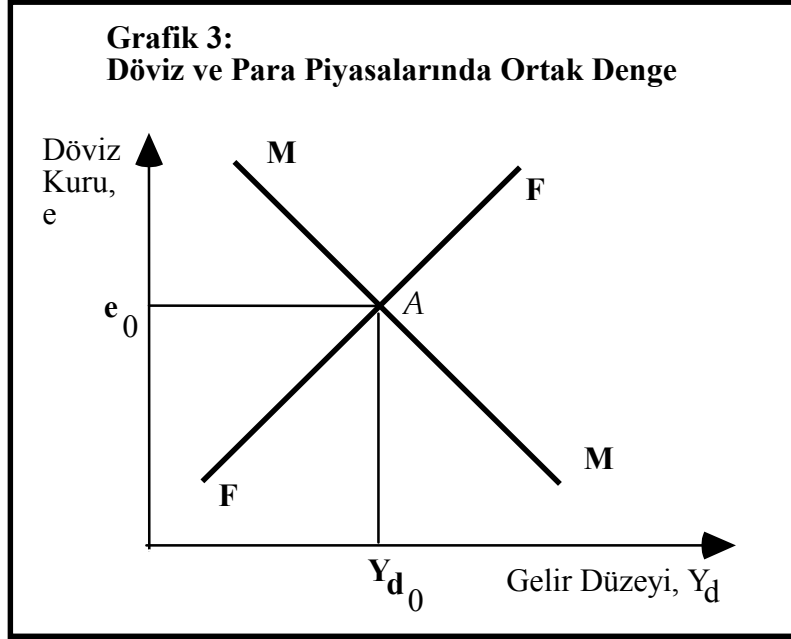
$P_d$  ve  $e$ 'nin yer aldığı bir diyagramda pozitif eğimli bir eğri biçiminde çizilebilir. Grafik 2'nin sağ yarısında, sol yarısındaki denge kurları için  $F$  ve  $G$  noktalarından geçecek biçimde çizilen bu eğrinin solunda (yukarısında) kalan bütün noktalarda ödemeler bilançosunda fazla, sağındaki (altındaki) noktalarda ise açık olacaktır.<sup>1</sup> Ancak, böyle bir eğri, esnek kurlar sistemindeyken *yalnızca* döviz piyasasındaki dengeyi sağlayan fiyat-kur bileşimlerini temsil edecek, yani mal ya da para piyasalarındaki denge fiyat-kur bileşimleri söz konusu eğrinin gösterdiğinden farklı olabilecektir.

İkinci bir örnek olarak, yurtdışı gelir düzeyindeki bir azalmanın kur üzerindeki etkilerine bakabiliriz.  $Y_d$ 'nin düşüşü, mal ve/veya hizmet dışalımını daraltıcı yönde bir etki yaratacağından, bu düşüş, döviz arz eğrisi sabitken döviz talep eğrisini sola kaydıracaktır. Böyle bir kayma ise,  $BP = 0$  dengesinin sağlanabilmesi için, esnek kurlarda döviz kurunun da düşüşü ile sonuçlanmalıdır. Bir başka deyişle, ödemeler bilançosundaki dengenin korunabilmesi için bir  $Y_d$  değişmesi karşısında  $e$  de aynı yönde değişmek zorunda olduğundan, bilanço dengesini gösteren  $Y_d - e$  bileşimlerinin oluşturduğu eğri pozitif eğimli olacaktır. *FF eğrisi* diye adlandıracağım bu eğrinin (bak. Grafik 3) yukarısındaki noktalarda döviz piyasasında arz fazlası (yani BP fazlası); altındaki noktalarda ise, talep fazlası (yani BP açığı) vardır. Ancak, *FF* eğrisinin de, *yalnızca* döviz piyasasındaki denge gelir-kur bileşimlerini gösterdiği, mal veya para piyasalarındaki denge gelir-kur bileşimleri hakkında bir fikir vermediği unutulmamalıdır. Bu noktaya, döviz kurlarının oluşumuna *basit parasalcı yaklaşımı* özetlerken yeniden döneceğim.

---

<sup>1</sup> Bu eğrinin sabit kurlar için çizimini, okuyucuya bırakıyorum.





Döviz kurlarının oluşumuna veya değişme gerekçelerine, uluslararası mal, hizmet ve sermaye hareketleriyle ilgili birtakım *akım* (flow) büyüklüklerin yer aldığı ödemeler bilançosunun ima ettiği *akım* döviz geliri ve gideri kalemlerinden hareketle yapılabilecek bu yaklaşımın özetlenmesinden sonra, artık önemli iki paritenin açıklanmasına ve ardından da, modern kur oluşumu kuramlarının özetlenmesine geçeceğim.

### 3 Satınalma Gücü Paritesi ve Döviz Kurlarının Oluşumu

Döviz kurlarının rolüyle ilgili *tek fiyat yasası*, aynı para birimi cinsinden ifade edildiklerinde, herhangi bir malın fiyatının yurtiçi ve yurtdışında aynı olması gerektiğini söyler. Dolayısıyla, burada, döviz kurunun işlevi, belli bir mal ya da hizmet için şu denkliği sağlamaktır:

$$P_d = e \cdot P_f \quad [17]$$

Bu ilişkinin makro düzeyde mal ve hizmet piyasalarına uygulanmasıyla kurulan *satınalma gücü paritesi* (SAGP) ilişkisinin *mutlak* anlamdaki gösterimine göre:

$$e = P_d / P_f \quad [18]$$

olmalıdır. Yabancı paranın yerli para birimi cinsinden fiyatı anlamında nominal döviz kurunu veren bu ilişkiden hareketle, cari döviz kuru  $e$ 'yi  $P_d / P_f$  gibi bir görelî bir fiyat göstergesiyle deflate ederek, reel döviz kuru denkleminde geçebiliriz:

$$e^r = e / (P_d / P_f) = e \cdot P_f / P_d \quad [19]$$

Bir tür uluslararası görelî fiyat olan reel döviz kuru (endeksi)  $e^r$ , bu kitabın birinci bölümünde de değinildiği üzere, hatalı olarak da olsa, bir ülkenin makroekonomik düzeydeki *rekabet gücünün* bir göstergesi olarak kullanılabilir. İç ve dış genel fiyat düzeyi değişmelerine göre uyumlanmış bu kur, SAGP geçerliliğini koruduğu sürece bire eşit olacaktır.<sup>1</sup> Ama örneğin cari kurlar sabitken yurtiçi fiyat düzeyinin dış fiyat düzeyine göre daha hızlı artması durumunda, reel kur düşecek, yani yerli mal sepetinin aynı mal sepetinin yurtdışındaki yerli para birimi cinsinden değerine göre daha pahalı hale gelmesi nedeniyle “ülkenin” uluslararası rekabet gücü düşecektir. Burada,  $e^r$ 'deki düşüşler, yerli paranın (mal sepetinin) reel olarak değer kazandığı (appreciation) anlamına gelmektedir. Benzer biçimde,  $e^r$ 'deki artışlar da, yerli paranın reel olarak değer yitirdiği (depreciation) anlamına gelecektir.

