



DÖVİZ KURU DEĞİŞMELERİNİ AÇIKLAMAYA YÖNELİK TEORİLER

Prof. Dr. Mehmet KARAGÜL

Giriş

- 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 ile **satınalma gücü paritesi** yaklaşımıdır. **Parasal yaklaşım ve portfolyo dengesi yaklaşımı** (veya mali varlık yaklaşımı) ise yeni veya modern teoriler olarak bilinirler.
- 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 1999 yılının ihracatı, yatırımını, 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 değildirler. 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. Satınalma gücü paritesi modelleri de bu niteliktedir.
- **Para ve sermaye stokundaki** değişmelere dayalı olarak geliştirilen parasal yaklaşım ve portfolyo dengesi yaklaşımı ise **stok teorileridir**.

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 tüketiciler; böylece birinci ülkenin döviz arzı artar (döviz arzı eğrisi sağa doğru kayar). Bu durumda döviz kurundaki değişmenin 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.

- Yukarıda verilen örnek ticaret akımları modeline göre ekonomik büyümenin kurlar üzerindeki olası etkilerini açıklamaktadır. **Ama gerçek hayatta çoğu kez hızla büyüyen ülkelerin paraların da değer kazandığını, durgunluk içindeki ülkelerde ise paranın değer kaybettiği görülmektedir.** Bu da ticaret akımları yaklaşımının her zaman gerçek durumu açıklayamadığını gösterir.
- Ayrıca 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 koyuyor ki, o da aşağıda incelendiği şekliyle modelin sermaye akımlarının güçlü etkisini ihmal etmesidir.

II. Satınalma Gücü Paritesi Yaklaşımı

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

- Türkiye ve ABD'yi ele alarak mal piyasalarında tek fiyat kanununun işleyişi konusunda bir örnek verelim. Diyelim ki, gümrük tarifeleri ve taşıma giderleri gibi engellerin bulunmaması durumunda, halen geçerli 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 arbitrajcüyü derhal harekete geçirir. Buğday ABD'den alınıp Türkiye'de satılınca ton başına 50TL (veya 40\$) bir kâr elde edilir.
- Arbitrajcının kâr sağlamasının yanında, yukarıdaki mekanizma, iki ülkede fiyatları aynı düzeye getirici etki yapar.

- 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.
- 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.
- Şimdi SGP Teorisi'ne daha yakından bakalım. SGP birisi mutlak, diğeri de göreceli (nisbi) olmak üzere iki ayrı şekilde ele alınır. Önce birincisine bakalım.

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.** Başka bir açıdan bunun anlamı, 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 denklemlerle 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.

- Yani iç 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,
- $S = P_i / P_d$
- Özetle, 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

- Bunun nedeni uygulamada mutlak SGP'nin geçerliliğine duyulan kuşkuyla ilgilidir. Gerçek dünyada tek fiyat kanunu bir tek mal için geçerli olsa da ülkedeki malların tümü için geçerli olmayabilir. nce, 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 indeksi, tüketiciler fiyatları indeksi, GSMH deflatörü vs. gibi çeşitli indeksler kullanılabilir. Ama, 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.

- Ayrıca mutlak SGP yalnız mal ve hizmet ticaretini denkleştirecek kurları belirlemekle ilgilenirken sermaye akımlarını tümünden ihmal ediyor. Böylece 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.
- Bundan başka, hemen her ülkede üretilen birçok mal veya hizmet ilgili fiyat indekslerinin kapsamına girdiği halde, dış ticarete konu olmamaktadır (ticaret dışı mallar). Dolayısıyla, SGP yaklaşımı, ticaret-dışı mal ve hizmetler dolayısıyla yine de mal ve hizmet ticaretini dengeleyen kuru göstermeyebilir. Bütün bunların da ötesinde 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.

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

Bu bize iki ülkede hamburger fiyatının aynı olması için döviz kurunun ne olması gerektiğini gösterir.

