

KAMBIYO KURU TEORİLERİ: BİR SÜRVEY *

Ebru ERTAŞ **

Son yıllarda büyük ilerlemelere karşın, uluslararası iktisat teorisinin parasal özellikleri trampa özelliklerinden çok daha güç anlaşılabilir olma niteliğini korumaya devam etmektedir. Diğer bir deyimle parasal analizlerin çoğunluğunun sonuçları kesin olmaktan oldukça uzaktır. Bunu açıkça yansıtmının belki de en iyi yolu konu ile pek aşına olmayan bir okurun kambiyo kuru analizi ile ilgili literatüre ilk kez göz attığında karşılaşacağı durumu tasvir etmektir. Okur öncelikle kambiyo kuru analizi ile ilgili görünüşte birbirinden ayrı ve birbiri ile uzlaştırılmamış çok sayıda yaklaşımın mevcut olduğunu gözleyecektir. Bunu keşfettikten sonra okurun sorabileceği ilginç sorulardan biri bu şaşkıncu durumun ortaya çıkış nedeninin ne olduğu sorusudur. Kambiyo kurlarının kambiyo piyasalarında talepleri ve arzları dengelemek için değişen (ayarlanabilir kur sisteminde) veya dalgalanan (esnek kur sistemlerinde) piyasa boşaltıcı fiyatlar olarak ele alınması herkes tarafından kabul edilen bir görüştür. Keza kambiyo piyasalarının birbiri ile bağıntılı piyasalardan oluşan karmaşık bir dünya ekonomisinin bir parçası olduğu, kambiyo kurlarının dünya ekonomisindeki çok sayıda başka değişkenleri eşanda belirleyen bir süreç içinde belirlendiği genel olarak kabul edilmektedir. Dolayısı ile, büyük ölçüde basitleştirme yapmaksızın kambiyo kuru belirleme sürecini tasvir eden bir model geliştirmek mümkün değildir. Kambiyo kuru belirleme sürecine ilişkin farklı görüşler farklı basitleştirici varsayımları yansıtmaktadır. Bu nedenle farklı görüşler değerlendirilirken bunların ardında yatan basitleştirmelerin yerinde olup olmadığının — hem doğuracağı teorik sonuçlar ve hem de öngörü hassasiyeti açısından — dikkate alınması gerekir. Basitleştirmelerin yerinde olup olmadığı kambiyo kurundaki değişmelerin veya dalgalanmaların nasıl bir zaman periyodu için tahmin edilmek istendiğine bağlıdır ve uluslararası ekonominin evrimi ile birlikte değişmektedir.

Bu inceleme yazısında, yakın geçmişteki gelişmeleri de dikkate alarak, çeşitli kambiyo kuru teorileri kısaca gözden geçirilmektedir. Yapılan çalışma kaçınılmaz olarak kapsam ve vurgulanacak noktalar açısından bazı sınırlamaları zorunlu kılmıştır. Bunun çeşitli nedenleri vardır. Birincisi, özellikle dalgalı kurların 1973'te başlayan ve hızla gelişen yaygın kullanımına paralel olarak, kambiyo kurunun belirlenmesini açıklayan yaklaşımların sayısında son yıllarda hızlı bir artış gözlenmektedir; bu kapsamlı ve sistematik bir sürveyi çok zorlaştırmaktadır. İkincisi, bazı yaklaşım-

* Bu makale yazarın doktora tezinde işlenen konulardan birisini oluşturmaktadır.

** Dr. E. Ertaş (Lisans, İstanbul Üniversitesi; M. Phil. University of York) Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi'nde öğretim elemanıdır.

lar ampirik testlerden destek almasına karşın tatmin edici bir modeli içermemektedir. Üçüncüsü, finansal denge modelleri son yıllarda hızla gelişmesine rağmen kambiyo kurunun belirlenmesini açıklayan genel kabul görmüş bir finansal model mevcut değildir. Tüm bu nedenlerle bu kısa süreye kambiyo kuru belirlenmesi ile ilgili genel kabul görmüş modellere ağırlık verilecektir.

1. SATIN ALMA GÜCÜ PARİTESİ (SAGP) TEORİSİ

"Satın alma gücü paritesi" (SAGP) terimini orijinal olarak kullanan Cassel (1918)'dir ve SAGP'yi ampirik olarak test edilebilir bir hipotez olarak ilk kez formüle edenin gene Cassel olduğu genellikle kabul edilmektedir. Bununla birlikte, Einzig (1970, s. 145-146) SAGP'nin orijinin onaltıncı ve onyedinci yüzyıllardaki İspanyol yazarlarına kadar geriye gittiğini ileri sürmektedir¹. Öte yandan Myhrmann (1976) SAGP'nin onsekizinci yüzyılın ortalarında İsveç'te ve ondokuzuncu yüzyılın başlarında İngiltere'de kambiyo kurundaki dalgalanmaları belirlemeye ilişkin tartışmalarda önemli bir rol oynadığını belirtmektedir.

İki ülke arasındaki satın alma gücü paritesi (SAGP) bu ülkelerin fiyat düzeyleri oranı (mutlak SAGP) veya bir taban dönemdeki kambiyo kuru ile ülkelerin fiyat endeksleri oranı çarpımı (görelî SAGP) olarak iki alternatif şekilde tanımlanmaktadır². A ve B iki ülke, t cari zaman dönemi ve o bir taban dönemi olarak tanımlandığında *mutlak SAGP* ve *görelî SAGP* aşağıdaki gibi formüle edilebilir:

$$SAGP_t^{mut} = P_t^B / P_t^A$$

$$SAGP_t^{gör} = \frac{PI_t^B}{PI_t^A} \cdot E_0$$

burada

P_t^i = ülke i'de j dönemindeki fiyat düzeyi (i = A, B , J = O, t)

PI_j^i = ülke i'de j dönemindeki fiyat endeksi, o taban dönemine göre.

$SAGP_j^{mut}$ = j dönemindeki mutlak SAGP (bir ünite A ülkesi parasına tekabül eden B ülke parası ünite sayısı)

$SAGP_j^{gör}$ = j dönemindeki görelî SAGP (bir ünite A ülkesi parasına tekabül eden B ülke parası ünite sayısı)

E_j = j dönemindeki gerçek kambiyo kuru (bir ünite A ülkesi parasına tekabül eden B ülke parası ünite sayısı).

En genel şeklinde SAGP teorisi, tümü denge kambiyo kurları ile ilgili, iki tanımlı ve iki önermeyi içermektedir. Kısa dönem denge kambiyo kuru serbestçe dalgalanan (yönetilmeyen) bir kambiyo kuru sistemi altında mevcut olacak bir kur olarak tanımlanmaktadır. Uzun dönem denge kambiyo kuru, ödemeler bilançosundaki her türlü konjonktürel dalgalanmaları (ev ülkesi ve yabancı ülke iş hayatında ortaya çı-

1 Bakınız Officer (1976) ve Isard (1978).

2 Bakınız Officer (1976, s. 2).

kan konjonktürel dalgalanmalar dahil) içine alan bir zaman dönemi içinde ödemeler bilançosu dengesini sağlayacak bir sabit kur olarak tanımlanmaktadır. İlaveten, bu uzun dönem tanımı ödemeler bilançosu dengesizliğinden sakınmak için özel iktisadi politika önlemlerinin alınmadığını (örneğin, bir açığı önlemek veya gizlemek için parasal önlemlerin ve mali politika önlemlerinin alınmadığı veya dış ticaret ve dış ödemeler ile ilgili kısıtlamalar yapılmadığını) varsaymaktadır. Burada kullanılan ödemeler bilançosu kavramı cari işlem hesabı veya dış ticaret hesabından ziyade genel dengeye veya daha kapsamlı bir kavrama atıfta bulunmaktadır³.

SAGP teorisi şu önermeleri yapmaktadır:

(1) Kısa dönem denge kambiyo kuru uzun dönem denge kambiyo kurunun — birincinin ikinciye yaklaşma eğiliminde olacağı anlamında — bir fonksiyondur;

(2) SAGP uzun dönem denge kambiyo kurudur veya alternatif olarak, SAGP uzun dönem denge kambiyo kurunun esas belirleyicisidir. Dolayısı ile SAGP teorisinin en genel biçimi

$$EK_t = f(SAGP_t, \dots\dots)$$

veya bölüştürülmüş bir gecikme (a distributed lag) modeli olarak

$$EK_t = f(SAGP_t, SAGP_{t-1}, SAGP_{t-2}, \dots\dots\dots)$$

şeklinde ifade edilebilir, burada

$EK_t = t$ dönemindeki kısa dönem denge kambiyo kuru (bir ünite A ülkesi parasına tekabül eden B ülke parası ünite sayısı)

$$SAGP_t = SAGP_t^{mut} \text{ veya } SAGP_t^{gör}$$

$f =$ açıkça belirlenmiş bir bağımsız değişkene göre artan ve ilave açıkça belirlenmemiş değişkenler için boşluk içeren takdiri bir fonksiyon.

