

UTL 511

BÖLÜM 10

**DÖVİZ KURU DEĞİŞMELERİNİ AÇIKLAMAYA
YÖNELİK TEORİLER**

Geleneksel olarak kur değişmeleri ticaret akımlarına dayanan ve uzun dönemdeki değerleri tahmine yarayan teorilerle açıklanmıştır. Oysa 1960'ların sonlarından itibaren geliştirilen teoriler ise konuya salt bir mali olay gibi bakarlar. Bu yeni teoriler, içinde bulunduğumuz dönemde kurlarda görülen ani ve çoğu kez aşırı ölçülerdeki değişmeleri açıklamaya çalışırlar.

1980'lerde ülkeler mali piyasalar üzerindeki kısıtlamaları kaldırarak uluslararası sermaye akımlarını serbestleştirdiler. Bu gelişme iletişim teknolojisindeki hızlı ilerlemelerle de desteklenince uluslararası sermaye akımlarının hacminde büyük artışlar oldu. Bugün uluslararası sermaye akımları ticaret akımlarından çok daha büyük boyutlardadır. Böyle bir ortamda kur değişmelerini açıklamada asıl ilginin ticaret akımlarından sermaye akımlarına doğru kayması da doğaldır.

- Döviz kurlarının oluşumunu açıklayan
 - **Geleneksel teoriler:**
 - Dış ticaret akımları yaklaşımı
 - Satın alma gücü paritesi yaklaşımı.
 - **Yeni veya modern teoriler**
 - Parasal yaklaşım ve
 - Portfolyo dengesi yaklaşımı (veya mali varlık yaklaşımı)
 - Mundell-Fleming Model
 - Para İkamesi Yaklaşımı
- Bu teorileri daha yakın biçimde ele almadan önce, eski ve yeni teoriler arasındaki temel farkı oluşturan **akım değişkeni** ile **stok değişkeni** kavramlarını gözden geçirelim.

Akım (flow) değişkenleri, belli bir zaman süresi boyunca ortaya çıkan değişmelerle ilgilidir. Örneğin yıllık (ya da mevsimlik, aylık) ihracat, ithalât, yatırım, üretim ve tüketim değerleri, vs. gibi. Nitekim bu tür değişkenlerin değeri, ait oldukları zaman süresi ile birlikte belirtilmelidirler. Örneğin 2019 yılının ihracatı, yatırımı, ya da enflâsyon oranı gibi.

Oysa **stok (stock) faktörleri** durağan değerleri, ya da belli bir andaki mevcutları gösterir. Bunlar başlangıçtan o ana kadar olan birikimi veya toplamı yansıtmakla olup değişmeyle ilgili değildir. Örneğin, bir yatırımcının belli bir anda sahip olduğu yatırım portfolyosu, ülkenin belli bir tarihteki dış borçları, vs. stok değişkenleridir. Fakat söz gelişi, yatırımcının portfolyosunda yaptığı yeniden düzenlemeler, dış borçlar artışları, gelir, tasarruf, vs. akımla ilgilidir.

Durağan değerler ve akım değişkenleri ayırımı ekonominin diğer alanlarında olduğu gibi, kur oluşumunu açıklamada da büyük önem taşır.

Mal ve hizmetlerin ihraç ve ithali (veya genel olarak arz ve talebi) akım niteliğinde olduğundan, kurları dış ticaret dengesi ile açıklamaya çalışan modeller akım değişkenlerine dayanırlar. Satın alma gücü paritesi modelleri de bu niteliktedir.

Para ve sermaye stokundaki değişmelere dayalı olarak geliştirilen parasal yaklaşım ve portfolyo dengesi yaklaşımı ise stok teorileridir.

Geleneksel teoriler

I. Dış Ticaret Akımları Yaklaşımı

Dış Ticaret Akımları Teorisi'ne göre bir ülkenin parasının değerini belirleyen etken o ülkenin mal ihracat ve ithalâtıdır. İhracatın ithalâttan büyük olması (dış ticaret bilançosunun fazla vermesi) durumunda ulusal paranın dış değeri yükselir. Tersine, ithalâtın ihracatı aşması da ulusal paranın değer yitirmesine neden olur.

Bu teori açısından ülkenin ihracatını ve ithalâtını etkileyen tüm faktörler aynı zamanda paranın dış değerini etkiler. Bunlar arasında örneğin, yerli ve yabancı malların göreceli fiyatları, iç ve dış ekonomilerdeki reel gelir artışları, tüketici tercihlerinin yerli veya yabancı mallara doğru kayması, teknolojik gelişme, faktör stokundaki artışlar, vs. gibi faktörler sayılabilir.

Eğer incelenen ülke ile birlikte onun ticaret ortakları da büyümekte iseler bu kez, kişi başına artan gelirler dolayısıyla, onlar da daha çok yabancı mal tüketirler; böylece birinci ülkenin döviz arzı artar (döviz arzı eğrisi sağa doğru kayar). Bu durumda döviz kurundaki değişimin ne olacağı ülkenin ihracatının ithalâtından daha hızlı mı, yoksa daha yavaş mı arttığına bağlıdır.

Özetle, dış dünyaya göre daha hızlı büyüyen ülkenin ulusal parası döviz piyasalarında değer kaybına uğrayacak, tersine, dış dünyadan daha yavaş büyüyen ülkenin ulusal parası değer kazanacaktır.

DT Akımları Yaklaşımı Eksiklikleri

Yukarıda verilen örnek ticaret akımları modeline göre ekonomik büyümenin kurlar üzerindeki olası etkilerini açıklamaktadır.

Gerçek hayatta çoğu kez hızla büyüyen ülkelerin paralarının da değer kazandığını, durgunluk içindeki ülkelerde ise paranın değer kaybettiği görülmektedir. Bu da ticaret akımları yaklaşımının her zaman gerçek durumu açıklayamadığını gösterir.

- Bu yaklaşıma göre:
 - dış ticaret bilançosu açık veren ülkelerin ulusal paralarının değer kaybetmesi gerekirken, yine bu durumdaki ülkeler için çoğu kez ulusal paranın değerinde bir düşme olmadığı, hatta paranın değer kazandığı görülmüştür.
- Bütün bu örnekler ticaret akımları yaklaşımının eksikliklerini ortaya koymaktadır. Bunun bir nedeni sermaye akımlarının güçlü etkisini ihmal etmesidir.

II. Satınalma Gücü Paritesi Yaklaşımı

- Satınalma gücü paritesi (SGP-purchasing power parity), ünlü *tek fiyat kanununun (law of one price)* döviz piyasalarına uygulanmış şeklidir. SGP Teorisi'ni ve bu yaklaşıma dayanarak kur tahminlerim belirtmeden önce, tek fiyat kanunu hakkında bazı açıklamalarda bulunalım.
- Alıcı ve satıcıların çok sayıda bulunduğu piyasa koşullarına ilişkin bilgilerin çok ufak maliyetlerle sağlanabildiği serbest rekabet piyasalarının doğal bir sonucu şudur: Ticarete konu olan bir malın (veya başka bir ekonomik varlığın), mevcut döviz kurundan belirli bir ulusal paraya çevrilmiş fiyatının dünyanın her yerinde aynı olması gerekir.
- Farklı piyasalarda bu malın fiyatları arasında doğabilecek farklılık, bu malı bir piyasadan diğerine ulaştırmak için gereken taşıma giderlerinden daha büyük olamaz.

