

## DÖVİZ KURUNUN BELİRLENMESİNE YÖNELİK TEORİK YAKLAŞIMLAR<sup>1</sup>

Öğr. Gör. Dr. Çağdaş CENGİZ  
cagdas.cengiz@deu.edu.tr  
Dokuz Eylül Üniversitesi

### ÖZET

*Finansal küreselleşmeyle birlikte döviz kurlarının nasıl belirlendiği, hangi döviz kuru sisteminin daha avantajlı olduğu, döviz kurlarının ekonomik dengeye etkileri gibi konuların önemi artmıştır. Bunu dikkate alarak hazırladığımız çalışmada, döviz kuru değişmelerine etki eden faktörler geleneksel ve modern teorik yaklaşımlar bağlamında incelenmekte, kurların belirlenmesine yönelik herhangi bir yaklaşımın üstünlüğünün söz konusu olup olmadığı araştırılmaktadır. Bu bağlamda, sabit ve esnek döviz kuru sistemleri ile bu iki uç sistemin yakınsadığı karma rejimler, döviz kurlarının belirlenmesine yönelik cari hesap kökenli geleneksel yaklaşımlar ve varlık piyasası kökenli modern ve dinamik yaklaşımlar ele alınmaktadır. Çalışmada varılan sonuç, ekonomik ve sosyal etkenlerin çeşitliliği ile küreselleşen finansal dinamiklerin yarattığı öznel koşullar dikkate alındığında, kurları belirlemeye yönelik yaklaşımlardan herhangi birinin -tek başına- kurlardaki değişmeleri koşullandıran faktörleri açıklamada yetersiz olduğudur.*

**Anahtar Kelimeler:** Döviz Kuru Sistemleri, Döviz Kuru Teorileri

## THE THEORETICAL APPROACHES TOWARDS THE EXCHANGE RATE DETERMINATION

### ABSTRACT

*Along with the financial globalization, the questions -such as how the exchange rates are determined, which exchange rate system is advantageous and what kind of potential effects the exchange rates have on the economy- have raised. In this study, the factors which affect the changes in exchange rates are examined in the context of traditional and modern theoretical approaches and whether a specific approach is above the rest or not is questioned. In this regard, together with the fixed systems, flexible systems and the hybrid systems as the convergence of this two extremes; the traditional current account and modern and dynamic capital account originated approaches have been discussed. It is concluded that, considering the variety of social and economic factors under the influence of globalized financial dynamics, any of these approaches are separately inefficient to explain the changes in exchange rates by itself.*

**Keywords:** Exchange Rate Systems, Exchange Rate Theories

---

<sup>1</sup> Bu makalede, yazara ait “Döviz Kurları, Euro ve Türkiye Ekonomisi” başlıklı kitapta ve “Euro Değerindeki Değişmelerin Türkiye Ekonomisine Yansımalarının Avrupa Birliği’ne Tam Üyelik Perspektifinde Değerlendirilmesi” başlıklı doktora tezinde yer alan muhtelif kısımlardan güncellenip geliştirilmek suretiyle yararlanılmıştır.

## 1. Giriş

“Döviz kuru, bir ülke parasının diğer ülke paraları cinsinden değerini ifade eden bir göstergesi olmasının yanında, kendine özgü bir varlık değeridir. Öyle ki, diğer varlık fiyatlarının hareketlerini yöneten ve yönlendiren ekonomik ilkeler, döviz kuru hareketleri için de geçerli olmaktadır” (Krugman vd, 2012: 320).

Uluslararası ölçekte döviz kuru hareketlerini çerçeveleyen Bretton Woods Sistemi, ikinci dünya savaşı bitiminden itibaren geçerli olmuş, doların, önce altın konvertibilitesinin kaldırılıp, ardından devalüe edildiği 1970’li yılların başında sona ermiştir. Böylece başlayan yeni süreç, döviz kurlarının belirlenmesine ilişkin akademik ve politik tartışmaları çoğaltmıştır. Bu süreçte, tercih edilecek döviz kuru sistemi, kurların belirlenmesi, kurlardaki değişmelerin açıklanması ve tahmin edilmesi, döviz krizleri vb. kavram ve konuların önemi artmıştır.

Günümüzde uluslararası finansal ilişkilerin geldiği boyut, ülkelerin dünyadan soyutlanmış ya da küresel dinamikleri göz önünde bulundurmayan kur politikaları izlemesini olanaksız hale getirmiştir. Yükselen piyasa ekonomilerinin artan etkisi, küresel ticaret kalıplarının farklılaşması, ticaret hacimlerinde ve sermaye akımlarında kaydedilen büyük oranlı artış, üretim ve faktör piyasalarındaki yapısal dönüşüm gibi etkenler uluslararası finansal ilişkileri farklı ve rekabetçi bir ortama sürüklemiştir. Uluslararası ticaret akımlarının bölgesel ve sektörel kompozisyonunda kaydedilen dönüşüm, döviz kurlarının gerek ülkeler gerekse uluslararası entegrasyonlar açısından taşıdığı önemi artırmıştır (Mauro vd., 2008: 5-53).

Döviz alıcısının yurtdışından mal almak isteyen ithalatçı, döviz satıcısının da yurtdışına mal satan ihracatçı olarak tanımlandığı 1980’li yıllara kadar döviz arz ve talebi ile ithalat-ihracat eğilimi arasında oldukça sıkı bir ilişki söz konusuysa, günümüzde, ticaret, yatırım, korunma (hedging) veya spekülasyona yönelik sermaye hareketleri döviz piyasalarında yapılan işlemlerin büyük çoğunluğunu oluşturmuştur (Uzunoğlu, 2003: 27). Piyasalar, küresel düzeyde gelişmiş bir bilgi ve iletişim ağı ile örülmüş, uluslararası arbitraj hareketleri yoluyla bütünleşmiş tek bir piyasa niteliğine bürünmüştür.