*Görelî* anlamdaki SAGP'ye göre, döviz kuru iç ve dış fiyat artış oranları kadar değişmelidir. Başka bir deyişle, denklem [18]'in büyüme oranları cinsinden yazılması durumunda, görelî SAGP denklemi elde edilecektir:

$$g^e = (e_2 - e_1) / e_1 = \pi_d - \pi_f \quad [20]$$

Sabit döviz kurları sisteminde, SAGP'nin geçerliliğinin korunabilmesi için bu kur ayarlaması *hükümetçe* yapılmak durumundayken; esnek döviz kurları sisteminde, uyumlanma, görelî fiyat değişmelerinin etkisi altındaki ödemeler bilançosundan kaynaklanan döviz arz ve talebinin döviz piyasasındaki net etkileri sayesinde *kendiliğinden* gerçekleşecektir.

---

<sup>1</sup> Burada, başlangıç dönemi olarak hangi dönemin seçileceği veya hangi cari döviz kurunun başlangıçtaki (gerçekçi) kur olarak alınacağı, tartışmalıdır.

#### 4 Faiz Haddi Paritesi ve Döviz Kurlarının Oluşumu

Döviz kuru değişmelerinin açıklanmasıyla ilgili olarak SAGP ilişkisinin 1970'lerdeki çöküş nedenlerinin başında, mal fiyatlarındaki değişkenliğin, nominal döviz kurlarındaki değişkenlikten çok daha az olması gelir. Parasal etkenlerin reel etkenlerden daha baskın olduğu (1920'ler Almanyası gibi) bir ortamda, yani hızlı bir enflasyon döneminde, SAGP ilişkisinin geçerliliği artarken; küçük uluslararası enflasyon oranı farkları oluşturan bir ortamda (örneğin 1970'lerdeki gibi), söz konusu ilişki (kısa dönemde) kopar. Dünyada 1970'lerin ilk yarısında genelde esnek döviz kurlarına geçilmesiyle giderek daha fazla önem kazanmaya başlayan (kısa vadeli) uluslararası sermaye hareketleri bir başka ilişkiyi gündeme getirmiştir: *Faiz haddi paritesi ilişkisi*. Uluslararası sermaye piyasalarının entegrasyonu ilerleyip sermaye akışkanlaştıkça, döviz kurlarının oluşumunun açıklanmasında önemi daha da artan *örtülü faiz haddi paritesi* (covered interest rate parity) teoremine göre, enformasyon ve işlem giderleri gözardı edilirse:<sup>1</sup>

$$i_d - i_f = (e_f - e) / e \quad [21]$$

veya

$$(i_d - i_f) - (e_f - e) / e = 0 \quad [21a]$$

Bu koşul, faiz getiren aktifler için arbitraj denge koşuludur. Başka bir deyişle, iç ve dış faiz hadleri farklılaşıyorsa, yatırımcıların yerli ve yabancı varlıklar arasında kararsız-kayıtsız kalabilmesi için, vadeli döviz kuru ile cari kuru birbirinden aynı orandaki farklılaşmaları sayesinde, söz konusu faiz haddi farkı giderilmelidir.

Örtülü faiz haddi paritesindeki  $e_f$  yerine beklenen döviz kuru ( $e_x$ ) yazılacak olursa, *açık faiz haddi paritesi* (uncovered interest rate parity) elde edilmiş olur:

$$i_d - i_f = (e_x - e) / e \quad [22]$$

veya

---

<sup>1</sup> Bazen; döviz kurlarının oluşumunda SAGP ilişkisini dikkate alan modellere ticaret bilançosu modelleri, FHP ilişkisini dikkate alan modellere ise sermaye hesabı modelleri dendiği de olmaktadır.

$$(i_d - i_f) - (e_x - e) / e = (i_d - i_f) - g^{e^x} = 0 \quad [22a]$$

Kolayca fark edileceği üzere, faiz haddi paritesi yaklaşımı da, tıpkı SAGP yaklaşımı gibi, aslında tek fiyat yasasının para piyasasına uygulanmasından başka birşey değildir. Çünkü faiz haddi paritesi, özünde, aynı para birimi cinsinden ifade edildiklerinde, yerli ve yabancı atkiflerin getirilerinin aynı olması gerektiği düşüncesine dayanmaktadır.

## 5 Finansal (Mali) Piyasa Yaklaşımları

Yerli ve yabancı paraların da birer finansal varlık olarak düşünüldüğü faiz haddi paritesi ilişkisi; döviz kurlarının oluşumuyla ilgili olarak 1970'lerde geliştirilen finans piyasası yaklaşımlarının temel taşı oluşturmuştur.<sup>1</sup> Finans piyasası kuramlarının iki ana yönde geliştiği söylenebilir: *Parasal (moneter) yaklaşım* ve *portföy dengesi yaklaşımı*. Söz konusu iki yaklaşım arasındaki ortak özellik; döviz kurunun oluşumunu bu çalışmanın ikinci bölümünde özetlendiği gibi *akım* birtakım büyüklüklerin kullanıldığı geleneksel yaklaşımla değil, *stok* değişkenlerle (para arzı veya stoğu) açıklamaya çalışıyor olmalarıdır. Aralarındaki en önemli fark ise; birinci yaklaşımda, çeşitli paralara yapılacak yatırımların birbirleriyle *mükemmel* (tam) ikame edilebilecek nitelikte olduklarının varsayılmasına (ve böylece “saf” faiz haddi paritesinin hareket noktası olarak alınmasına) karşın, ikinci yaklaşımda, yatırım seçenekleri tam ikame edilebilir nitelikte görülmedikleri için, risk primlerinin de faiz paritesinin içine çekilmesinde yatmaktadır.

### 5.1 Parasal Yaklaşım

*Döviz kurlarının oluşumuna parasal yaklaşımla ilgili iki önemli model bulunmaktadır: Basit parasalcı (monetarist) model ve Dornbusch'un, hedefi aşan veya yüksekte uçan (overshooting) döviz kurları modeli. İki modelin ortak noktası, para arzındaki bir değişmeden yola çıkarak döviz kurlarının ne yönde değişeceğini açıklanmasıdır. Bu bölümde, işte biri parasalcı diğeri Keynesgil bu iki parasal yaklaşım özetlenecektir.*

---

<sup>1</sup> Bak. Kaehler (1985: 49).

### 5.1.1 Basit Parasalci Yaklaşım: Esnek Fiyatlar

*Finans piyasası yaklaşımlarının çekirdeği* durumundaki öncü parasal yaklaşıma, yani *basit parasalci yaklaşıma* göre, henüz faiz paritesinin geçerli olmasına gerek bulunmaksızın, döviz kurlarındaki değişmeler (1) miktar kuramı, (2) tam fiyat esnekliği ve (3) görelî SAGP varsayımları altında kolayca açıklanabiliyordu. Bu yaklaşım çerçevesinde mutlak büyüklükler ve dolayısıyla büyüme oranları cinsinden ifade edilen miktar kuramına göre, sırasıyla:

$$M_d \cdot V_d = P_d \cdot Y_d \quad [23]$$

$$m_d + v_d = \pi_d + g^Y_d \quad [24]$$

eşitlikleri geçerlidir. Bu iki denkemde, d yerine f simgesinin yazılması durumunda, yabancı ülke için mutlak ve görelî büyüklükler cinsinde miktar kuramı denklemleri elde edilecektir.