Tek Fiyat Kanunu

- Tek fiyat kanununun işleyişi:
 - Gümrük tarifeleri ve taşıma giderleri gibi engellerin bulunmaması durumunda,
 - Kur 1.25TL: 1\$ iken buğdayın tonu Amerika'da 100\$ ve Türkiye'de 175TL'dir.
 - Türk lirasına çevrildiğinde, bunun anlamı buğdayın ABD'de 125TL (ya da dolar cinsinden Türk buğdayının fiyatı 140\$) olması demektir. Görüldüğü gibi, buğday fiyatları ABD'de Türkiye'den daha ucuzdur. Bu farklılık kâr peşinde koşan arbitrajcıyı derhal harekete geçirir. Buğday ABD'den alınıp Türkiye'de satılınca ton başına 50TL (veya 40\$) bir kâr elde edilir.
- Arbitrajcının kâr sağlamanın yanında, yukarıdaki mekanizma, iki ülkede fiyatları aynı düzeye getirici etki yapar.
 - Buğdayın ABD'den satın alınması bu piyasada fiyatları yükseltici,
 - Türkiye'de satılması da burada fiyatları düşürücü etkide bulunur,
 - Uluslararası piyasalar arasında bozulmuş olan fiyat uyumu yeniden sağlanmış olur.

Tek fiyat kanunu ve Arbitraj

Tek fiyat kanunu adı verilen bu olay, uluslararası arbitraj faaliyetlerinin bir sonucudur. Arbitraja risk yüklenmeden, belli bir anda ortaya çıkmış bulunan fiyat farklılıklarından kâr sağlamaya çalışır. Bunun için de "ucuza al, pahalıya sat" ilkesine göre hareket eder. Bu mekanizma ise fiyatların çok dar sınırlar içinde birbirinden sapmasına engel olur.

Tek fiyat kanunu, uluslararası ticarete konu olan tüm ekonomik varlıklara uygulanabilir. Örneğin mal piyasalarına uygulanırsa aynı malın, döviz piyasalarına uygulanırsa belli bir yabancı paranın, sermaye piyasalarına uygulanırsa aynı paraya bağlı tahvillerin faiz oranlarının, bütün piyasalarda aynı olması gerekir.

- SGP Teorisi:
 - Mutlak SGP,
 - Göreceli (nisbi) SGP.

a. Mutlak Satınalma Gücü Paritesi:

- Mutlak satınalma gücü (absolute purchasing power parity) yaklaşımına göre, bir ülkedeki fiyatlar, cari döviz kurlarından diğer ülke paralarına dönüştürüldüğünde tüm bu ülkelerde de aynı olmalıdır.
- Herhangi bir ulusal para biriminin satınalma gücünün, dünyanın her yerinde aynı olması demektir.
- Mutlak SGP'de öngörülen bu sonucu sağlayan yine arbitraj mekanizmasıdır.
- Yukarıda, mutlak SGP Teorisi tek bir mal yönünden incelendi ve teoriye göre, cari kurlardan ulusal paraya dönüştürüldüğünde belli bir malın tüm ülkelerdeki fiyatının aynı olması gerektiği belirtildi. Burada ise bu kanunun ülkedeki tüm mallar için geçerli olacağı belirtiliyor.

Malların tümünün fiyatlarını ifade etmek için de, doğal olarak fiyat indeksleri kullanılır. Eğer iç fiyat indeksini P_i , dış fiyat indeksini P_d ve döviz kurunu da S (bir birim yabancı para ile değiştirilebilen ulusal para miktarı olarak) ile gösterirsek, mutlak SGP aşağıdaki gibi bir denklemle ifade edilebilir:

$$P_i = S \times P_d$$

Yani, ortak bir yıl temel alınarak düzenlenen (ve kapsam olarak birbiriyle karşılaştırılabilen) fiyat indekslerinin tüm ülkelerde aynı sayıyı göstermesi gerekir. Sözü edilen bu ilişkiden, iki ülke arasındaki döviz kurunun ne olması gerektiğini hesaplayabiliriz. Buna göre ulusal para ile yabancı para arasındaki değişim oranı (döviz kuru), ilgili ülkelerin fiyat indeksleri oranına bağlıdır.

Mutlak Satınalma Gücü Paritesi

İç fiyat indeksi, yabancı ülkenin fiyat indeksinden ne kadar yüksekse (düşükse), bir birim yabancı paranın ulusal para fiyatını ifade eden döviz kuru (S) da o kadar yüksek (düşük) olur. Diğer bir deyişle,

$$S = P_i / P_d$$

Mutlak anlamda SGP'nin döviz kurlarındaki değişimleri açıklayan bir gösterge olduğu düşünülebilir. Bununla birlikte, gerçekte mutlak SGP bu amaçla kullanılmamaktadır. Bunun yerine, daha uygun bir kavram olan, aşağıda inceleyeceğimiz göreceli SGP tercih edilir.

Mutlak SGP'nin Geçerliliğini Engelleyen Etkenler

- **Mutlak SGP'nin geçerliliğine duyulan kuşku**
 - Gerçek dünyada tek fiyat kanunu bir tek mal için geçerli olsa da ülkedeki malların tümü için geçerli olmayabilir. Önce, tüm ülke için fiyat indeksleri kullanmak gerekeceğine göre, iki ülke arasında birbiriyle tam olarak karşılaştırılabilecek fiyat endeksleri bulmak güç olmaktadır.
- Bu amaçla toptan eşya fiyatları endeksi, tüketici fiyatları endeksi, GSMH deflatörü vs. gibi çeşitli indeksler kullanılabilir.
 - Her ülkede fiyat indekslerinin kapsamına girecek mallar ve bunlara verilecek ağırlıklar farklıdır. Sonra, gerçek dünyada farklı ülkeler tarafından üretilen benzer mallar arasında önemli kalite farklılıkları bulunur.

- **Mutlak SGP yalnız mal ve hizmet ticaretini denkleştirecek kurları belirlemekle ilgilenirken sermaye akımlarını tümünden ihmal etmektedir:**
 - Kur düzeyi mal ve hizmet ithal ve ihracını denkleştirecek bir düzeyde olsa da yine de sermaye çıkışı olan ülkenin ödemeler bilançosu açık, sermaye girişi olan bir ülkenin ödemeler bilançosu da fazla verecektir.

