

DÖVİZ KURLARINI AÇIKLAMAYA YÖNELİK YENİ YAKLAŞIMLAR

Nazım ÖZTÜRK* ve Yüksel BAYRAKTAR**

Özet

Döviz kuramları, döviz kurlarının yapısını, kurların nasıl oluştuğunu ve döviz kurları ile para arzı, faiz oranı, enflasyon, ulusal gelir, ekonomik büyüme, uluslararası mal ve sermaye akımları gibi makroekonomik değişkenler arasındaki karşılıklı ilişkileri açıklamaya çalışmaktadır. Döviz kurlarının bu denli önemli olması, döviz kurlarını açıklamaya yönelik farklı döviz kuru yaklaşımlarının ileri sürülmesine neden olmuştur. Döviz kurlarının belirlenmesinde rol alan ekonomik, sosyal ve siyasal etmenlerin çeşitliliği ve karşılıklı bağılıkları sebebiyle kurları tek bir kuram ile açıklamayı olanaksız kılmaktadır. Benzer olarak döviz piyasasında yaşanan yeni gelişmeler, dış ticaret akımları ve satınalma gücü paritesi yaklaşımı gibi geleneksel yaklaşımlar ile döviz kurlarının açıklanmasını zorlaştırmaktadır. Bu çerçevede çalışmanın amacı, döviz kuramlarını açıklamaya yönelik teorilerin geçirdiği evrimi incelemektir. Bunun için döviz kurlarını açıklamaya yönelik geleneksel yaklaşımlar ele alındıktan sonra, yeni yaklaşımlardan Mundell Fleming modeli yaklaşımı, parasalcı yaklaşım, portföy dengesi yaklaşımı, para ikamesi yaklaşımı, faiz haddi paritesi yaklaşımı, kurlarda hedefi aşma yaklaşımı, etkin piyasalar kuramı yaklaşımı, uyumcu beklentiler yaklaşımı, rasyonel beklentiler yaklaşımı, yeni bilgi yaklaşımı, güvenli sığınak etkisi yaklaşımı, spekülasyon kabarcıklar yaklaşımı ve döviz piyasasının mikro ekonomik yapısı yaklaşımı ele alınarak döviz kuru teorilerinin serencamı gözler önüne serilmeye çalışılacaktır.

Anahtar Sözcükler: Döviz kuru, Satın Alma Gücü Paritesi, Kurlarda Hedefi Aşma (overshooting), Para İkamesi, Spekülasyon Kabarcıklar Kuramı.

The New Approaches Towards Explaining Exchange Rates

Abstract

Exchange rate theories attempt to explain the structure of exchange rates, how these rates are determined, and the relationship between exchange rates and some macroeconomic variables such as money supply, interest rates, inflation, GDP, economic growth, international goods and capital movements. There are many exchange rate theories trying to explain the determinants of exchange rates in the literature. The international trade

* Doç. Dr., Cumhuriyet Üniversitesi İİBF Maliye Bölümü, Sivas

** Dr. Kocaeli Üniversitesi, İİBF İktisat Bölümü, Kocaeli

approach, and the purchasing power parity approach are known to be the traditional approaches. Due to the new developments in the exchange rates, traditional approaches become insufficient to explain the rates structure. Today, exchange rates can not be explained by just one simple theory since the social, the economical, and the political figures and their interdependencies begin to play important roles in the determinants of Exchange rates. This study analyses the evolution of the exchange rate theories and attempts to explain the new approaches in the literature such as Mundell-Fleming Model, monetarist approach, portfolio balance theory, money substitution approach, interest rate parity approach, rational expectation, new information approach, safe harboring approach, speculative bubbles theory, and the microeconomic structure of exchange rate market.

Key Words: Exchange Rates, Purchasing Power Parity, Overshooting in the Exchange Rates, Money Substitution, Speculative Bubbles Theory

GİRİŞ

Döviz kuru, ulusal ekonomiler arasında uyum ve dengeyi sağlayan anahtar makroekonomik değişkendir. Günümüz dünyasında finansal küreselleşmeyle birlikte, döviz krizlerinin giderek sıklaştığı ve uluslararası boyutlar taşıdığı görülmektedir. Yaşanan bu gelişmelerden yalnızca iktisat politikası uygulayıcılarının ve firmaların değil, sokaktaki yurttaşların da yaşamında dövizin önemli bir yer edinmeye başladığı görülmektedir. Döviz kurlarının nasıl belirlendiği ve hangi döviz kuru sisteminin daha avantajlı olduğu gibi konular yaygın bir ilgi odağı haline gelmektedir. 1970'li yılların başlarına kadar, döviz kurlarını belirleyen temel faktörlerin dış ticaret akımları olduğu üzerinde durulmaktadır. Dış ticaret akımlarının önemini vurgulayan geleneksel döviz kuru anlayışına göre, cari yılda dış ticaret bilançosunda meydana gelen değişimler döviz kurları üzerinde etkili olmaktadır. 1973 yılında Bretton Woods sisteminin sona ermesiyle birlikte birçok sanayileşmiş ülke ulusal paralarını dalgalanmaya bırakmıştır. Döviz piyasasında yaşanan dalgalanmalar, bu sistemin uygulanabilirliğini tartışmalı hale getirmiş ve ülkeler birer birer sabit kur sisteminden ayrılarak, esnek kur sistemine geçmiştir (McKinnon,1994:7). Esnek kur sistemine geçilmesiyle beraber döviz kurlarında dalgalanmaların şiddeti ve süresinde artış meydana gelmiştir. Sabit kur koşulları altında, finansal piyasaların ve teknolojinin gelişmişlik düzeyiyle orantılı olarak üzerinde pek fazla durulmayan ve geleneksel kuramlarla döviz kurlarını açıklamaya çalışan iktisatçılar, esnek kur sistemine geçilmesiyle birlikte döviz kurlarının denge seviyesi için yeni açıklamalara gereksinim duymuşlardır. Esnek kur sistemi tarafından yaratılan kur oynaklıkları, belirsizlik ve ülkeler arasında döviz kuru paritesi oluşumunda hangi ölçütlerin dikkate alınması gerektiği gibi sorunlar, üzerinde en çok tartışılan konular haline gelmiştir. Günümüzde döviz kuru rejimleri, bir uçta tam dövizleşme, yani ulusal paranın yerini yabancı paraya bırakması ya da ülke parasının bir yabancı paraya bağlanması; diğer uçta tam esnek kurların yer aldığı, arada para kurullarının, sürünen (yüzen) paritelerin (crawling peg), bir bant içinde yüzen paritelerin ve kirliliğe yahut gözetimli dalgalanmaların bulunduğu bir çeşitlilik arz etmektedir (Ünal, 2003:63, Özdemir ve Şahinbeylioğlu, 2000:7-9).

Döviz piyasasıyla ilgili olarak yaşanan gelişmeler, döviz kurlarının açıklanmasında geleneksel yaklaşımların her zaman geçerli olmadığını göstermektedir. Özellikle uluslararası mali piyasaların liberalleşmesi yönünde artan eğilim sonucunda, geçmişle kıyaslanamayacak ölçüde mali varlıkların uluslararası işlem hacminde artış olmakta ve dış ticaret akımlarının döviz kurlarını açıklarken öngördüklerinin tersi durumlarla karşılaşmaktadır. Özellikle bu dönemde ortaya çıkan, ülkelerin mali piyasalar üzerindeki baskıları kaldırarak uluslararası sermayenin liberalizasyonuna verdikleri öneme, iletişim teknolojisindeki hızlı gelişmeler de eklenince sınır ötesi sermaye akımlarının hacminde büyük artış olmakta, sermaye akımlarının boyutu ticaret akımlarını aşmaktadır. Bu durumun doğal bir sonucu olarak döviz kurlarında yaşanan değişimleri açıklarken temel ilgi alanı ticaret akımlarından sermaye akımlarına kaymaktadır. Dolayısıyla döviz kurlarındaki değişimlerin nedenlerini açıklamak için yeni yaklaşımlar ortaya konulmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, genelde döviz kurlarının açıklamaya yönelik yaklaşımların geçirdiği evrimi incelemek; özelde ise, döviz kurlarını açıklamaya yönelik yeni yaklaşımları ele almaktır. Bunun için öncelikle döviz kurlarını açıklayan geleneksel yaklaşımlardan dış ticaret akımları yaklaşımı ve satın alma gücü paritesi yaklaşımı üzerinde durulmaktadır. Daha sonra ise, döviz kurlarını açıklamaya yönelik yeni yaklaşımlar olarak bilinen, Mundell Fleming modeli yaklaşımı, parasalcı yaklaşım, portföy dengesi yaklaşımı, para ikamesi yaklaşımı, faiz haddi paritesi yaklaşımı, kurlarda hedefi aşma yaklaşımı, etkin piyasalar kuramı yaklaşımı, uyumlu beklentiler yaklaşımı, rasyonel beklentiler yaklaşımı, yeni bilgi yaklaşımı, güvenli sığınak etkisi yaklaşımı, spekülasyon kabarcıkları yaklaşımı ve döviz piyasasının mikro ekonomik yapısı yaklaşımı gibi dinamik döviz kuru yaklaşımları ele alınmaktadır.

I. GELENEKSEL DÖVİZ KURU YAKLAŞIMLARI

Geleneksel döviz kuramı yaklaşımlarından en önemlileri dış ticaret akımları yaklaşımı ve satın alma gücü paritesi yaklaşımıdır. Döviz kurlarının oluşumunu açıklamaya yönelik geleneksel yaklaşımlar, sabit kur sisteminin uygulandığı ve uluslararası sermaye hareketlerinde hızlı bir gelişmenin yaşanmadığı dönemde, daha çok dış ticaret akımları üzerinde yoğunlaşmak suretiyle döviz kurlarını açıklamaya çalışmıştır. Döviz kurları sık sık değişmediğinden ve sermaye hareketleri sınırlı olduğundan, geleneksel yaklaşımlarda döviz kurlarının uzun dönem belirleyicileri dikkate alınmakta; kısa dönemde belirleyicileri üzerinde durulmamaktadır. Bu yaklaşımlardan dış ticaret akımı yaklaşımında döviz kurları, cari işlemler bilançosunun durumuna bağlı olarak açıklanmaya çalışılmaktadır. Tek fiyat yasasının döviz piyasasına uygulanması niteliği taşıyan satın alma gücü paritesi yaklaşımında ise, döviz kurunda yaşanan dalgalanmaların ülkeler arasındaki fiyat farklılıklarını giderecek şekilde ortaya çıktığı ifade edilmektedir.

A. DIŞ TİCARET AKIMLARI YAKLAŞIMI

1970'li yılların başlarına kadar uygulanan sabit kur sistemi döneminde döviz kurları, genellikle dış ticaret yaklaşımları mal ve hizmet ticareti ile açıklanmaya çalışılmaktadır. Dış ticaret akımları yaklaşımına göre, iktisadi karar vericiler, yurt dışı ile mal ve hizmet ticareti yapmak için döviz talep etmektedir. Döviz, yurtdışından alınan mal ve hizmetlerin finansmanı için talep edilmektedir. Döviz arzını ise, yurtdışına satılan mal ve hizmetlerden elde edilen gelirler belirlemektedir. Dolayısıyla yabancı paraların denge fiyatı, ithalat ve ihracattan kaynaklanan döviz arz ve talebine göre belirlenmektedir. Döviz kurları ülkelerin dış ticaretinde, dolayısıyla uluslararası rekabet gücünde önemli etkiler yaratan en önemli makro ekonomik değişken olmaktadır. Döviz piyasası, ülkelerin uluslararası alanda dış dünya ile bağlantı kurmalarını sağlamakta, uluslararası mal ve hizmet akımları döviz kurlarının belirlenmesinde etkili olmaktadır. Dış ticaret akımları yaklaşımına göre, bir ülkenin döviz kurlarını ve ulusal parasının değerini belirleyen en temel etken, o ülkenin dış ticaret dengesi, yani mal ihracatı ve ithalatıdır. Dış ticaret bilançosunun fazla verdiği ya da ihracatın ithalattan fazla olduğu bir durumda ulusal paranın değeri artarken, dış ticaret bilançosunun açık verdiği ya da ithalatın ihracatı aştığı bir durumda ulusal para değer kaybına uğramaktadır. Dolayısıyla dış ticaret akımları yaklaşımı açısından, ülkenin dış ticaret dengesini ya da ihracat ve ithalatını belirleyen tüm faktörler aynı zamanda paranın değerinin belirlenmesinde de etkili olmaktadır. Reel gelirden meydana gelen bir artış, ithalatın gelir-talep esnekliğine bağlı olarak ithal malları talebinin artmasına, dolayısıyla döviz kurunun yükselmesine ve ulusal paranın değerinin düşmesine neden olmaktadır. Dış ticaret yaparak hızla büyüyen ülkelerin paraları değer kazanırken, durgunluk içindeki ülkelerin paraları değer kaybetmektedir.

Sabit kur sistemi uygulamakta olan ülkelerde dış ödemeler dengesi sürekli açık verdiğinde, bu ülkeler ulusal paralarının değerini düşürmek için döviz kurlarını değiştirme yoluna girmektedir. Siyasal iktidarların aldıkları kararlar döviz kurunu yükselterek ulusal paranın değerini düşürmesine devalüasyon denilmektedir. Devalüasyon sadece sabit kur sistemi uygulayan ülkeler için söz konusu olmaktadır. Döviz kurunun döviz arz ve talebine göre belirlendiği esnek kur sisteminde siyasal iktidarların devalüasyon kararı almasına gerek yoktur. Devalüasyon sonucu ulusal parasının değerini düşürülmesi, ithal mallarını yurt içinde daha pahalı hale getirirken, ihraç mallarının dış değerini ucuzlatmaktadır. Bu durumun doğal sonucu olarak ithalatın azalması ve ihracatın artması, ödemeler bilançosu açığının kapatılmasına yardımcı olmaktadır. Ancak, yapılan devalüasyonun ödemeler bilançosu açığını kapatması ithal malların yurtiçi talep esnekliği ile ihraç mallarının yurtdışı talep esnekliklerine bağlıdır. Bir ülkenin ithal mallarına olan talep esnekliği ne kadar büyük olursa, devalüasyonun o ülkenin ödemeler bilançosu üzerindeki olumlu etkisi o kadar büyük olmaktadır. Devalüasyonun ihracat yoluyla döviz kazancı yaratabilmesi ise, ihraç mallarının yurtdışı talep esnekliğinin birden büyük olmasına bağlı bulunmaktadır. İhraç

mallarına olan yurtdışı talep esnekliği birden büyük olduğunda devalüasyonun ödemeler bilânçosu üzerindeki etkisi de olumlu olmaktadır. Marshal Lerner koşulu olarak literatüre geçen bu olgu, ülke içinde üretilen ihraç mallarının arz esnekliğinin sonsuz olması koşuluyla, ithal mallarının yurtiçi ve ihraç mallarının yurt dışı talep esnekliklerinin toplamının birden büyük olması gerektiğini ifade etmektedir. Esnekliklerin toplamı ne kadar büyük ise, devalüasyondan beklenen döviz gelirleri de o kadar yüksek olmaktadır. Esnekliklerin toplamı birden küçük olarak gerçekleştiğinde ise, söz konusu ülke devalüasyon yapmaktan kazanç elde edememektedir. Devalüasyon yapan ülkelerde, devalüasyonun ödemeler bilânçosu üzerindeki olumlu etkisi hemen görülmemekte, zaman içerisinde ortaya çıkmaktadır. Hatta kimi zaman devalüasyondan hemen sonra kısa bir dönem için döviz gelirlerinde bir azalma dahi yaşanabilmektedir. Çünkü devalüasyonla birlikte ihraç mallarının yabancı paralar cinsinden ucuzlamasına karşın gerekli bağlantıların hemen yapılıp, ihracatın artırılması mümkün olamayabilmektedir. Aynı zamanda bağlantıları yapılmış olan ihraç mallarının değerinin düşük olan yeni kurdan hesaplanması, ihracat nedeniyle elde edilen döviz gelirlerinin azalmasına neden olabilmektedir. Ancak belli bir süre sonra, yeni pazarlara girilmesi sonucunda, yeni bağlantılar yapılıp ihracatın artmasıyla döviz gelirleri de artmaya başlamaktadır. İşte yapılan devalüasyonun dış ticaret üzerinde önce olumsuz, sonra olumlu etkisinin seyri J harfine benzetilmekte ve bu olguya da *J Eğrisi Etkisi* denilmektedir (Öztürk, 2009:105-106).