Bu önermeler kısa dönem kambiyo kuru dalgalanmalarının görelî fiyat hareketlerinden kaynaklanması gerektiğini ifade etmediği gibi SAGP'nin tam bir kambiyo kuru belirleme modeli olduğunu da iddia etmemektedir, çünkü görelî fiyatların nasıl belirlendiğine ilişkin bir açıklama yoktur. Açıkça görüleceği gibi, bu açıdan, SAGP teorisi miktar teorisine benzemektedir ve gerçekte miktar teorisi düşüncesinin açık ekonomi uzantısı şeklinde mütalâa edilebilir⁴.

SAGP gerçekte tek bir teori değil, fakat çok sayıda alternatif teori veya hipotezden oluşan bir teoriler kümesidir. Bu teoriler değişik boyutları dikkate alınarak üç farklı şekilde sınıflandırılabilir⁵. Birincisi, *mutlak* SAGP teorisi ile *görelî* SAGP teorisi arasındaki ayırımdır. İkincisi, SAGP'nin tanımında kullanılan çeşitli fiyat düzeyleri veya endekslerine göre yapılan ayırımdır. Örneğin, SAGP'nin tanımında Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) fiyat düzeyi veya GSYİH deflatörü, yaşam standardı fiyat düzeyi veya endeksi (diğer bir deyimle, tüketici fiyat endeksi), toptan

3 Officer (1976, s. 3) tarafından da belirtildiği gibi uzun dönem denge kambiyo kuru tanımı ve bununla ilgili ödemeler bilançosu kavramı tanımı tartışmalı konulardır. Bu kavramların içerdiği sorunlarla ilgili tartışmalar için bakınız Scammell (1961, s. 53-57), Kindleberger (1969) ve Stern (1973).

4 Bakınız Dornbusch (1980, s. 4).

5 Bakınız Officer (1976, s. 3-4) ve Isard (1978, s. 3-5).

eşya fiyat düzeyi veya endeksi, ücret düzeyi veya ücret haddi endeksi ve birim faktör maliyet düzeyi veya endeksi kullanılabilir. Üçüncü boyut f fonksiyonunun kalıbıdır. Buna ilişkin olarak "katı" SAGP ve "esnek" SAGP teorileri arasında ayırım yapılabilir. Bunlardan ilki kısa dönem kambiyo kurunun SAGP'nin cari değerinden sapmayacağı, diğer bir deyimle

$$EK_t = SAGP_t$$

olduğu görüşüdür. Isard (1978, s. 3) popüler SAGP uyarlamalarının bu görüşü benimsediğini ileri sürmektedir. Öte yandan Officer (1976, s. 4) hiçbir SAGP savunucusunun bu katı görüşü benimsemediğini belirtmektedir. "Esnek" SAGP teorileri ardında yatan temel fikir, kısa dönem denge kambiyo kurunun SAGP'ye yaklaşma eğiliminde olacağı görüşüdür. Bununla birlikte, bu eğilimi engelleyen faktörlerin bulunacağı, (bunlar f fonksiyonundaki boşlukla temsil edilmiştir) da genellikle kabul edilmektedir. Diğer bir deyimle "esnek" SAGP yaklaşımı SAGP_t'nin kısa dönem kambiyo kurunun en önemli açıklayıcı değişkenlerinden biri olduğunu fakat f fonksiyonunun diğer açıklayıcı değişkenleri ve bir hata terimini içerebileceğini kabul etmektedir. f fonksiyonu ile ilgili olarak, engelleyici faktörler veya diğer açıklayıcı değişkenler, gözönüne alınan zaman periyoduna göre kısa dönemde etkili faktörler ve uzun dönemde etkili faktörler olarak gruplandırılabilir. Örneğin, kısa dönemde kambiyo piyasası spekülasyonu ve uzun dönemde sürekli tek yönlü sermaye akımı engelleyici faktörler olabilir.

Buradaki tartışmalarda SAGP teorisi değerlendirilirken onun kambiyo kurunun en önemli belirleyicisi olduğu görüşü baz olarak alınacaktır.

1.1. Mutlak Fiyat Paritesi

Mutlak SAGP teorisi iki ülke arasındaki kısa dönem kambiyo kurunun bu ülkelerin fiyat düzeyleri oranı tarafından belirlenen uzun dönem kambiyo kuruna yaklaşma eğiliminde olacağını ileri sürmektedir.

Cassel (1918, s. 413) mutlak SAGP teorisinin en iyi serbest dış ticaret koşulları altında işleyebileceğini, diğer bir deyimle bu koşullar altında kısa dönem kambiyo kurunun SAGP'den sapmasının minimum olacağını, belirtmektedir. Cassel aynı zamanda dış ticareti engelleyici önlemlerin her iki yönde, yani bir ülkenin hem ithalatı ve hem de ihracatı açısından, aynı şiddette olduğu durumlarda SAGP'nin geçerliliğini koruyacağını savunmaktadır.

Mutlak fiyat paritesine yöneltilen eleştiriler (1) kısa dönem denge kambiyo kurunun SAGP'ye yaklaşma eğiliminde olacağı önermesini reddetmeyen fakat bunun hassasiyetini engelleyen faktörleri belirten eleştiriler ve (2) SAGP teorisinin dayandığı temel fikri, yani kısa dönem denge kambiyo kurunun SAGP'ye yaklaşma eğiliminde olacağı önermesini, reddeden eleştiriler şeklinde iki grupta toplanabilir. Birinci grup eleştiriler, mevcut SAGP çatısı içine dahil edilebilecek tipteki eleştirilerdir ve gerçekten teorinin savunucuları tarafından da bunların önemli bir kısmı kabul edilmiştir. İkinci grup eleştiriler, eğer doğru ise, SAGP teorisinin geçerliliğini ortadan kaldıran veya eğer teorinin geçerliliği korunmak isteniyorsa, onda önemli çapta değişiklik yapılmasını gerektiren tipte eleştirilerdir.

Mutlak fiyat paritesine yöneltilen eleştirilerden biri ithalat vergileri, kota kârları ve diğer dış ticareti engelleyici önlemlerin bulunmadığı bir serbest ticaret rejimi altında ve tüm malların sıfır taşımacılık maliyeti ile (dış) ticareti yapılan mallar (traded goods) olduğu tam rekabet koşullarında iki ülke arasındaki herhangi bir kambiyo kurunun söz konusu iki ülkedeki fiyat düzeylerini birbirine eşit yapacağı görüşüdür ^{6.7}. Samuelson tarafından belirtilen bu ekstrem ideal koşullar altında mevcut kambiyo kurunun — ister serbestçe dalgalanan kur isterse yönetilen dalgalı kur veya sabitleştirilmiş kur olsun — SAGP'den çok ufak bir sapma yapması dahi mümkün değildir. Dolayısı ile teorinin tüm işlevsel içeriği ortadan kalkmaktadır. Bu eleştiri mutlak fiyat paritesi teorisinin tüm malların ticareti yapılabilir mallar olduğu gümrük vergileri ve miktar kısıtlamalarının bulunmadığı şeklinde gerçekleşen bir varsayımına dayandığını farzetmektedir. Fakat gerçekte mutlak SAGP teorisi ticareti yapılamayan malların mevcut olduğunu açıkça kabul etmekte ve ticareti yapılabilir malların ve ticareti yapılamayan malların fiyatlarının çeşitli yollarla birbiri ile yakından bağımlı olduğunu belirtmektedir ⁸.