Söz konusu edilen üç varsayım altında; para arzındaki bir artış, denklem [23] veya [24]'e göre genel fiyat düzeyini yükseltecek, böylece örn. dış fiyat artış oranı sıfırken, denklem [20] gereği e'nin yükselmesi yani yerli paranın değer kaybetmesi söz konusu olacaktır. Daha çok, hızlı fiyat artışı dönemlerinde işleyen bu model, 1973'te biten *Bretton Woods* döneminden sonra olduğu gibi fiyat uyumları yavaşsa ve kısa vadeli spekülâtif sermaye hareketleri yoğunlaşmışsa işlemeyecekti.

Para piyasasında dengeyi sağlayan gelir-kur bileşimlerine gelince. Bu piyasadaki denge koşulu, yani reel para arzı (M/P) ve talebinin (L) denkliği, yurtiçi ve yurtdışı için şu iki denklemle gösterilebilir:

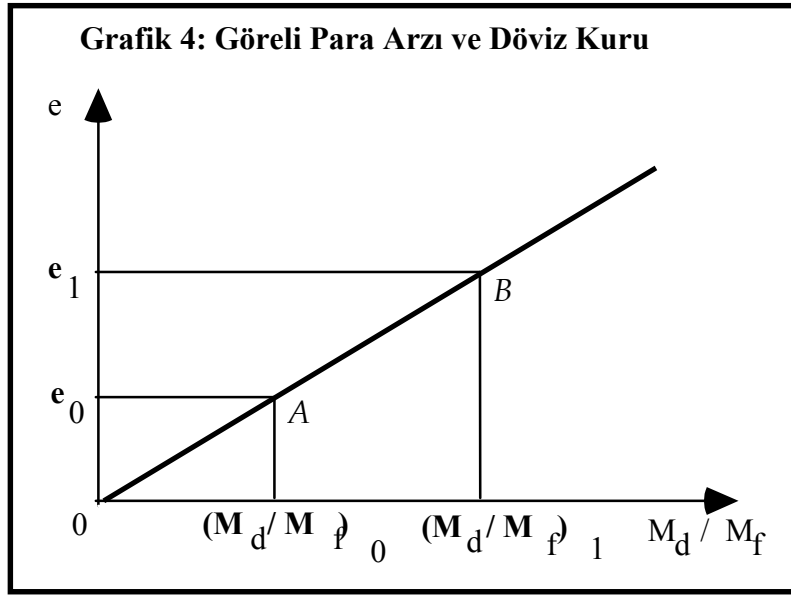
$$M_d / P_d = L_d(i_d, Y_d) \quad [25]$$

$$M_f / P_f = L_f(i_f, Y_f) \quad [26]$$

Denklem [25] ve [26]'in herbiri fiyat düzeyi için çözümlenmiş denklem [18]'deki yerlerine koyulunca:

$$e = \frac{P_d}{P_f} = \frac{M_d}{M_f} \cdot \frac{L_f(i_f, Y_f)}{L_d(i_d, Y_d)} \quad [18a]$$

Denklemler [18a]'ya göre, döviz kuru, iki ülkenin fiyat düzeylerinin birbirine oranıdır ve iki ulusal paranın göreceli arzları (ve talepleri) tarafından belirlenmektedir.



Öte yanda,  $e$  ile  $M_d / M_f$  arasındaki aynı yönlü ilişki, Grafik 4'teki gibi gösterilebilir. Burada, göreceli para arzının değişmesi, döviz kurunun da aynı yönde değişmesi nedeniyle söz konusu eğrinin üzerinde bir hareket anlamına gelir. Başka bir deyişle, reel gelirindeki ve para talebindeki artıştan daha hızlı bir para arzı artışı olan ve böylece de, karşı ülkedekinden daha büyük bir enflasyonist baskı altında bulunan bir ülkenin parası yabancı para karşısında değer yitirir, yani  $e$  artar.

Denklemler [18a]'ya göre;  $e$  artışı karşısında, para piyasasındaki dengenin korunabilmesi için  $Y_d$  azalmalıdır ve tersi. Bu durumda, sadece para piyasasındaki dengeyi sağlayan kur-gelir bileşimleri, *MM eğrisi* diye adlandırılabilen negatif eğimli bir eğri ile gösterilebilir. İşte böylece sadece ve sadece, Grafik 3'te gösterilen pozitif eğimli FF eğrisi ile, şimdi elde edilen negatif eğimli MM eğrisinin kesiştiği A noktasındaki kur-gelir bileşimi sayesinde döviz ve para piyasalarında *ortak denge*

sağlanmaktadır. Yani miktar kuramı ve görelî SAGP'ye dayalı basit parasalcı yaklaşım (MM eğrisi), döviz kurlarının oluşumunun yalnızca para piyasası gibi bir varlık piyasasıyla ilgili kısmına ışık tutmakta, ekonomide denge döviz kuru ile gelirin (mal ve hizmet piyasası) nasıl bir ilişki içinde olduklarını ille de net bir biçimde aydınlatamamaktadır.<sup>1</sup>

### 5.1.2 Dornbusch Modeli: Yapışkan Fiyatlar

Fleming-Mundell modelinin geliştirilmiş ve dinamikleştirilmiş bir türü olan Dornbusch (1976) modelinde, mükemmel veya tam fiyat esnekliği yerine *ağır* veya *yapışkan* (sticky) fiyat uyumları varsayımı yapılmış, yani SAGP'nin kısa dönemde geçerli olmadığı varsayılmıştır. Ayrıca, kısa ve uzun dönemde faiz haddi paritesi koşulunun geçerli olduğu da düşünülmüştür. Bu pariteye göre, parasalcı modeldekinden farklı olarak yerli - yabancı aktif ayrımı yapılmış olmaktadır. Ekonomik ajanların bekleyişlerinin *rasyonel* olduğu ve *tam istihdam* dengesinde bulunduğu ek varsayımları yanında, uzun dönemde yine *miktar teorisi* ve *görelî SAGP* geçerlidir. Bu durumda, Dornbusch (1976) modelinin işleyişi [22], [20] ve [24] denklemleri yardımıyla şöyle açıklanabilir.

$i_d = i_f$  iken, para arzı artınca, kısa dönemde (yurtiçi reel gelir düzeyi, genel fiyat düzeyi ve reel para talebi sabitken),  $i_d$  düşer. Bunun sonucunda, para talebi *miktarı* artacaktır. Finans piyasasındaki bu *ilk* etki sonucu,  $i_f$  sabitken, denklem [22]'deki ilişki gereği döviz kuru "patlar" veya "yüksek uçuşa geçer":

$$\Delta e > 0 \quad \text{ve} \quad \Delta [(e_x - e) / e] < 0 \quad [27]$$

Burada mevcut (cari) döviz kuru, fiyatların geç intibakı nedeniyle, beklenen kuru aşmıştır. Başka bir deyişle, SAGP ilişkisi kısa dönemde geçersizken, kurlar, SAGP'nin gerektirdiği uzun dönem denge değerinin de üzerine fırlamıştır.