Bu bağlamda, küreselleşen finansal dinamiklerle birlikte ekonomik ve sosyal etkenlerin çeşitliliği de dikkate alındığında, döviz kuru hareketlerine ilişkin geleneksel ve modern teorilerin ve modellerin, kurlardaki değişimleri açıklamakta tek başlarına yetersiz kaldığı görülmektedir. Bu tespiti yönelik incelemeyi gerçekleştirebilmek için bu çalışmada, önce farklı döviz kuru sistemleri, sonra da döviz kurlarının belirlenmesinde cari hesap kökenli geleneksel ve varlık piyasası kökenli modern yaklaşımlar ele alınacaktır.

## 2. Döviz Kuru Sistemleri

Döviz kuru, bir ekonominin dış dengesini (ödemeler dengesi) ve iç dengesini (fiyat istikrarı, tam istihdam, kalkınma gibi) belirleyen unsurlar açısından asli bir faktördür.

Dolayısıyla, kurların hareket sınırlarını çizen sistemler de ekonomik ilişkilerin belirleyicisi niteliğindedir.

“Döviz kuru rejimleri” olarak da adlandırılan “döviz kuru sistemleri”, döviz kurlarını ve kurlarda gerçekleşen değişimleri belirleyen rejimi ifade etmektedir. Döviz kuru sistemi, bir ülkenin parasının yabancı paralarla hangi güç yoluyla, nasıl ve hangi oranlarla ilişkilendirileceğine yönelik kuralları koymaktadır.

Keynes’in iki Dünya Savaşı arası dönem için önerdiği geniş bantlı sabit kur sistemi fikriyle başlayan kapsamlı literatür, makroekonomik performansa yönelik sistem tercihlerinin yapıldığı günümüze kadar uzanmaktadır. 1990’lı yılların ikinci yarısından itibaren gelişmekte olan piyasalarda patlak veren krizler de dikkate alındığında, sistem tercihinin yarattığı etkilerin kapsamı, daha karmaşık ve çok boyutlu bir hal almaktadır. Günümüzde, tüm dünya ülkeleri için geçerli ve etkin bir döviz kuru sistemi bulunmamaktadır. İç ve dış ekonomik koşullara göre söz konusu sistemlerden herhangi birinin üstün konumda olabilmesi mümkündür. Farklı kur sistemlerinin etkileşimde olduğu, uç sistemlerin avantajlarını devralıp, bununla birlikte küresel dinamiklerin etkisine de tepki verebilen kendine özgü karma sistemlerin ön plana çıktığı görülmektedir. Böylece, uluslararası para sistemi, finansal konjonktür, dış ekonomik ilişkilerdeki gelişmeler ve iç dengenin belirleyicileri olan makroekonomik büyüklükler arasındaki etkileşimin de göz önünde bulundurulması zorunlu bir hal almaktadır (Yapraklı, 2007: 107-108).

İki uç sistem, “sabit kur sistemi” ve “esnek kur sistemi” olarak adlandırılır. Bununla birlikte, katı sabit kur sistemleri ile en uç esnek (serbest, dalgalı) kur sistemlerinin ortasında birbirinden farklı içerikte karma rejimler oluşturulduğu görülmektedir. Bu sistemler, sabit ve esnek kur sistemlerinin belli özelliklerinin birleştirilmesinden elde edilen karma kur sistemleridir (Seyidoğlu, 2003: 361).

## 2.1. Sabit Kur Sistemi

İlk örneğini altın standardında bulan sabit döviz kuru sistemleri, daha sonraki uygulamalarında bir ulusal paranın değerinin diğer ülke paralarına değişmez ve geri dönülmez şekilde sabitlenmesinden çok, önceden belirlenmiş bir müdahale bandı içerisinde hareket edebildiği rejimleri ifade etmiştir. Bu sistemde merkez bankası, alt ve üst sınırı önceden belirlenmiş kurun belirlenen bu bandın dışına çıkması durumunda döviz piyasasına müdahale edebilmektedir. 1945-1973 yıllarında uygulamada kalan Bretton Woods Sistemi de, ayarlanabilir nitelikte sabit bir kur sistemidir. Fakat, 1960’lı yıllarda artan spekülasyon sermaye hareketlerinin sabit belirlenmiş kurlar üzerinde ve altının dolar fiyatı özelinde yarattığı baskı sistemin sürdürülmesini zorlaştırmış, pahalılaştıran ABD ihracatı ve yaşanan uluslararası ekonomik ve politik krizler nedeniyle bollaştıran doların eski bant içerisinde tutulması olanaksız hale gelmiştir. Bunun sonucunda da, ABD Doları’na göre diğer paraların dalgalanma marjı yükseltilerek bant genişletilmiştir. ABD, altın rezervlerinin hızla erimeye başlaması ve artan enflasyon ile dolar-altın konvertibilitesi koşulunu sağlayamaz hale gelmiş ve 1971 yılında dolarla altın arasındaki bağ sonlandırılmıştır. 1972-1973 yıllarında tüketim malları fiyatlarında kaydedilen hızlı artış ve 1973-1974 yıllarında meydana gelen petrol şoku, sisteme son darbeyi vurmuştur. Böylece,

uluslararası finansal hareketleri tayin eden sabit kur sistemi değişmiştir (Çağlar, 2003: 28-33; Parasız, 2006: 479-480).

Sabit kur sisteminde, kurun bant dışına taşmasını önlemek için “alt ve üst destekleme noktaları” belirlenmektedir. Bretton Woods Sistemi’nde, müdahale aralığını ifade eden söz konusu alt ve üst destekleme noktaları uluslararası bir anlaşmayla tespit edilmiştir. Sistemin çöküşünden önce kurlar parite etrafında, daha sonra  $\pm$  %2.25’e genişletilmekle birlikte,  $\pm$  %1 dalgalanmayla sınırlandırılmıştır. Bant içermeyen, yani döviz kurunun belli bir aralıkta oluşmasına izin vermeyen katı sabit kur sistemlerinde ise dış dengesizlikler telafi edici nitelikteki sermaye hareketleriyle giderilebilmektedir. Sermaye hareketlerinin de yeterli olmadığı koşullarda, en azından kısa dönemde, altın veya döviz rezervleri kurların sabitliğini sürdürmenin ön koşulu olmaktadır (Güran, 1987: 43-44).