Bu yaklaşım, döviz kurlarının açıklanmasında uluslararası mal ve hizmet talebine ve devalüasyonların ödemeler bilânçosu açıklarını azaltıcı rolü üzerine vurgu yapmaktadır. Dış ticaret akımları yaklaşımı dövizin sadece uluslararası mal ve hizmet ticareti için talep edildiğini kabul etmekten günümüzde döviz, finansal yatırım yapmak için de talep edilmekte, döviz işlemleri dünya genelinde uluslararası mal ve hizmet ticaretinin bir hayli üzerinde işlem görmektedir. Dış ticaret akımları yaklaşımı faiz oranlarını dikkate almamakta bu durumun doğal bir sonucu olarak finansal piyasaları analize dahil etmemektedir. Günümüzde dış ekonomik ilişkilerde sermaye hareketleri, cari işlemler hareketlerine göre oldukça gelişmiş bir düzeydedir. Bu yaklaşıma göre, dış ticaret bilânçosu açık veren ülkelerin ulusal paralarının değer kaybetmesi gerekmektedir. Oysa bu ülkelerin ulusal paralarının değerinde bir düşmenin olmadığı, aksine değer kazandığı durumlarda görülebilmektedir (Seyidoğlu, 2003: 380; Ertürk, 1994:102-103).

1. SATIN ALMA GÜCÜ PARİTESİ YAKLAŞIMI

Tek fiyat yasası (law of one price) gereğince dış ticarete konu olan bir malın, döviz kurlarıyla dönüştürüldüğünde sadece tek bir fiyatı olmalıdır. Bu yasa, dış ticarete konu olan malların, taşıma giderleri ve dış ticaret kısıtlamaları olmaması durumunda bütün dünyada fiyatının aynı olacağını ifade etmektedir (Claassen, 1996:30). Bu bağlamda bir birim ulusal paranın, dünyanın her yerinde aynı satın alma gücüne sahip olması gerekmektedir. Tek fiyat yasasının ortaya çıkmasındaki temel neden, arbitraj olgusudur. Arbitrajda amaç, mevcut fiyat farklılıklarından

yararlanarak herhangi bir risk almadan kar sağlamaktır. Bunun içinde eşanlı olarak ucuz olan piyasadan yapılan alımlar, pahalı olan piyasada satılmaktadır. Bu mekanizma, piyasalar arasındaki fiyat farklılıkları sona erinceye kadar; yani, fiyatlar her iki piyasada da eşitleninceye kadar devam etmektedir. Zaman içerisinde, arz-talep mekanizmasının işlemesiyle fiyat farklılıkları ortadan kalkmaktadır (Doğukanlı, 2001: 74; Oksay, 2001: 42). Tek fiyat yasası hem mal piyasalarında, hem de para ve döviz piyasalarında geçerlidir. Arbitraj hem yurt içi, hem de yurt dışı piyasalar açısından geçerli bir durumdur. Doğal olarak yurt dışı piyasalar söz konusu olduğunda, mevcut fiyatların birbirine dönüştürülebilmesi için döviz kurları kullanılmaktadır. Dış ticaret işlemleri açısından tek fiyat yasası, her iki ülkede de aynı olan bir malın denge döviz kurunda bir ulusal para ile ifade edilen fiyatının her yerde aynı olması anlamına gelmektedir. Tek fiyat yasası gereğince, dünyanın hangi ülkesinde olursa olsun aynı nitelikteki bir malın aynı fiyattan satılması; diğer bir ifadeyle, aynı niteliklere sahip malların tüm ülkelerdeki fiyatlarının eşit olması gerekmektedir. Homojen bir nitelik taşıyan döviz için fiyat farklılıkları söz konusu olduğunda arbitraj olgusu sayesinde tüm piyasalarda döviz kurları eşitleninceye kadar hareketlilik yaşanmaktadır.

Tek fiyat yasasının döviz piyasalarına uygulanması satın alma gücü paritesi (purchasing power parity) olarak bilinmektedir. Aynı ilişki, döviz ve para piyasaları içinde geçerliliğini korumaktadır. Satınalma gücü paritesi kuramı ülkelerin fiyatlar genel düzeyi ile döviz kurları arasında ilinti kurmaya çalışmaktadır. Bu kuramın altında yatan temel düşünce ülkeler arasındaki fiyatlar genel düzeyi oranlarının denge döviz kurunu temsil etmekte olduğudur. Satın alma gücü paritesi yaklaşımının mutlak satın alma gücü paritesi ve nispi (göreceli) satın alma gücü paritesi olmak üzere iki versiyonu söz konusu olmaktadır.

a. Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi

Satın alma gücü paritesi kuramının en katı versiyonu olan mutlak satın alma gücü paritesi (absolute purchasing power parity), tek fiyat yasasının bütün mallar için geçerli olduğunu kabul etmektedir. Bu yaklaşım, ilk kez 1918 yılında T. Gustav Cassel tarafından dile getirilmektedir. Mutlak satın alma gücü paritesi yaklaşımı, tek fiyat yasasının döviz piyasasına uygulanması niteliğindedir. Buna göre, aynı para ile ifade edildiğinde aynı mal sepetinin dünyanın her yerinde aynı değerde olması gerekmektedir. Diğer bir ifadeyle, bir birim ulusal paranın cari döviz kurlarından birbirine dönüştürüldüğünde dünyanın her yerinde aynı satın alma gücüne sahip olması gerekmektedir. Tek fiyat yasasında bir tek malın fiyatı göz önüne alınırken, satın alma gücü paritesi yaklaşımında ülkede üretilen tüm mal ve hizmetleri kapsayan bir ortalama fiyat düzeyi baz alınmaktadır (Södersten ve Reed, 1994: 582).

Mutlak satınalma gücü paritesi yaklaşımına göre, döviz kuru, yurtiçi tüketici fiyat endeksi ile yurtdışı tüketici fiyat endeksi arasındaki orana eşittir. Bir malın yurtiçi fiyatının aynı malın ulusal para birimi cinsinden yurtdışı fiyatına eşit olmasının nedeni arbitraj olgusudur. Yurtiçi tüketici fiyat endeksi yurtdışı fiyat

endeksinden büyük iken, dolayısıyla döviz kuru yurtiçi fiyat endeksi ile yurtdışı fiyat endeksleri arasındaki orandan küçük iken, yurtdışında üretilen mallar yurtiçinde üretilen mallara kıyasla ucuz hale gelmektedir. Yurtiçindeki alıcıların yabancı ülkede üretilen mallara yönelik talebi ülkenin ithalatını artırmakta, yabancı ülkelerdeki alıcıların söz konusu ülkede üretilen mallara yönelik talebi ise, azalmaktadır. Döviz talebi artarken döviz arzının azalması, döviz kurunun yurtiçi fiyat endeksi ile yurtdışı fiyat endeksi arasındaki orana eşit olana kadar yükselmesine yol açmaktadır. Yurtiçi tüketici fiyat endeksi, yurtdışı fiyat endeksinden küçük iken; dolayısıyla, döviz kuru yurtiçi fiyat endeksi ile yurtdışı fiyat endeksi arasındaki orandan büyük iken, döviz kuru yurtiçi fiyat endeksi ile yurtdışı tüketici fiyat endeksi arasındaki orana eşit olana kadar düşmektedir. Döviz kurunun içsel; iç ve dış fiyatların dışsal değişken olduğu bu analizde, yurt içinde üretilen malların fiyatları yükseldiğinde enflasyon, yurtdışında üretilen malların fiyatları düşünce deflasyon yaşanmaktadır. Yurtiçi enflasyonun yurtdışı enflasyondan büyük olması, ulusal paranın değer kaybetmesine; dövizin ise, değer kazanmasına yol açmaktadır (Ünsal, 2005:545). Örneğin, Türkiye'deki E F G gibi bir mal sepetinin toplam fiyat düzeyi 1.500 TL olsun ve döviz kuru TL 1.50/\$ ise ABD'deki mal sepetinin fiyat düzeyi 1000\$ olması gerekmektedir. Mutlak satın alma gücü paritesine göre döviz kurları şöyle hesaplanmaktadır:

$$P_{TR} = \text{Türkiye fiyat düzeyi}$$

$$P_{ABD} = \text{ABD fiyat düzeyi}$$

$$S = \text{Döviz Kuru}$$

$$P_{TR} = S \times P_{ABD}$$

$S = P_{TR} / P_{ABD}$ formülün bu şekli, döviz kurunun iç ve dış fiyat indekslerinin oranına bağlı olduğunu göstermektedir. Buna göre yurt içi fiyatlar yurt dışı fiyatlardan ne denli yüksekse döviz kuruda o denli yüksek olmaktadır (Doğukanlı, 2001: 74).

Mutlak satın alma gücü paritesi döviz kurlarını oldukça basit bir mantıkla ele almaktadır. Oysa gerçek dünyada bu ilişkilerin geçerliliği tartışma konusu olabilmektedir. Bu bağlamda mutlak satın alma gücü paritesi çeşitli açılardan eleştirilmektedir (Terra ve Abreu, 2005:3; Carlsson ve diğerleri, 2007:1-21; Seyidoğlu, 1994: 105-106; Seyrek, 2003: 151-169): Mutlak satınalma gücü paritesi döviz kurunun iç ve dış fiyat endeksleri arasındaki orana eşit olması, ihracat ve ithalat üzerinden sağlandığından bu yaklaşım dış ticaret yaklaşımının cari hesaba dayalı bir analizi niteliği taşımaktadır. Tek fiyat yasası tek bir mal için geçerli olsa da, çok sayıda mala ve bunların fiyatlarına dayalı olarak hesaplanan fiyat düzeyleri için geçerli olmayabilmektedir. Gerçek dünyada ülkelerin sahip oldukları mal türleri, bunların toplam içerisindeki ağırlıkları farklı olabilmektedir. Tüm ülkelerde önemli mal ve hizmet grupları fiyat endeksine dahil edilse de endeks içerisindeki ağırlıkları farklılıklar içerebilmektedir. Öte yandan gerçek dünyada mallar arasında

önemli kalite farklılıkları bulunmaktadır. Ülkeler arasında fiyat eşitliğini bozan pek çok doğal ve yapay engel söz konusu olabilmektedir. Dış ticaretin önünde gümrük tarifeleri, kotalar, aksak rekabetçi piyasa yapıları ve taşıma giderleri nedeniyle önemli engeller bulunmaktadır. Bu yaklaşımda, sadece ticareti yapılan malların fiyatları dikkate alınmaktadır. Oysa ticarete konu olmayan mallar da (non-trade goods) üretilmekte ve GSMH deflatörü içerisinde yer almaktadır. Ticaret dışı mallar ve yurt içi mallar (domestic goods) adı verilen bu değişik mal ve hizmetlerin (gayrimenkul fiyatları, konut kiralari, beslenme giderleri ve yurt içi taşımacılık vb.) fiyatları ülkeler arasında büyük farklılık taşımaktadır. Bu tür mal ve hizmetlerin fiyatlarında meydana gelen değişimler dış ticaret akımları, dolayısıyla döviz denge arz ve talebi üzerinde fazla etkili olmamaktadır. Bununla birlikte, satın alma gücü paritesini hesaplarken sadece ticarete konu olan malların fiyatlarının kullanılması doğru değildir. Sadece dış ticareti yapılan mal ve hizmetlerin kullanılmasıyla hesaplanan satın alma gücü paritesi bir totoloji olmaktadır. Eğer hem ticareti yapılan, hem de yapılamayan mallar endekste yer alıyorsa ve ülkeler arasında verimlilik farkları varsa, bu durumun da dikkate alınması gerekmektedir. Satın alma gücü paritesi ile anılan iktisatçı Cassel'e göre, bir yandan ticarete müdahale edilmekte, diğer yandan paralar spekülatif etkilere maruz kalmaktadır. Bazen de devlet müdahalesi ile döviz kuru satın alma gücü paritesinden sapmaktadır. Bu yaklaşımın tutarsızlığını vurgulayan çalışmalar, döviz kurlarının satın alma gücü paritesinden sapmalar gösterdiği sonucuna ulaşmaktadır. Ticareti yapılmayan malların fiyatlarının endekse dahil edilmesi, bu çalışmaların ciddiyyeten yoksun olduğunun bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Mutlak satın alma gücü paritesinin bu eleştirilere maruz kalması, nispi satın alma gücü paritesinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

b. Nispi Satın Alma Gücü Paritesi

Nispi satın alma gücü paritesi (relative purchasing power parity) yaklaşımında fiyat ve kurların mutlak büyüklüğü değil, bunların nispi değişimleri ele alınmaktadır. Nispi satın alma gücü paritesi belirli bir anda döviz kurunun ne olacağı sorusuyla değil, belli bir başlangıç yılından hareketle kurlardaki değişimi açıklamaya çalışmaktadır. Nispi satın alma gücü paritesi, döviz kurlarındaki değişimin iki ülkenin enflasyon farklarına eşit olacağını, enflasyon oranı yüksek olan ülkenin parasının enflasyon farkları kadar değer yitireceğini ifade etmektedir (Seyidoğlu, 2003: 382; Doğukanlı, 2001: 74). Bir ülkede enflasyon oranı, dış dünyadan daha yüksek ise, o ülke içinde üretilen mallar yurtdışında üretilen mallara kıyasla pahalı hale gelmekte ve ithal mallara olan talep artmaktadır. Bu durumun doğal bir sonucu olarak, döviz talebi ve ulusal para arzı artmaktadır. Döviz kurlarının esas olarak döviz piyasasındaki arz ve talebe bağlı olarak değiştiği bir dünyada, bu gelişmelerin sonucunda ülke parası yabancı paralar karşısında değer kaybetmektedir. Bu bağlamda enflasyon oranı ile ülke paralarının değeri arasında tersine bir ilinti bulunmaktadır. Yüksek enflasyona sahip ülkelerin paraları değer yitirme eğilimi göstermektedir.

Nispi satın alma gücü paritesi de çeşitli açılardan eleştirilmektedir (Oksay, 2001: 43; Ünal, 2003:81). Döviz kurlarındaki değişim enflasyon nispetinde yapıldığı takdirde, nominal kur ile reel kur aynı olmaktadır. Eğer bu değişim, enflasyon oranından daha düşük bir oranda yapılırsa, reel kur nominal kurdan düşük kalmaktadır. Bu durumda ulusal para aşırı olarak değerlendirilmektedir. Tam tersi durumda ise, ulusal para değer yitirmektedir. Bu yaklaşım sadece ticaret akımları ile ilgilenmekte ve sınır ötesi sermaye akımlarını ihmal etmektedir. Oysa günümüzde sınır ötesi para ve sermaye işlemlerinin boyutları dünya mal ve hizmet ticaretinden yaklaşık 100 kat daha büyüktür. Bu durumda bu yaklaşım doğal olarak döviz kurlarının belirlenmesinde uluslararası sermaye akımlarının rolünü ihmal etmektedir. Nispi satın alma gücü paritesinin geçerli olabilmesi için karşılaştırma yapılan ülkeler arasında fiyat endekslerinin aynı bazda olması gerekmektedir. Oysa ülkeler arasında çeşitli göstergelere ilişkin istatistiksel yöntem farklılıkları söz konusu olabilmektedir. Ayrıca bu yaklaşımda teknolojinin, zevklerin, faktör miktarlarının, yatırım ve istihdam düzeylerinin değişmediği varsayılmaktadır.

Tüm bu eleştirilere rağmen, her ne kadar günlük kurları açıklamakta yetersiz olsa da, nispi satın alma gücü paritesi yaklaşımının uzun dönemde döviz kurlarını açıklamak için kullanılan önemli bir yaklaşım olduğu görülmektedir. Satın alma gücü paritesi yaklaşımı yüksek enflasyonlu ülkeler ve sermaye piyasası yeterince gelişmemiş ülkeler için geçerliliğini sürdürmektedir. Yapılan ampirik çalışmalar, kısa dönemdeki tersine uzun dönemde döviz kurlarında yaşanan değişimlerin enflasyon oranları arasındaki farka yöneldiğini ve dolayısıyla nispi satın alma gücü paritesi yaklaşımının uzun dönemde geçerli olduğunu gözler önüne sermektedir (Isard, 1995:60; Ünsal, 2005:548, Voget, 2004:1-16).