Mutlak SAGP'ye yöneltilen diğer bir eleştiri, dış ticareti engelleyici önlemlerin varlığının kısa dönem kambiyo kurunun SAGP'den sapsmasına neden olacağı ve bu sapmanın büyüklüğünün önlemlerin şiddeti ile aynı yönde ve aynı oranda değişeceği görüşüdür. Özellikle, dış ticareti engelleyici önlemler detaylı gümrük vergileri, miktar kısıtlamaları ve kambiyo kontrollerinden oluşan karmaşık bir kambiyo rejimi şeklinde ise kambiyo kuru ile SAGP arasında hiçbir ilişki bulunmayabilir, çünkü bu halde ithalat ve ihracatın fiyata karşı duyarlılığı büyük ölçüde azaltılmış olmaktadır ⁹. Eğer kontroller fiyat ve ücret kontrolleri, tüketim mali kısıtlamaları ve hammadde ve üretim faktörlerinin sanayie doğrudan dağıtım şeklindeki müdahaleler aracılığı ile yurtiçi ekonomisine de uzanıyorsa SAGP bütünü uygulanamaz hale gelebilecektir. Bu koşullar altında ülke parası satın alma gücünün piyasa fiyatlarına yansımaları zayıf olacaktır ¹⁰. Bu SAGP teorisine yöneltilen temel eleştirilerden biridir ve teorisin aşırı koruma (himaye) önlemleri alan bir ülkeye uygulanabilirliğini ortadan kaldırıyor gibi görünmektedir. Gerçekte, bu gibi durumlarda SAGP'nin etkin satın alma gücü paritesi (ESAGP) olarak tanımlanması bu eleştirinin kaynağını önemli ölçüde ortadan kaldıracaktır. B ülkesinin aşırı koruma önlemlerinin alındığı ülke olduğunu varsayarsak mutlak ESAGP aşağıdaki gibi formüle edilebilir:

$$ESAGP_t^{mut} = P_t^B \phi^B / P_t^A, \phi^B = 1 + k^B$$

burada

$$ESAGP_j^{mut} = j \text{ dönemindeki ESAGP (bir ünite A ülkesi parasına tekabül eden B ülke parası ünite sayısı)}$$

- 6 Bakınız Samuelson (1974, s. 602), Isard (1978, s. 3), Michaely (1980, s. 34).
7 Taşımacılık maliyetleri pozitif olsa dahi bu eleştiri belirtilen koşullar altında doğruluğunu koruyacaktır.
8 Bakınız Cassel (1928, s. 32), Yeager (1958, s. 522), Officer (1976, s. 8).
9 Yeager (1958, s. 517).
10 Haberler (1945, s. 313-15).

K^B = gümrük vergileri, miktar kısıtlamaları, ihracat sübvansiyonları gibi koruma önlemlerinin etkilerini yansıtan nominal koruma oranı

ϕ^B = korumanın "gücü"

Yukarda mutlak SAGP teorisinin ticareti yapılmayan malları da kapsamı içine aldığını belirtmiştik. Pigou (1922, s. 64-65) ve Ellsworth (1950, s. 593-94) bazı malların ticareti yapılmayan mallar olması halinde bu malların fiyatlarının, dolayısı ile bu fiyatların bir bileşen olduğu herhangi bir "genel" fiyat düzeyinin, her yerde birbirine eşit olmasını beklemek için hiçbir neden bulunmadığını belirtmekte ve mutlak SAGP teorisini bu nedenle red etmektedir. Officer (1976, s. 18) eleştirinin bu kadarla kalması halinde onun doğuracağı sonuçların SAGP teorisi ile ilgili değil, fakat sadece bu teorinin tabii olduğu tesadüfi terim ile ilgili olduğunu belirtmektedir. Officer genel fiyat düzeylerinden hesaplanan bir paritede bir eğilimin (bias) varolması için ülkelerin iç fiyat oranlarında *sistemik* bir sapmanın mevcut bulunması gerektiğini vurgulamaktadır. Balassa (1961, 1964) ülkeler arasındaki verimlilik (kişi başına gelir) farklılıkları nedeniyle böyle bir sistemik sapmanın veya trend sapmasının mevcut olduğunu ileri sürmektedir ¹¹.

Balassa şu noktalara işaret etmektedir:

a) Hızlı büyüyen ve yenilik yapan yüksek gelirli ülkeler teknolojik olarak düşük gelirli ülkelere daha verimlidir; b) hizmetler ticareti yapılmayan ve emek yoğun mallar olma eğilimindedir ve imalat sanayi mallarının aksine bunlar düşük bir teknolojik gelişme göstermektedir, diğer bir deyimle bir ülke içinde ticareti yapılan mal üreten sektör ile ticareti yapılmayan mal üreten sektör arasında verimlilik açısından fark vardır; c) yüksek gelirli ülkelerde ticareti yapılan mal üreten sektördeki verimlilik büyümesi bu sektörde ücretleri arttıracaktır ve tüm sektörlerde ücretler birbirine eşitlendiğinde ekonominin bütününde ücretler artacaktır. Dolayısı ile, ticareti yapılan malların fiyatlarının ülkeler arasında eşitlenmesi ile (ticareti engelleyici önlemler ve taşımacılık maliyetleri ihmal edilmektedir) hızlı büyüyen ülkelerde ticareti yapılan mal üreten sektördeki verimlilik artışı ücretleri ve ticareti yapılmayan malların görece fiyatlarını ve bunlar aracılığı ile bu ülkelerdeki reel fiyat düzeyini arttıracaktır. Diğer bir deyimle, ele alınan belirli bir zaman noktasında yüksek gelirli ülkelerdeki iç fiyat oranı ve reel fiyat düzeyi düşük gelirli ülkelere daha yüksek olacaktır. Ticareti yapılmayan malların fiyatları ile ödemeler bilançosu dengesi arasında doğrudan bir bağıntı yoktur. Dolayısı ile, genel fiyat düzeylerinden hesaplanan bir fiyat paritesi yüksek gelirli bir ülke parası için gerçek uzun dönem denge değerinden daha düşük — düşük gelirli bir ülke için daha yüksek — bir kambiyo değeri verecek ve sistemik sapma söz konusu iki ülke arasındaki genel verimlilik farkına paralel olarak artacaktır.

Gerçekten Balassa'nın hipotezi farklı gelişme düzeylerinde ülkelere uygulanabilirlik açısından mutlak SAGP teorisine önemli bir darbe indiriyor gibi görünmektedir. Bununla birlikte, Officer (1974) Balassa'nın bu analizinin hizmetlerin ülkeler

11 Balassa'nın bu görüşü Yeager (1968, s. 77-80), Harry G. Johnson (1968 a, s. 92), Kindleberger (1973, s. 391-92) ve Samuelson (1974, s. 604-605) tarafından kabul edilmektedir.

arasındaki kalite farklılığını ihmal ettiğine işaret etmekte ve daha verimli (yüksek gelirli) ülke hizmetlerinin, özellikle eğitim ve sağlık gibi daha yüksek düzeydeki hizmetlerinin, etkinlik açısından daha avantajlı olmasının bekleneceğini belirtmektedir ¹². Officer'a göre bunun nedeni bu gibi profesyonel hizmetlerde çalışanların yüksek gelirli ülkelerde daha fazla beşeri sermaye (human capital) içermesi ve daha çok fiziki sermaye ile — ileri teknoloji ile birlikte — çalışmasıdır. Balassa (1974) Officer'ın eleştirisinin ancak değişik gelir düzeylerindeki ülkeler arasındaki kalite farklılığının sadece belirli hizmetlerde değil, fakat tüm tüketici hizmetlerinde gözlenen fiyat farklılıklarını telafi edecek seviyede olduğunda geçerli olabileceğini iddia etmektedir. Bu şekilde Balassa-Officer tartışması ampirik bir sorun haline dönüşmüş olmaktadır.

Bununla birlikte, Balassa'nın argümanı ampirik olarak doğrulanmış olsa dahi, mutlak fiyat paritesi bu nedenle çalışabilir bir teori olma niteliğini yitirmeyecektir. Çünkü teori, mevcut haliyle, yaklaşık olarak aynı teknolojik gelişme düzeyinde olan ülkelere uygulanabilirliğini koruyacaktır. Öte yandan farklı gelişme düzeyinde olan ülkelere uygulanmak istendiğinde, uluslararası verimlilik farklılığının içsel fiyat oranı üzerindeki etkisi dikkate alınarak teori düzeltilebilir, bu şekilde hesaplanan paritenin eğilimi doğrultulabilir.

Genel fiyat düzeylerinden hesaplanan bir paritede sistematik sapmaya neden olabilecek ikinci bir kaynak sermaye akımlarının veya cari işlem hesabı dengesizliğinin etkisidir. Kısa dönem kambiyo kurunun belirlenmesinde hem kısa dönem spekülasyonunun ve hem de uzun dönem sermaye akımlarının rolünün bulunduğunu Cassel kendisi kabul etmektedir ¹³. Fakat Houthakker (1962), Officer (1974) ve Dornbusch (1980) uzun dönem sermaye akımlarının aynı zamanda kambiyo kurunun uzun vadedeki dengesini de etkileyebileceğini belirtmektedir. Buradaki argüman ödünç alan bir ülkenin görece olarak daha yüksek bir (reel) fiyat düzeyine sahip olduğu görüşüdür. Argüman ödünç alınarak ve bir cari işlem hesabı açığı ile finanse edilen bir toplam talep artışının ticareti yapılmayan malların görece fiyatlarını ve dolayısı ile reel fiyat düzeyini yükselteceği gerçeğine dayanmaktadır. Kuşkusuz uzun dönem kambiyo kurunun mutlak fiyat paritesinden sistematik bir sapma göstermesi için sermaye akımlarının tek yönlü, önemli bir büyüklükte ve devamlı olması gerekir ¹⁴. Ayrıca Houthakker (1962, s. 12) genişletilmiş bir SAGP teorisi çatısı içinde tüm sermaye akımlarının otonom değişkenler olmadığını ve bazı akımların sabitleştirilmiş bir kambiyo kurunun SAGP'den sapması sonucu ortaya çıkabileceğini vurgulamaktadır.