Sabit kur sisteminde fiili bir dış dengesizliği önleyen temel mekanizma otomatik dengelenmedir. Fiyat, gelir ve faiz oranı gibi makroekonomik göstergelerde gerçekleşen değişimler, cari işlemler ve sermaye hareketleri hesabında değişimlere neden olmaktadır. Klasik İktisatçılar tarafından fiyat değişimleriyle açıklanan söz konusu dengelenme, Keynesyen yaklaşım tarafından gelir değişimleriyle açıklanmaktadır. Faiz oranlarındaki değişimlerin yol açtığı sermaye hareketlerinin rolü de hesaba katıldığında, otomatik dengelenme mekanizmasının işleyişinin tek boyutlu olmadığı görülmektedir (Güran, 1987: 48-51).

## 2.2. Esnek Kur Sistemi

Esnek kur sistemi, herhangi bir ülkeye ait paranın değerinin döviz piyasasındaki arz ve talebe göre dalgalandığı sistemi ifade etmektedir. Bunun anlamı, ödemeler dengesinde kaydedilen potansiyel bir açık veya fazlanın, söz konusu ülkeye ait para biriminin değer kaybedip/kazanması yoluyla otomatik dengelenmesidir (Ghosh vd., 2003: 54). Sabit rejimlerden esnek kurlara geçişle, küresel ölçekte tıkanan sistemin gereksinimi olan serbestliğin sağlanması ve bu dönüşümün ekonomik anlamda bir dizi olumlu gelişmeye yol açması hedeflenmiştir. Bu doğrultuda, Mart 1973’te esnek kur sistemine geçişin önü açılarak, döviz kurlarını belirlemede karar yetkisi bir anlamda merkez bankalarının elinden alınıp piyasalara devredilmiştir (Krugman vd.,2012: 529).

Esnek kur sisteminde, döviz arz-talebi sürekli ve otomatik olarak eşitlendiği için sabit kur sistemin aksine fiili bir ödemeler bilançosu dengesizliği söz konusu olmamaktadır. Döviz arz ve talebindeki kaymaların temsil ettiği dengesizlikler, kurlarda otomatik değişimlere yol açarak, fiili bir dengesizliğe dönüşmeden ortadan kalkmaktadır. Kurların serbestçe dalgalanması sayesinde, sabit kur sisteminde mevcut olmayan (ya da sadece sınırlandırılmış bir bant içinde mevcut olan) yeni bir araç kazanılmış olmaktadır. (Güran, 1987: 71). Kurların piyasa dinamiklerine göre oluştuğu ve serbestçe değişebildiği bu sistemde, dış rezervlere olan ihtiyaç azalmakta, ülkelerin kıt kaynaklarından dış rezervlere endeksledikleri oran düşmektedir. Olası bir rezerv ihtiyacı, döviz arz ve talebi arasındaki geçici

dengelesizliklerin giderilmesi hedeflendiğinde ortaya çıkmaktadır (Seyidoğlu, 2003: 369).

Müdahalesiz esnek kur sisteminin tam manasıyla uygulandığı örneklere pek rastlanılmamakla birlikte, ABD Doları, Euro ve Yen gibi önemli para birimlerinin birbirleriyle değişim değerleri genel itibarıyla arz ve talep durumuna göre piyasada şekillenmektedir. Kurlardaki dalgalanmalar istikrar bozucu boyutlara ulaştığında ise müdahale söz konusu olmaktadır (Sever, 2004: 54).

### 2.3. Karma Sistemler

Karma sistemler, bir bakıma uç sistemlerin birbirine yakınsamasını ifade eden döviz kuru sistemleridir. Dalgalanma marjları genişletilerek ve/veya resmi kur ayarlamaları yoluyla sabit kur sistemlerine esneklik katılabildiği gibi; döviz kuru değişmelerindeki serbestliğin resmi otoritelerce yönetilip, gerektiğinde müdahale edilen kur sistemleri de uygulamada yer bulmaktadır.

Dünya genelinde yaygın olarak tercih edilen “yönetimli dalgalanma” (managed float), özellikle aşırı dalgalanmaların söz konusu olduğu istikrar bozucu süreçlerde parasal otoritelerin doğrudan veya dolaylı olarak devreye girip döviz kurlarını etkilediği karma bir sistemi ifade etmektedir. Ancak, bu müdahale durumu, önceden belirlenmiş kararlara ya da hedef bir kura göre değil, öngörülen bir takım risk ve belirsizliklerin önüne geçebilmek amacıyla gerçekleştirilmektedir (Duttagupta vd., 2005: 1-5). Bu sistem, temiz ve kirli dalgalanma olarak ayrılan iki uygulama modeline sahiptir. Temiz dalgalanma modelinde, kısa süreli ve düzensiz dalgalanmaların önlenmesi için kurlara müdahale söz konusuyken; kirli dalgalanma modelindeki müdahaleler, ülkenin rekabet gücünü artırma hedefi taşıırken, diğer ülkelerin aleyhine etkiler yaratmaktadır.

“Geniş marjlı parite sistemi” (wider band) olarak adlandırılan farklı bir karma modelde ise kurlar, parite etrafında izin verilen dalgalanma marjlarının genişletilmesi yoluyla arz ve talep koşullarına göre belirlenmektedir. Bu modelde temel hedef, kurlara yönelik belirsizliği azaltmak ve bunun yanında kur ayarlamalarına göreli olarak daha büyük bir hareket alanı yaratmaktır. Bu model, marj genişledikçe serbest kur sistemine daha fazla yakınsamaktadır (Levi, 2005: 499-500).

“Sürünen pariteler” (crawling peg) modelinde ise, kurun merkezi değeri otomatik bir sistemle sürekli olarak değiştirilmekte, destekleme noktasına yaklaştıkça da merkez bankası müdahalesi gerçekleşmektedir. Saptanan merkezi kur, önceki haftaların/ayların ortalama döviz kuru değerine göre belirli aralıklarla ve sürekli olarak değiştirilmektedir. Örneğin, piyasa kuru, alt destekleme noktası ya da ona yakın bir noktada takılmışsa, yeni merkezi kur değeri aşağıya doğru ayarlanmakta ve kurlara bir dereceye kadar belirlilik kazandırılarak, uzun dönemli esas trendler bozulmadan kısa süreli dalgalanmalar kontrol altına alınmış olmaktadır (Levi, 2005: 500).