- **Dış ticarete ticaret dışı mallar yoktur:**
 - SGP yaklaşımı, ticaret-dışı mal ve hizmetler dolayısıyla yine de mal ve hizmet ticaretini dengeleyen kuru göstermeyebilir.
- Ülkeler arasında fiyat eşitliğini engelleyebilecek doğal, ya da yapay birçok engel ve müdahaleler (taşıma giderleri, gümrük vergileri, kotalar, idari düzenlemeler, standartlar, vs.) vardır.
- **SGP'ye Örnek Amerikan Big Mac Hamburgeri**

The hamburger standard

| | Big Mac prices | | Implied PPP* of the dollar | Actual exchange rate: Jan 30th | Under (-)/over(+) valuation against the dollar, % |
|----------------|----------------------|---------------|-------------------------------|--------------------------------------|---|
| | in local currency | in dollars | | | |
| United States† | \$3.54 | 3.54 | - | - | |
| Argentina | Peso 11.50 | 3.30 | 3.25 | 3.49 | -7 |
| Australia | A\$3.45 | 2.19 | 0.97 | 1.57 | -38 |
| Brazil | Real 8.02 | 3.45 | 2.27 | 2.32 | -2 |
| Britain | £2.29 | 3.30 | 1.55‡ | 1.44‡ | -7 |
| Canada | C\$4.16 | 3.36 | 1.18 | 1.24 | -5 |
| Chile | Peso 1,550 | 2.51 | 438 | 617 | -29 |
| China | Yuan 12.5 | 1.83 | 3.53 | 6.84 | -48 |
| Czech Republic | Koruna 65.94 | 3.02 | 18.6 | 21.9 | -15 |
| Denmark | DK 29.5 | 5.07 | 8.33 | 5.82 | 43 |
| Egypt | Pound 13.0 | 2.34 | 3.67 | 5.57 | -34 |
| Euro area§ | €3.42 | 4.38 | 1.04** | 1.28** | 24 |
| Hong Kong | HK\$13.3 | 1.72 | 3.76 | 7.75 | -52 |
| Hungary | Forint 680 | 2.92 | 192 | 233 | -18 |
| Indonesia | Rupiah 19,800 | 1.74 | 5,593 | 11,380 | -51 |
| Israel | Shekel 15.0 | 3.69 | 4.24 | 4.07 | 4 |
| Japan | ¥290 | 3.23 | 81.9 | 89.8 | -9 |
| Malaysia | Ringgit 5.50 | 1.52 | 1.55 | 3.61 | -57 |
| Mexico | Peso 33.0 | 2.30 | 9.32 | 14.4 | -35 |
| New Zealand | NZ\$4.90 | 2.48 | 1.38 | 1.97 | -30 |
| Norway | Kroner 40.0 | 5.79 | 11.3 | 6.91 | 63 |
| Peru | Sol 8.06 | 2.54 | 2.28 | 3.18 | -28 |
| Philippines | Peso 98.0 | 2.07 | 27.7 | 47.4 | -42 |
| Poland | Zloty 7.00 | 2.01 | 1.98 | 3.48 | -43 |
| Russia | Ruble 62.0 | 1.73 | 17.5 | 35.7 | -51 |
| Saudi Arabia | Riyal 10.0 | 2.66 | 2.82 | 3.75 | -25 |
| Singapore | S\$3.95 | 2.61 | 1.12 | 1.51 | -26 |
| South Africa | Rand 16.95 | 1.66 | 4.79 | 10.2 | -53 |
| South Korea | Won 3,300 | 2.39 | 932 | 1,380 | -32 |
| Sweden | SKR 38.0 | 4.58 | 10.7 | 8.30 | 29 |
| Switzerland | CHF 6.50 | 5.60 | 1.84 | 1.16 | 58 |
| Taiwan | NT\$75.0 | 2.23 | 21.2 | 33.6 | -37 |
| Thailand | Baht 62.0 | 1.77 | 17.5 | 35.0 | -50 |
| Turkey | Lire 5.15 | 3.13 | 1.45 | 1.64 | -12 |

*Purchasing-power parity; local price divided by price in the United States

†Average of New York, Chicago, Atlanta and San Francisco ‡Dollars per pound

§Weighted average of prices in euro area **Dollars per euro

Sources: McDonald's; *The Economist*

Mutlak SGP'ye göre eğer kurlar ABD'nin fiyat düzeyi ile öteki ülkelerin fiyat düzeyleri oranına eşitse, bütün diğer mallarda olduğu gibi, Big Mac'in fiyatının da tüm ülkelerde aynı olması gerekir. Gerçekte ise dolar fiyatları ülkeler arasında büyük değişimler göstermektedir.

Tablonun ilk sütununda 2 Şubat 2009 itibariyle Big Mac hamburgerinin çeşitli ülkelerde ulusal para cinsinden fiyatları verilmiştir.

İkinci sütunda ülkelerdeki gerçek kurlara göre dönüştürülmüş dolar fiyatları verilmiştir.

Üçüncü sütunda yerel para fiyatının ABD'deki fiyata bölünmesiyle elde edilen örtülü SGP verilmiştir. **Bu bize iki ülkede hamburger fiyatının aynı olması için döviz kurunun ne olması gerektiğini gösterir.**

The hamburger standard

| | Big Mac prices | | Implied PPP* of the dollar | Actual exchange rate: Jan 30th | Under (-)/over(+) valuation against the dollar, % |
|----------------|----------------------|---------------|-------------------------------|--------------------------------------|---|
| | in local currency | in dollars | | | |
| United States† | \$3.54 | 3.54 | - | - | |
| Argentina | Peso 11.50 | 3.30 | 3.25 | 3.49 | -7 |
| Australia | A\$3.45 | 2.19 | 0.97 | 1.57 | -38 |
| Brazil | Real 8.02 | 3.45 | 2.27 | 2.32 | -2 |
| Britain | £2.29 | 3.30 | 1.55‡ | 1.44‡ | -7 |
| Canada | C\$4.16 | 3.36 | 1.18 | 1.24 | -5 |
| Chile | Peso 1,550 | 2.51 | 438 | 617 | -29 |
| China | Yuan 12.5 | 1.83 | 3.53 | 6.84 | -48 |
| Czech Republic | Koruna 65.94 | 3.02 | 18.6 | 21.9 | -15 |
| Denmark | DK 29.5 | 5.07 | 8.33 | 5.82 | 43 |
| Egypt | Pound 13.0 | 2.34 | 3.67 | 5.57 | -34 |
| Euro area§ | €3.42 | 4.38 | 1.04** | 1.28** | 24 |
| Hong Kong | HK\$13.3 | 1.72 | 3.76 | 7.75 | -52 |
| Hungary | Forint 680 | 2.92 | 192 | 233 | -18 |
| Indonesia | Rupiah 19,800 | 1.74 | 5,593 | 11,380 | -51 |
| Israel | Shekel 15.0 | 3.69 | 4.24 | 4.07 | 4 |
| Japan | ¥290 | 3.23 | 81.9 | 89.8 | -9 |
| Malaysia | Ringgit 5.50 | 1.52 | 1.55 | 3.61 | -57 |
| Mexico | Peso 33.0 | 2.30 | 9.32 | 14.4 | -35 |
| New Zealand | NZ\$4.90 | 2.48 | 1.38 | 1.97 | -30 |
| Norway | Kroner 40.0 | 5.79 | 11.3 | 6.91 | 63 |
| Peru | Sol 8.06 | 2.54 | 2.28 | 3.18 | -28 |
| Philippines | Peso 98.0 | 2.07 | 27.7 | 47.4 | -42 |
| Poland | Zloty 7.00 | 2.01 | 1.98 | 3.48 | -43 |
| Russia | Ruble 62.0 | 1.73 | 17.5 | 35.7 | -51 |
| Saudi Arabia | Riyal 10.0 | 2.66 | 2.82 | 3.75 | -25 |
| Singapore | S\$3.95 | 2.61 | 1.12 | 1.51 | -26 |
| South Africa | Rand 16.95 | 1.66 | 4.79 | 10.2 | -53 |
| South Korea | Won 3,300 | 2.39 | 932 | 1,380 | -32 |
| Sweden | SKR 38.0 | 4.58 | 10.7 | 8.30 | 29 |
| Switzerland | CHF 6.50 | 5.60 | 1.84 | 1.16 | 58 |
| Taiwan | NT\$75.0 | 2.23 | 21.2 | 33.6 | -37 |
| Thailand | Baht 62.0 | 1.77 | 17.5 | 35.0 | -50 |
| Turkey | Lire 5.15 | 3.13 | 1.45 | 1.64 | -12 |