SAGP teorisi aynı zamanda fiyatların rolünü vurguladığı fakat gelirlerin rolünü ihmal ettiği gerekçesiyle eleştirilmektedir. Yeager (1958, s. 518) gelirin rolü nedeniyle kambiyo kurunun SAGP'den sapmasının fiyatlar tarafından belirlenen ticaret akımlarını uyararak bu sapmayı azaltacağını ve konjonktürel dalgalanmalarda fiyatlarla gelirlerin birbiri ile beraber hareket etme eğiliminde olduğunu belirterek bu

12 Keza bakınız Officer (1976, s. 19).

13 Bakınız Holmes (1967, s. 686-90) ve Officer (1976, s. 17).

14 Bakınız Officer (1976, s. 17).

eleştiriyeye karşı çıkmaktadır. Öte yandan Officer (1976, s. 16-17) gerek bu eleştiriyeyi yapanların ve gerekse Yeager'ın savunmasının konjonktürel dalgalanmalara karşı duyarlı olmaması gereken *uzun vadeli* denge kambiyo kurunun temsil ettiği noktasını gözden kaçırdıklarına işaret ederek, gelirle ilgili hususların ihmal edilmesinin önemli bir zayıf nokta olarak düşünölemeyeceğini belirtmektedir.

Farklı nitelikteki bir eleştiriyeyi SAGP'nin kambiyo kurunu belirlenen değişken ve fiyat düzeylerini nedensel değişkenler olarak ele aldığı, halbuki bunun yanında kambiyo kurlarından fiyatlara doğru yönelen bir etkilemenin de söz konusu olduğu göröşüdüdür ¹⁵. Yeager (1958, s. 520-22; 1966, s. 181-84) bu eleştiri karşısında SAGP'yi şöyle savunmaktadır. Normal koşullar altında (bu koşullar bilinçli bir parasal politika izlendiğinde garanti edilmiş olmaktadır) fiyat düzeylerinden kambiyo kuruna yönelik nedensellik daha kuvvetlidir; bu durumda kambiyo kurlarının ve fiyatlarının karşılıklı olarak birbirini etkilemesi SAGP teorisinin geçerliliğini zedelemeyecektir. İlaveten, Officer (1976, s. 17) SAGP teorisinin fiyat düzeylerinin denge kambiyo kurunun *uzun vadeli* belirleyicisi olduğunu iddia ettiğini, halbuki kambiyo kurunun fiyat düzeyi üzerindeki etkilerinin kısa vadeli olduğunu belirtmektedir. Bu tartışmadan, uzun vadeli denge kambiyo kurunu iyi temsil eden bir kur elde etmek için, SAGP hesaplanırken doğru bir zamanlama yapmanın çok önemli olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır. Özellikle, kambiyo kurunun yurtiçi fiyatlarını etkilediği, örneğin devalüasyonu izleyen, dönemlerde parite hesaplanmamalıdır.

Son olarak, mutlak SAGP teorisinin fiyat düzeyleri ile ilgili bilgileri gerektirdiği, fakat fiyatlarla ilgili bilgilerin çoğunlukla mutlak fiyatlardan ziyade fiyat endeksleri biçiminde toplandığı ve bu nedenle mutlak SAGP teorisinin pek fazla uygulama yararlılığı olmadığı iddia edilmektedir ¹⁶. Kuşkusuz bu ampirik bir sorundur ve ampirik olarak test edilmesi gerekmektedir ¹⁷.

1.2. Göreli Fiyat Paritesi

Görelü SAGP teorisi iki ölkede arasındaki kısa dönem kambiyo kurunun bu ölkelerdeki fiyat endeksleri oranı çarpı taban yılı kambiyo kuru tarafından belirlenen uzun dönem kambiyo kuruna yaklaşma eğiliminde olacağını belirtmektedir ¹⁸.

Görelü fiyat paritesinin içerdđi, mutlak paritede bulunmayan, bir problem göreli pariteyi hesaplamak için bir taban yılına gerek duyulmasıdır. Öte yandan göreli paritenin mutlak pariteye üstünlüğü, uygun taban yılı paritesi dışında, sadece fiyat endekslerini gerektirmesi ve bu nedenle ampirik olarak daha kolay uygulanabilir olması ve mutlak paritenin tabi olduğu birçok sınırlama ve eğilimden, söz konusu faktörler taban dönemi ile cari dönem arasında değişmediği takdirde, etkilenmemesidir.

15 Bakınız Balassa (1965, s. 591-92).

16 Bakınız Isard (1977, 1978, s. 3).

17 Bu konuyu aşağıda tekrar ele alacağız.

18 Teorinin katı uyarlaması iki ölkede arasındaki kambiyo değerinin genel fiyat endeksleri oranının sabit bir katına veya eşdeğerli olarak, kambiyo kurlarındaki yüzde değişmelerin fiyat endeksleri oranındaki yüzde değişmelere eşit olacağını ifade etmektedir.

Geleneksel olarak, uygun bir taban dönemi seçimi problemi fiyat paritesini değerlendirenler tarafından ileri sürülen ilk problem olmaktadır. İdeal taban dönemi, kambiyo kurunun uzun dönem dengesinde olduğu kurdur. Fakat kambiyo kurları serbestçe dalgalanmadığı takdirde, seçilen taban döneminde kambiyo kurunun kısa dönem dengesinde olduğu dahi garanti değildir. Ayrıca, kambiyo kuru serbestçe dalgalanırsa dahi, değeri onur uzun dönem dengesinden uzaklaştıran geçici faktörler tarafından etkileniyor olabilir. Bacha ve Taylor (1971, s. 20) bazı hallerde "normal" veya denge taban dönemi bulmadaki güçlüklerin teoriyi hemen hemen kullanılamaz hale getireceğini belirtmektedir.

Görelî fiyat paritesine yöneltilen diğer eleştiriler, taban dönemini izleyen dönemlerde iktisadi koşulların değişebileceği noktası üzerinde durmaktadır.

Değişebilecek iktisadi koşullardan biri ticareti engelleyici önlemlerin yüksekliği ve taşımacılık maliyetlerinin düzeyidir. Görelî paritenin bu aksaklığı birçok yazar, örneğin Haberler (1945, s. 312), Caves ve Jones (1973, s. 337) ve Officer (1976 s. 29) tarafından belirtilmiştir. Söz konusu değişikliklerden teorinin ne kadar etkileyeceği ticareti engelleyici önlemlerdeki değişimin büyüklüğüne bağlıdır ve bu konuda mutlak pariteye ilişkin olarak söylediklerimiz görelî parite için de geçerlidir.

Uluslararası sermaye hareketleri, tek yanlı transferler ve yatırım gelirleri taban döneminden sonra değişebilir. Bunun sonucu ödemeler bilançosu akımları bir yönde ve önemli ölçüde değişiyorsa uzun dönem denge kambiyo kuru görelî parite hesaplamaları ile gözönüne alınamayacak şekilde değişebilir.

Görelî SAGP'de bir eğilim yaratma açısından en önemli yapısal değişme ülkeler arasındaki iç fiyat oranlarında meydana gelen farklı kaymalardır. Bir ülkenin diğerine kıyasla verimlilik avantajındaki bir artış veya azalma, mutlak paritede olduğu gibi, görelî paritede bir eğilimin ortaya çıkmasına neden olacaktır.

1.3. Alışveriş Pariteleri ve SAGP Teorisinin Rasyonelleştirilmesi

SAGP savunucuları kısa dönem kambiyo kurlarının hangi fiyat düzeyleri veya endeksleri oranı tarafından belirlenen pariteye (SAGP_{mut} veya SAGP_{gör}) yaklaşma eğiliminde olacağı konusunda farklı ve pek belirgin olmayan görüşlere sahiptir. Bu görüşler, aşağı yukarı, satın alma paritesi farklılıklarını düzeltmek üzere harekete geçmesi beklenen güçler hakkındaki farklı görüşlere tekabül etmektedir.