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.

*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*

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 değişim 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 kullanımını bir örnekle gösterelim. Diyelim ki, 2020 yılı başında döviz kuru 1\$: 6.00 TL olup bu yıla ait enflasyon oranları Türkiye'de yüzde 12 ve ABD'de yüzde 2 olmuştur. Bu koşullar altında, göreceli **Satınalma Gücü Paritesi Teorisi** açısından yıl sonunda doların TL kuru ne olmalıdır?
- İlgili değerler formülde yerlerine konulduğunda $(S_1 - 6.00) / 6.00 = 0.12 - 0.02$ olur ve buradan da $S_1 = 6.6$ TL olarak bulunur.

- SGP'nin geçerliliği konusunda yapılan uygulamalı çalışmalar farklı sonuçlar ortaya koyuyor. Genellikle kısa dönemlerde SGP'nin geçerliliğinin daha düşük olduğu görülmüştür. Bunun önemli bir nedeni, kur değişmeleri ile fiyat değişmeleri arasındaki zaman süresi farklılıklarıdır. Başka bir deyişe, 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.
- Bununla birlikte, uzun dönemlerde ve özellikle de enflasyon oranlarının yüksek olduğu durumlarda, kur değişmeleri ile SGP arasında büyük bir uyum olduğu görülyor. Kısa dönemlerde ise, özellikle sermaye akımlarının etkisine bağlı olarak, döviz kurlarında uzun dönemli bu denge değerlerinin etrafında şiddetli biçimde değişebilmektedir. O bakımdan kurlarda anlık olarak ortaya çıkan ve uzun dönemli denge değerlerine göre daha şiddetli olan bu değişmeleri 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. Hükümetler, döviz piyasası müdahaleleriyle, başka bir deyişle merkez bankasının piyasada yaptığı döviz satışlarıyla böyle bir duruma neden olabilirler.

- O halde, döviz kurlarının hükümet müdahaleleriyle, ülkedeki göreceli enflasyon oranlarından daha düşük ölçülerde tutulmasına *ulusal paranın aşırı değerlenmesi (dövizin eksik değerlenmesi)* 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 değerlenmiş olması, yabancı yatırımcıların faiz oranına ek bir gelir elde etmelerine olanak sağlar.

PARASALCIYAKLAŐIM VE KURLARIN OLUŐUMU

- Parasalcı yaklaŐımın ana amacı, dış dengeyi sağlama mekanizmasını açıklamaya yöneliktir. Ancak aynı zamanda kurların oluŐumuna da yeni bir açıklama getiriyor. Aslında ngrlen mekanizma oldukça basittir.
- Çünkü, 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 aŐarsa, o para döviz piyasasında değer kaybeder, tersine, talep arzı aŐarsa değer kazanır.

- Parasalcı yaklaşım açısından döviz kurlarındaki değişme, para talep ve arzı arasında dengesizlik doğuracak gelişmelerin bir sonucudur.
- Diyelim ki, 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. O arada 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 düşümlere yol açar.**
- **Parasalıcı yaklaşımda kur değişimleri para arz ve talebi arasında oluşacak dengesizliklere bağlanırken, karşı ülkelerdeki gelişmeleri de dikkate almak gerekir.**
Örneğin, para talebi sabitken Türkiye'de para arzının artması, TL'nin değerini düşürücü bir etkidir. Ama söz gelişi, eğer ABD'de de para arzı aynı oranda artırılıyorsa (talep sabitken) TL'nin bu paraya karşı değer kaybına uğraması gerekmez.

- O halde, burada önemli olan ülkelerin birbirlerine oranla para arz ve taleplerindeki değişmeler, ya da enflasyon oranlarındaki farklılıklardır. **Göreceli arz artışları kuru düşürücü, talep artışları ise yükseltici 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 beklentileri de katmak gerekir. Buna göre, bireyler ne miktar para tutacaklarına karar verirken yalnızca ilgili değişkenlerin bugünkü değil, gelecekte bekledikleri değerlerini de göz önünde bulundurlar.