*Purchasing-power parity; local price divided by price in the United States

†Average of New York, Chicago, Atlanta and San Francisco ‡Dollars per pound

§Weighted average of prices in euro area **Dollars per euro

Sources: McDonald's; *The Economist*

Dördüncü sütunda ise, o tarihteki gerçek kurlar yer almaktadır.

Gerçek kurun daha yüksek olması, ulusal paranın eksik değerlendirildiği ya da hamburger fiyatlarının ABD'den o ölçüde ucuz olduğu,

Gerçek kurun düşük olması da kurun aşırı değerlendirildiği yani hamburger fiyatlarının oransal olarak ABD'den daha yüksek olduğu biçimde yorumlanabilir.

b. Göreceli Satınalma Gücü Paritesi

SGP'nin bu yaklaşımında fiyat ve kurların mutlak büyüklüğü değil, bunlardaki göreceli değişimler ele alınır. Başka bir deyişle, göreceli SGP (relative purchasing power parity)'ye göre, kurlardaki değişme iki ülke arasındaki enflasyon (fiyatlardaki artış) oranlarına bağlıdır.

Yabancı ülkeye göre ulusal ekonomide enflasyon ne derece yüksekse, döviz kurunun da o ölçüde artması gerekir. Sözcüğü, belli bir başlangıç yılı esas alınarak, Türkiye'de fiyat artışlarının ABD'nin iki katı olması, doların TL kurunun da iki katına çıkmasını gerektirir.

Dönemin başlangıcını 0, sonunu 1, enflasyon oranlarını f , Türkiye'yi T ve ABD'yi de A alt simgeleri ile gösterirsek doların TL kurundaki değişme oranı aşağıdaki gibi olur:

$$\frac{S_1 - S_0}{S_0} = f_T - f_A$$

Formülün kullanılmasını bir örnekle gösterelim. Diyelim ki, 2018 yılı başında döviz kuru 1\$: 3.00TL olup bu yıla ait enflasyon oranları Türkiye'de yüzde 20 ve ABD'de yüzde 2 olmuştur. Bu koşullar altında, göreceli Satınalma Gücü Paritesi Teorisi açısından yıl sonunda doların TL kuru ne olmalıdır?

- $(S_1 - 3.00) / 3.00 = 0.20 - 0.02$
- $S_1 = 3.54$ TL olarak bulunur.

SGP ile ilgili yapılan çalışmalar farklı sonuçlar ortaya koyuyor.

Genellikle kısa dönemlerde SGP'nin geçerliliğinin daha düşük olduğu görülmüştür. Bunun önemli bir nedeni, kur değişimleri ile fiyat değişimleri arasındaki zaman süresi farklılıklarıdır. Başka bir deyişle, dışsal olarak ortaya çıkan bir olaya kurlar aniden tepkide bulunurken, fiyatların gerekli uyumu göstermesi uzunca bir zaman alır. Ayrıca, hükümetlerin döviz piyasasına yaptıkları müdahaleler de kurların beklenene uygun çıkmasını engelleyebilmektedir.

Uzun dönemlerde ve özellikle de enflasyon oranlarının yüksek olduğu durumlarda, kur değişimleri ile SGP arasında büyük bir uyum olduğu görülüyor. Göreceli SGP'nin ekonominin reel faktörlere bağlı uzun dönemli denge döviz kurlarını gösteren bir araç olduğu söylenebilir. Kısa dönemlerde ise, özellikle sermaye akımlarının etkisine bağlı olarak, döviz kurlarında uzun dönemli bu denge değerlerinin etrafında şiddetli biçimde değişebilmektedir. Kurlarda anlık olarak ortaya çıkan ve uzun dönemli denge değerlerine göre daha şiddetli olan bu değişimleri açıklamak üzere yeni yaklaşımlar gerekmiştir.

Aşırı veya Eksik Değerlenmiş Ulusal Paralar

- Bir veya iki yıl gibi süreler dikkate alındığında, enflasyon oranları göreceli biçimde yüksek olan bir ülkede hükümet, döviz kurunun bu ölçülerde yükselmesine izin vermeyebilir.
- Böylece, reel kurlar nominal kurun altına düşer ve ulusal para yapay olarak aşırı değerlendirilmiş (over-valuation) duruma gelir.
- Merkez bankasının piyasada yaptığı döviz satışlarıyla böyle bir duruma neden olabilirler.

- O halde, döviz kurlarının hükümet müdahaleleriyle, ülkedeki göreceli enflasyon oranlarından daha düşük ölçülerde yükseltilmesine *ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi (dövizin eksik değerlendirilmesi)* olayı denmektedir.
- Tersine, döviz kurlarının iç ve dış enflasyon oranları farkından daha yüksek oranda artırılması da reel kurun nominal kurun üzerine çıkması ve *ulusal paranın eksik değerlendirilmesi (dövizin aşırı değerlendirilmesi)* olayıdır.

- Ülkenin, ulusal paranın aşırı değerlendirilmiş olduğu bir kur politikası uygulamasında çeşitli nedenler etkili olabilir.
- Örneğin sanayileşmekte olan bir ülkede, döviz kurları düşük tutularak, sanayiye ucuz yabancı girdi sağlanması düşünülebilir.
- Veya ihraç mallarının yüksek yabancı fiyatlardan satılarak, ticaret hadlerinin ülke lehine geliştirilmesi amaçlanmış olabilir.
- Ya da dışarıdan ülkeye kısa süreli yabancı sermaye fonlarını çekebilmek için bu yola başvurulabilir.
 - Yüksek faiz oranlarından yararlanmak için dışarıdan gelen bu fonlar, ulusal paraya dönüştürülerek faize yatırılır ve yatırım süresinin sonunda tekrar yabancı paraya çevrilerek ülkeyi terk eder. Geri gönderme işlemi sırasında geçerli kurdan ulusal paranın aşırı değerlendirilmiş olması, yabancı yatırımcıların faiz oranına ek bir gelir elde etmelerine olanak sağlar.