“İstikrarlı fakat ayarlanabilir döviz kuru” (stable but adjustable exchange rate regime) rejiminde ise, ulusal para birimlerinin ortalamasını temsil eden ve ortak bir

değere göre tanımlanan merkezi kurlara dayalı, istikrarlı fakat tam anlamıyla sabit olmayan, kısa sürelerde ve az oranda değiştirilebilir pariteler söz konusudur. Denkleştirmeden kaynaklanan maliyetin işbirliği içerisindeki ülkeler arasında simetrik dağıtımının hedeflendiği bu rejim, Avrupa'ya ait ortak bir para birimi oluşturma yolunda da kullanılmıştır. Dolayısıyla Avrupa Parasal Birliği'nin başlangıcında belirleyici etkisi bulunmaktadır (European Commission, 22.07.2016).

Ortak para alanları (common currency areas) ve parasal birlikler (monetary union) de karma modeller olarak tanımlanmaktadır. İşbirliği halindeki ülkeler ulusal paralarını sabit kurlarla birbirine bağlarken, işbirliği dışındaki ülkelerin paralarını dalgalanmaya bırakarak parasal bir alan oluşturabilmektedir. Belirledikleri giriş kriterleri yoluyla da bu para alanını korumayı hedeflemektedir. Robert Mundell ile Ronald McKinnon tarafından geliştirilen ve ülkelerin söz konusu giriş kriterlerini karşılayabilmeleri için ileri derecede bir faktör hareketliliğine sahip olması gerektiğini öne süren "optimum para alanı" teorisi, parasal birlik koşullarını etraflıca açıklamaya yönelik bir entegrasyon modelidir (Seyidoğlu, 2003: 377-378).

### **3. Döviz Kurlarının Belirlenmesinde Teorik Yaklaşımlar**

Döviz kurlarının belirlenmesinde rol oynayan ekonomik ve sosyal faktörlerin çeşitliliği ve karşılıklı etkileşimleri, kurları tek bir teori çerçevesinde açıklamayı olanaksız kılmaktadır. Geleneksel döviz kuru yaklaşımları statik bir yöntemle dayanırken, modern yaklaşımlar ise dinamik bir yöntemle dayanmakta olup, zaman içerisinde ülkelerin döviz piyasalarında, teknolojik yapılarında ve uluslararası finansal alanda kaydedilen değişimleri de dikkate almaktadır. Geleneksel yaklaşımlar, döviz kurlarının belirlenmesinde teorik temeli oluştururken; modern yaklaşımlar, geleneksel yaklaşımların eksikliklerini gidermeye ve döviz piyasasında yaşanan gelişmeleri çok boyutlu ve güncel koşullara uygun biçimde açıklamaya çalışarak geleneksel yaklaşımları tamamlamaktadır (Öztürk vd., 2010: 187-188).

#### **3.1. Kurları Açıklamaya Yönelik Geleneksel Cari Hesap Yaklaşımları**

Geleneksel yaklaşımlar, sabit kur sistemlerinin yaygın olduğu, uluslararası sermaye hareketlerinin ise yoğun olmadığı bir dönemin karakteristiğine uygun olarak, uzun dönem belirleyicilerin ön plana çıktığı bir tarihsel konjonktürde ortaya konulmuştur.

##### **3.1.1. Dış Ticaret Akımları Yaklaşımı**

Dış Ticaret Akımları Yaklaşımı'na göre, bir ülkenin parasının değerini o ülkenin dış ticaret bilançosu belirlemekte, dış ticaret bilançosunun fazla verdiği durumda ulusal paranın dış değeri yükselirken; açık verdiği durumda düşmektedir. Böylece, yerli ve yabancı malların görece fiyatları, iç ve dış reel gelir artışları, tüketici tercihlerinin yerli/yabancı mallara eğilimi, teknolojik ilerleme, faktör stokundaki artışlar vb. dış ticareti etkileyen faktörler bir ulusal paranın değerini de etkilemektedir. Örneğin, bir ülkedeki reel gelir artışı, ithal mallarına talebin artmasına yol açarak (ithalatın gelir talep esnekliğine bağlı olarak) döviz kurunu yükseltici etkide bulunmaktadır. Söz konusu ülkenin dış ticaret ortaklarının da büyüme kaydedebileceği dikkate alındığında, özetle, dış dünyaya oranla daha hızlı büyüyen ülkenin ulusal parası

döviz piyasalarında değer kaybına uğrarken; daha yavaş büyüyen ülkenin ulusal parası ise değer kazanmaktadır. Ekonomik büyümenin kurlar üzerindeki olası etkileri bu yönde yansırken, gerçek hayatta çoğu kez hızla büyüyen ülkelerin paralarının değer kazandığı, durgunluk içindeki ülkelerin parasının değer kaybettiği görülmektedir. (Seyidoğlu, 2003: 379-380). Dış ticaret akımları yaklaşımının kurlardaki değişimleri açıklamaya ilişkin bu yetersizliği, uluslararası sermaye akımlarının artan etkisini dikkate almamasından kaynaklanmaktadır. Öyle ki kur hareketleri, salt ithalat ile ihracat arasındaki etkileşime ve farka indirgenemeyecek sayıda bir dizi faktörün etkisi altındadır. Nitekim sermaye akımları uluslararası faiz farklarına daha duyarlı hale geldikçe, bu faktörler içindeki en önemli dinamiği teşkil etmiştir (Canterbery, 1965: 20).