II. KURLARI AÇIKLAMAYA YÖNELİK YENİ YAKLAŞIMLAR

Bretton-Woods sisteminin çöküşü ile birlikte, birçok ülkede sabit kur sisteminden esnek kur sistemine geçilmeye başlanmıştır. Esnek kur sistemine geçilmesiyle birlikte, döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmalar, geleneksel yaklaşımların döviz kurlarını açıklanmada yetersiz kalmasına neden olmuştur. Yapılan çalışmaların büyük kısmı, geleneksel döviz kuru kuramlarında yaşanan sapmaların seyrek değil, sıkça gözlenen bir olgu olduğunu göstermektedir. Arz şokları, petrol ambargoları, mal bollukları ve kıtlıkları, para talebinde ve para arzında meydana gelen değişimler, ücret ve fiyat katılıkları, beklentilerde meydana gelen değişimler, verimlilik artışları farklılıkları ve uluslararası alanda yaşanan küresel reel şoklar bu durumda etkili olmaktadır. Günümüzde ekonomik ve mali liberalleşme ve iletişim teknolojilerinde yaşanan hızlı gelişmeler, farklı ülkelerdeki mali piyasaları tek bir piyasa yapısı içerisinde bütünleştirmekte, döviz kurlarında yaşanan bir artış, enflasyonu yükselterek genel refahı etkilemektedir. Mali fonlar, uluslararası faiz farklılıklarına karşı çok duyarlı hale geldiğinden, dış dünyada faiz oranlarının artması, ülkeden sermaye çıkışını hızlandırarak yatırımların azalmasına ve işsizlik sorununun yaygınlaşmasına neden olmaktadır. Bu bağlamda geleneksel

döviz kuru yaklaşımlarının döviz kurlarını açıklamada yetersiz kalması, yeni yaklaşımları gündeme getirmektedir.

A. MUNDELL –FLEMİNG MODELİ YAKLAŞIMI

Geleneksel döviz kuramları sermaye hareketlerini göz önünde bulundurmamaktadır. Robert Mundell ve J. Marcus Fleming tarafından geliştirilmiş olan bu yaklaşım, tam sermaye hareketliliği varsayımından hareketle döviz kurlarını açıklamaya çalışmaktadır. Bu yaklaşımda Keynesyen gelir harcama yaklaşımına, uluslararası sermaye hareketleri de dahil edilmektedir. Küreselleşme olgusunun doğal bir sonucu olarak günümüz dış ekonomik ilişkilerinde sermaye hareketleri, cari işlemler hareketlerine göre oldukça büyük bir gelişme göstermektedir. Bu yaklaşım ile döviz kurlarının belirlenmesinde sermaye hareketlerine yer vermeyen geleneksel döviz kuramlarının eksiklikleri giderilmeye çalışılmaktadır. Geleneksel kuramlarda ödemeler bilançosunun sadece mal ve hizmet hareketleri göz önünde bulundurulmakta, sermaye hareketleri dikkate alınmamaktadır. Mundell–Fleming modeli yaklaşımı IS-LM modeline ödemeler dengesi (BP) dahil edilerek açık ekonomiye uyarlanarak ortaya konan kısa dönem ödemeler dengesi akımı modeli niteliğindedir (Tunca, 2005:349-357). Denge döviz kuru, ödemeler bilançosunun dengede ve döviz arz ve talebinin eşit olduğu durumda gerçekleşmektedir.

Uluslararası piyasalarda sermaye hareketlerinde gözlenen artışlar ve sermaye hareketlerinin daha çok kısa vadeli bir seyir izlemesi, özellikle gelişmekte olan piyasalardaki para otoritelerinin bu kısa vadeli sermaye giriş ve çıkışlarının döviz kurları üzerinde yarattığı risk ve belirsizlikleri azaltmak için önlem almalarını kaçınılmaz kılmaktadır. Sermaye hareketlerinin döviz kurlarının açıklanmasında dikkate alınması, kurların daha gerçekçi açıklanmasına olanak tanımaktadır. Sermaye giriş ve çıkışları ülkedeki döviz miktarını önemli ölçüde değiştirerek döviz kurları üzerinde büyük bir etki yaratmaktadır. Kısa dönemde kurlarda meydana gelen dalgalanmalarda en büyük etmen sermaye hareketleri olmaktadır. Günümüz dünyasında mal ve sermaye hareketlerine getirilen serbestlikler, ülkeleri dünyanın her bölgesinde meydana gelen gelişmelerden etkilenir hale getirmektedir. Dolayısıyla ülkelerin kaderleri birbirleri ile ilintili bulunmaktadır ve ülkelerin döviz piyasalarıyla ilgili olarak karşılaştıkları sorunların uluslararası bir boyutu da bulunmaktadır. Bu bağlamda uluslararası mal, hizmet ve sermaye akımlarının etkin bir şekilde gerçekleştirilebilmesi, etkin bir ödemeler bilançosu denkleştirme mekanizmasını gerekli kılmaktadır. Mundel –Fleming modelinde sabit kur ve esnek kur sistemlerinde döviz kurlarının belirlenmesinde ekonomi politikalarının etkileri analiz edilmektedir (Seyidoğlu, 2003;Tunca, 2005:349-357).

Sınırsız sermaye hareketliliği söz konusu olduğunda yurtiçi ve yurtdışı faiz oranlarındaki en ufak farklılık sermayenin hızla yer değiştirmesine neden olduğu için yerli ve yabancı menkul değerler arasında tam ikame söz konusu olmaktadır. Tam sermaye hareketliliği ve sabit kur koşulları altında genişletici para politikası uygulandığında faiz oranları düşmekte, düşen faiz oranları ülkeden sermaye

çıkışına neden olmaktadır. Ödemeler dengesinin sermaye hareketleri hesabı bu durumdan olumsuz etkilenmektedir. Sermaye çıkışı ile dövize olan talep artmaktadır. Döviz kurları ise, yükselmektedir. Sabit kur sisteminde Merkez Bankası kurlardaki bu yükselmeye müsaade etmediği için döviz satarak, ulusal para satın almaktadır. Bu durumda Merkez Bankası rezervleri azalmakta, para arzı ise, düşmektedir. Uygulanan para politikası sadece rezervleri azaltmakta, ulusal gelir de bir değişme yaşanmamaktadır. Tam sermaye hareketliliği ve sabit kur koşulları altında para politikası etkisiz kalmaktadır.

Tam sermaye hareketliliği ve sabit kur koşulları altında genişletici maliye politikası uygulandığında ise, yurtiçi faiz oranları yurtdışı faiz oranlarının üzerine çıkmakta, ülkeye sermaye girişi olmakta ve döviz rezervleri artmakta ve ulusal para değer kazanmaktadır. Sabit kur sisteminde Merkez Bankası piyasaya ulusal para sunarak döviz satın almakta bu durumun doğal bir sonucu olarak para arzı artmaktadır. Para arzında meydana gelen artış, yurtiçi faiz oranlarının yurtdışı faiz oranlarına eşit olduğu noktaya kadar devam etmekte ve gelir düzeyinde artış meydana gelmektedir. Bu durumda tam sermaye hareketliliği ve sabit kur koşulları altında maliye politikası tam etkin olmaktadır.

Tam sermaye hareketliliği ve esnek kur sisteminde genişletici para politikası uygulandığında yurtiçi faiz oranları yurtdışı faiz oranlarının altına indiği için ülkeden sermaye çıkışı yaşanmasına neden olmaktadır. Ulusal para talebinin azalması, döviz talebinin artması, döviz fiyatlarının ve kurların yükselmesine yol açmaktadır. Esnek kur sisteminde Merkez Bankası bu duruma müdahale etmemekte, yükselen kurlar ihracatı artırıp, ithalatı azaltarak ödemeler bilançosu üzerinde olumlu etki yaratmaktadır. Dolayısıyla sınırsız sermaye hareketliliği ve esnek kur sisteminde para politikası tam etkili olmaktadır.

Tam sermaye hareketliliği ve esnek kur sisteminde genişletici maliye politikası uygulaması yurtiçi faiz oranlarını yükseltmekte ve ülkeye dışardan sermaye girişi olmaktadır. Yabancıların döviz verip ulusal para talep etmeleri ülkede dövizin bollaşmasına ve ulusal paranın değer kazanmasına neden olmaktadır. Ancak ulusal paranın aşırı değerlenmesi ihracatı olumsuz etkilerken ithalatı özendirilmektedir. Genişletici maliye politikası, ulusal paranın değer kazanmasına ve ihracat kesiminin dışlanmasına neden olduğundan tam sermaye hareketliliği ve esnek kur koşulları altında etkin olmamaktadır.

Sermaye hareketliliğinin yüksek olması durumunda, hem sabit kuru muhafaza etmek, hem de iç ve dış dengeyi bir arada sağlamak mümkün olmamaktadır. Sermaye hareketleri, sabit kur rejiminde para politikasının etkinliğini sınırlandırmaktadır. Ülkeler içerde işsizlik sorunu ile karşı karşıya ise, sabit kur sisteminde ülkelerin bu sorunu genişletici para politikası ile çözme girişimi sonuçsuz kalmaktadır. Para arzındaki artış, faiz oranlarını düşüreceğinden ülkeden sermaye çıkışı olmakta, bu durumda döviz talebinin ve ulusal para arzının artması, döviz kurunun sabit olarak tutulmasını zorlaştırmaktadır. Sabit kur uygulaması sürdürülmek isteniyor ise, bu politikadan vazgeçilmesi gerekmektedir. Esnek kur sisteminde ise, genişletici para politikası sonucu meydana gelen sermaye

çıkışı, ülke parasının değer kaybetmesine neden olmakta, bu değer kaybı ülkenin ihracatını artırarak ve faiz oranlarını düşürerek ekonomide genişleme yaratmaktadır. İç ve dış dengesizliklerle karşılaşan küçük ve dışa açık ekonomilerin bu ortamda sabit kur uygulaması olası görülmemektedir. Esnek kurun bu ülkelerin koşulları ile uyuşmayan yönleri dikkate alındığında, finansal liberasyonun ekonomi politikası uygulama olanaklarını ellerinden aldığı söylenmektedir (Ünal, 2003:74).

Döviz kurlarını dışa açık makro ekonomik yaklaşımla ele alan bu model, açık ekonomi makro iktisadına varlık piyasalarını entegre etmesine ve sermaye hareketlerini de analize dahil etmesine rağmen en önemli eksikliği, varlık piyasasının işleyişini faiz oranları farklılığının stok-akım değişken kapsamında açıklanması açısından yetersiz olmasıdır. Bu yaklaşımda döviz kuru değişimlerinin nominal değil, reel olduğu kabul edilmektedir. Modelde döviz kurunun mal piyasasının tamamen temizlendiği ve para talebinin dünya faiz oranlarıyla belirli bir gelir seviyesinde para arzına eşit olduğu kabul edilmektedir. Döviz kurunun gelecekte değişme beklentisi sıfırdır (Bulut, 2005:111-112). Tam sermaye hareketliği durumunun aksine sınırlı sermaye hareketlilikleri de söz konusu olabilmektedir.

B. PARASALCI YAKLAŞIM

Parasalcı yaklaşım (monetarist approach), 1970'li yıllarda Robert Mundell, Harry Johnson ve Jacop A. Frenkel tarafından geliştirilmiştir. Özellikle Frenkel, Parasalcı yaklaşımın esnek kur sistemine oturmasında ve sistemin o tarihlerde terk edilmekte bulunan sabit kur sistemine üstünlüğünün savunulmasında önemli rol oynamaktadır. Bu yaklaşıma göre, döviz kurları yabancı para birimlerinin ulusal para birimi cinsinden fiyatı olarak kabul edilmektedir. Döviz kurunun oluşumunu belirleyen öncelikli faktör, para piyasası dengesi olmaktadır. Döviz kurunun değişimi, cari işlemlere değil, resmi rezervler bilançosuna bağlı bulunmaktadır. Sermaye piyasalarında serbestlik, sermayenin tam hareketliliği ve döviz sahiplerinin geleceğe yönelik beklentilerinin, döviz kurları üzerinde etkili olduğu varsayılmaktadır. Bu yaklaşıma göre fiyatlar ve ücretler tam esnektir. Böylece ekonomi daima tam istihdamdadır. Uluslararası piyasalarda tek fiyat yasası geçerlidir ve işlem maliyetlerinin olmadığı kabul edilmektedir (Bilson, 1978:51; Kouri, 1976: 290; Gartner, 1993:121).

Bu yaklaşımda miktar kuramının bir gereği olarak, fiyatların dışsal nominal para arzı tarafından, reel para talebinin ise, reel faiz oranı ve reel gelir tarafından belirlendiği varsayılmaktadır. Ekonomik büyümenin, ulusal paranın değerlenmesine neden olarak döviz kurunda bir düşüşe yol açacağı kabul edilmektedir. Diğer bir ifadeyle, reel gelirden meydana gelen bir artış, talep edilen reel para miktarını arttırmakta ve bu sırada nominal para arzı değişmiyorsa, fiyatların düzeyinde düşme gözlenmektedir. Satın alma gücü paritesinin de değişmediği varsayıldığında, döviz kurlarının düşmesi durumuyla karşılaşılmaktadır. Burada satın alma gücü paritesi koşullarında reel döviz kuru

sabit olarak kabul edilmektedir. Satın alma gücü paritesi çerçevesinde, fiyat düzeyindeki değişiklikleri, nominal döviz kurundaki değişiklikler dengelemektedir. Bu gelişmelerin sonucunda, ulusal mallar ile yabancı malların nispi fiyatı, cari nominal döviz kuru düzeyinde değişmemektedir (Oksay, 2001:44-47). Parasalcı yaklaşım, döviz kurlarının iki ülke ulusal parasının nispi arz ve talebi tarafından belirlendiğini dile getirmektedir. Ulusal para arzında yabancı ülkelerin para arzına göre bir artış olduğunda döviz kurları aynı oranda yükselmektedir. Para hayali olmadığından para arzı arttığında herhangi bir reel faaliyet artışı olmamaktadır. Bu artış doğrudan fiyat düzeylerine yansımaktadır. Ülke içerisinde üretim artışı yaşanması ulusal paranın değerlendirilmesine, diğer bir ifade ile döviz kurlarının düşmesine neden olmaktadır. Reel gelir, hem yerleşiklerin servetini temsil eden bir değişken, hem de para ile yapılan mübadele hacminin bir indeksi olarak yer almaktadır. Ulusal gelirden yaşanan nispi bir artış, yurtiçi para stoku için bir fazla talep yaratmaktadır. Bu yaklaşımda para ikamesi olmadığından bu fazla talep ulusal paraya dönük olmaktadır. Ulusal para talebi artarken yabancı para talebi azalmaktadır. Döviz kurları para arzı ve para talebi temel belirleyici olmak üzere reel gelir değişimlerinden ve beklentilerden etkilenmektedir (Bulut, 2005:133).

Parasalcı yaklaşım, paranın ekonomi üzerinde yarattığı etkileri çok ön plana çıkarmakta ve her türlü döviz kuru dengesizliğinin para arzını kontrol etmek suretiyle çözülebileceğini ileri sürmektedir. Para arzında meydana gelen değişim, miktar kuramı gereğince fiyatlar genel düzeyini etkilemekte, değişen fiyatlar genel düzeyi ise, satın alma gücü paritesi bağlamında döviz kurlarında değişime yaratmaktadır. Açık bir ekonomide paranın miktar kuramının bir uzantısı şeklinde çalışmakta olan bu yaklaşımda faiz oranlarındaki artışın genellikle dışardan sermaye akımına neden olduğu ve ulusal paranın değer kazanmasına yol açtığı kabul edilmektedir. Hiperenflasyonun yaşandığı dönemlerde beklentilerin etkisinin likitide etkisini bastırıldığı ve faiz oranları ile döviz kurları arasında pozitif bir ilişki olduğu ileri sürülmektedir. Yüksek enflasyonun yaşandığı dönemlerde sorun parasal nedenlerden kaynaklanmaktadır. Bu durumda yüksek faiz oranları Fisher Etkisi yolu ile enflasyon beklentilerine bağlı parasal genişlemeden kaynaklanmaktadır. Sonuçta, faiz oranlarındaki farklılık, parasal büyümede artış beklentisi doğurarak, beklenen enflasyon oranının artmasına ve bu bağlamda dolaylı olarak ulusal paranın değer kaybetmesine neden olmaktadır.

Parasalcı yaklaşımın öngördüğü mekanizma oldukça basittir. Herhangi bir malın fiyatının, o malın arz ve talebine bağlı olduğu şeklindeki genel ilkenin ulusal paralar içinde geçerli olduğu ileri sürülmektedir. Diğer bir ifadeyle, ulusal paranın fiyatı olan döviz kurları, ulusal paranın arz ve talebine göre belirlenmektedir. Arz edilen para miktarının talep edilen miktarı aşması durumunda, ilgili para döviz piyasasında değer kaybetmekte; tersi durumda ise, değer kazanmaktadır. Parasalcı yaklaşımda, döviz kurunun parasal belirleyicileri ülkelerin görece para arzları iken, reel belirleyicileri görece para talepleridir. Döviz kurunun reel belirleyicileri faiz oranlarından ve üretim seviyesinden de etkilenmektedir (Classen, 1998:37).