YENİ VEYA MODERN TEORİLER

1. Parasalcı Yaklaşım Ve Kurların Oluşumu

- Parasalcı yaklaşımın ana amacı, dış dengeyi sağlama mekanizmasını açıklamaya yöneliktir.
- Aynı zamanda kurların oluşumuna da yeni bir açıklama getiriyor. Aslında öngörülen mekanizma oldukça basittir.
- Herhangi bir malın fiyatının, o malın arz ve talebine bağlı olduğu şeklindeki genel ilkenin ulusal paralar için de geçerli olduğunu savunmaktadır.
- Başka bir deyişle, ulusal paranın fiyatı demek olan döviz kurları, ulusal paranın arz ve talebine göre belirlenir. Arz edilen para miktarı talep edilen miktarı aşarsa, o para döviz piyasasında değer kaybeder, tersine, talep arzı aşarsa değer kazanır (Krueger, 1983: 56-57).

- Parasalcı yaklaşım açısından döviz kurlarındaki değişme, para talep ve arzı arasında dengesizlik doğuracak gelişmelerin bir sonucudur.
- Para talebini belirleyen faktörlerde bir değişme yokken:
 - Merkez Bankası piyasaya yeni para sürmüş olsun.
 - Böylece para stokundaki bu artış dolayısıyla para arzı genişler ve halkın eline, tutmak istediğinden daha fazla miktarda para geçmiş olur.
 - Elde tutulmak istenmeyen bu fazla para stoku ile ne yapılır?

- Fazla paranın (para arzındaki artış) bir kısmı mal ve hizmetlere harcanır. Bir bölümü yabancı mal ve hizmetlere gitmiş olur. Diğer kısmı da, Faiz geliri elde etmek için yerli ve yabancı menkul değerlere yatırılır.
- Demek oluyor ki, para arzındaki bir artış durumunda hem yabancı mal ve hizmet ithali, hem de sermaye ihracı dolayısıyla döviz talebi artıyor.
- Cari işlemler ve sermaye bilançosundan kaynaklanan bu talep artışları ise cari döviz kurunun yükselmesine, diğer bir deyişle, ulusal paranın değer kaybetmesine yol açar.

- Para talebi sabitken para arzının azalması durumunda da yukarıdakilere ters sonuçlar doğar. Yani, merkez bankasının piyasadaki para stokunu daraltınca halk mal ve hizmet satın alımlarını ve menkul değerler yatırımlarını azaltır.
- Çünkü, fiyatlar henüz değişmediği için, halkın eline tutmak istediğinden daha az para geçmiştir. Böylece de sonuçta döviz talebi azalır ve döviz kuru düşer, ya da ulusal para değer kazanır.

- Para arzı kadar para talebindeki değişmeler de döviz kurunu etkiler.:
 - Örneğin yurtiçi reel gelir artışları, faizlerdeki bir düşme ve fiyatlar genel düzeyindeki artışlar nominal para talebini yükseltir ve para arzının sabit tutulması varsayımı altında, döviz talebinde ve döviz kurunda düşüşlere yol açar.
- Parasalcı yaklaşımda kur değişmeleri para arz ve talebi arasında oluşacak dengesizliklere bağlanırken, karşı ölkelerdeki gelişmeleri de dikkate almak gerekir.
 - Örneğin, para talebi sabitken Türkiye'de para arzının artması, TL'nin değerini düşürücü bir etkendir. Ama söz gelişi, eğer ABD'de de para arzı aynı oranda artırılıyorsa (talep sabitken) TL'nin bu paraya karşı değer kaybına uğraması gerekmez.

- Önemli olan ülkelerin birbirlerine oranla para arz ve taleplerindeki değişmeler, ya da enflasyon oranlarındaki farklılıklardır.
- Göreceli arz artışları kuru yükseltici, talep artışları ise düşürücü yönde etkide bulunur. Diğer bir deyişle, enflasyon oranı göreceli yüksek ülkelerde ulusal para değer kaybeder, düşük ülkelerde ise ulusal para değer kazanır.
- Parasalcı modele, geleceğe yönelik bekleyişleri de katmak gerekir. Buna göre, bireyler ne miktar para tutacaklarına karar verirlerken yalnızca ilgili değişkenlerin bugünkü değil, gelecekte bekledikleri değerlerini de göz önünde bulundururlar.

- Örnek: Bir yabancı paranın değerinde yükselme beklemekte iseler, o yabancı paraya bağlı menkullerin satın alımını artırırlar. Dolayısıyla, bugün mevcut faktörlerde bir değişiklik olmasa bile, o paranın değerinde aniden bir artış ortaya çıkabilir.
- Bireyler elde edilebilen tüm bilgileri kullanarak tahminlerini oluşturur ve bu tahminler doğrultusunda hareket ederler. Söz konusu düşünceler döviz kurlarının oluşumunda tahminlerin taşıdığı önemi ortaya koymaktadır.
- Bütün bu gelişmeler esnek kur sistemlerinde olur. Sabit kur sistemlerinde Merkez Bankaları talep ve arzdaki değişimlere karşılık piyasaya müdahale ederek paranın değer değişimine engel olur(Seyidoğlu, 2003).

2. PORTFOLYO DENGESİ YAKLAŞIMI (VARLIK PİYASASI MODELİ)

- Portfolyo dengesi yaklaşımı (portfolio-balance approach), döviz kurlarında görülen günlük dalgalanmaları yabancı menkul değerlerin arz ve talebindeki değişmelerle açıklamaya çalışan oldukça yeni bir teoridir (Plihon, 1995: 63) .
- Parasalcı yaklaşım da portfolyo dengesi teorilerinin kapsamı içinde düşünülebilir. Ancak orada üstü kapalı biçimde, yerli menkul değerlerle yabancı menkullerin birbiri yerine tam ikame edilebilir oldukları kabul ediliyor.
- Yani, yatırımcı açısından yabancı menkul değer tutmakla yerli menkul değer tutmanın risk yönünden hiç farkı bulunmayacağı, dolayısıyla yatırımcının yabancı menkul tuttuğu için ayrı bir risk primi talep etmeyeceği varsayılır.