### 3.1.2. Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı

Döviz kurlarının belirlenmesinde başlıca yöntem olan Satın Alma Gücü Paritesi (SGP), en genel tanımıyla, iki ülkeye ait para birimleri arasında belli bir zaman dilimi dâhilinde kaydedilen kur değişimlerinin, yine söz konusu iki ülkenin göreceli fiyat düzeylerinde kaydedilen farka göre belirlendiğini öne süren bir yaklaşımdır. Kur hareketlerinde asli belirleyici olarak fiyat düzeyi değişimlerini merkeze alan SGP yaklaşımı, bu niteliğiyle “döviz kurlarının enflasyon teorisi” olarak da tanımlanmaktadır (Dornbusch, 1985: 1).

SGP, döviz kurlarının belirlenmesine ve ödemeler dengesine yönelik modern literatürün merkezinde yer almakta, döviz kurlarındaki değişimleri analiz eden en eski yaklaşımlardan birisi olarak kabul edilmektedir. Cassel’in 19. Yüzyıl ekonomistlerinden Ricardo, Wheatley ve Thornton’a ait çalışmaları sentezleyerek oluşturduğu bu teoride, aynı miktar mal her ülkede aynı para birimiyle eşit tutulmaktadır. Bu yaklaşım, ülkeler arasındaki döviz kuru ve fiyat düzeyi ilişkilerine uyarlandığında, SGP geçerli iken, fiyat düzeyinde gerçekleşen değişimlerin nominal döviz kurunda meydana gelecek değişimler tarafından dengelendiği, dolayısıyla reel döviz kurunun sabit bir ortalama etrafında dalgalandığını ifade etmektedir (Uçan, 2013: 28-30; Yıldırım vd, 2013: 75-76).

SGP Yaklaşımı, serbest rekabet piyasası koşullarında, taşıma masrafı ve ticareti kısıtlayan resmi uygulamaların (gümrük vergisi vb.) bulunmadığı varsayımı altında, bir malın belirli bir kurdan ulusal paraya çevrilmiş fiyatının dünyanın her yerinde aynı olması gerektiğini ifade eden Tek Fiyat Yasası’nın döviz piyasalarına uyarlanmış biçimidir (Krugman vd, 2012: 385).

Mutlak SGP olarak ifade edilen durumda, iki farklı ülkedeki bir ürün grubunun fiyatlarının belli bir kurda eşitlenmesi ifade edilirken; göreceli SGP’de ise iki farklı ülkede aynı ürün grubunun yıllar içindeki fiyat değişim hızının belli bir kurda birbirine eşit olduğu vurgulanmaktadır. Mutlak SGP’nin yetersizliği, iki ülke arasında birbirleriyle tam olarak eşleştirilebilecek fiyat endeksleri bulmanın zorluğundan ileri gelmektedir. Her ülkedeki fiyat endekslerinin kapsamına giren mallar ve ağırlıkları farklı olabileceği gibi, farklı ülkelerde üretilen benzer mallar arasında da önemli kalite farklılıkları söz konusu olabilmektedir. Sermaye akımlarını dikkate almamasının yanında ticaret-dışı mal ve hizmetler veya ülkeler arasında taşıma giderleri, gümrük vergileri, kotalar vb. engeller de söz konusu

olabileceğinden, mutlak SGP, ticareti dengeleyen kuru ifade etmeyebilmektedir. Fiyat ve kurların mutlak büyüklüğünü değil, görelî değişmelerini dikkate alan görelî SGP yaklaşımında ise, bir ülkede enflasyon yabancı ülkeye göre ne oranda yüksekse, kurlarda da o oranda bir artış gerektiği ileri sürülmektedir. Mutlak SGP'nin geçersiz olduğu bazı koşullar görelî SGP için aynı etkiyi yaratmazken, belli ufak sapmalara neden olabilmektedir. Örneğın, gümrük vergileri malın mutlak fiyatını farklılaştırırken, gümrüklerin sabit olduğu koşullarda fiyattaki değişmeler ülkelerin enflasyon oranlarını da yansıttığı için görelî SGP etkin olabilmektedir (Seyidoğlu, 2003: 381-383).

Uzun dönemde SGP, özellikle sanayileşmiş ülkelerin paraları açısından, geçerli bir uluslararası parite durumunu ifade etmektedir (Sarno vd., 2002: 87). Sermaye akımlarının kurlar üzerinde yarattığı kısa dönemli etkiler söz konusu olduğunda ise, döviz kurlarını açıklamaya yönelik yeni yaklaşımların doğmasını kaçınılmaz olmuştur.

### **3.2. Kurları Açıklamaya Yönelik Modern Varlık Piyasası Yaklaşımları**

Bretton Woods Sistemi'nin çöküşüyle esnek kur sistemine geçilmiş, bu yeni sistemdeki döviz kuru dalgalanmaları, cari hesap kökenli geleneksel yaklaşımların kurlardaki değişmeleri açıklamadaki yetersizliğini ortaya çıkarmıştır. Arz şokları, petrol krizleri, para arz ve talebindeki değişmeler, ücret ve fiyat katılıkları, beklentilerin etkisi, verimlilik artışındaki farklılıklar, reel küresel şoklar ve benzeri faktörler bu durumda etkili olmuştur. Finansal liberalizasyonun yanında bilgi ve iletişim teknolojilerindeki sıçramalı gelişim, farklı coğrafyalardaki mali piyasaları tek bir küresel piyasaya dönüştürmüştür. Küreselleşme, ekonomik dinamikler arasında hızlı ve çok boyutlu etkileşimler yaratmıştır. Örneğın, dış dünyadaki faiz oranlarında gerçekleşen bir artış sonucunda, bir ulusal ekonomiden sermaye çıkışı hızlanarak yatırımların azalmasına ve işsizlik sorununun artmasına yol açabilmektedir. Bu yeni koşullarda, geleneksel yaklaşımlar döviz kurlarını açıklamakta yetersiz kalmış ve yeni yaklaşımlar gündeme gelmiştir (Öztürk vd., 2010: 165).

#### **3.2.1. 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 değişmeleri 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<sup>2</sup> (Öztürk vd., 2010: 167-168).