Öte yanda, döviz alan-satanlar, rasyonel bekleyişler içinde olduklarından, faiz paritesinin gerektirdiği denge, uzun dönem denge yoluna doğru giderek azalan  $e$  sayesinde yeniden sağlanır. Çünkü bu sırada fiyatlar

---

<sup>1</sup> Karş. Rivera-Batiz ile Rivera-Batiz (1994: 572-573).

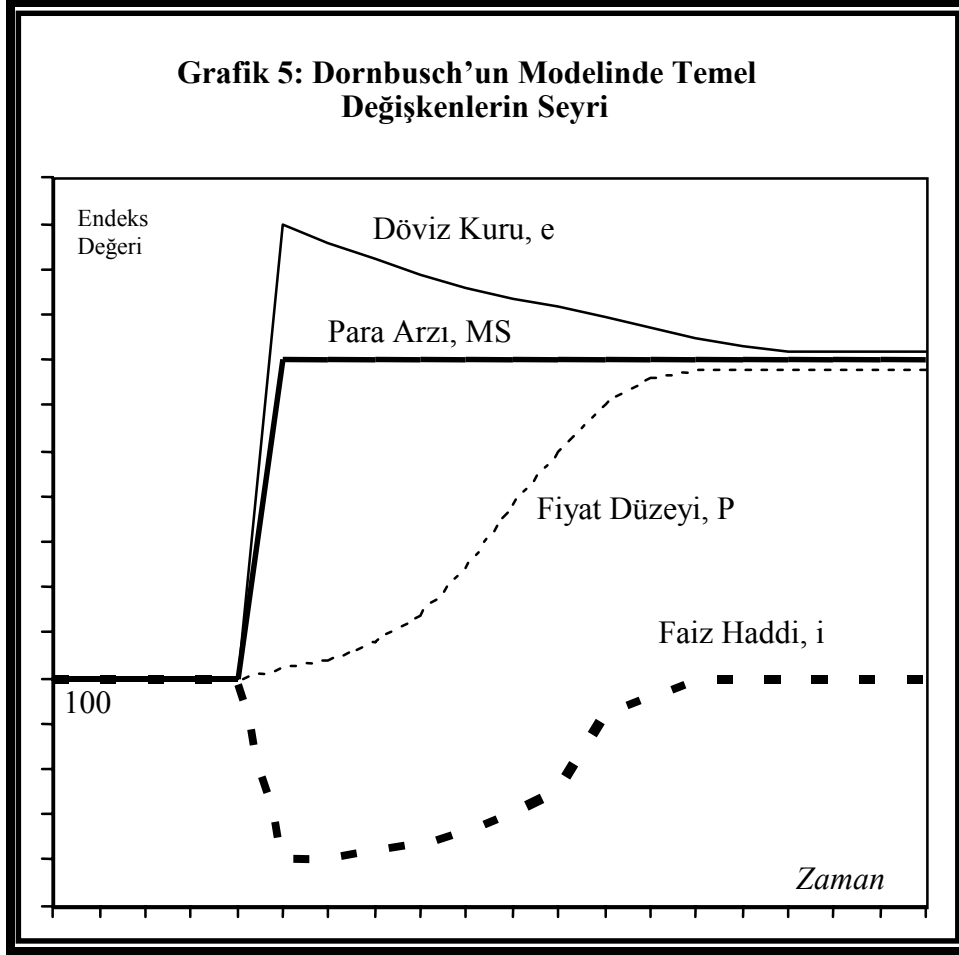
yavaş yavaş artmakta ve yeniden daralan yurtiçi reel para arzı sayesinde yurtiçi faiz haddi tekrar dış faiz haddi düzeyine doğru yükselmektedir.

Modelde sözü edilen değişkenlerde zaman içinde meydana gelen değişimler; para arzı, döviz kuru, fiyat düzeyi ve faiz haddi endekslerinin başlangıçtaki değerlerinin 100 olduğu varsayımından yola çıkılarak, Grafik 5'teki gibi gösterilebilir. Buna göre, bir para arzı artışı karşısında para, döviz ve mal piyasalarındaki uyum süreci tamamlanıp uzun dönem dengeleri sağlandığında, yurtiçi para arzı, döviz kuru ve fiyat düzeyi başlangıç değerlerine kıyasla hep aynı oranda artmış; faiz haddi ise, yurtdışı faiz haddi aynı dönemde değişmediğine göre yeniden başlangıç düzeyine dönmüş olmaktadır.

Dornbusch'un (1976) modeli, döviz kurlarındaki kısa vadeli ani yükseliş ve inişleri açıklama amacına yönelik olarak geliştirilmiştir ve bunda da başarılı olduğu genellikle kabul edilir.



**Grafik 5: Dornbusch'un Modelinde Temel Değişkenlerin Seyri**



## 5.2 Portföy Dengesi Yaklaşımı

Gerçek dünyada, yerli ve yabancı varlıkların aynı para birimi cinsinden ifade edilen getirilerinin eşit olmaması için; likidite farklılıklarından, vergi yasalarından, siyasal riskten, ödememe riskinden veya kur riskinden kaynaklanan gerekçeler bulunabilir. Parasal modelde, örneğin diğerlerinin yanısıra döviz kuru riskinin bulunmadığı, yani risk priminin (RP) sıfır olduğu varsayılıyordu. *Kur riski*, yerli tahviller yanında yabancı tahvillere korunmasız (uncovered) yatırım yapılmasından kaynaklanan bir risk türüdür ve bu riskle ilgili RP'nin dikkate alınması durumunda, denklem [22] yeniden şu biçimde yazılabilir:

$$(i_d - i_f) - (e_x - e) / e - RP = 0 \quad [22a]$$

Burada, beklenen döviz kuru değişmesine (veya yabancı paranın iskonto tutarına)  $g^{e^x}$  dersek;

- (1) eğer  $(i_d - i_f) > g^{e^x}$  ise,  $RP > 0$  olur ve fonlar içeri akar,
- (2) eğer  $(i_d - i_f) < g^{e^x}$  ise,  $RP < 0$  olur ve fonlar yurtdışına akar ve
- (3) eğer  $(i_d - i_f) = g^{e^x}$  ise,  $RP = 0$  olur ve yatırımcılar yerli ve yabancı varlıklar arasında kayıtsız kalır.

Şimdi, özellikle 1970'lerden bu yana McKinnon, Oates, Branson ve Henderson gibi bazı iktisatçıların geliştirdiği portföy dengesi modellerinde parasal modellerin aksine kur riski priminin sıfır *olmadığının* varsayıldığını akılda tutarak ve burada kolaylık olsun diye döviz kuru bekleyişlerinin *statik* olduğunu (yani  $(e_x - e) / e = 0$ ) kabul ederek, en yalın haliyle bir portföy dengesi modeli çerçevesinde döviz kurlarının nasıl değiştiğini inceleyelim.