Cassel tarafından SAGP'yi tanımlamak üzere kullanılan fiyat düzeyleri veya endekslerinin satın alınmak üzere mevcut olan tüm malların veya hizmetlerin fiyatlarını temsil eden genel fiyat düzeyleri veya endeksleri olduğu açıktır¹⁹. Cassel'e göre bir ülkede paranın satın alma gücünü temsil eden genel fiyat düzeyidir; sadece ticareti yapılan malların fiyatlarına tekabül eden ölçülerin kullanılması uygun değildir. Yeager (1958, s. 516) bunu şöyle ifade etmektedir: "bireyler parayı öncelikle ne satın alacağına bakarak değerlendirir ve kontrol edilmeyen piyasalarda, paraları aşağı yukarı görelî satın alma güçlerini ifade eden kurlarda birbiri ile değiştirme eğilimindedir." Yeager (1958, s. 522) ticareti yapılan mallar ile ticareti yapılmayan malların fiyatlarının yakından birbiri ile bağlantılı olduğunu örneklerle açıklamak-

19 Bakınız Officer (1976, s. 6,7) ve Isard (1978, s. 4).

tadır. Haberler SAGP teorisinin bu uyarlamasının dayandığı temel uluslararası ticaretteki mal arbitrajı olduğunu ifade etmektedir ²⁰. Bu uyarlama, zımnî olarak, ticareti yapılan mallar ile ticareti yapılmayan mallar arasındaki göreceli fiyatların her ülke içinde aşağı yukarı sabit olduğunu varsaymaktadır.

SAGP'nin bazı uyarlamaları SAGP'yi tanımlamak için üretim maliyeti düzeylerini veya endekslerini kullanmaktadır. Bunun ardında yatan temel fikir rekabetin ve endüstrilerin uluslararası hareketliliğinin sürekli farklılığı önleyeceği görüşüdür ²¹.

1.4. Satın Alma Gücü Paritesinin Geçerliliği

Yukardaki tartışmalardan açıkça görüleceği gibi SAGP teorisi işlevsel açıdan önemli iki soruyu tam olarak yanıtlayamamaktadır. Birincisi, fiyat farklılıkları ile kambiyo kuru arasındaki ilişkinin hangi kanallardan ortaya çıkacağı sorusudur. İkinci soru ise SAGP teorisinin ne ölçüde tam olduğudur — teori kısa vadede geçerli midir? zaman boyunca trend sapmalarının ortaya çıkması mümkün değildir?

SAGP eleştirmenlerinin çoğunluğu, teoriye karşı görüşlerini belirttikten sonra onu hemen red etmemektedir. Birçok eleştirmen yaptıkları eleştirilerin geçerli olması halinde dahi teorisinin uygulanabilir olduğu durumların varlığını kabul etmektedir.

Haberler SAGP teorisinin uygulanabilir olduğu üç durumdan söz etmektedir ²². Birincisi, SAGP teorisinin normal koşullar altında yaklaşık olarak — bir denge kurunun satın alma gücü paritesinden büyük ölçüde (örneğin yüzde 15-20'den fazla) sapmayacağı anlamında — geçerli olacaktır. İkincisi, göreceli fiyat hareketlerinin temel belirleyicisinin genel fiyat hareketleri olduğu durumlarda SAGP yararlıdır ve özellikle şiddetli enflasyon dönemlerinde, dikkatli bir şekilde kullanıldığı takdirde, SAGP'nin teşhis değeri oldukça yüksek olacaktır. Benzer şekilde Metzler (1948, s.223) ve Kindleberger (1973, s. 392) farklı ülkelerin büyük enflasyonlarla karşı karşıya bulunduğu durumlarda, göreceli SAGP'nin yeni denge kambiyo kurularının biçimi hakkında yaklaşık bir ölçü sağlayacağını belirtmektedir. Üçüncüsü, ülkeler arası ticari ilişkiler bir süre kesildikten veya trampa ticareti haline dönüştükten sonra normal ticari ilişkiler yeniden başladığında SAGP, denge kambiyo kuru hakkında yaklaşık bir ölçü sağlayacaktır.

Bazı yazarlar benzer tartışmaları yapmalarına rağmen SAGP'nin daha da sınırlı bir kapsamı olduğunu ileri sürmektedir. Örneğin Machlup (1964, s. 27) göreceli SAGP'nin ancak kambiyo kurularındaki büyük değişimleri açıklamak için kullanıldığında geçerli olduğunu kabul etmektedir. Machlup zevklerdeki, verimlilikteki ve sermaye hareketlerindeki değişimlere kıyasla fiyatlardaki değişimlerin hakim olabilmesi için genel fiyat düzeyindeki hareketlerin çok büyük olması gerektiğini ima etmektedir. Lutz (1966, s. 23) SAGP teorisinin ancak ödemeler bilançosundaki bozukluklar reel faktörlerden ziyade parasal faktörlerden kaynaklandığı durumlarda uygulanabilir olduğunu belirtmektedir. Stern (1973, s. 147) SAGP'nin ılımlı enflasyon dönemlerinde geçerli olmadığını ifade etmektedir.

20 Bakınız Officer (1976, s. 8) ve Isard (1978, s. 4).

21 Bakınız Hansen (1944) ve Officer (1976, s. 22-24).

22 Bakınız Haberler (1936, s. 37-38; 1961, s. 50-51).

2. ÖDEMELER BİLANÇOSU KAMBIYO KURU TEORİSİ

Kambiyo kurlarının döviz arz ve talebini dengeye getirecek şekilde hareket ettiği ve bu şekilde uluslararası işlemleri dengeye getirdiği görüşü çok eskilere uzanmaktadır ²³. Bu görüş genel bir ifade olarak bugün birçok iktisatçı tarafından kabul edilmektedir. Bununla birlikte, bir ülkedeki dış ticaret cari işlemler veya "genel" açığının kambiyo kuru değer kaybına neden olacağı görüşüne koşulsuz olarak katılacak iktisatçı sayısı çok sınırlıdır.

"Ödemeler bilançosu kambiyo kuru teorisinin" ders kitabı uyarlamaları genellikle kambiyo kurundaki ekzojen bir değişimin ödemeler bilançosu üzerindeki etkilerini belirlemek için kullanılmaktadır ²⁴. Fakat bu modellerin ters çevrilmiş biçimleri, alternatif olarak, esnek kur sistemlerinde kambiyo kuru davranışını analiz etmek için kullanılabilir.

Ödemeler bilançosu kambiyo kuru teorisi ile ödemeler bilançosunu modellemede kullanılan elastikiyet yaklaşımı arasında yakın bir ilişki vardır. Dolayısı ile bu teoriyi formüle etmeden önce elastikiyet yaklaşımından biraz söz etmek yararlı olacaktır.

2.1. Elastikiyet Yaklaşımı

Geleneksel elastikiyet yaklaşımı bir ülke parasındaki ekzojen bir değer kaybının (veya devalüasyonun) bazı koşullar altında, ticaret hesabını veya cari işlemler hesabını iyileştireceğini öngülemektedir ²⁵. Dolayısı ile (yukardaki ifade ters çevrildiğinde) elastikiyet yaklaşımı bir ticaret veya cari işlem hesabı açığının, bazı koşullar altında, kambiyo kurunun değer yitirmesine neden olacağını ima etmektedir.

Burada bir devalüasyonun ticaret dengesini geliştirmesi için gerekli elastikiyet koşullarını çıkarmaktan ziyade geleneksel elastikiyet yaklaşımı altında yatan temel denklemlerin en basit şekli ile ifadesi ve bunların ardında yatan varsayımların açıklanması ile yetinilecektir.

Yaklaşım ödemeler bilançosunu tamamen dış ticaret hesabı açısından ele almaktadır ²⁶.

$$TB = (XP_x/E) - ZP_z \quad (1.2.1)$$

burada

- TB = ev ülkesi ticaret hesabı bakiyesi, döviz cinsinden değer olarak
X = ihracat miktarı
Z = ithalat miktarı

23 Einzig (1970, s. 142-143) bu görüşün İngiliz iktisatçısı Thomas Mun'dan kaynaklandığını belirtmektedir.

24 Bakınız Yeager (1966, Ch.8), Caves and Jones (1973, Ch.19) Clement, Pfister and Rothwell (1967, Ch. 7).

25 Elastikiyet yaklaşımı Robinson (1937), Machlup (1939, 1940) ve Haberler (1949) tarafından geliştirilmiştir.

26 Bazı ek tanım ve varsayımlarla elastikiyet yaklaşımı cari işlem hesabı cinsinden de formüle edilebilir.

- P_x = yurtiçi parası cinsinden ihracat fiyatı
 P_z = döviz cinsinden ithalat fiyatı
 E = kambiyo kuru, bir ünite dövizin ev ülke parası cinsinden değeri.