### 3.2.2. Parasalcı Yaklaşım

1970'li yıllarda Robert Mundell ve Harry G. Johnson tarafından geliştirilen parasalcı yaklaşım, döviz kurlarının, yabancı paraların ulusal para cinsinden fiyatı olduğundan hareketle, kurların oluşumunu belirleyen öncelikli faktörün para piyasası dengesi olduğunu öne sürmektedir. Parasalcı yaklaşım, ödemeler bilançosunu, uluslararası finansal boyutta parasal bir olgu olarak ele almış ve parasal kavramlarla açıklamaya çalışmıştır (Krueger, 1983: 56-57). Bu yaklaşımda, varlıkların akım değerlerinden çok stok değerleri dikkate alınmıştır. Para arzı, yabancı döviz rezervi ve yurtiçi kredilerin bir fonksiyonu iken; para talebi de, faiz oranları, gelir düzeyi, uluslararası fiyat düzeyi, döviz kuru ve döviz kurları ile ilgili gelecekteki beklentilerin bir fonksiyonunu ifade etmektedir (Ay, 2001: 125-146).

Bu yaklaşıma göre, talebi belirleyen faktörler sabitken, para stokundaki bir artış ve bunun sonucunda genişleyen para arzı, halkın elinde tutmak istediğinden fazla para hacmini yaratmaktadır. Bu fazla paranın bir bölümü yerli ve yabancı mal ve hizmetlere harcanırken, kalan kısmı faiz getirisi elde etmek için yerli ve yabancı menkul değerlere yatırılır. Böylelikle, para arzındaki artış, hem yabancı mal ve hizmet ithalini hem de sermaye ihracı yoluyla döviz talebini artırmış olmaktadır. Cari işlemlerle birlikte sermaye bilançosundan da kaynaklı bu talep artışları, cari döviz kurunun yükselmesine yani ulusal parada değer kaybına neden olmaktadır. Para talebi sabitken para arzının daraldığı koşullarda ise tam tersi bir süreç işlemektedir (Seyidoğlu, 2003: 385-386).

---

<sup>2</sup> Mundell-Fleming Modeli'nin "İmkansız Üçleme" veya "Üçlü Açmaz" (Impossible Trinity/Trilemma) olarak adlandırıldığı hipoteze göre, sabit kur sistemi dâhilinde ve sermaye hareketlerinin serbestliği söz konusu iken para politikalarının bağımsız olarak uygulanması olanaksız hale gelmektedir. Bunun anlamı, sermaye serbestisinin olduğu açık ekonomilerde merkez bankaları faiz ve kur istikrarı hedeflerinden yalnızca birinde bağımsız olabilmektedir. Aksi halde bu açmazdan çıkabilmek için sermaye hareketlerinin kontrol altına alınması dışında bir seçenek bulunmamaktadır (Konu hakkında ayrıntılı bir inceleme için bkz: Obstfeld, Shambaugh ve Taylor, 2004)

Bu yaklaşımda, döviz kurlarının belirlenmesinde yalnızca arz ve talep dengesi değil, geleceğe yönelik beklentiler de dikkate alınmaktadır. Spekülatörlerin dışında diğer ekonomik aktörlerin de, bilgi, haber ve tahminlere göre beklenti pozisyonu alabildikleri vurgulanmaktadır. Etkin piyasa koşulları altında beklentiler, faiz oranlarını etkileyebilmektedir. Örneğin, parasal genişlemenin hız kazanacağına yönelik spekülatif bir beklenti, faiz oranlarının bu beklentilere uyarak düşmesine neden olabilmektedir (Krueger, 1983: 96-100). Aynı şekilde, döviz kuruna yönelik beklentiler de, söz konusu paraya bağlı menkul değerlerin talebinde değişmelere neden olup, denge kurunu etkileyebilmektedir.

### 3.2.3. Portföy Dengesi Yaklaşımı

1952 yılında Harry Markowitz tarafından ortaya konulan ve sistematik risk ve getiri arasındaki etkileşimi analiz eden Portföy Teorisi<sup>3</sup>, 1958 yılında James Tobin'in risk içermeyen menkul değerleri Markowitz'in analizine eklemesiyle daha geniş bir teorik çerçeve kazanarak, Portföy Tercihleri Yaklaşımı'na referans olmuştur. Parasalcı yaklaşımın finansal varlıklar arası tam ikameyi öngören varsayımını reddeden bu yaklaşım, finansal varlıklara yönelik risk farklılıklarını dikkate almaktadır. Böylece kişisel portföylerin optimal dağılımı, çeşitli yatırım alternatiflerinin göreceli risk ve getirilerinin bir fonksiyonu olmaktadır. Bu yaklaşıma göre, döviz kurunu belirleyen faktörler, parasal ve finansal varlıkların arz ve talebini etkileyen işlemlerdir (Plihon, 1995: 63).

Örneğin, 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 gerçekleştirilmekte, cari işlemler ise değişmelere daha geç tepki vermektedir (Plihon, 1995: 65-66).

### 3.2.4. 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

---

<sup>3</sup> Yazara ait 1952 tarihli "Portföy Seçimi" adlı makale için bkz: Harry Markowitz, "Portfolio Selection", **The Journal of Finance**, Cilt: 7, Sayı: 1, 1952, ss. 77-91.

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 ülkelerdeki 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 kurtulmaktadır (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).

### 3.2.5. Diğer Modern Yaklaşımlar ve Dinamik Modeller

1970’li yıllarla birlikte sabit kur sisteminin sona ermesi ve finansal küreselleşme sürecinin artan etkisi, döviz kurlarını belirleyen faktörleri de etkileyerek, daha karmaşık ve daha dinamik bir yapıya büründürmüştür. Bu yeni ve istikrarsız dönemde, reel ve finansal faktörlerin etkileşiminin yanında, geleceğe yönelik beklenti modelleri ile psikolojik etkenleri de dikkate alarak döviz kurlarını belirleyen süreçlere uyarlayan yeni yaklaşımlar oluşturulmuştur. Bunlardan; faiz oranı paritesi yaklaşımı, döviz kurlarında hedefi aşma yaklaşımı, etkin piyasalar yaklaşımı, uyarlanmış beklentiler yaklaşımı, rasyonel beklentiler yaklaşımı, güvenli sığınak etkisi yaklaşımı, spekülatif kabarcıklar yaklaşımı ve döviz piyasasının mikro yapısı yaklaşımı aşağıda açıklanmaktadır.