Bu yaklaşıma göre döviz kurlarındaki değişme, para arz ve talebi arasındaki dengesizliklere bağlıdır. Para talebi sabitken, para arzında bir değişme meydana gelmesi, para stokunda bir artış meydana getirmektedir. Para arzındaki artış nedeniyle halkın elinde arzu ettiğiinden daha fazla para bulunmaktadır. Elde tutmak istenenden fazla olan paranın bir kısmı, mal ve hizmetlere, diğer bir kısmı da, faiz geliri elde etmek için yerli ve yabancı menkul değerlere yatırılmaktadır. Dolayısıyla, para arzındaki bir artış hem yabancı mal ve hizmet ithalini, hem de sermaye ihracı yoluyla döviz talebinde bir artış meydana getirmektedir. Cari işlemler ve sermaye bilançosundan kaynaklanan bu talep artışları ise, cari döviz kurunun yükselmesine neden olmaktadır. Para talebi sabitken para arzının azalması durumunda halkın eline arzu ettiğiinden daha az para geçmekte olduğu için mal ve hizmet alımları ile menkul değerlere yapılan yatırımlar azalmaktadır. Sonuçta döviz talebi azalmakta, döviz kurunda düşme meydana gelmektedir. Diğer bir ifadeyle, ulusal para değer kazanmaktadır (Seyidoğlu, 2003: 385-386).

Parasalıcı yaklaşımda para talebindeki değişmeler döviz kurunu etkileyen bir faktör olmaktadır. Bu yaklaşımın hareket noktası, para talebinin en istikrarlı, en önemli makroekonomik değişken olarak kabul edilmesidir. Para talebi fonksiyonu klasik olarak gelir, fiyatlar ve faiz oranına bağlı olmaktadır. Bu bağlamda, döviz kuru bir yandan para otoriteleri tarafından kontrol edilen para arzına, diğer yandan parasal varlıklara sahip olan iktisadi karar birimlerinin davranışlarına bağlı olmaktadır. Faiz oranları ve reel gelirlerin veri olması halinde, döviz kurundaki değişimin kaynağı para arzındaki değişme olmaktadır. Döviz kuru, ülkelerin para stoklarındaki büyüme oranları arasındaki fark kadar değişmektedir. Para arzının büyüme oranı daha fazla olan ülkenin parası değer kaybetmektedir. Para talebinin her iki ülke için de sabit varsayıldığı bir durumda, bir ülkede para arzının artması, o ülkenin ulusal parasının değer yitirmesine neden olmaktadır. Para talebi ile reel gelir ve faiz oranları arasında doğru orantılı bir ilişki söz konusu olduğunda, diğer değişkenler sabitken, ulusal gelir artışı, ek bir ulusal para talebi yaratmaktadır. Bu olgu ulusal paranın değer kazanmasına neden olmaktadır. Nominal para stoku sabitken, reel ankesler talebinde meydana gelen bir artış, yalnızca fiyatların düşmesi yolu ile karşılanabilmektedir (Plihon, 1995: 60-61; Çağlar, 2003: 92-93).

Parasalıcı yaklaşıma göre, nominal faiz oranındaki artma / azalma döviz kurunun değerini düşürmektedir. Döviz kurlarıyla ilgili bu yaklaşım, geleneksel yaklaşımlardan oldukça farklıdır (Bilson, 1978:52). Döviz kuruna parasalıcı yaklaşımın başlıca sonuçlarında biri, döviz kurlarındaki dengesizliğin para politikası ile giderilebileceğidir. Fakat bununla ilgili yapılan uygulamalı çalışmalar kuramsal beklentilere uygun sonuçlar vermemektedir. Bunun en önemli nedeni, parasalcıların ileri sürdüğü gibi para talebi fonksiyonunun kararlı olmamasıdır. Yine, finansal varlıklar arasında tam ikamenin kabulü ve satın alma gücü paritesinin pek gerçekçi olmayan varsayımları, parasalıcı yaklaşımın eleştirilmesine neden olmaktadır (Çağlar, 2003: 93-94). Bu yaklaşım, daha önce incelenen geleneksel modellerle çelişkili bazı sonuçlar da ortaya koymaktadır. Ödemeler bilançosu yaklaşımında, ekonomik büyüme neticesinde artan reel gelirin ithalatı

özendirerek dış açıkları özendirdiği ve ulusal paranın değer kaybetmesine neden olduğu ifade edilmektedir. Oysaki parasalcı yaklaşıma göre, böyle bir durumda ulusal paranın değerinde bir yükselme olmaktadır. Bununla birlikte, parasalcı yaklaşım, döviz kurlarının belirlenmesinde döviz kurları ile ilgili olarak beklentilerin literatüre girmesine katkıda bulunmaktadır. Beklentilerin döviz kurlarının belirlenmesinde kritik öneme sahip olduğu ifade edilmektedir. Herhangi bir paranın değerinin artacağı beklendiğinde, elde tutulan paranın değerindeki yükselme o paranın değerini artırmaktadır (Kouri, 1976:291). Bu yaklaşımın en önemli katkısı, döviz kurlarının belirlenmesinde stok değişkenlerinin (parasal ve finansal varlıklar) ve bu değişkenlerin akım değişkenleri ile (özellikle gelirler ile) olan ilişkileri üzerinde durmasıdır (Plihon, 1995: 62). Parasalcı yaklaşım, çeşitli varlıklara olan talepten hareketle döviz kurlarını açıklamaya yönelik yeni bir yaklaşım olan portföy dengesi yaklaşımının geliştirilmesine zemin hazırlamıştır.

C. PORTFÖY DENGESİ YAKLAŞIMI

Döviz kurunun belirlenmesinde portföy dengesi yaklaşımı (portfolio-balance approach), Harry Markowitz (1952:77-91) ve James Tobin (1958: 65-86.)'in portföy kuramı ve para talebi üzerindeki çalışmalarından kaynaklanmaktadır. Markowitz analizlerinde dövizin değerine yönelik temel analiz yaklaşımlarının hep geleceğe dönük tahminler içermesine rağmen risk kavramına hiç değinmediğini tespit etmektedir. Getiri ve risk gerçek yaşamda her zaman yan yana olan iki kavram olmasına rağmen portföy dengesi yaklaşımına kadar yatırım kararlarına dahil edilmemektedir. Bu yaklaşımla birlikte riski ölçme konusunda adım atılmakta ve optimal portföy oluşturma teknikleri formüle edilmektedir. Tobin, Markowitz'in analizine en likit ve risksiz varlık olan nakit parayı da katmaktadır. Tobin'e göre yatırımcılar temelde yaptıkları tercihlerinde birikimlerini risksiz bir yatırım aracı ve riskli varlıklardan oluşan bir portföye bölüştürmektedir. Yatırımcı kendi risk tercihinine göre bu ikisi arasında varlıklarını dağıtmaktadır. Portföyü farklı yatırım araçlarına dağıtarak riski azaltmak üzerine geliştirilen bu yaklaşım modern portföy kuramı olarak da anılmaktadır.

Portföy dengesi yaklaşımı, döviz kurlarında görülen günlük dalgalanmaları yabancı menkul değerlerin arz ve taleplerindeki değişmelerle açıklamaya çalışan yeni bir yaklaşımdır. Parasalcı yaklaşım, yerli menkullerle yabancı menkullerin tam ikame olduğu, yani aralarında risk yönünden bir fark olmadığı varsayımında bulunmaktadır. Oysa portföy dengesi yaklaşımında, yatırımcı portföyünü oluştururken fonlarını çeşitli menkul değerler arasında belirli bir risk düzeyinde elde etmeyi umduğu gelir düzeyini en üst düzeye çıkaracak şekilde dağıtmaktadır (Pentecost, 1993:151; Öçal ve diğerleri, 1997:578). Portföy dengesi yaklaşımı, riskin azaltılması için portföye katılan menkullerin çeşitlendirilmesi, yani "*yani tüm yumurtaların aynı sepete konulmaması*" ilkesi üzerine şekillenmektedir (Gartner, 1993: 189). Bu yaklaşımda bütün karar birimleri özdeş beklentilere sahip olsalar bile, yurtiçi ve yurt dışındaki bireylerin ne miktarda ve neden yurtiçi ve yurtdışı varlıkları ellerinde bulundurdukları açıklanmaya çalışılmaktadır. Portföy

dengesi yaklaşımı, cari hesap dengesizliklerinde ve reel döviz kurunda meydana gelen değişikliklerde, ülkeler arasında servetin tekrar dağılımında nasıl politikalar izleneceğini ve Merkez Bankasının niçin döviz piyasasına müdahale etmesi gerektiğini de ortaya koymaktadır.

Gerçek yaşamda yerli ve yabancı varlıkların aynı para birimi cinsinden ifade edilen getirilerinin eşit olmaması için, likitide farklılıklarından, vergi yasalarından, siyasal riskten, ya da kur riskinden kaynaklanan gerekçeler bulunmaktadır. Parasal yaklaşımda döviz kuru riskinin bulunmadığı; yani risk priminin sıfır olduğu varsayılmaktadır. Oysaki gerçek yaşamda kur riski her zaman söz konusu olabilmektedir. Kur riski, yerli tahviller yanında yabancı tahvillere güvencesiz (uncovered) yatırım yapılmasından kaynaklanmaktadır. Portföy dengesi yaklaşımı yerli ve yabancı varlıkların değiştirilmesinin ancak değiştirme işleminden doğan bir işlem maliyetine razı olunması durumunda söz konusu olabileceğini dile getirmektedir. Bu durumda yerli ve yabancı aktifler arasında tam ikame varsayımı kendiliğinden geçersiz hale gelmektedir. Bu yaklaşımda karşılaşılan çeşitli riskler nedeniyle yerli ve yabancı varlıkların tam ikame edilemediği belirtilmektedir. Portföy dengesi yaklaşımında parasal ve finansal varlık piyasaları bir bütün olarak ele alınmakta, piyasada işlem yapan bireylerin varlık portföylerinden sağladıkları faydayı maksimize etmek amacıyla işlem yaptıkları kabul edilmektedir. Bu bağlamda döviz kurlarındaki değişimler, yerli ve yabancı varlıklar arasında yatırımcıların portföyünü etkilemesinin yanı sıra varlıklar arasında yapılan sürekli arbitraj işlemleri de varlıkların zorunlu olarak döviz piyasalarından geçiş yapmaları sonucunu doğurmaktadır. Bu yaklaşımda bireysel portföylerin optimal dağılımının çeşitli yatırım seçeneklerinin göreceli risklerinin getirilerinin ve maliyetlerinin bir fonksiyonu olduğu görülmektedir. Ekonomik ajanlar döviz kuru riskini minimize etmek için çeşitli paralar ile bir portföy oluşturmakta, aynı şekilde uluslararası yatırımcılarda risk ve getiri faktörlerine dayanarak para dışı finansal varlık tutabilmektedir (Cushman, 2003:6; Magud ve diğerleri, 2007:12; Bulut, 2005:149-150).

Yatırımcı, fonlarını çeşitli menkul değerler arasında dağıtırken bazı faktörleri göz önünde bulundurmaktadır. Kur değişimlerinin önceden tam olarak öngörülememesi, yabancı tahvil ve hisse senetlerinin getirisini etkilemektedir. Ortaya çıkacak kur riski, yabancı yatırımcının riskini azaltması için ek bir prim talebinde bulunmasını gerekli kılmaktadır. Bu durumda, yatırımcı, yabancı menkullerin beklenen getirisinin yerli menkullerin beklenen getirisinden yeteri kadar yüksek olması durumunda, portfolyosunda yabancı menkule yer vermektedir. Parasalci yaklaşımda yerli ve yabancı menkul değerler tam ikame olarak düşünüldüğü, dolayısıyla risk açısından eş değer kabul edildikleri için risk primine yer verilmemekte iken, portfolyo tercihi yaklaşımında, yatırımcı yabancı menkullerin daha riskli olduğunu düşünmekte ve bundan dolayı bir risk primi talep etmektedir. Yabancı menkullere olan talep dolayısıyla döviz kurları bu durumdan etkilenmektedir (Seyidoğlu, 2003:387-393). Finansal varlıklar için risk farklılaştırmasının sisteme dahil edilmesi, parasalci yaklaşımın finansal varlıklar arasında tam ikame olabileceği şeklindeki aşırı kısıtlayıcı varsayımın kaldırılmasını

sağlamaktadır. Parasalcı yaklaşımın bu eksikliği portföy dengesi yaklaşımı ile giderilmeye çalışılmaktadır. Bu yaklaşımda ulusal ve yabancı paralar birbirlerini mükemmel bir şekilde ikame etmemektedir (Gartner, 1993: 163).

Döviz kuru, servetin yatırımcıların isteklerine uygun biçimde, ulusal para, ulusal ve yabancı varlıklar arasında dağıtılmasına olanak sağlayan portföy tercihleri sürecinde belirlenen bir değişken olarak ifade edilmektedir. Bu bağlamda, döviz kurunun belirleyicileri yurtiçi ve yurtdışı parasal ve finansal varlık arz ve talebini etkileyen faktörler olmaktadır. Herhangi bir nedenle yurtiçi faiz oranlarında bir artış meydana gelmesi durumunda, yerli yatırımcılar, yerli tahvil satın alıp, yabancı tahvilleri satmaktadır. Aynı şekilde yabancı yatırımcılar kendi tahvillerinin payını azaltıp, faiz oranları yükselen ülkenin tahvillerini almaktadır. Buna paralel olarak döviz talebinde bir düşme ve ulusal para talebinde bir artış meydana gelmektedir. Dolayısıyla ulusal para değer kazanmakta, kurlar düşmektedir. Dış faiz oranının artması durumunda ise, tersi yaşanmaktadır. Ülkelerin makro ekonomik büyüklüklerine ilişkin istatistik verileri değiştiğinde portfolyo tercihleri de değişmektedir. Örneğin işsizlik rakamlarının artacağı düşünüldüğünde, ekonomik durgunluk yaşanacağı ve ilgili ülke parasının değer kaybedeceği beklentisi söz konusu olmakta, bu da, yabancı para ve menkul değerler lehine yeni ayarlamalar yapılmasına neden olmaktadır. Ancak servetin ölçülmesi veya elde bulundurulmuş yabancı varlıkların miktarının belirlenmesi ile ilgili istatistiksel bilgilerin yetersiz olması nedeniyle, portföy dengesi yaklaşımının sınanması oldukça zor görülmektedir. Buna karşılık bu yaklaşım, menkul varlıklar arasında ikamenin mükemmel olmaması gibi gerçekçi varsayımlara dayandığı için, döviz kurlarının belirlenmesi konusunda geniş bir bakış açısı getirmektedir (Plihon, 1995: 63-64; Çağlar, 2003: 96).

Haberleşme ve ulaşım teknolojisindeki gelişmeler, çok uluslu şirketlerin dünya çapında faaliyet göstermelerini kolaylaştırmaktadır. Birden fazla ülkede faaliyet gösteren ve çok büyük ölçeğe sahip olan çok uluslu şirketler, birçok paradan oluşan ve büyük miktarlara ulaşan nakit portföylere sahip bulunmaktadır. Döviz kurlarında yaşanan gelişmelere bağlı olarak, paraların değerinde meydana gelen kısa vadeli değişimler, bu şirketler için büyük bir risk ortaya çıkarmakta ve nakit portföyü yönetimini çok önemli hale getirmektedir. Bu şirketlerin portföyünde yer alan paralardan birinin değeri düştüğünde, bu portföyün toplam satınalma gücünde de önemli düşüşler yaşanabilmektedir. Bu açıdan, bu şirketler döviz piyasasında yaşanan gelişmeleri dikkatle izlemekte, paraların değerinde meydana gelmesi olası gelişmeleri önceden öngörmeye çalışarak; örneğin, değer yitirmesi olası paraları elden çıkarıp, yerine değerinde yükselme beklenen para ya da paraları ikame etme çabası içindedirler (Ünal, 2003:82).