Yerli ekonomik birimlerin tasarruflarından kaynaklanan servetlerinin üç değişik biçimde, yani nakit olarak, yerli tahvil olarak veya yabancı tahvil olarak tutulabildiğini varsayalım:<sup>1</sup>

$$W = L + B_d + e \cdot B_f \quad [28]$$

Burada  $W$  yurtiçi toplam serveti,  $L$  yurtiçi para talebini,  $B_d$  yerli bono stoğunu ve  $e \cdot B_f$  de yabancı bono stoğunun yerli para birimi cinsinden değerini göstermektedir. Bu durumda, bu üç varlıkla ilgili yerli talepler, herbir varlığın getiri oranlarının birer işlevi oldukları ve paranın getirisinin sıfır olduğu dikkate alınarak

---

<sup>1</sup> Burada, yerli ekonomik birimlerin, ellerinde yabancı para tutmadıklarını, yani ülkede *para ikamesi* (currency substitution) olgusunun yaşanmadığını varsayıyoruz. Aksi takdirde, denklem [28]'e, bu olguyu dikkate alacak biçimde bir değişken daha eklememiz gerekirdi.

$$L = f(i_d, i_f + g^{e^x}) \quad [29]$$

$$B_d = g(i_d, i_f + g^{e^x}) \quad [30]$$

$$e \cdot B_f = h(i_d, i_f + g^{e^x}) \quad [31]$$

denklemleri ile gösterilebilir. Görüldüğü gibi, bu denklemlere göre, her bir varlıkla ilgili talep, kendi getirisinin artan, ama diğer varlıkların getirilerinin azalan bir işlevidir.

Veri bir servetin oluşturduğu toplam portföyün bileşimini gösteren denklem [28]'de eşitliğin her iki yanını  $W$ 'ye bölünür ve  $L / W = \alpha$ ,  $B_d / W = \beta$  ve  $e \cdot B_f / W = \gamma$  tanımlamaları yapılırsa,[28],

$$1 = \alpha + \beta + \gamma \quad [28a]$$

biçiminde yazılabilir. Burada  $\alpha$ ,  $\beta$  ve  $\gamma$  varlıkların portföydeki pay yüzdelerini göstermektedir. O nedenle,  $L = \alpha \cdot W$  ve  $B_d = \beta \cdot W$  tanımları kullanılarak, denklem [28], şu biçimde de yazılabilir:

$$W = \alpha \cdot W + \beta \cdot W + e \cdot B_f \quad [28b]$$

veya basit bir düzenlemeyle:

$$e \cdot B_f = (1 - \alpha - \beta) \cdot W \quad [28c]$$

ya da, döviz kurunu yalnız bırakacak biçimde:

$$e = (1 - \alpha - \beta) \cdot W / B_f \quad [28c]$$

Bu son denklemi portföy dengesi modelinin *döviz kuru denklemi* olarak adlandırabiliriz.  $\alpha = L / W$  ve  $\beta = B_d / W$  tanımlarını yeniden anımsayarak, e denklemini

$$e = [1 - L/W - B_d/W] \cdot W / B_f \quad [28d]$$

veya  $L$  ve  $B_d$  işlevlerini açıkça yazarak

$$e = [1 - f(i_d, i_f)/W - g(i_d, i_f)/W] \cdot W / B_f \quad [28e]$$

biçiminde yazarsak, döviz kurunun, şu dört önemli değişkenin bir işlevi olduğu açıkça görülür:

$$e = e(i_d, i_f, W, B_f) \quad [32]$$

Artık, bu işlevleri kullanarak, modelde döviz kurlarının nasıl değiştiğini değişik örnekler üzerinde inceleyebiliriz. Önce, yurtiçi tasarruflardaki bir artış sonucu ülkedeki toplam servetin arttığını düşünelim.  $W$  artışı karşısında,  $L = \alpha \cdot W$ ,  $B_d = \beta \cdot W$  ve  $e \cdot B_f = \gamma \cdot W$  tanımları gereği, her üç varlığa olan talep de artacaktır. Yabancı tahvillere olan talepteki artış, ödemeler bilançosunun sermaye dengesi hesabını (NCM) olumsuz yönde etkileyecek, başka bir deyişle, döviz piyasasındaki talep artacaktır. Döviz arzı sabitken  $D$ 'deki bir artış ise, Grafik 1 ile ilgili çözümlerimizden de anımsanacağı üzere, kurları ilk planda arttıracaktır.

İkinci olarak, yerli merkez bankasının açık piyasa alımları yaparak net yurtiçi varlıklarını ve dolayısıyla rezerv parayı ve para stoğunu arttırdığını düşünelim.  $MS_d$ 'deki bu artış karşısında, yurtiçi para piyasasındaki dengenin korunabilmesi için, para talebi eğrisi sabitken talep miktarı artmalıdır. Bu durumda, para piyasasında,  $i_d$ 'de bir azalma görülecektir.  $W$  sabit olduğuna göre,  $MS$  artışı nedeniyle  $L$ 'de oluşan bu artış, yerli ve yabancı bonolara olan talepleri de etkileyecektir: Denklem [30] ve [31] gereği,  $i_d$ 'deki azalma, bir yanda  $B_d$ 'yi azaltacak diğer yanda da  $B_f$ 'yi arttıracaktır.  $B_f$  artışı ülkenin sermaye hesabı dengesinde bir bozulmayı ve döviz talebinde bir artışı beraberinde getirdiği için, döviz kuru ilk planda yine uzun dönem denge değerinin üzerine sıçrayacaktır (overshooting). Ancak, bu kur artışının zamanla CAB üzerinde yaratacağı olumlu etkiler, döviz arzında bir miktar genişlemeye ve dolayısıyla kurlarda bir ölçüde düşüşe yol açacaktır. Sonuçta,  $e$ 'de ilk başlarda görülen artışın bir bölümü, tıpkı Dornbusch'un modelindeki gibi, telafi edilmiş olacaktır.

$MS$ 'deki bir artışın yurtiçi faiz haddini düşürüş, döviz kurunu ise yükseltiş süreciyle ilgili bu betimleme, dikkat edildiği üzere, hem geleneksel akım yaklaşımının ödemeler bilançosu mekanizmasını kullanan yaklaşımından yararlanmakta, hem de hedefi aşan veya yüksekte uçan döviz kurlarında olduğu gibi, kurlardaki ani yükseliş ve düşüşleri

açıklamaya yönelik bir yol sunmaktadır. Modelin dayandığı önemli bir gözlem; finansal varlıklarla ilgili *stok* uyumlarının, uluslararası mal ve hizmet ticaretiyle ilgili *akımlardaki* uyumlardan genelde daha büyük ve hızlı olduğudur.<sup>1</sup>

## 6 Döviz Kurlarının Oluşumuna Diğer Yaklaşımlar

Literatürde, buraya dek incelenen temel modellerin dışında, döviz kurlarının oluşumunda çeşitli *haber ve açıklamaların* (news and announcements) büyük bir rol oynadığını öne süren yaklaşımlar da vardır. Örneğin, bu görüşe göre, Türkiye'nin kredi itibarının azaldığına ilişkin birtakım beyanatlar ve gazete haberleri, 1994 yılı başında döviz piyasasında yaşanan gelişmelerin açıklanmasında önemli bir rol oynamış olmalıdır.<sup>2</sup> Benzer biçimde, önemli bir politikacının ölümüne dair haberin duyulması, kamu kesiminin bütçe açığının arttığına ilan edilmesi gibi haber veya beklenmedik olaylar da döviz kurlarını etkileyebilmektedir.