“*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 spekülatörlerin beklentileri arasında kurulan bağın, kur değişmelerine 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).

“*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. Örneğin, faiz oranlarındaki artış, nominal kurlarda ani yükselmelere yol açabilmekte, bunun devamında korumasız faiz paritesi doğrultusunda ve beklenmedik biçimde kurun değeri düşebilmektedir (Bjørnland, 2009: 64). Benzer şekilde, para arzının beklenmedik biçimde artırılması sonucu gerçekleşen bir para şoku, ulusal faiz oranlarının düşmesine neden olurken, bu düşüş, paranın değerinde düşme olacağı beklentisine eklemlenerek, SGP oranında beklenen uzun dönem dengesinin de ötesinde ani bir değer kaybı doğurabilmektedir. Döviz kurunun hedefi aşarak ani tepki göstermesini takiben, telafi edici doğrultuda gelişmelerin gerçekleştiği görülebilecektir. İlk aşamadaki değer kaybı, ödemeler dengesini olumlu yönde etkileyecek ve SGP dengesi yeniden oluşana kadar para değer kazanacaktır. Bu yaklaşım, döviz piyasasında ortaya çıkabilecek dengesizliklerden denge durumuna doğru olağan bir geçişin her zaman söz konusu olamayacağını ortaya koymaktadır (Bjørnland, 2009: 64; Plihon, 1995: 68-69).

“*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 arbitrajcular, 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).

“*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 odaklanmaktadır (Tunalı, 2009: 143). Bu yaklaşım, para ve maliye politikalarındaki değişimler 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.

“*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 bulunduğu 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. Örneğin, gelecekte milli gelirden gerçekleşecek bir azalmayı gösteren ve kendisinden önce gelen bilgilerden daha yüksek bir sonuç ortaya koyan yeni bir bilgiye erişilmişse, rasyonel bekleme döviz kurundaki değer kaybını işaret etmektedir. Rasyonel beklentiler yaklaşımı, temel değişkenlerin girdi kabul edilmesiyle gerçekleştirilen döviz kuru tahminlerinin yanılma payı içerebildiğini, istikrarlı bir görüntüde bile kurlarda büyük dalgalanmalar yaşanabileceğini ortaya koymaktadır (Ertürk, 1994: 144-145).

“Güvenli sığınak etkisi yaklaşımı”nda, finansal varlıkların, çeşitli siyasi risk ve istikrarsızlık beklentileriyle güvenli limanlar olarak addedilen gelişmiş ülke piyasalarına kaçışının, döviz kurlarındaki değişimlere 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).

“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). Temel göstergeleri girdi kabul etmeyen beklentiler, para talebini etkileyen diğer faktörleri de arkasına alarak spekülatif biçimde kurların denge değerinden sapmasına yol açabilmektedir. Böylece, beklentilerin kurlardaki değişimi öngörmüş olmasından ötürü piyasa etkin duruma gelebilmekte, fakat tüm bu işleyiş yerini rasyonel veriler ve hesaplara terk ettiğinde kabarcık patlayarak sarsıcı finansal etkileri olan zincirleme reaksiyonlara yol açabilmektedir. Kurlarda ve varlık fiyatlarında rasyonel temellere dayanmayan ve Shiller’in 2008 krizi öncesinde yayınladığı “Irrational Exuberance” eserinde irrasyonel bir taşkınlık olarak nitelediği söz konusu spekülatif süreçler, bir bütün olarak kur sistemlerini de içine alacak şekilde ekonomik sistem ve politikaların sorgulanmasına varan nihai etkileriyle belirleyici olabilmekte ve bu bağlamda önem arz etmektedir (Shiller, 2000: 204).

*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 araçların 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).

#### 4. Sonuç

Bretton Woods Sistemi'nin çöküşüyle başlayan ve esnek kur sistemine kapı aralayan süreç, devamında esnek kur sisteminin de sorgulandığı ve kurlardaki değişimleri açıklamayı hedefleyen birçok teorik yaklaşımı beraberinde getirmiştir.

Finansal serbestleşmeyle birlikte uluslararası sermaye akımlarının ulaştığı boyut, cari hesap kökenli geleneksel yaklaşımların yetersizliğini açığa vurmuştur. Dış ticaret bilançosu açık veren bir ülkenin parasında değer kaybı beklenirken, aksine, bu paranın değer kazandığını görülmüş, geleneksel birçok yaklaşım bu ve benzeri öznel durumları açıklamakta yetersiz kalmıştır. Böylece, parasal tezler içeren ve geleceğe yönelik beklentiler gibi bir dizi dinamik unsuru hesaba katan varlık piyasası kökenli modeller geliştirilmiştir. Uluslararası sermaye akımlarının ticaret akımlarını da aşarak büyüyen hacmi, bilimsel analizlerdeki ağırlık merkezini, akım değişkenlerinden stok değişkenlerine doğru kaydırmıştır.

Doğaldır ki, kurlardaki değişimleri analiz etmeye çalışan herhangi bir yaklaşım, gelişmişlik düzeyi birbirinden farklı olan ekonomiler için, farklı nitelikte sonuçlara ulaşacaktır. Gelişmiş ülkeler, istikrarlı ekonomileri sayesinde, parasal entegrasyonlar kurabilmekte ya da esnek kur rejimlerinin avantajlarından yararlanabilmekteyken; gelişmekte olan ülkelerde finansal altyapısının ve parasal kurumların zayıflığı, benzer kararlar almayı zorlaştırdığı gibi, krizlere yol açabilmektedir. Nitekim 1980'lerden itibaren sermaye hareketlerini serbestleştiren gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelerin yürüttüğü parasal politikaların etkisinden bağımsızlaşmadığı gibi, derin finansal krizlerle yüzleşmiş ve döviz kurlarına yönelik sistem ve politika tercihlerini değiştirmek durumunda kalmıştır.