D. PARA İKAMESİ YAKLAŞIMI

Para ikamesini (money substitution) hesaba katarak döviz kurunun belirlenmesini modelleştirenler, Russel Boyer, Chau-Nan Chen, Lance Girton, Don Roper, King Putnan, Marc Miles ve Ronald McKinnon'undur. Para ikamesi olgusu

üzerinde duran bu iktisatçılar yaptıkları analizlerde, para ikamesinin derecesinde artış meydana geldikçe, döviz kurunun kararsızlaştığı, paralar arasında tam ikamenin varlığı halinde ise, döviz kurunun belirlenemeyeceği sonucuna varmaktadır. En genel ifadesiyle yurt içindeki kişilerin ulusal para yerine yabancı para tutmalarına para ikamesi adı verilmektedir (Ertürk, 1991: 11-28; Özkaramete, 1996: 99). Para ikamesi ile ulusal paranın, değişim hesap birimi olma ve değer saklama aracı olarak bilinen temel fonksiyonları yabancı bir paraya devredilmektedir. Para ikamesi her ülkede aynı biçimde gelişen bir süreç olmayıp, ulusal paranın işlevlerini yabancı paraya terk etme ölçüsüne göre değişmektedir. Ulusal para zaman içerisinde işlevlerini yabancı para lehine terk etmektedir. Para ikamesi çoğunlukla yüksek enflasyon yaşanan ülkelerde ortaya çıkmaktadır. Çoğu zaman kiralar, ücretler, mal fiyatları gibi akım değişkenlerin yabancı para birimine endekslediği görülmektedir (Küçükale, 1999: 58; İnan, 2002:6). Dünyada özellikle dalgalı kurların uygulanmaya başladığı dönemde, paralar arasında talep kaymalarının söz konusu olması, para ikamesi yaklaşımının ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Genel olarak para ikamesi ile ilgili çalışmaların başlangıcı 1970'li yıllara rastlamaktadır. Bretton Woods sisteminin çöktüğü ve dünya para sisteminde sabit kurlardan dalgalı kurlara girildiği bu dönemde paraların arz yönünden ikamesi, yerini talep yönünden ikameye bırakmaktadır. Bu gelişmelere bağlı olarak ülkelerin iç bağımlılık problemi büyürken, ülkelerin birinde meydana gelen olumsuz gelişmelerin diğerini de etkilediği görülmektedir (Ertürk, 2001:402-403; Tunay, 2001:78-80).

Para ikamesi yaklaşımı, parasalcı yaklaşımın özel bir şekli olarak değerlendirilmektedir. Bu yaklaşımda yerli ve yabancı sakinler, yerel ve yabancı paraları ellerinde tutmaktadır. Bu modelde tahvil piyasaları açıkça yer almamaktadır. Dolayısıyla bu yaklaşımda faiz oranları dikkate alınmamaktadır (İyibozkurt, 2001: 405). Hem portföy dengesi yaklaşımı, hem de parasalcı yaklaşım, ülke sakinlerinin sadece ulusal para bulundurdukları, dolayısıyla paralar arası ikame olanağının bulunmadığını varsaymaktadır. Diğer bir ifadeyle, paralar arasındaki ikame esnekliği sıfır olarak kabul edilmektedir. Ancak bu durum pek gerçekçi değildir. Her ülkede sadece tek bir para kullanılmamaktadır. İktisadi ajanlar, yüksek enflasyonun yaşandığı durumlarda reel gelirlerinin değer kaybına uğramasını engellemek için kendi ülkelerinin paralarını ellerinde tutmak yerine diğer ülkelerin paralarını talep etmektedir. Mübadelelerin ülke sınırlarını aşması, gerçekte işletmeleri ve bankaları çeşitli paralardan oluşan bir nakit rezervi tutmaya ve sürekli olarak bu paralar arasında optimal bir bileşim sağlamaya sevk etmektedir (Plihon, 1995: 66). Ayrıca Merkez Bankaları döviz piyasalarına müdahale edebilmek için rezerv olarak yabancı para tutmaktadır. Ulusal paraların yanında çeşitli nedenlerle yabancı paraların da kullanılmaya başlanması para ikamesi olgusunu gündeme getirmektedir. Bu yaklaşımda ulusal para ve döviz gibi iki finansal varlık söz konusu olmaktadır. Bir ülkede yerleşik kişiler, herhangi bir nedenle döviz ve ulusal paradan oluşan bir birikime sahip bulduklarında, ekonomik konjonktürde meydana gelen gelişmelere bağlı olarak, ulusal para veya

döviz cinsinden tuttıkları para miktarlarını her an değiştirebilmektedir. Diğer bir ifadeyle, birikimlerini döviz veya ulusal para olarak tutma özgürlüğüne sahip bulunmaktadır. Yerli ve yabancı paranın hangi ağırlığa göre tutulacağını belirleyen etken ise, beklentiler olmaktadır. Ulusal paranın değerinde bir düşüş beklendiğinde, döviz yerine ulusal para koymanın maliyetinde bir artış olmaktadır. Yani, ulusal para yerine döviz tutulması daha akılcı olmaktadır. Tersine durumda ise, para portföylerinde ulusal paranın payı artırılmaktadır.

Para ikamesi, hem sabit hem de değişken kurlar üzerinde önemli etkilere sahiptir. Sabit kur sisteminin uygulandığı dönemlerde, ulusal paranın devalüasyon beklentisinin artması, ulusal paradan dövize doğru kitlesel bir ikameye yol açmaktadır. Bu da Merkez Bankasının döviz rezervlerinin tükenmesine neden olmaktadır. Böylece, olası bir devalüasyon kaçınılmaz duruma gelmekte ya da öngörülenden daha yüksek oranda bir devalüasyon yapılması zorunlu olmaktadır. (Seyidoğlu, 2003: 166-167).

Para ikamesi yaklaşımı istikrarlı bir paraya ve düşük enflasyona sahip gelişmiş ülkeler için pek geçerli değilken, yüksek enflasyon oranlarının söz konusu olduğu görece olarak istikrarsız bir para piyasasına sahip az gelişmiş ülkeler de yaşanan döviz kuru hareketlerini açıklamada oldukça etkili olmaktadır. Gelişmiş ülkelerde para ikamesi sermaye hareketlerini içine alacak şekilde cereyan etmesine ve simetrik bir olay olmasına rağmen, gelişmekte olan ülkelerde devalüasyon ve enflasyon beklentilerine bağlı olarak asimetrik bir şekilde gerçekleşmektedir. Özellikle yüksek enflasyonlu ülkelerde servetin reel değerini korumak ve mümkün olduğunca likit kaynaklara sahip olmak önem arz etmektedir (Ertürk, 1991:124-125). Para ikamesinin yoğun olarak yaşandığı az gelişmiş ülkelerde ulusal paranın hesap birimi olma, değer saklama ve ödeme aracı olma işlevleri yavaş yavaş kaybolmaktadır. Para ikamesi bu ülkelerde döviz kurlarında istikrarsızlıkların yaşanması yanında ülkelerin para basma yetkilerinden kaynaklanan senyoraj gelirlerinin de azalmasına neden olmaktadır. Para ikamesi gelişmekte olan ülkelerde kambiyo rejimini mümkün kıldığında yoğun bir dövizleşme ve senyoraj kazançlarından taviz verme sonucunu doğurmaktadır. Para ikamesinin yoğun olarak yaşandığı ülkelerde Gresham yasasının aksine Thiers yasası geçerli olmakta, iyi para kötü parayı piyasadan kovmaktadır (Ertürk, 1994:74). Yüksek enflasyonun söz konusu olduğu ülkelerde asimetrik ikame koşullarında bireysel karar vericiler kendi ülke paralarından kaçarak yabancı paralara yönelmektedir. Para ikamesine yönelen bireyler, hem servetlerinin reel değerini koruma olanağı bulmakta, hem likit kaynaklara sahip olmakta, hem de enflasyon vergisi ödememektedir. Bu gelişmelerin doğal bir sonucu olarak para ikamesinin yaygın olarak yaşandığı ülkelerde uygulanan iktisat politikalarından istikrarlı sonuç elde edilmesi mümkün olmamaktadır.

E. FAİZ HADDİ PARİTESİ YAKLAŞIMI

Faiz haddi paritesi (interest rate parity) yaklaşımı, döviz kurlarının belirlenmesinde daha çok makro ekonomik yapıyı göz önüne almakta ve ödemeler

bilânçosunun sermaye hareketleri hesabını analize dahil etmektedir. Bu yaklaşım ile faiz oranları, spot ve forward döviz kurları ve spekülörlerin beklentileri arasında bir bağ kurulmaya çalışılmaktadır. Faiz haddi paritesi yaklaşımı ile spot ve vadeli döviz kurları ile nominal faiz oranları arasında bir ilinti kurulmaktadır. Yurtiçi ve yurtdışı finansal varlıklar arasında tam ikame söz konusu olduğunda çeşitli finansal varlıkların getiri oranları eşitlenmektedir. Bu eşitlik faiz haddi paritesi olarak ifade edilmektedir.

Faiz haddi paritesi yaklaşımının en temel önerisi aynı riske sahip iki finansal varlığın aynı getiriye sahip olmasıdır. Eğer aynı risk özelliğine sahip iki varlık aynı getiriye sahip değil ise, iktisadi ajanların iki varlığın getiri oranı eşitleninceye kadar arbitraj yapmaları kaçınılmaz olmaktadır (Classen, 1998:39). Bu yaklaşıma göre, döviz kurlarında denge sağlanabilmesi için ülkeler arası faiz oranları farklılıklarının spot ve forward kurları arasındaki farka eşitlenmesi gerekmektedir. Çok büyük bir risk olmaması durumunda yurtdışı ve yurtiçi faiz oranlarının farklılık taşıması ülkeler arası parasal hareketlilikler doğurmaktadır. Nasıl ki arbitraj uluslararası mal fiyatlarının eşitlenmesine yol açmakta ise, aynı şekilde ödünç verilen fonların sağladığı getirilerin de (faiz oranlarının) uluslararası alanda eşitlenmesi gerekmektedir. Tasarruf sahipleri ellerindeki mali fonları belli bir risk düzeyinde faiz oranları en yüksek piyasalara yatırmakta iken, ödünç para almak isteyenler de faiz oranlarının en düşük olduğu piyasalardan borçlanmak istemektedir. Ülkeler arasındaki faiz farklılıkları bir yandan faiz arbitrajı doğurmakta, öte yandan anında teslim (spot) kurlar ile vadeli teslim (forward) kurlar arasındaki ilişkiyi belirlemektedir. Bu yaklaşıma göre düşük faizli ülkenin parası yüksek faizli ülkenin parası karşısında, bu farkın tutarı kadar prim yapmaktadır. Yüksek faizli ülkenin parası ise, faiz farkı kadar vadeli iskonto doğurmaktadır.

İki ülke arasında oluşan faiz oranları farklılıkları bu ülkelerin ulusal paraları arasındaki kuru etkilemektedir. Genelleştirilmiş Fisher Etkisi yaklaşımı olarak ta bilinen bu anlayışa göre, bir ülkede faiz oranları, diğer ülkelerin faiz oranlarından yüksekse, mali fonlar iki ülke arasındaki reel faiz getirileri eşitleninceye kadar, faizin yüksek olduğu ülkeye gitmektedir. Satın alma gücü paritesine göre, yüksek enflasyona sahip olan ülkelerin ulusal paraları, yabancı paralar karşısında enflasyon ölçüsünde değer kaybetmekte iken; bu yaklaşıma göre, enflasyon oranları yüksek olan ülkelerde faiz oranlarının, diğer ülkelere göre enflasyon oranından daha yüksek olması gerekmektedir. Bu bağlamda uluslararası Fisher etkisi ortaya çıkmaktadır. Uluslararası Fisher etkisine göre, ulusal piyasalarında yüksek faiz oranlarına sahip olan ülkelerin ulusal paraları, faiz oranları ölçüsünde değer kaybetmektedir. Bu olgunun doğal bir sonucu olarak, enflasyon oranları düşüğe faiz oranları da düşük olmakta ve ulusal para döviz piyasasında değer kazanmaktadır. Bu yaklaşımda satın alma gücü paritesi yaklaşımında olduğu gibi, kısa dönemde istikrarlı sonuçlar öngörmemektedir. Bu yaklaşımın uzun dönemde gerçekçi sonuçlar ortaya çıkardığı söylenebilmektedir.

Faiz haddi paritesi yaklaşımı işlem maliyetlerinin söz konusu olması, piyasa katılımcılarının riske karşı farklı davranışlar sergileyebilmesi, risk priminin söz konusu olabilmesi, hangi faiz hadlerinin (mevduat faizi, kredi faizi, hazine bonusu vb) kullanılması gerektiği, ülkelerin sermaye hareketlerine kısıtlamalar getirebilmesi ve ülkelerin vergi sistemlerinde farklılıkların söz konusu olabilmesi gibi nedenlerle eleştirilmektedir. Özellikle risk primlerinin ve faiz oranlarının son derece değişken olması ve riski ve faiz oranlarını etkileyen faktörlerin tam olarak açıklanamaması bu yaklaşımın en önemli eksikliğini oluşturmaktadır.

F. DÖVİZ KURLARINDA HEDEFİ AŞMA (OVERSHOOTING) YAKLAŞIMI

Rudiger Dornbusch tarafından ortaya atılan kurlarda hedefi aşma yaklaşımı, döviz kurlarının belirlenmesinde reel faktörlerle finansal faktörleri bir arada ele alan ilk birleştirici yaklaşım olması bakımından önem taşımaktadır. Döviz kurlarındaki aşırı tepkiyi açıklamaya yönelik birbirini tamamlayan değişik görüşler bulunmaktadır. Yatırımcıların geçmişten bu yana biriktirdikleri toplam finansal varlıklar stoku, tasarruf ve yatırım yoluyla yapılan yıllık akımlardan (toplam stoka eklenen miktarlar) daha büyük hacimlidir. Bu nedenle kur değişimlerinde ani, hızlı ve şiddetli dalgalanmalar yaşanabilmektedir. Gerçekleşmesi beklenen bir olaya finansal piyasaların tepkisi, reel piyasaların tepkisinden çok daha hızlı ve büyük ölçekte olmaktadır. Finansal piyasalar ve reel piyasalar arasındaki bu hız ve hacim farkı, kısa dönemde kurlar üzerinde etkili olmaktadır. Döviz kurlarındaki istikrar, mal ve hizmet piyasalarının finansal piyasalara uyum sağlama hızlarına bağlı bulunmaktadır (Plihon, 1995: 67; Parasız, 2000:338). Bu yaklaşımda döviz kurlarının denge değerlerinden sapma göstermesinde reel piyasalarla finans piyasaları arasındaki asimetric ilişkinin önemli rol oynadığı ifade edilmektedir.

Döviz kurlarının belli bir değeri aşması, piyasalardaki farklı uyum hızlarından kaynaklanmaktadır. Bu yaklaşımda döviz kurları bir finansal varlığın fiyatı gibi düşünülmektedir. Nasıl finansal varlıklar borsa aracılığıyla parasal şoklara ani tepki göstermekte ise, döviz kurları da aynı tepkiyi göstermektedir. Para arzı artırıldığında, o ülkedeki yerli tahvillerin fiyatı yükselmekte ve faiz oranlarında bir düşüş meydana gelmektedir. Finansal yatırımcılar ise, portföydeki yerli menkullerin payını azaltıp, yabancı menkullerin payını arttırarak buna anında tepki göstermektedir. Bu da döviz kurunda ani yükselmeye neden olmaktadır. Oysa faiz oranındaki bir düşme karşısında reel piyasaların verdiği tepki bu kadar hızlı olmamaktadır. Faizlerdeki düşme, reel ekonomide yatırımları arttırmakta, bu da milli geliri, ithalatı, bir ölçüde de fiyatlar genel düzeyini arttırmaktadır. Buna bağlı olarak da, döviz kuru yükselmektedir. Mekanizmanın böyle işlediği varsayılsa bile, bu etkilerin ortaya çıkması oldukça zaman almaktadır. Dolayısıyla kısa dönemde, satın alma gücü paritesinin belirlediği denge kurlarından farklı bir noktada döviz kurları oluşmaktadır. Fakat daha sonraki gelişmelerin bunu telafi edici yönde gelişmeler olması ve döviz kurunun uzun vadede satın alma gücü paritesi dengesine yaklaşması beklenmektedir. Döviz kurlarında meydana gelen yükselme

ihracatı artırırken, ithalatı azaltmaktadır. Ödemeler bilânçosu olumlu yönde etkilenmekte ve ülke parası değer kazanmaya başlamaktadır. Bu gelişmelerin sonucunda satın alma gücü paritesinin uzun dönemli denge kuruna yaklaşılmaktadır. Dışsal bir gelişme karşısında reel kesimde ortaya çıkan değişimler uzun dönemli denge değerlerine ulaşmadan, büyük olasılıkla yeni bir dışsal olay ortaya çıkmakta ve bu mekanizma sürekli bu şekilde işlemektedir. Döviz kurlarındaki bu değişkenliğin nedenine yönelik bir açıklama, uluslararası finansal piyasaların boyutunda meydana gelen genişleme ve piyasalar arasındaki iletişimin çok gelişmiş olmasıdır. Piyasada katılımcı sayısı arttıkça, haberleşme iyileştikçe, bilgi akışı hızlandıkça, piyasaların istikrar kazanacağı varsayılmaktadır. Ancak döviz piyasalarındaki gelişmeler bu görüşü teyit etmemektedir. Yaşanan gelişmelere bakıldığında, döviz piyasalarındaki oynaklıkların istisna olmaktan ziyade, kural olduğu görülmektedir (Frenkel ve Rodriquez, 1982:9; Seyidoğlu, 2003: 392).