Finansal piyasa yaklaşımına göre, döviz kurunu, para arzı ve gelir düzeyi gibi *temel değişkenlerin* (fundamentals) cari ve beklenen değerleri belirlemektedir.<sup>3</sup> Bu değişkenlerle ilgili bütün elde edilebilir bilgilerin zaten mevcut para değerleri (kurlar) tarafından içerildiğini varsayacak olursak, döviz kurlarındaki değişimler yalnızca beklenmeyen olaylarla ilişkilendirilmiş olur. Yani, döviz kurlarını, temel değişkenlerin bugünkü

---

1 Portföy dengesi modelleri hakkında daha ayrıntılı bilgi için örn. bak. Salvatore (1993: 408-409, 582-592, 599-601), Rivera-Batiz ile Rivera-Batiz (1994: 564-567) ve Taylor (1995: 27-28).

2 Karş. Seyidoğlu (1994: 193).

3 Literatürde bazen, döviz piyasalarındaki alıcı-satıcılardan bir kısmının *temel değışkenciler* (fundamentalists) diğer bir kısmının da *teknik analizciler* veya *grafikçiler* (chartists) niteliğinde olduğu varsayılmaktadır. Temel değışkenciler, bazı temel makorekonmik göstergelerin seyrine bakarak döviz alım-satım kararı vermektedir. Teknik analizciler ise; tahminlerinde, herhangi bir iktisadi modele veya temel değışkenlerin analizine başvurmadıkları ve yalnızca geçmişteki döviz kuru hareketlerinin görsel incelenmesiyle yetindikleri için, temel değışkencilerin kur tahminlerini ve piyasadaki alım-satım kararlarını güçleştirmektedirler. Teknik analizciler, grafiklerdeki verilerle ilgili davranış kalıbı ve hareket eğilimlerini dikkate alarak, kur oluşumu sürecindeki (dönüm noktaları gibi) olası gelişmeleri öngörmeye yarayacak göstergeler oluştururlar. Karş. Bütler (1995: 15-16).

ve beklenen değerlerini değiştiren öngörülemeyen etkenler hareket ettirecektir.<sup>1</sup> İşte döviz kurlarının bu tahmin edilemezliği olgusu, kimi iktisatçıların, kurların adeta bir tesadüfi yürüyüş içinde bulunduğunu ileri sürmesine yol açmıştır. *Tesadüfi yürüyüş* (random walk) yaklaşımına göre; eğer (cari) döviz kuru, geçmişteki kur ( $e_{t-1}$ ) ile, önceki hata terimleriyle korelasyonlu olmayan ve beklenen değeri sıfır olan bir hata teriminin ( $u_t$ ) toplamına eşitse, tesadüfi bir yürüyüş halindedir:

$$e_t = e_{t-1} + u_t \quad [33]$$

Burada, stokastik bir süreç olan tesadüfi yürüyüş sürecindeki hata terimi *beyaz uğultu* veya *gürültü* (white noise) olarak da adlandırılır:

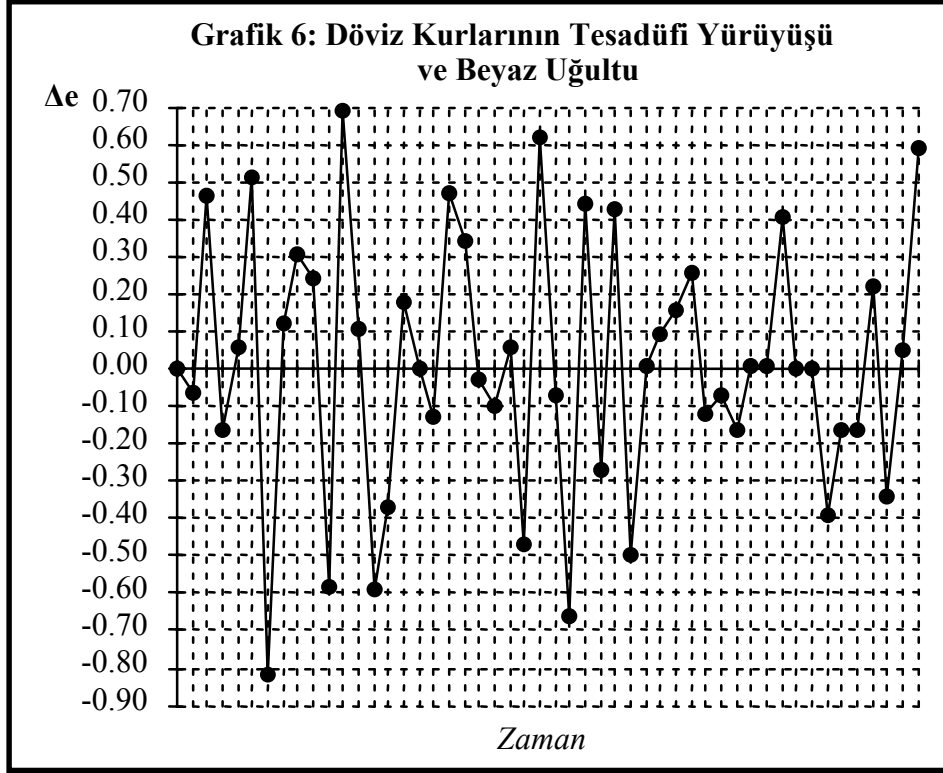
$$u_t = \Delta e_t = e_t - e_{t-1} \quad [33a]$$

Grafik 6'da, bu tür bir beyaz uğultu, \$/DM kuru için zamana bağlı olarak örneklenmiştir.  $\Delta e$  veya hata teriminin bu grafikteki dalgalanmasına bakarak şu iki saptama yapılabilir: (1) Mutlak kur değişimlerinde sistematik bir gelişim eğilimi yoktur, (2) Dalgalanmalar zaman zaman çok sertleşebilmektedir. Tesadüfi yürüyüş yaklaşımı kurların öngörülemezliğini vurgulamakta haklı olsa bile, gerçek dünyadan yeterince ampirik destek bulamamaktadır.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Bak. Rivera-Batiz ile Rivera-Batiz (1994: 569).

<sup>2</sup> Bak. Kaehler (1985: 51-52) ve Rivera-Batiz ile Rivera-Batiz (1994: 569).