- Gerçek hayatta bireyler, servetlerini çeşitli mali varlıklar arasında dağıtırlar. Örneğin, tahvil, hisse senedi, altın, bina, arazi, vs. satın alırlar, nakit para olarak tutarlar ya da vadeli banka hesabı açtırırlar. Servet edinmenin amacı, bugünkü satın alma gücünü geleceğe aktarmak ve bunu daha da büyültmek arzusudur.
- Bunun altında yatan neden de geleceği güvence altına alma düşüncesiyle ilgili olabilir.
- Sınırlı sayıda yatırım araçlarını kapsayan bir portfolyoyu göz önüne alınarak, yerli ve yabancı (dövizle bağlı) menkullerle nakit şeklindeki ulusal ve yabancı paralardan (efektif döviz) oluştuğu varsayılacaktır.
- Menkul değerler ise işletmelerin sabit borcunu temsil eden tahvillerle, işletmeye ortaklık sağlayan hisse senetlerini kapsar.

- Portfolyo Teorisi'nin temel görüşüne göre belirli bir sermaye fonuna sahip olan yatırımcı, bu fonlarını çeşitli menkul değerler arasında o şekilde dağıtacaktır ki, kabul edilecek bir risk düzeyinde portfolyosundan elde etmeyi beklediği gelir oranını maksimum yapsın.
- Bu amaç doğrultusunda yatırımcı portfolyosunu oluştururken, her menkul değeri teker teker ele alır ve bunların risk ve beklenen gelir oranlarını karşılaştırır.
- Gelir oranları yüksek menkullerin öncelikle tercih edilecekleri beklenebilir (riski de hesaba katarak)
- Genellikle beklenen gelirleri yüksek olan mali araçların risk oranları da yüksek olur. Başka bir deyişle, çoğu kez yüksek gelirler, yüksek riskin bir karşılığıdır.

- Portfolyo dengesi modelinin nasıl işlediğini göstermek amacıyla portfolyoda yapılan bazı ayarlamaların etkilerini araştıralım:
 - Birinci olarak ülke hazinesinin bono satışına giriştiğini, varsayalım. Bu durumda para arzı azalır, çünkü halk parasal fonlarını kullanarak tahvillerin bedelini öder. Böylece tahvil fiyatları düşer ve ülkenin faiz oranı yükselir.
 - Yurtiçi faizlerdeki artış sonucunda ise ülkede halk daha çok yerli tahvil satın alırken ulusal para fonlarını ve yabancı tahvilleri azaltır. Yabancı yatırımcılar da kendi ulusal tahvilleri ve ulusal para fonlarını azaltarak fiyatı düşen bu tahvillerden satın alımlarını artırırlar.

- Yabancı tahvillere olan talebin azalması bunların fiyatını düşürerek, yabancı faizleri yükseltir. Fonların böylece ele aldığımız ülkeye doğru akmaya başlaması bu ülkedeki faiz yükselişini yavaşlatır.
- Ayrıca gerek yerli, gerek yabancı yatırımcılar tarafından yabancı tahvillerin satışı ve yerli tahvil alımlarının artması, yabancı paranın satışını ve ulusal paranın satın alınmasını gerektirir ki, bu da esnek kur sistemleri altında ulusal paranın değer kazanmasına ya da yabancı paranın değer kaybetmesine yol açar.

- Dışsal değişmeler karşısındaki portfolyo ayarlamalarına bir başka örnek olarak da döviz kurunun daha önce beklendiğinden daha fazla yükselmeye başlamış olduğunu varsayalım.
- Ulusal para ve ulusal tahvillere olan talebi azaltır, yabancı bono ve tahvillere olan talebi ise artırır. Ulusal para fonları ile yerli bono ve tahvillere olan talebin düşmesi de yurtiçi faiz oranını düşürür.

- Fakat yerli yatırımcıların yabancı tahvil satın alımından dolayı dışarıya doğru ortaya çıkan fon akımları yabancı ülkenin faiz oranını azaltıcı ve ulusal faiz oranındaki düşüşü de yavaşlatıcı etki yapar.
- Yerli ülke halkının yabancı tahvil alımlarındaki artış, diğer yandan yabancı para talebini yükselterek yabancı paranın değer kazanmasına yol açarken aynı zamanda yabancı paranın değerinde beklenen artışın yavaşlamasına neden olur.

Başka bir örnek verelim: Teknolojik bir gelişme sonucunda ithal mallara olan talebin azalması cari işlemler dengesinin iyileşmesine, döviz kullanımının azalmasıyla da tutulan net yabancı varlıklarda ihtiyaç fazlasına yol açmaktadır. Bu durumda bireyler, yabancı varlıklarını azaltıp ulusal varlıklarını artırarak yeni bir portföy tercihine yönelmekte, artan yabancı varlık satışları da döviz arzını yükselterek kurun düşmesine neden olmaktadır. Kısa dönemde ise, farklı döviz cinsinden menkul değerlere dönüştürülmeye hazır bekletilen varlık stokları, cari işlemlere yönelik döviz alım satımlarından daha belirleyici olmaktadır. Varlık piyasaları potansiyel bir durum değişikliğine mal piyasalarından daha kolay ve daha çabuk adapte olabildiğinden, uygulanan sıkı para politikaları sonucu portföy bileşenlerinde düzenleme yapmak gerektiğinde, sermayenin likiditesi sayesinde büyük miktarda fon hareketleri gerçekleşebilmekte, cari işlemler ise değişimlere daha geç tepki vermektedir (Plihon, 1995: 65-66).

3. Mundell-Fleming Modeli

Robert Mundell ve J. Marcus Fleming tarafından geliştirilen ve özü itibariyle Keynesyen gelir-harcama yaklaşımının gelişmiş bir biçimi olan bu model, ödemeler dengesinin sermaye hareketleri hesabına yönelik işlemleri de içerdiğinden hareketle, kurlardaki değişimleri açıklayan teoriye katkıda bulunmuştur.

Bu bağlamda, Mundell-Fleming analizi, döviz kurlarını açıklamaya yönelik parasalcı yaklaşımın ve diğer yeni modellerin öncüsü olmuştur (Krueger, 1983: 86). Kapalı ekonomi (IS-LM) modeline ödemeler dengesini (BP) ekleyerek açık ekonomiye uyarlayan bu yaklaşımda denge döviz kuru, ödemeler dengesinin dengede ve döviz arz ve talebinin de eşit olduğu durumda oluşmaktadır

Keynesyen kökeniyle ekonominin talep cephesi üzerine yoğunlaşan modelde SGP geçerli olmamaktadır. Denge üretim düzeyi tam istihdam düzeyinin altında olduğu için para ve maliye politikaları yoluyla toplam talepte kaydedilecek bir artış denge üretim düzeyinin artmasına yol açmaktadır. Esnek kur sistemi altında ödemeler bilançosu her zaman dengede olmakta, yani bir hesaptaki açık diğer hesaptaki fazla yoluyla giderilmektedir (Balak, 1998: 28-29).

Bu yaklaşıma göre, sabit kur sistemi koşullarında, olası bir işsizlik sorunu söz konusuysen, genişletici para politikası yoluyla bu durumu ortadan kaldırma girişimi sonuç vermemektedir. Öyle ki, para arzında gerçekleşen artış, faiz oranlarını düşürerek söz konusu ülkeden sermaye çıkışına yol açmakta, böylece döviz talebinin ve ulusal para arzının artması, döviz kurunun sabit tutulmasını güçleştirmektedir.