Döviz kurlarında hedefi aşma yaklaşımı, döviz kurlarının değişkenliğini açıklamaya yarayan bir analiz çerçevesi ortaya koyarak, esnek kurların oluşumunun algılanmasında önemli bir aşama oluşturmaktadır. Bu yaklaşım, para değerindeki yaklaşımların bozucu etkilerini göstermesi bakımından ciddi bir kuramsal delil sağlamaktadır. Bu yaklaşım, döviz kuru istikrarsızlıklarını, fiyatların yavaş intibakı, nominal kurlarla reel kurlar arasındaki ilişki ile açıklamaktadır. Bununla birlikte döviz kurlarında hedefi aşma yaklaşımı, bazı alt varsayımları ile ilgili olarak, önemli sınırlamalar taşımaktadır. Açık faiz paritesi varsayımı söz konusudur. Risk primleri dikkate alınmamaktadır. Aşırı tepkinin oluşumu, sermayenin tümüyle hareket edebilirliği varsayımından kaynaklanmaktadır. Bu varsayımın gevşetilmesi halinde, “aşırı tepki” halinden “donuk tepki” haline geçilmesi olasıdır. Öte yandan, modelin sonuçları büyük oranda, beklentilerin oynadığı role bağlı bulunmaktadır. Ülke olarak, aşırı tepki durumu sadece, mal ve finansal varlık piyasalarındaki uyarlanma hızlarının farklılığından kaynaklanmaktadır. Bu yaklaşıma göre ekonomik birimler portföylerinde düzeltme yapmayı gerektiren uzun vadeli döviz kurunu tam olarak öngörememektedir. Oysaki döviz kurunun uzun dönem dengesine yaklaşması, öngörülerin istikrar sağlayıcı, kurları dengeye getireceği varsayımına bağlıdır; gerçekte ise, bu durum her zaman ortaya çıkmayabilmektedir. Bu yaklaşım kısa dönemli kur hareketlerini açıklamasına rağmen uzun dönem kur hareketlerini tam olarak açıklayamamaktadır.

G. ETKİN PİYASALAR KURAMI YAKLAŞIMI

Döviz kuru ile ilgili geleneksel yaklaşımların en büyük eksikliği, finansal faktörlerin rolünü ihmal etmeleri ve uluslararası sermaye akımlarına yeterince önem vermemeleridir. Reel büyüklüklere dayanan bu yaklaşımların büyük bir çoğunluğu, finansal işlemlerin henüz çok küçük boyutlarda bulunduğu ve aşırı düzenlemelere maruz kaldığı yıllarda ortaya atılmıştır. Oysaki günümüzde finansal işlemler cari işlemlerin yarattığından çok daha önemli bir oranda döviz

hareketliliğine neden olmaktadır (Plihon, 1995: 58). Etkin piyasalar yaklaşımı, döviz piyasasının etkin işlediği varsayımı üzerine kurulmaktadır. Gelecekte meydana gelecek her türlü bilginin piyasaya anında yansıdığını ve cari döviz kurlarının bu bilgiler ışığında yeniden oluştuğunu kabul etmektedir. Mal ve hizmet piyasalarında karşılaştırmalı üstünlüklerin değiştiği ve mal fiyatlarındaki değişikliklerin daha uzun bir zaman diliminde ortaya çıktığı, yabancı para ve menkul değer alım satımı gibi finansal işlemlerin ise, daha kısa vadeli işlemleri içerdiği görülmektedir. Bu yüzden döviz kurlarının oluşumunda kısa vadede finansal faktörler son derece önemli rol oynamaktadır.

Küreselleşme olgusuyla birlikte uygulamaya konulan finansal liberalleşme politikaları, ulusal düzeyde uygulamaya konulan makro ekonomik politikaların ve ödemeler bilançosu dengesinin durumuna bağlı olarak hem gelişmiş ülkelerden az gelişmiş ülkelere doğru, hem de gelişmiş ülkelerin kendi aralarında sermaye akımlarının daha da hız kazanmasına neden olmaktadır. Kambiyo kısıtlamalarının büyük ölçüde kaldırılması uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi olgusunu doğurmaktadır. Sermaye akımlarına bağlı olarak, bankacılık sistemi uluslararası sermaye hareketlerine daha duyarlı hale gelmekte, dış ticaret dengelerinde önemli değişimler yaşanmakta, ulusal paralar değer yitirmekte; bu durumun doğal bir sonucu olarak finansal krizler yaşanmaktadır. Döviz kuru ve faiz oranlarında yaşanan istikrarsızlıklar, enflasyon, bütçe ve dış ödemeler dengesi gibi makro ekonomik değişkenlerin arzu edilen hedefler doğrultusunda kurulmasını engellemektedir. Sermaye akımının olduğu ülkelerde döviz piyasasındaki gelişmelere duyarlı aktif-pasif yapısına sahip bir finans kesiminin ortaya çıkması, döviz kuru riski yönetimi ve denetimindeki yetersizliklere ve finansal krizlerin derinleşmesine neden olmaktadır. 1990'lı yılların başında İngiltere, Fransa, Portekiz ve İsveç gibi gelişmiş ülkelerde kendini gösteren finansal kriz, 1994 yılında Meksika, 1997 yılında Asya, 1998 yılında Rusya ve 2000-2001 yıllarında Türkiye ve Arjantin'de kendini göstermektedir. Yaşanan bu finansal krizlerde aşırı açık döviz pozisyonları, spekülasyon bir saldırı anında ülkelerin ekonomik yapılarında hızlı bir bozulmaya yol açmakta ve bu ekonomileri krize sürüklemektedir. Yaşanan bu küresel krizlerde ülkelerin döviz rezervlerinin önemli bir kısmı erimektedir. Uluslararası finansal krizlerle karşı karşıya kalan ülkeler paralarına yönelik spekülasyon atakları ile baş edemedikleri için IMF'yi yardıma çağırılmaktadır (Öztürk, 2002:95-125; Schwartz, 2000:21). Kriz dönemlerinde devalüasyon yapılacağı beklentisi yaygınlaşmakta, döviz risklerine açık olan mali kesimin denetlenmesi gerektiği dile getirilmektedir. Nobel ödüllü iktisatçı, James Tobin, küresel alanda yaşanan finansal krizlerin en önemli nedeninin yüksek hacimli döviz spekülasyonu olduğunu belirtmekte, piyasanın çok büyük ve hareketli olmasının Merkez Bankalarının ve IMF'nin etkisiz kalmasına yol açtığını vurgulamaktadır. Tobin, spekülasyon maliyetlerini yükseltip kısa vadeli veya gecelik spekülasyonlardaki kar elde etme olasılığını azaltmak amacıyla uluslararası sermaye hareketleri üzerine bir işlem vergisi konulmasının yararlı olacağını dile getirmektedir (Tobin, 2008:1).

Benoit Mandelbrot, (1966:242-255) ve Eugene Fama (1970:383-417; 1991:1575-1617) tarafından geliştirilen etkin piyasalar kuramı (efficient markets theory), döviz kurlarının açıklanmasında uluslararası sermaye piyasalarında meydana gelen bütünleşmeye paralel olarak, döviz piyasalarının etkinliği varsayımına yer vermektedir. Bu bağlamda yatırımcılar rasyonel davranmaktadır. Piyasada işlem gören fiyatlar bütün haber, enformasyon ve beklentileri içermektedir. Çünkü yatırımcılar ve piyasa profesyonelleri bütün bunları dikkatle inceleyerek bir fiyat belirlemekte ve bu piyasa fiyatları mevcut bütün bu bilgi ve beklentileri içermektedir. Etkin piyasalar kuramı yaklaşımı, *t anındaki* döviz kurunun *t anında* mevcut tüm bilgiyi içerecek şekilde oluştuğunu kabul etmektedir. Bu açıdan döviz piyasalarının etkinliği iki varsayımın geçerliliğini gerektirmektedir. Varsayımlardan birincisi, mükemmel arbitraj; yani, finansal varlıklar arasında tam ikame edilebilirlik olgusudur. Arbitrajcular, bu varsayımına göre, işlem yaptıkları farklı finansal varlıkların taşıdıkları risklere karşı kayıtsızdırlar. Yani, farklı paralar cinsinden finansal varlıkların beklenen getirileri eşit olmaktadır. Piyasanın etkinliği için gerekli ikinci varsayım, işlem yapan bireylerin akılcı beklentilere sahip olmalarıdır. Bu yaklaşım, işlem yapanların işlem anında ekonomide mevcut bütün enformasyonu kullandığı üzerine ve hakkında öngörüle buldukları değişkenin değişim modelini bildikleri varsayımı üzerine şekillenmektedir. Ekonometrik tahmin yöntemleriyle yapılan testlerin çoğunluğunda, etkinlik varsayımı reddedilmektedir. Bu durum çoğunlukla farklı paralar cinsinden varlıklar arasında, risk primlerinin mevcudiyeti nedeniyle, tam ikamenin söz konusu olmadığı şeklinde yorumlanmaktadır (Çağlar, 2003: 105). Etkin piyasalar kuramı yaklaşımı daha sonra geliştirilmiş olan rasyonel beklentiler ve yeni bilgi yaklaşımlarına da esin kaynağı olmaktadır.

H. UYUMCU BEKLENTİLER YAKLAŞIMI

Uyumcu beklentiler yaklaşımı, döviz kuru beklentilerindeki değişikliğin önemli ölçüde, bir önceki dönemin tahmin hatalarına bağlı olduğunu kabul etmektedir. Yani, eğer bir önceki dönemin tahminleri gerçekleşen değerlerden farklıysa, döviz kuru beklenenden farklı olmaktadır. Farklılık nispetinde döviz kurunda bir dalgalanma olmaktadır. Uyumcu beklentiler yaklaşımında bireysel karar vericiler geçmiş dönemleri göz önüne alarak hatalarını düzeltmeye çalışmakta geleceğe yönelik bilgileri dikkate almamaktadır. Bu dönemdeki döviz kuru bir önceki dönemdeki döviz kurundan yüksekse, yabancı paranın bugünkü fiyatı beklenenden daha düşük olmakta ve böylece döviz kurunun gelecek düzey beklentisi düşme yönünde yeniden değişmektedir. Bu yaklaşımın en önemli özelliği kısa dönemde döviz kurlarının uzun dönemden sapma gösterebilmesidir (Ertürk,1994:144).

Uyumcu beklentiler üç konuda eleştiri almaktadır: İlk olarak, uyumcu beklentiler yaklaşımı ad hoc bir yaklaşımdır ve teorik düzeyi çok düşüktür. Çünkü beklentiler daima geriye bakıp, hata düzeltmekle gerçekleşemez. İkincisi olarak, model şoklara karşı reaksiyon üzerine kurulu olup, döviz kurunun daima şoklara

karşı reaksiyonu düşük olmaktadır. Bu yaklaşım, belki üretim için (döviz kuru yerine) daha uygundur, çünkü üretim yavaş değişen bir değişkendir. Oysaki döviz kuru, bilindiği üzere oldukça değişken bir yapıya sahiptir. Üçüncü olarak, uyumcu beklentiler sürekli hata yapıldığını göstermektedir. Çünkü son dönemdeki herhangi bir hata sadece kısmen cari dönemde düzeltilebilmektedir. Bundan dolayı döviz kurundaki beklenmeyen bir hareket beklentilere bir sonraki dönem yansımaktadır. Oysa iktisadi karar birimleri, en yeni bilgileri oldukça iyi bir şekilde kullanmaktadır. Bu nedenlerden dolayı, ampirik çalışmalarda uyumcu beklentilere çok az yer verilmektedir (İyibozkurt, 2001: 400). Uyumcu beklentiler yaklaşımının bu eksiklikleri rasyonel beklentiler yaklaşımı ile giderilmeye çalışılmaktadır.

I. RASYONEL BEKLENTİLER YAKLAŞIMI

John F. Muth, Robert. E. Lucas, Thomas J. Sargent, Neil Wallace ve Robert J. Barro gibi ünlü iktisatçılardan oluşan rasyonel beklentiler yaklaşımının en önemli özelliği, karar birimlerinin rasyonel beklentilerine yer verilmiş olunması ve karar birimlerinin rasyonel beklentilere göre hemen harekete geçeceklerinin öngörülmesidir. Bu yaklaşımın beklentileri ele alış biçimi uyumcu beklentiler yaklaşımından tamamen farklıdır. Uyumcu beklentiler yaklaşımında beklentilerde yanılgılar söz konusu olabilmektedir. Geçmişe bakılarak belirlenen beklentiler kimi zaman süreklilik gösterebilmekte ve uyum süreci zaman alabilmektedir. Rasyonel beklentiler yaklaşımında ise, kişiler her türlü bilgiyi kullanarak, sadece geçmiş deneyimlerine dayanarak değil, aynı zamanda şimdiki ve gelecekteki politika beklentilerine göre hareket etmektedir. Rasyonel beklentiler yaklaşımına göre, rasyonel olan iktisadi karar birimlerinin bugünkü davranışlarını belirleyen temel öge, gelecekle ilgili beklentilerdir. Döviz işlemleri gerçekleştiren bireysel karar birimleri piyasadaki göstergelerin hepsini yakından izlemekte ve tüm bilgileri en etkin şekilde kullanarak geleceğe ilişkin beklentilerini rasyonel olarak şekillendirmektedir. Bireysel karar vericiler beklentilerinde sürekli olarak aynı türden hatayı tekrarlamazlar. Yani, sistematik hata yapmamaktadır. Bu yaklaşım bireylerin hiç hata yapmayacaklarını değil, gerekli bilgilere sahip oldukları sürece aynı tür hatayı uzun süre yinelenemeyeceklerini ileri sürmektedir. Bireysel karar vericiler, gerekli bilgileri kullanarak beklentilerini çok çabuk değiştirebilmektedir. Bu bağlamda uyumcu beklentiler ile rasyonel beklentiler arasındaki en önemli fark, beklentilerin gerçeklere uyumundaki hız farkı olmaktadır.

Bekleyişlerin rasyonel olması, iktisadi karar birimlerinin döviz kurlarının gelecek değeri için bir tahmin yaparken mevcut bilgilerin tümünü kullanmaları ile ilgilidir. Buradan çıkarılacak anlam, iktisadi karar birimlerinin yalnızca döviz kuru, enflasyon, bütçe açığı gibi temel makro ekonomik değişkenlerin değil, bu değişkenlere etki edecek gelecekteki unsurlar hakkındaki bilgileri de değerlendirmeleridir. Bu bilgiler değişik şekillerde elde edilebilmektedir. Burada önemli olan bu bilgilerin geleceğe yönelik beklentiler oluşturulurken kullanılmasıdır. Bu beklentiler de sapmalar olabilmektedir. Fakat önemli olan, tahminin yapıldığı verili zamanda, iktisadi karar birimlerinin daha iyi bir öngörude

bulunamamış olmasıdır (İyibozkurt, 2001: 400). Diğer bir ifadeyle, tahminlerde sistematik bir hata bulunmamasıdır. Yani, çok sayıda tahmin yapılması durumunda, bunların beklenen değerlerden sapmaları sıfır çıkmaktadır, yada tahmin hataları rastsal bir nitelik ortaya koymaktadır.