Döviz kurlarıyla ilgili nisbeten yeni bazı yaklaşımlarda; kur değişmelerinin tesadüfi değil deterministik olduğu ileri sürülmektedir.<sup>1</sup> Bu *deterministik kaos* (deterministic chaos) yaklaşımı, yine bir tür belirsizliği çağırırsa bile, aslında döviz kurunun davranış kural veya ilkesi bilindiğinde, gerçekleşecek kurun mükemmel bir biçimde tahmin edilebileceğini ileri sürmektedir. Örneğin döviz kurunun seyri şu *Verhulst kuralına*

$$e_t = (1 + r) \cdot e_{t-1} - r \cdot (e_{t-1})^2 \quad [34]$$

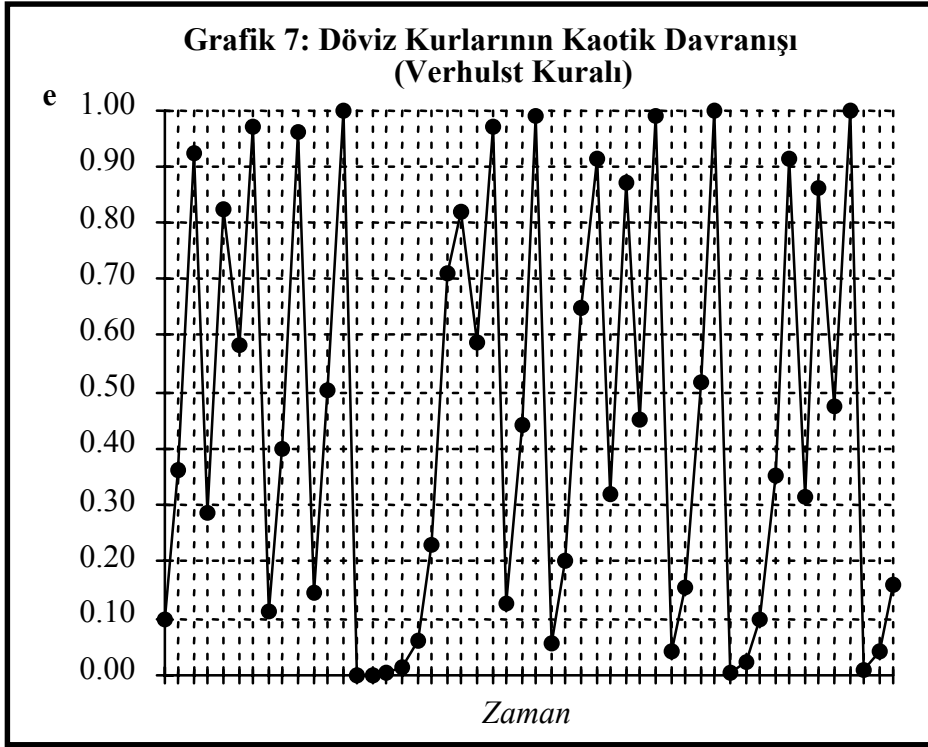
göre gerçekleşiyorsa,<sup>2</sup>  $r$  katsayısının 3.0 ve başlangıç kurunun  $e_0$  0.10 olduğu varsayımı altında, döviz kurunun zaman içindeki seyri ve mutlak değişimleri Grafik 7 ve 8'deki gibi gösterilebilir. Burada belirtilmesi

<sup>1</sup> Örn. bak. De Grauwe ile Vansanten (1990).

<sup>2</sup> Bak. Rivera-Batiz ile Rivera-Batiz (1994: 570).

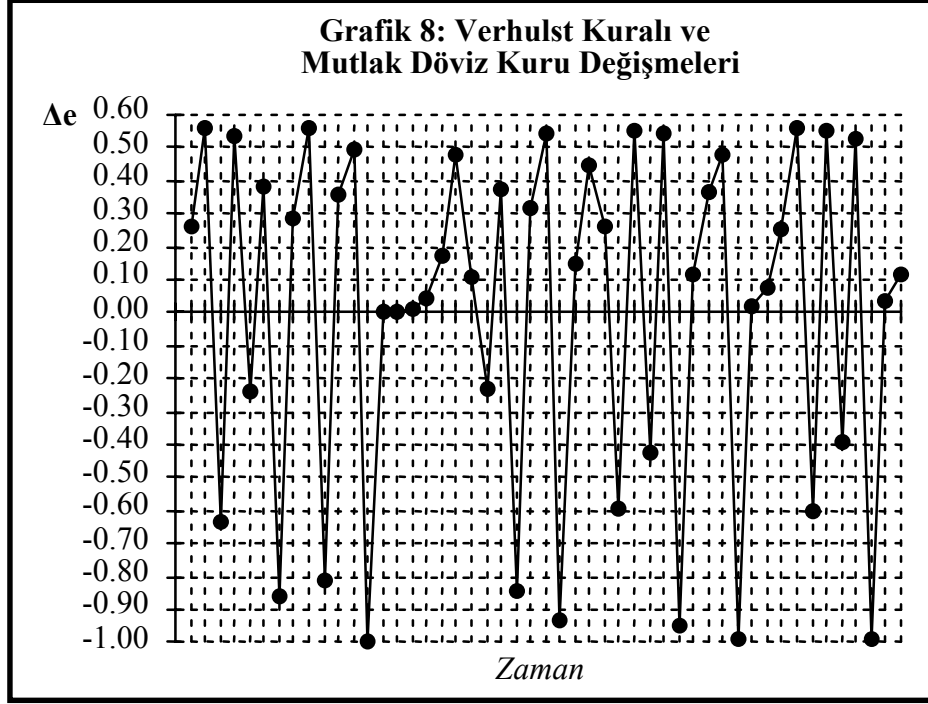
gereken önemli bir nokta, deterministik kaos yaklaşımında, başlangıç değerindeki küçük bir değişimin bile, kurun seyrini tamamen değiştirebilmesidir (*kelebek etkisi*).<sup>1</sup>

Grafik 8'in Grafik 6 ile karşılaştırılmasından da anlaşılacağı üzere, kurların rastlantısal olarak mı yoksa deterministik bir kaos sürecine göre mi değiştiği ilk bakışta kolayca anlaşılmamaktadır.



<sup>1</sup> Karş. Ertürk (1994: 173-174).