Ev ülkesi ekonomisinin istikrarlı bir iç fiyat düzeyine sahip olduğu ve dış ticaretin oldukça ufak bir faaliyet olduğu veya miktar kısıtlamaları ve kambiyo kontrolleri ile uluslararası mal arbitrajının sınırlandırıldığı varsayılmaktadır. Dolayısı ile paranın satın alma gücü kambiyo kuru değişmelerinden etkilenmemektedir. Fakat dış ticareti yapılan belirli sayıda malların, X ve Z, fiyatları, cari kambiyo kurunda, yabancı piyasalarda ve yurtiçi piyasasında aynıdır. Bu nedenle, gerek ev ülkesi ihracat arzı ve gerekse ev ülkesi ithalat talebi bunların yurtiçi fiyatlarının bir fonksiyonu olmaktadır:

$$X = S(P_x) \text{ ev ülkesi ihracat arzı, } \epsilon > 0 \text{ elastikiyetli.} \quad (1.2.2)$$

$$Z = D(E, P_z) \text{ ev ülkesi ithalat talebi, } \eta < 0 \text{ elastikiyetli.} \quad (1.2.3)$$

Dış ticaret yan bir faaliyet dalı olduğu için, çapraz elastikiyetler bu formüller içine dahil edilmemektedir, diğer bir deyimle ithal edilebilir malların yurtiçi fiyatları ihracat fonksiyonunda ve ihraç edilebilir malların yurtiçi fiyatları ithalat fonksiyonunda önemli bir argüman (açıklayıcı değişken) değildir. Bu şekilde devlasyonun ticaret bakiyesi üzerindeki etkileri sadece "kendi" fiyat elastikiyetleri cinsinden hesaplanmaktadır.

Benzer şekilde yabancı ülkelerin istikrarlı bir fiyat düzeyine sahip olduğu ve onlar açısından da dış ticaretin oldukça ufak bir faaliyet olduğu veya engellerle uluslararası mal arbitrajının sınırlandırıldığı varsayılmaktadır. Dolayısı ile yabancı ülkelerin net ihracat ve ithalat fonksiyonları yukarıdakilere benzer şekilde ifade edilmektedir.

$$Z = S^*(P_z) \text{ yabancı ülkeler ihracat arzı, } \epsilon^* > 0 \text{ elastikiyetli.} \quad (1.2.4)$$

$$X = D^*(P_x/E) \text{ yabancı ülkelerin ithalat talebi, } \eta^* < 0 \text{ elastikiyetli} \quad (1.2.5)$$

Analiz ayrıca sadece ev ülkesi otoritelerinin E'deki değişmeleri yönettiğini ve yabancı ülkelerin pasif olduğunu zımni olarak varsaymaktadır.

Dikkat edilirse ihracat ve ithalat fonksiyonları ev ülkesi ve yabancı ülkelerdeki reel gelir veya reel harcama düzeylerini belirtmeksizin ifade edilmiştir. Gelirden gelecek tepkilerin ihmali nasıl savunulabilir. McKinnon (1981, s. 539) bunun her ülkedeki toplam talebin devlet tarafından kontrol edildiği ve dolayısı ile çıktı düzeyinin devletçe belirlendiği — diğer bir deyimle iç dengenin korunduğu — varsayımı ile haklı gösterilebileceğini belirtmektedir. Çünkü bu varsayım altında, örneğin, ev ülke parasının değerinin düşürülmesi ve ihracatın artması ile yaratılan gelirin yurtiçi çıktısı ve istihdam üzerindeki etkisi hükümet harcamaları azaltılarak veya vergiler artırılarak giderilebilir.

Kambiyo kurundaki bir kaymanın (örneğin devlasyonun) ticaret dengesi üzerindeki etkisi ne olacaktır, diğer bir deyimle dB/dR nasıl bir işaret alacaktır? Dış ticaretin dengede olduğu

$$TB = 0 = (XP_x/E) - ZP_z \quad (1.2.6)$$

noktası yakınlarındaki bir nokta için ufak bir devalüasyonun ticaret dengesi üzerindeki yapacağı etki ²⁷ denklem (1.2.1)'in E'ye göre toplam diferansiyeli alınarak ve daha sonra diğer denklemlerden dX/dE , dP_x/dE , dZ/dE ve dP_z/dE yerine konarak bulunur ²⁸.

$$\frac{dT_B}{dE} = ZP_x \left[-1 - \frac{\eta^*(\epsilon + 1)}{(\epsilon - \eta^*)} - \frac{(\epsilon^* + 1)}{(\epsilon^* - \eta)} \right] \quad (1.2.7)$$

burada η ve η^* denklem (1.2.3) ve (1.2.5)'ten elde edilen yurtiçi ve yabancı talep elastikiyetleri (negatif olarak tanımlanmıştır) ve ϵ ve ϵ^* denklem (1.2.2) ve (1.2.4) ten elde edilen yurtiçi ve yabancı arz elastikiyetleridir (pozitif olarak tanımlanmıştır). Bu ifade söz konusu dört elastikiyetin mutlak sayısal değerleri ne kadar büyükse bir devalüasyonun ticaret dengesini iyileştirmesinin o denli muhtemel olduğunu ima etmektedir. Çok iyi bilinen bir sonuç $\epsilon \rightarrow \infty$ ve $\epsilon^* \rightarrow \infty$ varsayılarak elde edilmektedir. Bu halde denklem (1.2.7)

$$\frac{dT_B}{dE} = -ZP_x(1 + \eta^* + \eta) \quad (1.2.8)$$

şeklini almaktadır. Bu denklem dTB/dE O için talep elastikiyetleri cinsinden meşhur Marshall-Leaner koşulunu

$$|\eta^* + \eta| > 1$$

yeterli şart olarak vermektedir.

Geleneksel elastikiyet yaklaşımına yöneltilen çok iyi bilinen ve geçerli olan eleştiriler vardır. Bunlar kısaca, yaklaşım şekli ne olursa olsun, analizin esas itibarıyla kısmi denge analizi olduğu belirtilerek özetlenebilir. Yukardaki formüllerde sunulan arz ve talep elastikiyetleri standart mikro teoriden çıkarılan elastikiyetlerdir. Bunların doğru olabilmesi için, daha önce de belirtildiği gibi, tüm diğer malların fiyatlarının ve gelirin sabit olduğunun varsayılması gerekmektedir. Bunun gerçekçi bir varsayım olmadığı açıktır. Kamu otoriteleri geliri sabit tutmak için açıkça tedbir almış olsalar dahi, kambiyo kuru (veya ticaret dengesi) değişiminden sonra diğer malların fiyatlarının değişmeden aynen kalması ihtimali oldukça zayıftır.

Özetle, elastikiyet yaklaşımı kambiyo kuru ile ticaret dengesi veya cari işlemler ve bunun belirleyicileri arasında ilişki kurmaktadır. Bu yaklaşımın "kusuru" tamamen dış ticareti yapılan malların göreceli fiyatları üzerine eğilmesi ve ekonominin diğer taraflarında dengeleyici sürecin istenen yönde çalıştığını varsaymasıdır ²⁹. Bu

27 Eğer hesaplamalar dış ticaretin dengede olmadığı bir nokta için yapıyorsa devalüasyonun dış ticaret dengesi üzerindeki etkisi dengenin ifade edildiği para birimine (ev ülke veya yabancı para birimi) göre değişecektir. Benzer şekilde büyük kesikli devalüasyonların dış ticaret dengesi üzerindeki etkisi farklı olabilecektir. Bu konularda daha detaylı bir tartışma için bakınız Cooper (1971).

28 Bu formüllerin çıkarılış biçimi makaleden makaleye değişmektedir. Robinson (1937), Harberger (1950) ve Alexander (1959) standart kaynaklardır.

29 Bu ihmal edilen kısım "mass etme yaklaşımı"nın konusunu oluşturmaktadır.

yaklaşımında kambiyo kuru esas itibariyle harcamaları ithal ve ihraç mallarından ticareti yapılmayan mallara yönelten bir "çevirme" aracıdır³⁰.

Elastikiyet yaklaşımının öngördüğü tipte bir bağıntı ancak yurtiçi parasının satın alma gücünün bağımsız olarak belirlendiği, devletin kendi bütçesi yanında özel yatırım harcamalarını iç dengeyi sağlayacak şekilde kontrol ettiği ve ticaret açıklarına veya fazlalıklarına eşlik eden sürekli bir sermaye akımı bulunmayan ekonomiler için geçerli olabilecektir.

2.2. Ödemeler Bilançosu Yaklaşımı

Elastikiyet yaklaşımı ile ilgili yukardaki oldukça uzun tartışmadan sonra ödemeler bilançosu kambiyo kuru teorisinin formüle edilmesine dönebiliriz. Elastikiyet yaklaşımının ekzojen olarak varsaydığı şeyler ekzojen olmaktan çıkarıldığında ve *ceteris paribus* varsayımlarından bazıları ortadan kaldırıldığında "ödemeler bilançosu kambiyo kuru teorisi" veya "ödemeler bilançosu yaklaşımı" adı verilen yaklaşım ortaya çıkmaktadır. Yaklaşımın en genel biçimi

$$\text{BOP} = 0 = C(\text{EP}^*/\text{P}, \text{Y}, \text{Y}^*) + \text{K}(\text{R}, \text{R}^*, \text{Y}) \quad (1.2.9)$$

denklemini yardımı ile formüle edilebilir³¹, burada

- BOP = ödemeler bilançosu genel dengesi,
- C = cari işlemler hesabı,
- K = sermaye iç bakımı,
- P, P* = yurtiçi ve yabancı ülkeler fiyat düzeyi,
- Y, Y* = yurtiçi ve yabancı ülkeler reel gelir (toplam çıktı) düzeyi,
- R, R* = ev ülkesi ve yabancı ülkeler faiz haddi.