Esnek kur sisteminde ise, genişletici para politikası sonucu gerçekleşen sermaye çıkışı, ulusal paranın değer kaybetmesine, ihracatın artmasına ve faiz oranlarının düşmesine yol açarak, ekonomide genişlemeye neden olmaktadır. Kısacası, iç ve dış dengesizliklerle yüz yüze olan görece küçük ve dışa açık ekonomilerde sabit kur sürdürülebilir olmamakta; esnek kur koşulları söz konusu olsa bile, finansal liberalizasyonun ve uluslararası ekonomik bütünleşmelerin bağımsız ekonomik politikalar uygulama olanağını kısıtladığı görülebilmektedir (Öztürk vd., 2010: 167- 168).

4. Para İkamesi Yaklaşımı

Para ikamesi, bir ülkede yerleşik kişilerin ulusal para yerine yabancı para bulundurma tercihlerini ifade etmektedir. Para ikamesi yaklaşımı ise, kambiyo işlemlerinin uluslararası boyutunun ön plana çıktığını ve ekonomik aktörlerin, aralarında optimal bir bileşim oluşturacak şekilde çeşitli paralardan oluşan bir nakit portföyü bulundurmaya önem verdiğini öne sürmektedir. Böylece para talebi, küresel ölçekte bir hareketi ifade etmekte, herhangi bir dövize olan talebin de yalnız ulusal faiz oranının değil, yurtdışı faiz oranlarının da bir fonksiyonu olduğu vurgulanmaktadır.

Paraların birbirleriyle ikame olanağı geliştikçe, döviz kurları daha kararsız hale gelmekte, bu durum da, ekonomi politikalarının yönlendirilmesi açısından belirleyici olmaktadır. Dövizlerin ikame edilebilirliği varsayımıyla bu yaklaşım, ülkelerin parasal politikalarında karşılıklı bağımlı olduğunu ortaya koymakta, uluslararası parasal işbirliğinin önemini vurgulayan sonuçlara ulaşmaktadır (Plihon, 1995: 67-68)

Para ikamesi yaklaşımı, yüksek enflasyona ve istikrarsız bir ulusal paraya sahip az gelişmiş lkelerdeki kur hareketlerini açıklamakta oldukça etkili olmaktadır. Ulusal paranın değer saklama, hesap birimi ve ödeme aracı olma işlevlerini tam olarak yerine getiremediği söz konusu ülkelerde, yaşanan kur istikrarsızlıklarının yanında senyoraj gelirlerinin de azaldığı görülmektedir.

Yüksek enflasyon sonucu yabancı paralara yönelen ülke sakinleri, servetlerinin reel değerini koruma ve likit kaynaklara sahip olma fırsatını da elde etmekte, enflasyon vergisi ödemekten de kurtulmaktadırlar (Öztürk vd., 2010: 173-175). Kurun sabitlenerek senyoraj gelirlerinin tamamen ortadan kalktığı, yabancı bir paranın ulusal para yerine kullanılmaya başlandığı uç sistem ise “dolarizasyon” olarak adlandırılmaktadır. Derin makroekonomik krizlerle yüzleşen bazı az gelişmiş ülkelerin tercih etmek zorunda kaldığı bu sistemde, bir ülkenin merkez bankası para yaratma fonksiyonunu yitirmekte ve para politikası araçlarından tümüyle feragat etmek zorunda kalmaktadır (Kansu, 2006: 33).

Diğer Modern Yaklaşımlar ve Dinamik Modeller

1. “Faiz oranı paritesi yaklaşımı”, yerli ve yabancı finansal varlıklar arası tam ikame varsayımıyla, çeşitli finansal varlıkların getiri oranlarının eşitlendiğini öne sürmektedir. Bu yaklaşım, döviz kurları ile faiz oranları arasındaki fark ve spekülâtorlerin beklentileri arasında kurulan bağın, kur değışmelerine etkisini analiz etmektedir. Yerli ve yabancı menkul değerlerin vade ve risk açısından özdeş, sermaye dolaşımının serbest ve işlemlerin masrafsız olduğu varsayıldığında, aynı risk özelliği taşıyan iki farklı finansal varlığın aynı getiriyi sağlayacağı; eşitliğin olmadığı durumda ise, uzun dönemde getiri oranlarını eşitleyen uluslararası arbitraj hareketlerinin gerçekleşeceği öne sürülmektedir (Balak, 1998: 20-28).

2. “Döviz kurlarında hedefi aşma (overshooting) yaklaşımı”, Rudiger Dornbush tarafından geliştirilen ve uluslararası makroekonomide referans kaynak niteliğinde bir modeli ifade etmektedir. Bu modelde, döviz kurlarındaki dalgalanmalara, mal ve hizmet piyasaları ile finansal piyasaların ayak uydurma hızlarının eşit olmadığına dikkat çekilmektedir. Kısa dönemde, finansal piyasalar arz-talep değişmelerine hızla uyum sağlarken, mal ve hizmet piyasaları yeterince esnek olamamaktadır. Uzun dönemde ise SGP geçerli olmakta, denge döviz kuru ülkeler arası enflasyon oranlarının farkı derecesinde belirlenmektedir.

3. “Etkin piyasalar yaklaşımı”, döviz piyasasının etkin işlediği varsayımıyla, gelecekte oluşacak her türden bilginin piyasaya anında yansıdığını ve kurların bu bilgiler ışığında değiştiğini öne sürmektedir. Bu yaklaşıma göre yatırımcılar rasyonel davranmakta, piyasada işlem gören fiyatlar tüm bilgi, haber ve beklentileri inceleyerek bir fiyat belirlemekte ve gerçekleşen fiyatlar bütün bu verileri içermektedir. Finansal varlıklar arasında tam ikame edilebilirlik, yani tam arbitraj varsayımıyla, farklı para cinsinden finansal varlıkların beklenen getirileri eşit olmakta, yani arbitrajcılar, işlem yaptıkları finansal varlıkların içerdiği risklere kayıtsız kalmaktadırlar. İşlem yapan bireylerin rasyonel beklentilere sahip olduğu varsayımıyla da, piyasa katılımcılarının tahminlerini oluştururken sistematik hata yapmadıkları kabul edilmektedir (Ay, 2001: 134-135; Öztürk vd., 2010: 178-179).

4. “Uyarlanmış beklentiler yaklaşımı”, ekonomik birimlerin, geçmiş dönem beklentilerinde kaydedilen hataları analiz ederek karar aldığını, geleceğe yönelik bilgileri ise girdi olarak kabul etmediğini öne sürmektedir. Beklentilerini sürekli gözden geçiren bireyler, beklenen değerler ile gerçekleşen değerler arasındaki farkı gördüklerinde ise beklentilerini doğrulama ya da revize etmeye odaklanmaktadırlar (Tunalı, 2009: 143). Bu yaklaşım, para ve maliye politikalarındaki değişmeler de dâhil olmak üzere, gelecekteki olayları önemsiz addetmektedir. Örneğin, geçmişteki beklentilerin tersine yüksek gerçekleşmiş olan döviz kurundan hareketle, geleceğe yönelik kararlar bu durum temel girdi kabul edilerek alınmaktadır.