- **Örneğin 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.**
- **Kısacası, 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.**

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.**
- Yukarıda incelenen parasalcı yaklaşım da portfolyo dengesi teorilerinin kapsamı içinde düşünülebilir. Ancak orada üstü kapalı biçimde, yerli menkul değerlerle yabancı menkullerin birbirini 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 varsayılıyor.

- 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 satınalma gücünü geleceğe aktarmak ve bunu daha da büyöltmek arzusudur.
- Bunun altında yatan neden de geleceği güvence altına alma düşüncesidir.
- Biz burada kolaylık olsun diye, daha sınırlı sayıda yatırım araçlarını kapsayan bir portfolyoyu göz önüne alacağız. Şöyle ki portfolyoların yerli ve yabancı (dövize bağlı) menkullerle nakit şeklindeki ulusal ve yabancı paralardan (efektif döviz) oluştuğunu varsayacağız.
- Menkul değerler ise işletmelerin **sabit borcunu temsil eden tahvillerle**, işletmeye **ortaklık sağlayan hisse senetlerini** kapsar.

Portfolyo Teorisi

- 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. Ancak bu konuda riski de hesaba katmak gerekir. 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 tahvil satışına giriştiğini, varsayalım. Bu durumda para arzı azalır, çünkü halk parasal fonları 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 artırır.

- 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.

- Bu ise 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.

Kur değişmeleri ve Ülkenin siyasi ve iktisadi Ağırlığı

- Yukarıda gerek dış ticaret akımları yaklaşımında gerekse sermaye piyasaları (mali piyasalar) yaklaşımında değinildiği üzere, bir ülkedeki döviz kurunu etkileyen temel etken ilgili ülkedeki döviz arz ve talebindeki değişmelerdi.
- Bu çerçevede ihracat yada sıcak para veya diğer yatırımlar nedeniyle ülkeye gelen her nevi döviz arz artışı yönüyle kurların düşmesine, milli paranın değer kazanmasına yol açıyordu.

Kur değişmeleri ve Ülkenin siyasi ve iktisadi Ağırlığı

- Bu noktada reel ihracata bağlı gelen döviz nedeniyle kurların düşmesi, gerçek bir iktisadi performans anlamına gelirken, sermaye piyasalarından gelen döviz nedeniyle düşen kur ise ülkede milli paranın suni bir şekilde değer kazanmasına neden olmaktadır.
- Gelişmiş ülkelere baktığımızda ise çok farklı bir durum karşımıza çıkmaktadır. Bu ülkeler dış ticaret kalemlerinde açık verseler de, milli paraları uluslararası piyasalarda sürekli değer kazanmaktadırlar.
- Bu durum, ilgili ülkelerdeki ticaret akımlarından ya da sermaye hareketlerinden ziyade, ilgili ülkelerin siyasi ve ekonomik alanda dünya üzerinde sahip oldukları etkinlikten kaynaklanmaktadır.

- Dolayısıyla, döviz kurunun seyrini açıklayabilmek için ticaret ve sermaye akımları teorileri yeterli değildir. Buna ilaveten, ülkelerin küresel ölçekteki konumlarına da bakmak gerekmektedir.
- Bu çerçevede milli paranın uzun vadedeki değerini sadece döviz arz ve talebi teorileriyle açıklamak mümkün değildir. Bunlar kısa vadede etkili olurken, uzun vadede ülkenin genel iktisadi ve siyasi gücü belirleyici olmaktadır.
- Bu anlamda petrol ihraç eden Arap ülkelerinin paralarını değerine bakmak gerekmektedir. Sürekli ihracat fazlası vermelerine rağmen paralarının değerini gelişmiş ülkeler ile kıyaslamak mümkün değildir.