Kurları belirlemeye yönelik yaklaşım ve modellerin etkinliğinde, gelişmişlik düzeyinin yarattığı farklılıklar gibi, zaman ve mekân faktörleri de belirleyici olmaktadır. Örneğin, satın alma gücü paritesinin kurları belirlemeye yönelik yaklaşımı, günümüzden kırk sene önce daha etkin tahmin ve sonuçlar verebilmekteyken, sermaye akımlarının belirleyici etkisinin hesaba katılmasını zorunlu kılan küresel finans koşullarında geçerliliğini yitirmektedir. Benzer şekilde, gerek portföy dengesi yaklaşımı gerekse parasalci yaklaşım, paranın ikamesi olanaklarını göz ardı ederek -bir ülke coğrafyasını aşan mübadelelerin ulusal paralar arası optimal bileşimde bir nakit rezervini gerektirdiği de dikkate alındığında-yetersiz kalabilmektedir.

Kurları açıklamaya çalışan modern varlık piyasası yaklaşımlarında, döviz piyasasına yönelik yeni varsayımlar ve beklenti modellemeleri de hesaba katılarak, kur

hareketleri öngörülme ve açıklanmaya çalışılmıştır. Bu yaklaşımlar da, her biri kendi içerisinde tutarlı olan, fakat bütüncül bir perspektiften ele alındığında kurları belirleyen faktörler arası etkileşimi açıklamada tek yanlı kalan analizler içermektedir.

Kuşkusuz, her yaklaşımın açıklamakta görece daha yetkin olduğu koşullar bulunmaktadır. Örneğin, “Mundell-Fleming Modeli”nin uluslararası sermaye hareketlerini ilk defa merkeze alarak kurları belirlemeye yönelik bilimsel çalışmaların rotasını değiştirmesi; “spekülatif kabarcıklar yaklaşımının” güncel finansal krizlerin arka planına ışık tutan önermeleri; “güvenli sığınak etkisi” yaklaşımının az gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yaşanan krizlere yönelik tespitleri; “hedefi aşma” yaklaşımının esnek kurların algılanması ve para değerindeki dalgalanmaların bozucu etkilerini göstermek adına sunduğu model; “faiz oranı paritesi” yaklaşımının faiz oranları arasındaki fark üzerinden, spot ve vadeli kurlar ile spekülatif beklentiler arasında bağ kuran yöntemi; “uyarlanmış beklentiler yaklaşımı” ile “rasyonel beklentiler yaklaşımı”nın bilgi ve beklentileri formüle ederek kurlardaki değişimleri açıklama girişimleri; “mikro yapı yaklaşımı”nın döviz kuru teorileri ile mikro finans teorileri arasında köprü kuran analizi vb. olmak üzere her yaklaşımın açıklamakta yetkin olduğu sübjektif koşullar bulunsa da kur değişmelerinin arkasındaki çok değişkenli finansal süreçlerin tek bir modele indirgenerek analiz edilmesi tatmin edici sonuçlar verememektedir.

Sonuç olarak, döviz kurlarını belirlemeye yönelik sistemler ile geleneksel ve modern kökenli yaklaşım ve modellerden herhangi birinin kur değişmelerinin nedenselliğini tek başına açıklamada yetersiz olduğu anlaşılmaktadır. Ekonomik koşulların ve sosyal/siyasi etkenlerin çeşitliliği bunda önemli rol oynamaktadır. Ayrıca döviz kurlarındaki değişmelerin niteliği, içinde bulunulan ekonomik konjonktürün ve küreselleşen finansal dinamiklerin etkisiyle farklılık göstermektedir.

## 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.
- Björnland, H.C. (2009). Monetary Policy and Exchange Rate Overshooting: Dornbush Was Right After All. Amsterdam: Journal of International Economics, 79(1), 64-77.

- Canterbery, E. R. (1965). Foreign Exchange, Capital Flows and Monetary Policy. Princeton Studies in International Finance No: 15, [https://www.princeton.edu/~ies/IES\\_Studies/S15.pdf](https://www.princeton.edu/~ies/IES_Studies/S15.pdf), (11.07.2018).
- Çağlar, Ü. (2003). Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar. İstanbul: Alfa Yayınları.
- 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-PPP-NBERWP1591.pdf>, (11.07.2018).
- Duttagupta, R., Fernandez, G. ve Karacadağ, C. (2005). Moving to a Flexible Exchange Rate How, When, and How Fast. Washington: IMF Economic Issues Series No:38.
- Ertürk, E. (1994). Döviz Ekonomisi. İstanbul: Der Yayınları,
- European Commission (2018), The European Monetary System (Phase 2), [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/euro/emu/road/ems\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/emu/road/ems_en.htm), (11.07.2018).
- Ghosh, A. R., Gulde, A. ve Wolf, H. C. (2003). Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences, The MIT Press, Massachusetts.
- 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.
- Levi, M.D. (2005). International Finance. London: Routhledge, 4. Baskı.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. The Journal of Finance, Cilt: 7, Sayı: 1.
- Mauro, F.d., Rüffer, R. ve Bunda, I. (2008). The Changing Role of The Exchange Rate in a Globalized Economy. Frankfurt: European Central Bank, Occasional Paper Series No: 94.
- Obstfeld, M., Shambaugh, J.C. ve Taylor, A. M. (2004). The Trilemma in History: Tradeoffs Among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility. National Bureau of Economic Research Working Paper Series No: 10396, <http://www.nber.org/papers/w10396.pdf>, (11.07.2018).
- Öztürk, N. ve Bayraktar, Y. (2010). Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar. Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 11(1).



- Parasız, İ. (2006). Makroekonomi: Teori ve Politika. Bursa: Ezgi Kitabevi, 8. Baskı.
- Sarno, L. ve Taylor, M. (2002). The Economics of Exchange Rates. Cambridge: Cambridge University Press.
- Sever, E. (2004). Döviz Kuru Rejimleri ve Ekonomik Etkileri Bakımından Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Politikalarının Analizi (Yayınlanmamış Doktora Tezi). İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı.
- 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.