5. “Rasyonel beklentiler yaklaşımı”na göre, ekonomik karar birimleri, piyasadaki göstergeleri etkin biçimde kullanmakta ve geleceğe yönelik beklentilerini rasyonel olarak oluşturabilmektedirler. Bu yaklaşıma göre, birinci derecede önemli bilgilere sahip olunduğu takdirde benzer türden hatalar sürekli tekrarlanmamaktadır. Beklentiler hızla değişebilmektedir. Uyarlanmış beklentiler ile rasyonel beklentiler arasındaki temel fark, beklentilerin gerçeklere uyumundaki hız farkıdır. Rasyonel beklentiler, tüm bilgi kanallarını kullanarak gelecekteki kurları öngörmeye uğraşırken, geçmişe yönelik sistematik hatalar kabul edilmemekte, döviz kuru, enflasyon, bütçe açığı vb. göstergeler uyarlanmış beklentilerde olduğu gibi salt geçmişe bağlı kalmadan, gelecekteki değerlerine göre ele alınmaktadır (Ertürk, 1994: 144-145).

6. “Güvenli sığınak etkisi yaklaşımı”nda, finansal varlıkların, çeşitli siyasi risk ve istikrarsızlık beklentileriyle güvenli limanlar olarak addedilen gelişmiş ülke piyasalarına kaçışının, döviz kurlarındaki değışmelere etkisi üzerinde durulmaktadır. Ulusal parada değer kaybına; finansal yatırımların yöneldiği ülke parasında ise değer artışına neden olan bu olgu, siyasi ve ekonomik istikrarsızlıkların sıkça rastlanıldığı az gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinde krizlerin habercisi olabilmektedir (Visser, 2004: 33-34).

7. “Spekülatif kabarcıklar yaklaşımı”, oluşan denge döviz kuru ve temel ekonomik dinamikler arasındaki tutarsızlığın nedenlerini incelemektedir. Stiglitz’e göre, “temel dinamiklerin aksi yönde göstergelerine rağmen fiyatların yüksek oluşu, sermaye sahibi yatırımcının gelecekte satış fiyatlarının yüksek olacağı beklentisinden kaynaklanmakta ise burada bir kabarcık (bubble) söz konusudur (Stiglitz, 1990: 13). 1987 yılında Uzakdoğu borsalarında tetiklenip Batı ekonomilerini de vuran borsa krizi, bu yaklaşımın geliştirilmesine yol açan başlıca etken olmuştur. “Spekülatif Kabarcık” Plihon’a göre, “Pazarda oluşan döviz kurları (veya finansal varlıkların fiyatları) ile temel ekonomik değişkenlere (enflasyon, faiz oranı, ödemeler dengesi vb.) göre oluşması gereken denge döviz kuru arasındaki, önce genişleme sonra hızla yok olma eğilimi taşıyan farklılıklardır (Plihon, 1995: 73-75).

8. Döviz piyasasının mikro yapısı yaklaşımı”nda, makro düzeydeki haber ve beklentilerden farklı olarak mikro düzeye ait güncel verilere ve özel bilgilere sahip bazı ekonomik aktörlerin, piyasanın diğer öznelerinden daha fazla anlık bilgiye sahip olabileceğini, bunun da arz/talep dengesine etki ederek kurlara yansıtacağını ortaya koymaktadır (Husted vd., 2009: 466-467). Bu doğrultuda, döviz kurlarının açıklanmasında rol oynayan makroekonomik değişkenlerin yetersiz kaldığından hareketle, döviz piyasasının mikro yapısı (piyasa katılımcıları arasında bilginin aktarımı, piyasadaki aracılardan davranışları, beklentilerin heterojenliği ve bunun ticaret hacmi ile kur hareketleri bağlamında sonuçları) dikkate alınmaktadır. Mikro yapı analizleri daha çok kısa vadeli kur hareketleri üzerinde yoğunlaşırken, döviz kuru teorileri ile mikro finans teorileri arasında da bağ kurmaktadır (Berke, 2014: 27- 30).

KAYNAKÇA

Ay, A. (2001). Döviz Kurlarının Belirlenmesinde Parasal Modellerin Başarısını Etkileyen Faktörler. Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 1(2), 125-146.

Balak, D. (1998). Döviz Kuru Belirleme Yöntemleri ve 1980 Sonrası Dönemde Türk Ekonomisi İçin Bir Değerlendirme (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı.

Berke, B. (2014). Döviz Kurlarına Mikro Yapı Yaklaşımı: Bir Yazın İncelemesi. Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 32(2), 27- 56.

Dornbusch, R. (1985). Purchasing Power Parity. National Bureau of Economic Research Working Paper Series No: 1591, <https://www.hks.harvard.edu/fs/jfrankel/ITF-220/readings/Dornbush-PPPNBERWP1591.pdf>, (11.04.2021).

Ertürk, E. (1994). Döviz Ekonomisi. İstanbul: Der Yayınları.

Husted, S. ve Melvin M. (2009). International Economics, 8. Baskı, Pearson.

Kansu, A. (2006). Döviz Kuru sistemleri ve Döviz Krizleri - Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri. İstanbul: Güncel Yayıncılık.

Kemal, Y., Mehmet, M. ve Kostakoğlu, S.F. (2013). Satın Alma Gücü Paritesi'nin Geçerliliğinin Test Edilmesi: Zaman Serisi ve Panel Veri Analizi. Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi, 8(3), 75-95.

Krueger, A.O. (1983), Exchange Rate Determination, Cambridge: Cambridge University Press.

Krugman, P.R., Obstfeld M. ve Melitz M. (2012). International Economics: Theory and Policy. Boston: The Pearson Series in Economics, 10. Baskı.

Seyidoğlu, H. (2003). Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama. İstanbul: Güzem Yayınları, Geliştirilmiş 15. Baskı.

Shiller, R. J. (2000). Irrational Exuberance, Princeton University Press.

Stiglitz, J.E. (1990). Symposium on Bubbles. Pittsburgh: Journal of Economic Perspectives, 4(2), 13-18.

Tunalı, Ç.B. (2009). İktisatta Beklentiler ve Beklentilerin Modellenmesi. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, 59(1).

Uçan, O. (2013). Döviz Kuru Dinamikleri. Ankara: Seçkin Yayıncılık.

Uzunoğlu, S. (2003). Para ve Döviz Piyasaları. İstanbul: Literatür Yayınları: 92, Genişletilmiş 2. Baskı.

Visser, H. (2004). A Guide to International Monetary Economics: Exchange Rate Theories, Systems and Policies. UK: Edward Elgar Publishing, 3. Baskı.

Yapraklı, S. (2007). Döviz Kuru Rejimleri ve Merkez Bankacılığı: Türkiye Üzerine Uygulamalar. İmaj Yayınevi, Ankara.