## 7 Son Sözler: Döviz Piyasalarının Etkililiği

“Bütün kuramsal döviz kuru modellerinin ortak bir yanı vardır: [Modellerin] döviz kurlarının belirleyicileriyle ilgili hipotezleri ampirik verilerle yüzyüze getirildiğinde, çoğunlukla başarısız olmaktadır. Bu durum, Mussa'nın; araştırılan döviz kuru değişmelerinin yarısından fazlasını açıklayabilen bir ampirik döviz kuru modeli, ya çok iyi olduğu için reddedilmeli ya da [modelin sahibi] Vatikan'a evliyalığa önerilmelidir, demesine neden olmuştur.” Kaehler (1985: 50)

Ampirik çalışmalara pek değinilmemiş olmakla birlikte, kuramsal modellerin özetlendiği bu çalışmada da vurgulandığı gibi, kurların oluşumuna yönelik kuramların hiçbiri kur değişmelerini açıklamada tek başına yeterli ve umulduğu kadar başarılı değildir. Bütler (1995: 14-15), yapısal makroekonomik modellerin kısa vadeli döviz kuru hareketlerini açıklama gücündeki bu zayıflığın, en azından şu iki nedenden kaynaklandığını düşünmektedir:

- (1) Kurların hareketliliği, pek çok makroekonomik değişkenin hareketliliğini aşmaktadır. Döviz piyasalarındaki kısa ve orta vadeli fiyat hareketlerinin büyük bir bölümü, kurların temel değişkenlerce (fundamentals) belirlendiği görüşüne uymamaktadır. Temel değişkenlerin kendisi fazla dalgalanmadığına göre, kurlardaki dalgalanmaların, iktisatçılarca araştırılması gereken başka nedenleri olmalıdır.
- (2) Kurlar, uzun dönemde makroekonomik denge değerlerine geri dönüyor olmakla birlikte, başlangıçta ekonomik temel büyüklüklerin ima ettiği çizgiden uzunca bir süre için sapmaktadırlar.

Eğer kurları belirlemede *makroekonomik* değişkenler gerçekten de nisbeten daha az önemliyse, en azından kısa dönemde onları etkileyen başka şeyler bulunmalıdır. Sonuç olarak; kurlardaki değişkenliğin büyük bir bölümünün *mikroekonomik* sebeplerden kaynaklandığı ve bu geniş salınımların tetiğini, makroekonomik göstergelere dayalı olmayan aşırı ve akıl-dışı (non-rational) spekülasyonların çektiği söylenebilir.

Kaehler (1985: 52) ve Taylor'a (1995: 14-18) göre, özellikle 1970'lerden bu yana döviz piyasalarında yaşanan kısa süreli ve sert kur dalgalanmaları, gerek bu piyasaların gerekse finansal varlık piyasalarının *etkililik derecelerinin* irdelenmesini teşvik etmiştir. Rekabet kuramı açısından, döviz piyasaları, *tam rekabet* piyasalarının oldukça ideal bir örneğini oluşturmaktadır. Çünkü bu piyasalarda bankalar, çokuluslu şirketler ve merkez bankaları gibi çok sayıda alıcı ve satıcı karşı karşıya gelmekte ve piyasada, iyi kurulmuş bir uluslararası iletişim sistemi sayesinde, tam anlamıyla bir saydamlık hüküm sürmektedir. Genelde, spekülatif bir piyasanın etkili (efficient) olabilmesi için; (1) fiyatlar, piyasadaki alıcı ve satıcıların kullanabileceği bilgileri tam anlamıyla yansıtmalıdır ve (2) piyasadaki bir aktörün, yapacağı spekülasyondan fazla getiriler elde etmesi artık olanaksız olmalıdır. Bu nedenle, etkililik incelemeleri, daha çok, döviz alıp satanların kullandığı veya kullanabileceği bilgilerin, olağandışı kazançlara fırsat bırakmayacak biçimde kullanılıp kullanılmadığının sorgulanmasına yöneliktir. Bununla ilgili olarak genelde ulaşılan sonuç; arbitrajcıların bu tür fırsatların değerlendirilmeden kalmasına pek izin vermedikleri biçimindedir. Başka bir deyişle, arbitrajcılar faiz haddi paritesinin geçerli olmasını sağlamakta ve spekülasyonlar, vadeli kurun (tam anlamıyla

olmasa da) gelecekteki spot kurun pek bozulmamış bir ön işaretçisi olmasına yol açmaktadırlar.

Ancak yine de, *hava kabarcığı* (bubbles) ve *sürü etkisi* diye adlandırılan türden etkilerin, döviz piyasalarının etkililiğini azalttığı da bir gerçektir. Profesyonel spekülörlerin, belli bazı dönemlerde amatör spekülörlerin beklenen tepkilerine yönelmeleri yüzünden, istikrarı bozucu spekülasyonların doğmasına yol açtıkları görülmektedir. Daha da önemlisi; Dornbusch'un (1980: 143), mal fiyatları yapışkanken sert biçimde değişip duran ve "yüksekten uçan" nominal döviz kurlarının, makroekonomik açıdan çok önemli ve sancılı olabilecek büyük reel döviz kuru dalgalanmalarına yol açtığı argümanıdır. Reel döviz kurları "bir ülkenin" uluslararası rekabet gücünün bir göstergesi olarak görüldüğü için, dünya mal ticaretinde özellikle 1970'lerde artan *yeni korumacılık* eğilimleri, bazen işte bu reel döviz kuru değişkenliğine duyulan tepkinin bir ifadesi olarak kabul edilmektedir.

Bununla birlikte, esnek kurlar sistemindeki asıl sorun, döviz piyasalarının etkili olmayışı olarak değil; tam tersine, mal ve hizmet piyasalarına göre daha etkili oluşları olarak anlaşılmalıdır. Bu anlamda, Kaehler'in (1985: 52) de dediği gibi, Bretton-Woods sonrası esnek kurlar sistemi, Mark Twain'in "aslında kulağa geldiğinden daha iyi bir müzik" diye nitelediği Wagner müziğine benzemektedir.

## 10. Bölümün Kaynakçası

- Bütler, M. (1995): "Chartists and the Foreign Exchange Market". *SBC Prospects*, 95/6: 14-19.
- De Grauwe, P.; K. Vansanten (1990): *Speculative Dynamics and Chaos in the Foreign Exchange Markets*. Leuven: University of Leuven, Dep. of Econ., teksir.
- Dornbusch, R. (1976): "Expectations and Exchange Rate Dynamics". *Journal of Political Economy*, 84/6: 1161-1176.
- Ertürk, E. (1994): *Döviz Ekonomisi*. İstanbul: Der Yayınları.
- Frisch, H.; A. Wörgötter (derl) (1993): *Open Economy Macroeconomics*. Londra: Macmillan & International Economic Association.
- Kaehler, J. (1985): "Der Wechselkurs als Finanzmarkt-Preis: Neuere Entwicklungen der Wechselkurs-theorie". *Wirtschaftsdienst*, 1985/1: 47-52.
- Marston, R. C. (1993): "Three Parity Conditions in International Finance". Frisch ile Wörgötter (derl.) (1993: 257-271) derlemesinde.

- Morley, S. (1984): *Macroeconomics*. New York: Dryden.
- Rivera-Batiz, F. L.; L. A. Rivera-Batiz (1994): *International Finance and Open Economy Macroeconomics*. New York ve diğ. yerl.: Macmillan, 2. baskı.
- Salvatore, D. (1993): *International Economics*. New York ve diğ. yerl.: Macmillan, 4. baskı.
- Seyidoğlu, H. (1994): *Uluslararası Finansman*. İstanbul: Güzem Yayınları.
- Taylor, M. P. (1995): "The Economics of Exchange Rates". *Journal of Economic Literature*, 33/1: 13-47.