Rasyonel beklentiler yaklaşımının temel önermesi ekonomik bireylerin sistematik öngörü hataları yapmayacağı üzerine kurulmaktadır. Rasyonel bekleyişlerin döviz piyasasına uygulanması durumunda, dövizin gelecekteki değeri ile ilgili tüm bilginin vadeli kur içinde yer aldığı düşünülmesine rağmen, herhangi bir andaki geçerli kur, vade sonundaki kura ilişkin rasyonel bekleyişe bir risk priminin eklenmesini gerektirebilmektedir. Fakat vadeli kurun bir risk primi içerip içermediği tartışmalı bir konudur. Eğer iktisadi karar birimlerinin, ulusal para ile yabancı para arasında risk konusunda tarafsız davrandıkları varsayılırsa, piyasa etkinliği, vadeli kurların gelecekteki spot kurların sapmasız bir tahmini olması gerekmektedir. Bununla birlikte, ampirik çalışmalar, bu konuda kesin sonuçlar vermemektedir. Esnek kur sistemine geçilmesiyle birlikte yapılan ilk çalışmalar, piyasanın etkin olduğuna yakın görüşler ortaya koyarken, daha yeni tarihli çalışmalar piyasanın etkin işlediği görüşüne fazla destek vermemektedir. Sonuç olarak, rasyonel beklentiler yaklaşımının, geçmişin anlaşılmasında bir önemi olduğu kabul edilse de, gelecekteki kur değişimlerini tahmin etmede tek başına çok başarılı sonuçlar ortaya koyduğunu ifade etmek güçtür. Çünkü rasyonel bekleyişlere göre, kur değişimleri, yeni haberlerin bu haberlerin beklentiler üzerinde doğurduğu etkilerin bir sonucudur. Yeni bilgi ve haberlerin ise, düzgün bir biçimde ortaya çıkması için doğal bir neden yoktur. Aksine, bunların rasgele olması ve kurları da rasgele biçimde etkilemesi daha gerçekçi gözükmektedir.

J. YENİ BİLGİ YAKLAŞIMI

Yeni bilgi (news) yaklaşımı, daha çok rasyonel beklentiler yaklaşımının doğal bir uzantısı biçimindedir ve döviz kurlarında meydana gelen sapmaların ortaya çıkardığı durumu göstermektedir. Yeni bilgi yaklaşımı, yeni bilginin (haberlerin), döviz kuru oluşumunda önemini vurgulamaktadır. Yeni bilgiler iktisadi karar birimleri için sürpriz niteliği taşımaktadır ve spot döviz kurunun beklenen değerine ilişkin tahminlerin gözden geçirilmesine neden olmaktadır. Yani, döviz kurlarının beklenmeyen şoklar karşısında, nasıl bir tepki verdiğini açıklamaya çalışmaktadır. Rasyonel beklentiler yaklaşımına göre denge döviz kuru, temel unsurların cari ve beklenen gelecek değerlerine bağlıdır. Oysaki yeni bilgiler temel unsurlardan sapmalara neden olmaktadır. Öngörülmeleyen ya da öngörülemeyen olaylar iktisadi karar birimlerinin döviz kuru ile ilgili oluşturduğu temel unsurlardaki tahminleri değiştirmektedir. Bu bağlamda yeni bilgileri, döviz kurunun belirlenmesiyle ilgili olan ve bir önceki dönemde herhangi bir yeni enformasyon olarak ifade etmek olasıdır (İyibozkurt, 2001: 401-402). Döviz kurunun belirlenmesiyle ilgili olan, faiz, fiyat, gelir gibi değişkenler genellikle yeni bilgilerden etkilendiğine göre, döviz kurlarının da bu değişkenlerden etkilendiği söylenebilmektedir. Beklenmeyen açıklamaların yapıldığı ve politika yapıcılarının

daha önceden açıkladıkları politikalarda değişiklik yapmaya karar verdikleri dönemlerde, beklentiler bu yeni bilgiye göre yeniden oluşturulduğundan anında ve vadeli kurlarda normal olmayan dalgalanmalar gözlenmektedir. Bu yaklaşıma göre, döviz piyasasını etkileyen bu yeni bilgilere ve haberlere önem vermek gerekmektedir.

Döviz kurlarını etkilemek konusunda en ön planda siyasal haberler gelmektedir. Devlet başkanının istifa etmesi, suikasta uğraması, ölmesi vb. onun uyguladığı ekonomi politikası konusunda kuşkular yaratmakta, döviz kurunda dalgalanmalara neden olmaktadır. Siyasal gerçekleştirmeler olumlu bir yönde gidiyorsa ve ekonomik gerçekleştirmeler de ona eşlik ediyorsa kurlar fazla yükselmemektedir. Yani, siyaset ve ekonomi el ele istikrar içinde yürüyorsa insanların döviz talep etmeleri için fazlaca bir neden bulunmamaktadır. Bu bağlamda böyle bir ortamda yabancı paraların fiyatı; yani, kurlar düşmekte ya da en azından artmamaktadır. Ama bunun tersi söz konusuysa; yani, siyasal ve ekonomik istikrarsızlık varsa yerli paraya güven azalacağı için döviz talebi artmakta ve dolayısıyla ulusal paranın değeri düşmektedir. Yani döviz kurları yükselmektedir. Bu gelişmeyi etkileyen en önemli olgu beklentiler olmaktadır. Ekonomik ve siyasal istikrarın iyi yönde gideceğine olan inanç artarsa o zaman kurlar daha da düşmekte, tersi olursa kurlar yükselmektedir (Eğilmez, 2003).

Siyasal istikrarsızlık kaynağı olarak ifade edilebilen siyasal krizler de döviz kurunun belirlenmesinde etkili rol oynayabilmektedir. Türkiye’de Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizlerini yaşanmasında siyasal istikrarsızlığın önemli bir rol oynadığı görülmektedir. Siyasal istikrarsızlık ekonomik istikrarsızlığı da beraberinde getirmekte, oluşan güven bunalımı ciddi bir belirsizliğe neden olmakta ve döviz kurlarında çok ciddi dalgalanmalar yaşanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, ulusal para aşırı değer kaybetmektedir. Ekonomide döviz kurlarına ilişkin olası gelişmeleri doğru takip edebilmek için ekonomik ve siyasal göstergeleri izlemek gerekmektedir. Yeni istatistiksel göstergelerin yayınlanmasıyla birlikte, ekonomik değişkenlerde buna uygun yeni ayarlamalar ortaya çıkabilmektedir.

K. GÜVENLİ SİĞINAK ETKİSİ YAKLAŞIMI

Güvenli sığınak etkisi (safe haven effects) yaklaşımına göre, yerli ve yabancı senetler politik riskten kaynaklanan nedenlerden dolayı yabancı ülkelere gidebilmektedirler. Bu yaklaşıma göre yurtiçi ve yurtdışı finansal varlıkların getirileri politik risklerden dolayı farklılaşabilmektedir. Servet üzerinden yeni bir vergi alınması, savaş, politik istikrarsızlık veya ellerindeki fonlara el konulması riski söz konusu olduğunda olumsuz beklenti içerisine giren yatırımcılar, fonlarını diğer ülkelerde değerlendirme yoluna gitmektedir. Bu bağlamda büyük sermaye kaçışları yaşanabilmektedir. Bu ise, döviz kurları üzerinde önemli etkiler yaratmaktadır. Fonların yatırıldığı ülkenin ulusal parası değer kazanmakta iken, yatırımcının ülkesinin ulusal parası değer kaybetmektedir. Bu yaklaşım ile çoğu zaman ekonomik ve siyasal anlamda istikrarsız ülkelerin paralarının neden uluslararası piyasalarda değer yitirdiği daha iyi anlaşılmaktadır. Çünkü herhangi bir

ekonomik ve politik istikrarsızlık durumunda dünyadaki fonlar güvenli limanlarına geri dönmektedir. Bu güvenli limanların büyük kısmı ise, genellikle gelişmiş ülkeler olmaktadır (Visser, 2000:9).

L. SPEKÜLATİF KABARCIKLAR YAKLAŞIMI

Spekülatif kabarcıklar, temel unsurlarla uyumlu olmayan döviz kuru hareketleri olarak adlandırılmakta ve temel unsurlardan bağımsız olarak spekülörlerin davranışları tarafından belirlenmektedir (İyibozkurt, 2001: 403). Bu yaklaşımın çıkış noktası, piyasada oluşan döviz kurlarıyla, temel ekonomik değişkenlere göre oluşması gereken denge döviz kuru arasında kalıcı farklılıkların bulunabileceği varsayımdır. Bu farklılık önce genişleme sonra yok olma eğiliminde olduğundan, “spekülatif kabarcık” (speculative bubbles) diye isimlendirilmektedir (Plihon, 1995: 72) Josep Stiglitz’e göre, fiyatın bugün yüksek olmasının tek nedeni, yatırımcıların, satış fiyatının yarın daha yüksek olacağına dair inançları ise, temel ekonomik göstergeler bunu doğrular gözükmemesine rağmen bir kabarcık mevcuttur. Spekülatif kabarcık $E = E^* + K$ olarak formüleştirmektedir. Burada E, piyasadaki döviz kurunu, E*, denge döviz kurunu ve K ise, spekülatif kabarcığı ifade etmektedir (Çağlar, 2003: 100). Döviz kuru kabarcığının işleyiş süreci şu şekilde olmaktadır: İktisadi birimler, temel ekonomik verileri göz önünde bulundurmaksızın, bir paranın değerinde bir artış/düşüş olacağı beklentisine girmektedir. Bu beklenti bir ulusal paranın talebinde artış (azalış) olmasına ve döviz kurunun yükselerek (düşerek) temel ekonomik denge değerinden uzaklaşmasına neden olmaktadır. Böylece öngörüler/beklentiler kendini gerçekleştirmiş olmakta ve piyasa, döviz kurunun gelişimini doğru öngörmüş olması nedeniyle etkin duruma gelmektedir. Ancak söylentiler yerini temel ekonomik verilere dayanan gerçekçi hesaplara bıraktığında, beklentiler ters dönmekte ve kabarcık patlayarak sona ermektedir.

Blanchard ve Watson (1984), tarafından yapılan çalışmalar, kabarcıkların piyasanın etkinliği ve bilhassa “akılcı beklentiler” varsayımlarıyla uyum halinde olabileceğini göstermektedir. “Akılcı kabarcıklar” yaklaşımının döviz piyasasının işleyişi ile ilgili, yaşanmış tecrübeleri doğrular nitelikte sonuçlar vermesi belli bir itibar kazanmasına neden olmaktadır. Kısa dönemde, döviz piyasalarında denge kuru için birden fazla çözüm bulunabilmektedir. Döviz kurunun piyasa değeriyle, temel ekonomik değişkenlere göre oluşması gereken değeri arasındaki fark gittikçe açılabilir. Döviz kurunun değeri, bir bakıma oluşmuş öngörülere bağlıdır. Öngörüler, kendi kendilerini gerçekleştiren hale gelebilmektedir. Aslında “akılcı kabarcık” ifadesi, çelişkili bir ifade hissi uyandırabilmektedir. Çünkü spekülatif kabarcık ve akılcılık kavramları birbirine pek uyumlu değildir. Döviz kuru kabarcıkları, iktisadi birimlerin, piyasadaki bilgileri tam olarak değerlendirmedikleri izlenimini vermektedir (Plihon, 1995: 74-75). Günümüzde dolarda meydana gelen dalgalanmalar spekülatif kabarcık yaklaşımına iyi bir örnek teşkil etmektedir. Krugman’ın belirttiği gibi, “piyasa hesaplarını doğru yapamamaktadır”. Doların yükseleceğini bekleyip o yönde pozisyon alanlar,

özellikle ABD'nin bütçe açıklarının ve dış açıklarının ağırlaşmasıyla birlikte ABD dolarının değerinde meydana gelen düşüşün sürekli olarak devam edip edemeyeceği yolundaki işaretleri her zaman iyi değerlendirememektedir.

Kabarcıkların oluşumu ile ilgili, piyasaların mantığına daha uygun beklentileri hesaba katan açıklamalar da bulunmaktadır. Piyasada hem temel ekonomik değişkenlere kararlarını veren iktisadi birimler, hem de kısa vadeli bakış açısına sahip, ortaya çıkacak herhangi bir kar fırsatını değerlendirmeye çalışan araçlar veya finansal yöneticiler bulunmaktadır. Eğer piyasa içinde bu iki grubun ağırlığı büyükse, pariteler, bu araçların gün içinde değişen stratejilerine göre değişmekte ve çok kısa dönemde kurların üzerinde temel ekonomik büyüklüklerin etkisi ihmal edilebilir bir düzeye inebilmektedir. Piyasayı yönlendiren bu profesyoneller, son derece kapalı bir grup teşkil etmekte ve bunların davranışları benzeşme eğilimi göstermektedir. Böyle bir ortamda beklentiler/öngörüler, ya birbirine uyum sağlama ya da taklit sürecinde oluşmakta, en küçük bilgi ya da haber bunların arasında hızla yayılmakta ve benzer öngörülerin oluşmasına katkıda bulunmaktadır. Bu piyasadaki her işlemci, beklentilerini, temel ekonomik değişkenlere göre değil de, piyasadaki ortalama görüşün ne olacağı fikrinden hareketle şekillendirmektedir. İktisadi karar birimleri beklentilerini oluştururken, belli bir bedel karşılığında bilgi elde etmek yerine, piyasadaki bilgiyi bedava elde etmeyi tercih etmektedir. Böylece taklitçilik de artış meydana gelmekte, herkes piyasadaki diğerlerinin bilgiye sahip olduğunu düşünerek, onları taklit etmektedir. Oysaki hiçbiri aslında, tam bilgiye sahip olamamaktadır. Bu şekilde oluşan fiyat, herhangi bir bilgiyi içermekten ziyade, piyasanın psikolojisini yansıtmaktadır. Bu durumda, kendi kendini gerçekleştiren beklentiler nedeniyle, fiyat, denge seviyesinden gittikçe uzaklaşmaktadır (Çağlar, 2003: 102-103). Sonuç olarak, döviz kuru kabarcıkları, taklitçi davranışlardan desteklenerek de oluşabilmektedir. Bu yaklaşımda farklı işlemci gruplarının psikolojik oluşumlarının önem taşıdığı kabul edilmektedir. Bu yaklaşımın en önemli özelliği döviz kurlarının işleyiş biçiminde daha iyi uyum gösteren bir mikro ekonomik dayanak sunmasıdır (Plihon, 1995: 75).

M. DÖVİZ PİYASASININ MİKRO YAPISI YAKLAŞIMI

Mark Garman ve Anat R. Admati tarafından geliştirilen bu yaklaşımı önceki yaklaşımlardan ayıran en önemli özellik, döviz kurlarının açıklanmasında rol oynayan gelir düzeyi, para talebi, para arzı, faiz oranları, enflasyon, ödemeler bilançosu gibi temel makro ekonomik değişkenlerden daha çok, döviz piyasasının mikro yapısı (microstructure), döviz piyasasında işlem yapan ekonomik ajanların davranışları, brokerlerin rolü, işlem hacmi, döviz işlemlerinin saydamlığı, kurumların ve piyasanın örgütsel yapısı, risk ve belirsizlikler, simetrik ve asimetric bilgi, spot ve türev piyasalar aralarındaki ilişkiler üzerine vurgu yapmasından kaynaklanmaktadır (Bulut, 2005:174). Döviz piyasasında işlem yapan bireysel karar vericilerin davranışları, kurumların ve piyasaların örgütsel yapısı ve aralarındaki ilişkiler kurlar üzerinde son derece belirleyici olmaktadır.

Döviz kurlarının belirlenmesinde makro ekonomik yaklaşımların gözden kaçırıldıkları kimi hususlar mikro yapı yaklaşımı yazınında bulunmaktadır. Bu yaklaşımda döviz piyasalarındaki işlem hacmi döviz kurunun belirlenmesinde önemli etkilere sahip bir değişken olarak görülmektedir. Uluslararası finansal piyasalarda en çok günlük işlem hacmine sahip piyasa döviz piyasası olmaktadır. Mikro yapı yaklaşımı döviz kurlarını açıklamada simetrik bilgi yerine asimetrik bilginin söz konusu olduğunu, etkin piyasalar analizinin aksine döviz piyasasında işlem yapan bireylerin aksak rekabetçi oluşumlar nedeniyle döviz kurlarını etkileyebilecek güce sahip olabileceğini kabul etmektedir. Döviz piyasasında işlem yapan bireysel karar vericiler kimi zaman rasyonel olmayan davranışlarda da bulunabilmektedir. Mikro yapı yaklaşımı kurlarla ilgili olarak asimetrik bilginin söz konusu olmasının doğal bir sonucu olarak döviz piyasasına ilişkin doğru ve tam bilginin herkes tarafından bilinemediğini, bilgiye ulaşmanın belirli bir maliyet içerdiğini dile getirmektedir. Döviz piyasalarında kimi zaman yanlış ve eksik bilgilere dayalı olarak ta işlem yapılabilir. Piyasada söylentiler ve gerçek dışı haberler bilgi kirliliği yaratarak belirsizlikleri daha da artırmakta döviz piyasalarında geleceğe yönelik gerçekçi kur tahminlerinin yapılması kimi zaman mümkün olamamaktadır.