Veri olarak alınan fiyatlar, yabancı ülkeler fiyat düzeyi ve faiz hadlerinde ödemeler bilançosu dengede iken, E'deki bir artış veya yurtiçi parasının değer kaybetmesi ev ülkesini daha rekabetçi hale getirecek ve bu şekilde cari işlemler hesabını iyileştirecektir. Ödemeler bilançosu genel dengesini yeniden sağlamak için sermaye dış akımının teşvik edilmesi ve dolayısı ile faiz hadlerinin düşürülmesi gerekmektedir. Bu çatı içinde kambiyo kurunun görece fiyat düzeylerine, ev ülkesi ve dünya gelir düzeylerine ve faiz hadlerine bağlı olduğu kolaylıkla gösterilebilir:

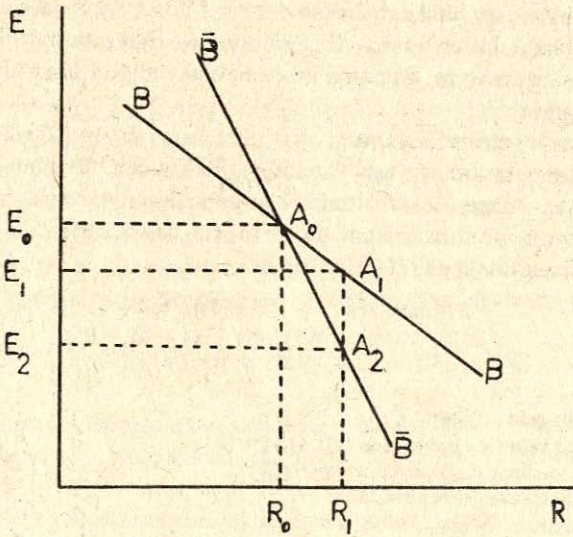
$$\text{E} = \text{E}(\text{P}^*/\text{P}, \text{Y}, \text{Y}^*, \text{R}, \text{R}^*) \quad (1.2.10)$$

Bu yaklaşımdan ortaya çıkan sonuçları kısaca şöyle özetleyebiliriz. Ev ülkesi gelişindeki — örneğin harcamalardaki otonom bir yükselme nedeniyle — bir artış cari işlem hesabını kötüleştirecek ve dolayısı ile bunu giderici bir kambiyo kuru değer düşmesini gerektirecektir. Ülke içi fiyat düzeyindeki bir artış keza gene yurtiçi parasında bir değer kaybını gerektirecektir. Yurtiçi faiz hadlerindeki bir artış ülke parasında bir değer artışına neden olacaktır.

Ev ülkesindeki daha yüksek faiz hadlerinin ülke parasında değer artışına neden olacağı Şekil 1.2.1. aracılığı ile gösterilebilir. İlk aşamada faiz hadlerindeki ar-

30 "Çevirme" kelimesi İngilizce *switching* sözcüğü karşılığında kullanılmaktadır. Bakınız Johnson (1958).

31 Bakınız Dornbusch (1980, s. 8).



Şekil: 1.2.1

tiş net bir sermaye girişine veya sermaye çıkış haddinde bir azalmaya neden olacak ve bu yoldan genel ödemeler bilançosunda bir fazlalık ortaya çıkacaktır. Buna paralel olarak, elastikiyetlerin uygun olduğunu varsayarsak, kambiyo kuru cari işlemler hesabında dengeleyici kötüleşme meydana gelinceye kadar değer kazanacaktır. Bu BB eğrisi üzerinde A_0 'dan A_1 'e doğru yapılan kayma ile gösterilmiştir. Fakat şimdi daha yüksek faiz hadleri ve kambiyo kurundaki değer kazancı yan yurtiçi etkiler yaratacaktır. Daha yüksek faiz hadleri ile toplam talep azalacak ve bu nedenle toplam çıktı düşecektir. Aynı etki yurtiçi parasının değer kazanması sonucu ortaya çıkacak ve cari işlemler hesabı kötüleşecektir. Bu şekilde gelirdeki azalmaya paralel olarak ikinci bir ayarlama süreci ortaya çıkmakta ve zaman içinde bu BB eğrisini içe doğru kaydırmaktadır. Denge gelir düzeyini içeren uzun dönem ödemeler bilançosu eğrisi daha dik $\bar{B}\bar{B}$ eğrisi gibi bir eğri ile temsil edilebilir. Dolayısı ile uzun dönemde A_2 noktasına ulaşıncaya dek yurtiçi parası değer kazanacaktır.

Sermaye piyasasının gelişmediği ve dolayısı ile otonom sermaye hareketlerinin mevcut olmadığı veya çok sınırlı olduğu ekonomiler için ödemeler bilançosu yaklaşımı denklem (1.2.9) ve (1.2.10) yeniden aşağıdaki gibi yazılarak ifade edilebilir:

$$BOP = 0 = C(EP^*/P, Y, Y^*) \quad (1.2.11)$$

$$E = E(P^*/P, Y, Y^*) \quad (1.2.12)$$

Dikkat edilirse bu durumda ödemeler bilançosu dengesi cari işlemler hesabı dengesi ile özdeş hale gelmektedir.

Özetle, ödemeler bilançosu yaklaşımı kambiyo kurundaki değişimleri genel ödemeler bilançosundaki değişimlere ve dolayısı ile görelî fiyatlar ve rekabetteki değişimlere bağlamaktadır.

Ödemeler bilançosu yaklaşımının temel zayıf yönü, daha önce elastikiyet yaklaşımına ilişkin olarak belirttiğimiz gibi, ekonominin diğer kesimlerinde neler olup bittiğini dikkate almamasıdır. Bununla ne demek istendiğini basit bir model içinde açıklamaya çalışalım.

Cari hesabın ve ticaret hesabının aynı olduğunu, yabancı fiyatların ve yurtiçi fiyatlarının başlangıçta üniteye eşit yapıldığını varsayalım. Ek olarak analizi basitleştirmek için özel sermaye hareketlerinin bulunmadığını varsayalım. Bu varsayımlar altında Keynesgil teoreminin toplam arz ve toplam talep arasındaki özdeşliği açık bir ekonomi için aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$\begin{array}{rcl} \text{Toplam arz} & & \text{Toplam talep} \\ Y & = & C + I + G + X - EZ \end{array} \quad (1.2.13)$$

burada

Y = toplam çıktı değeri

C = toplam tüketim harcamalarının değeri,

I = toplam yatırım harcamalarının değeri,

G = toplam devlet harcamaları,

X = ihracatın, net faiz, dividend ve transfer gelirleri dahil, ev ülke parası cinsinden değeri

EZ = ithalatın ev ülke parası cinsinden değeri

ve tüm değişkenler reel olarak ölçülmektedir. Ticaret hesabı bakiyesi ihracat ve ithalat arasındaki farka eşittir, $TB = X - EZ$. $C + I + G$ toplamına milli harcama veya mass etme adını verelim. Dolayısı ile denklem (1.2.13)

$$Y - (C + I + G) = X - EZ \quad (1.2.14)$$

şeklinde yeniden yazılabilir.

Ödemeler bilançosu yaklaşımı bu denklemin sağ yanındaki ihracat ve ithalat ve bunların belirleyicileri üzerine eğilmektedir. Bununla birlikte denklemin sol yanı, herhangi bir ticaret açığının ortaya çıkması için milli harcamaların veya mass etmenin milli çıktıyı aşması gerektiğini vurgulamaktadır ³².

Tam istihdam varsayımı altında bu denklemden şu sonuçlar ortaya çıkmaktadır ³³. Birincisi, eğer milli harcama üzerinde bir etkisi yoksa kambiyo kurundaki değişme ticaret dengesini değiştiremez ³⁴. İkincisi, kambiyo kurundaki değişmeye eşlik eden aynı iktisadi politika önlemleri alınmadığında kambiyo kurundaki değer kaybı reel para ankesleri aracılığı ile milli harcamayı azaltacaktır. Parasal harcama düzeyinin sabit tutulduğunu farzedelim. Bu durumda kambiyo kurundaki değer kaybı ortalama yurtiçi fiyat düzeyini yükselteceğinden — ticareti yapılan malların fiyatları yükselmekte öte yandan ticareti yapılmayan malların fiyatları aynı kalmaktadır — reel harcama düzeyi azalacaktır. Hatta bu yoldan kambiyo kurundaki de-

32 Özü itibarıyla bu devalüasyon analizi mass etme yaklaşımının işaret ettiği noktadır. Bakınız Alexander (1952, 1959).