SONUÇ

Teknoloji ve iletişim olanaklarının gelişmemiş olduğu dönemlerde döviz kurlarının, nispeten bugünkü kadar sık ve şiddetli dalgalanmalara sahne olmadığı bilinmektedir. Bunu döviz kurlarına olan sınırlı ilginin bir açıklaması olarak ta göstermek olasıdır. Oysa bugün gelinen nokta, finansal piyasaların, dolayısıyla döviz piyasalarının boyutlarında büyük değişikliklere neden olmaktadır. Bilgiye hızlı ulaşma noktasında çok hızlı yol alınmakta, piyasaların kırılabilirliği da buna bağlı olarak artmaktadır. Dolayısıyla 1970'lerden sonra esnek kur sisteminin dünyada kabul görmesinin de etkisiyle döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmaların açıklanma gereksinimi daha da artmakta ve döviz kurlarını açıklamaya yönelik yeni yaklaşımlar gündeme gelmektedir. Bu bağlamda döviz kurlarını açıklamaya yönelik geleneksel yaklaşımlar şiddetle eleştirilmekte, bu yaklaşımların döviz kurlarını açıklamada yeterli olmadığı iddia edilmektedir. Günümüzde döviz piyasalarında geleneksel döviz kuramları yaklaşımının öngörülerinin tam tersi sonuçlarla karşılaşılabilir. Hızla gelişen ülkelerin paralarının değer kazandığı, durgunluk içindeki ülkelerin parasının ise, değer kaybettiği gözlenmektedir. Geleneksel döviz kuramı yaklaşımlarına göre, dış ticaret bilançosu açık veren ülkelerin ulusal paraları değer kaybetmesi gerekirken, bu ülkelerin ulusal paralarının değerinde bir düşmenin olmadığı; aksine, bu ülkelerin paralarının değer kazandığı bilinmektedir. Uzun dönemde döviz kurlarını açıklama için kullanılan önemli bir analiz olarak kabul edilen satın alma gücü paritesi yaklaşımı da değişik noktalarda eleştirilere uğramaktadır.

Döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmaların şiddeti döviz kurlarının açıklanmasıyla ilgili yeni yaklaşımların gündeme gelmesine neden olmaktadır. Döviz kurlarını açıklamaya yönelik bu yaklaşımların, hem kısa dönemde, hem de uzun dönemde meydana gelen döviz kuru dalgalanmalarını açıklamakta oldukça başarılı olduğu görülmektedir. Yeni yaklaşımların en önemli katkısı, döviz kurlarının belirlenmesinde stok değişkenlerinin ve bu değişkenlerin akım değişkenleri ile olan ilişkileri üzerinde durması ve beklentilere yer vermesidir. Mundell-Fleming modeli yaklaşımıyla, döviz kurları tam sermaye hareketliliği varsayımından hareketle açıklanmaya çalışılmaktadır. Parasalcı yaklaşımda, yerli menkullerle yabancı menkullerin tam ikame olduğu; yani, aralarında risk yönünden bir fark olmadığı varsayılmaktayken, Portföy dengesi yaklaşımında, yerli ve yabancı menkuller arasında tam ikamenin olmamasından kaynaklanan bir risk priminin bulunmasının gerekliliği üzerinde durulmaktadır. Hem Portföy dengesi yaklaşımı, hem de parasalcı yaklaşım, bir ülke sakinlerinin sadece ulusal para bulduklarını, dolayısıyla paralar arası ikame olanağı bulunmadığını varsayılmaktayken, mübadelelerin ülke sınırlarını aşması, gerçekte işletmeleri ve bankaları çeşitli paralardan oluşan bir nakit rezervi tutmaya ve sürekli olarak bu paralar arasında optimal bir bileşim sağlamaya sevk etmektedir. Dolayısıyla döviz kurunun belirlenmesinde para ikamesinin göz önüne alınması gerekmektedir. Bu yaklaşımın savunucuları tarafından yapılan analizler, para ikamesinin derecesinde artış meydana geldikçe, döviz kurunun kararsızlaştığı, paralar arasında tam ikamenin varlığı halinde ise, döviz kurunun belirlenemeyeceği sonucuna varmaktadır. Dolayısıyla tek tek ülkelerin paralarını kontrol etmek yerine, dünya para arzının kontrol edilmesi gerektiği şeklinde görüşler dile getirilmeye başlanmaktadır.

Faiz haddi paritesi yaklaşımı, faiz oranları arasındaki farklılıklara dayanarak döviz kurlarını açıklamaktadır. Döviz kurlarında kurlarda hedefi aşma yaklaşımı, döviz kurlarında gözlenen “aşırı tepkiyi”, mal ve varlık pazarlarının yeni duruma uyum sağlama hızları arasındaki farklılığa bağlamaktadır. Etkin piyasalar, uyumcu beklentiler, rasyonel beklentiler, yeni bilgi ve spekülasyon kabarcıkları yaklaşımları, psikolojik etkenlerin, beklentilerin ve haberlerin önemi üzerinde durmaktadır. Bu yaklaşımlarda beklentilere anahtar rol verilmektedir. Güvenli sığınak etkisi yaklaşımı, yerli ve yabancı senetlerin politik riskten kaynaklanan nedenlerden dolayı yabancı ülkelere gidebileceğini ve bunun döviz kurlarının etkileyeceğini ileri sürmektedir. Döviz piyasasının mikro yapısı (microstructure), yaklaşımı, döviz piyasasında işlem yapan ekonomik ajanların davranışları, brokerlerin rolü, işlem hacmi, döviz işlemlerinin saydamlığı, kurumların ve piyasanın örgütsel yapısı, risk ve belirsizlikler, simetrik ve asimetrik bilgi, spot ve türev piyasalar aralarındaki ilişkiler üzerine vurgu yapmaktadır.

Döviz kuramlarını kavramadan döviz piyasasında yaşanan gelişmeleri anlamak güçtür. Döviz kurlarının belirlenmesinde rol alan ekonomik ve sosyal etmenlerin çeşitliliği ve karşılıklı bağılıkları kurları tek bir kuram ile açıklamayı olanaksız kılmaktadır. Döviz kurlarını açıklamaya yönelik yeni yaklaşımlar

sayesinde, döviz piyasasında döviz kurlarına etki eden birçok faktör bir araya getirilerek daha gerçekçi ve yaşanan dünyaya daha yakın genel denge şartları sağlanmaya çalışılmaktadır. Geleneksel döviz kuramları statik bir yöntemle dayanırken, yeni döviz kuramları dinamik bir yöntemle dayanmakta olup, zaman içinde ülkelerin döviz piyasasında, üretim ve teknolojik yapılarında, uluslararası finansal alanda meydana gelen değişimleri ele almaktadır. Özellikle uluslararası ölçekte ve eksik rekabet piyasaları varsayımları altında yeni döviz kuramlarının geliştirilmesi döviz kuramına yeni boyutlar kazandırmaktadır.

Döviz olgusunu ele alan bu yeni kuramlar, geleneksel kuramların eksikliklerini gidermeye çalışmakta, gerçek dünyada döviz piyasasında yaşanan gelişmelerin birçok boyutunu daha gerçekçi bir şekilde açıklamaktadır. Yeni kuramlar geleneksel kuramların yerini almamakta, onları tamamlamaktadır. Yeni döviz kuramları geleneksel döviz kuramlarının bir alternatifi olma iddiasında değildir. Bu kuramlar, geleneksel kuramların mirasını bütünüyle reddetmemekte, geleneksel döviz kuramlarının eksik kalan yanlarını tamamlamaya çalışmaktadır.

KAYNAKÇA

- BILSON, John (1978), "The Monetary Approach to Exchange Rate: Some Amprical Evidence", *IMF Staff Papers*, 25 March 1978, s. 48-75.
- BULUT Erol (2005), *Döviz Ekonomisi (Piyasanın Mikro Yapısı)*, Platin Yayınları 1. Baskı, Ankara.
- CARLSSON, Mikael, Johan LYHAGEN ve Par ÖSTERHOLM, (2007), *Testing Purchasing Power Parity in Cointegrated Panels*, IMF Working Paper, December 2007, (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07287.pdf>), (Erişim Tarihi: 01.03.2010), s.1-22.
- CLAASSEN, E.mil M., (1998), *Global Monetary Economics*, Oxford University Press, New York.
- CUSHMAN, O. David (2003), *A Portfolio Balance Approach to the Canadian-U.S. Exchange Rate*, Semptember 2003, (<http://homepage.usask.ca/~doc658/PBpaper.pdf>), (Erişim Tarihi: 01.03.2010), s.1-35
- ÇAĞLAR, Ünal (2003), *Döviz Kurları Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar*, Alfa Yayını, 1. Baskı, İstanbul.
- DOĞUKANLI, Hatice (2001), *Uluslararası Finans*, Nobel Kitapevi, Adana.
- EĞİLMEZ, Mahfi (2003), "Kurlar Yükselirken Uyuyamam", *Radikal Gazetesi*, 26.10. 2003.
- ERTÜRK, Emin (1991), *Türkiye İktisadında Yeni Bir Boyut Para İkamesi Kavram Teori Oluşum Süreci ve Sonuçları*, Uludağ Yayınları, 1. Baskı, Bursa.
- ERTÜRK, Emin (1994), *Döviz Ekonomisi*, Der Yayınları, 1. Baskı, İstanbul.
- ERTÜRK, Emin (2001), *Uluslararası İktisat*, Alfa Yayınları, 2. Baskı, İstanbul.
- FAMA, Eugene F. (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, Volume:25, Issue:2, Papers and

- Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York N. Y. December 28-30 1969, (May. 1970), s.383-417.
- FAMA, Eugene F. (1991), "Efficient Capital Markets: II", *The Journal of Finance*, Volume: 46, Issue: 5, (December 1991), s. 1575-1617.
- FRENKEL, Jacob ve Carlos A. Rodriguez (1982), *Exchange Rate Dynamics and the Overshooting Hypothesis*, NBER Working Paper No: 832, January 1982, s. 1-32.
- GARTNER, Manfred (1993), *Macroeconomics Under Flexible Exchange Rates*, London School of Economics Handbooks in Economics Series, Manchester, 1993.
- İNAN, Emre A., (2002), *Kur Rejimi Tercih ve Türkiye*, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, İstanbul, Şubat 2002.
- ISARD, Peter (1995), *Exchange Rate Economics*, Cambridge University Press, New York.
- İYİBOZKURT, Erol (2001), *Uluslararası İktisat*, Ezgi Kitapevi, Bursa.
- KOURİ, Pentti, (1976), "The Exchange Rate and in the Balance of Payments Short-Run and in The Long-Run: A Monetary Approach", *Scandinavian Journal Economics*, Vol:78, Issue: 2, Jun1976, s.280-304.
- KÜÇÜKKALE, Yakup (1999), "Kayıt Dışı Ekonomi ve Para İkamesi", *İktisat İşletme ve Finans*, Yıl: 14, Sayı: 163, Ekim 1999.
- MARKOWITZ, Harry (1952), "Portfolio Selection", *The Journal of Finance*, Vol :7, No :1 Mar. 1952, s.77-91.
- MAGUD, E. Nicolas, Carmen REINHART ve Kenneth ROGOFF, (2007), *Capital Controls: Myth and Reality A Portfolio Balance Approach to Capital Controls*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, May 2007, (<http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2007/wp07-31bk.pdf>), (Erişim Tarihi: 01.03.2010), s. 1-48.
- MCKİNNON, Ronald (1994), "L'esprit et Les Règles des Accords de Bretton Woods", *Problèmes Économiques* (N:2394, 19 Octobre 1994):7-8.
- MOLDELBROT Benoit (1966), "Forecasts of Future Prices Unbiased Markets and "Martingale" Models", *Journal of Business*, Volume: 39, Issue: 1, Part 2 Supplement on Security Pricing, (Jan., 1966), s.242-255.
- OKSAY, Suna (2001), *Döviz Kuru ve Ödemeler Bilançosu Politikaları: Türkiye (1923-2000)*, Beta Yayınları, 1. Baskı, İstanbul.
- ÖÇAL, Tezer, Ömer Faruk ÇOLAK, Selahattin TOGAY ve Kadir ESER, (1997), *Para Banka Teori Politika*, Gazi Kitabevi, 1. Baskı, Ankara.
- ÖZDEMİR, K. Azim ve Gülbin ŞAHİNBEYOĞLU, (2000), *Alternatif Döviz Kuru Sitemleri*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, Eylül 2000, (<http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/dpaper39.pdf>), (Erişim Tarihi: 01.03.2010), s.1-11.

- ÖZKARAMETE, Nazende (1996), "Türkiye'de Dolarizasyon ve Para İkamesi: 1990-1995". *Ekonomik Yaklaşım*, Cilt 7, Sayı 20, Bahar 1996, s.99-105.
- ÖZTÜRK, Nazım (2009), *Dış Ticaret Kuram Politika Uygulama*, Palme Yayıncılık, 2. Baskı, Ankara.
- ÖZTÜRK, Nazım (2002), "İMF'nin Değişen Rolü ve Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkileri", *A.Ü. SBF Dergisi*, Cilt:57, Sayı:4, Ekim-Aralık 2002, s. 95-125.
- PARASIZ, İlker (2000), *Para Banka ve Finansal Piyasalar*, Ezgi Kitabevi, 7. Baskı, Bursa.
- PENTECOST, Eric J., (1993), *Exchange Rate Dynamics: A Modern Analysis of Exchange Rate Theory and Evidence*, Edward Elgar Publishing Limited, Vermont.
- PLIHON, Dominique (1995), *Döviz Kurları*, (Çeviren: Mehmet Bolak, Haluk Levent ve Ertuğrul Tokdemir), İletişim Yayınları: Cep Üniversitesi, İstanbul.
- SCHWARTZ, Anna J. (2000), "Do We Need a New Bretton Woods?", *Cato Journal*, (Vol. 20, No 1 Spring/Summer 2000):21-25.
- SEYİDOĞLU, Halil (1994), *Uluslararası Finans*, Güzem Yayınları, 1. Baskı, İstanbul.
- SEYİDOĞLU, Halil (2003), *Uluslararası İktisat*, Güzem Yayınları, Geliştirilmiş 15. Baskı, İstanbul.
- SEYREK, İsmail (2003), "Purchasing Power Parity and The Turkish Exchange Rate", *Akdeniz Üniversitesi, İİBF Dergisi* (6), 2003, s.151-169.
- SÖDERSTEN, Bo ve Geoffrey REED (1994), *International Economics*, Macmillan Pres, London.
- TERRA, Maria Cristina ve Ana Lucia Vahia de Abreu (2005), *Purchasing Power Parity: The Choice of Price Index*, April 2005, (<http://www.epge.fgv.br/portal/arquivo/1822.pdf>), s.1-42.
- TOBIN, James (1958), "Liquidity Preference as Behavior towards Risk", *The Review of Economics Studies*, Volume: 25, Issue: 2, Feb 1958, s.65-86.
- TOBIN, James (2008), *Tobin Tax Initiative List of Principles: Multilateral Cooperation to Tax Currency Speculations*, (<http://www.ceedweb.org/iirp/princ.htm>), (Erişim Tarihi: 02.04.2008).
- TUNAY, K. Batu (2001), *Hiperenflasyon ve Hiperenflasyon Sürecinde Para İkamesi (Teori, Politika ve Uygulama)*, Beta Basım Yayım Dağıtım, 1. Baskı, İstanbul.
- TUNCA, Zafer (2005), *Makro İktisat*, Filiz Kitabevi, 4. Baskı, İstanbul.
- ÜNSAL, Erdal (2005), *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Açık Ekonomi Makro İktisadı*, İmaj Yayınevi, 1. Baskı, Ankara.
- VISSER, Hans (2000), *A Guide to International Monetary Economics Exchange Rate Theories Systems and Policies*, Edward Elgar Publication, Cheltenham / U. K.

VOGET, Johannes (2004), *Testing for Relative Purchasing Power Parity*, April 2004, (http://center.uvt.nl/phd_stud/voget/timeseriespaper.pdf), (Erişim Tarihi: 01.03.2010), s.1-16.