33 Bakınız Michaely (1980, s. 42).

34 İşgücünün ve diğer üretim faktörlerinin Keynesgil anlamda eksik istihdamı söz konusu olduğunda kambiyo kuru değer kaybı ticaret dengesini gelir üzerindeki etkisi nedeniyle değiştirebilecektir.

ğer kaybının milli harcamalardaki gerekli tüm azalmayı sağlayacağı tasavvur edilebilir. Bu konu bundan sonra ele alacağımız parasal yaklaşımda önemli hale gelmektedir.

Eğer kambiyo kuru değişimleri destekleyici makro iktisadi politikaların mevcut olmadığı durumlarda ödemeler bilançosu üzerinde tahmin edilebilir bir etkiye sahip değilse, bu halde ödemeler bilançosu yaklaşımının kendi başına kambiyo kurundaki değişimleri belirlemesi beklenemez. O halde serbestçe "dalgalanan" bir kambiyo kuru nasıl belirlenmektedir? Bu sorunu çözmek için kambiyo kuru teorisi ödemeler bilançosu yaklaşımından uzaklaşarak bir yandan makro ekonomik yaklaşımlara öte yandan varlık piyasalarına ve özellikle para piyasasına yönelmiştir.

3. KAMBİYO KURU TEORİSİNE PARASAL YAKLAŞIM

Kambiyo kuru teorisine parasal yaklaşım miktar teorisini — tam esnek fiyatların reel para talebi ve nominal para arzı tarafından belirlendiğini öneren teori — katı mutlak satın alma gücü paritesi teorisi ile birleştirerek bir kambiyo kuru teorisine ulaşmaktadır³⁵.

Parasal yaklaşım — özellikle ödemeler bilançosu teorisine parasal yaklaşım — çeşitli şekillerde formüle edilebilir. Bu konudaki literatür son yıllarda hızla artmaktadır. Burada kambiyo kuru teorisine parasal yaklaşım en basit şekli ile sunulmaya çalışılacaktır.

Yaklaşım parasal denge ile kambiyo kuru belirlenmesinin birleştirilmiş bir teorisi olarak formüle edilebilir. Ev ülke ekonomisinde parasal denge koşulunu

$$\frac{M}{P} V(R, Y) = Y \quad (1.3.1)$$

şeklinde yazabiliriz, burada

- M = nominal para miktarı,
- P = fiyat düzeyi,
- V = paranın dolanım hızı,
- Y = reel gelir,
- R = faiz haddi.

$V(R, Y)$ ifadesi paranın dolanım hızının diğer değişkenlerin örneğinin, faiz haddi ve gelirin bir fonksiyonu olabileceğini belirtmektedir.

Denklem (1.3.1)'i fiyat düzeyi için çözümlenerek yeniden

$$P = V \frac{M}{Y} \quad (1.3.2)$$

şeklinde yazabiliriz. Bu denklem, veri olarak alınan bir para dolanım hızında, para miktarındaki bir artışın fiyat düzeyinde aynı oranda bir artışa neden olacağını ifade etmektedir. Benzer şekilde paranın dolanım hızındaki bir yükselme fiyat düzeyini yükseltecektir, öte yandan reel gelirdeki bir artma, reel para talebini arttırarak, denge fiyat düzeylerini düşürecektir.

35 Bakınız Dornbusch (1980, s. 6).

Buradan bir kambiyo kuru teorisine geçmek için, katı mutlak satın alma gücü paritesi teorisinden yararlanıyoruz. Bu teori, daha önce de belirtildiği gibi, ev ülke fiyat düzeyinin yabancı ülkeler fiyat düzeyi, P^* , çarpı kambiyo kuruna, E , eşit olduğunu ifade etmektedir:

$$P = P^*E \quad (1.3.3)$$

burada E dövizin ev ülke parası cinsinden fiyatını göstermektedir. (1.3.3)'ü (1.3.2)'de yerine koyduğumuzda denge kambiyo kurunun belirlenmesini gösteren aşağıdaki ifade ile elde edilir:

$$E = (1/P^*)V \frac{M}{Y} \quad (1.3.4)$$

Bu ifade denge kambiyo kurunun nominal para miktarına, reel çıktı düzeyine ve paranın dolanım hızına bağlı olduğunu belirtmektedir. Nominal para miktarındaki veya paranın dolanım hızındaki bir artış kambiyo kurunda aynı oranda değer kaybını ortaya çıkaracaktır. Öte yandan reel gelirdeki bir artış paranın değer kazanmasına neden olacaktır.

Teori yurtiçi fiyatlarının tam olarak esnek olduğunu, fakat SAGP aracılığı ile dünya fiyatlarına bağlı bulunduğunu ileri sürmektedir. Nominal para miktarı veri iken para talebindeki herhangi bir değişimin fiyatlardaki ve dolayısı ile kambiyo kurundaki telafi edici bir değişimle giderilmesi gerekir. Reel para talebindeki örneğin, reel gelirdeki bir yükselme nedeniyle — bir artış mevcut para stokunun reel değerini arttırmak için fiyatlar genel düzeyinde bir düşmeyi gerektirmektedir. Öte yandan fiyat düzeyindeki bir azalma SAGP gereği ev ülkesi fiyatlarının dünya fiyatları ile aynı doğrultuya gelmesi için kambiyo kurunun değerinin artmasını gerektirmektedir.

Teori iki yoldan genişletilerek geliştirilebilir. Birincisi, yabancı fiyat düzeyi, P^* , aynen ev ülkesi fiyat düzeyi gibi yabancı ülkeler para talebi ve para arzı tarafından belirlenmektedir, bu simetri

$$P^* = V^* \frac{M^*}{Y^*} \quad (1.3.5)$$

şeklinde ifade edilebilir. (1.3.5)'i (1.3.4) içinde yerine koyduğumuzda

$$E = \left(\frac{M}{M^*} \right) \left(\frac{V}{V^*} \right) \left(\frac{Y^*}{Y} \right) \quad (1.3.6)$$

ifadesini buluruz ³⁶. Bu ifadeden açıkça görüldüğü gibi parasal yaklaşımda kambiyo kurunun belirlenmesinde rol oynayan değişkenler iki ülkedeki görelî para arzları, paranın dolanım hızları ve reel gelir düzeyleridir. Diğer şeyler aynı iken, ev ülkesi nominal para stoğu arttığında ev ülkesi kambiyo kuru değer kaybedecektir.

İkinci genişletme bir para talebi fonksiyonu spesifikasyonu yapılarak gerçekleştirilebilir. Geleneksel olarak paranın dolanım hızının reel gelir ve elde bulunduran paranın alternatif maliyetine bağlı olduğu varsayılmaktadır. Para tutmanın alternatif maliyetinin nominal faiz haddi, R , ile temsil edildiğini varsayarsak, paranın

36 Benzer bir ifade için bakınız McKinnon (1981, s. 547).

dolanım hızı için fonksiyonel ilişki

$$V = Y^1 - a_1 e^{a_2 R} \quad (1.3.7)$$

$$V^* = Y^{*1} - a_1 e^{a_2 R^*} \quad (1.3.8)$$

şeklinde ifade edilebilir ³⁷. Fonksiyonel kalıbın biçimi tamamen parasal gelenekler ve sunum kolaylığı gözönüne alınarak belirlenmiştir.

(1.3.7) ve (1.3.8)'i (1.3.6) içinde yerine koyduğumuzda ve logaritmalarını aldığımızda parasal yaklaşımın standart denklemlerine benzer bir denklem elde etmiş oluruz ³⁸.

$$\log_e E = \log_e M - \log_e M^* - a_1 (\log_e Y - \log_e Y^*) + a_2 (R - R^*) \quad (1.3.9)$$

Denklem (1.3.9) ev ülkesi görelî para stokundaki veya görelî faiz haddindeki bir artışın ülke parasında bir değer kaybına ve ev ülkesi gelirindeki görelî bir artışın ülke parasında bir değer artışına neden olacağını belirtmektedir. Görelî faiz haddindeki bir artışın kambiyo kurunda bir değer kaybına neden olacağı gerçekten ilginçtir, çünkü genel olarak kabul edilen faiz hadlerindeki bir artışın paranın değerini artıracığı görüşüne ters düşmektedir. Parasal yaklaşımın bu sonuca nasıl ulaştığını kısaca açıklamak yararlı olacaktır. Faiz hadlerindeki bir artış reel para depoları için talebi azaltacaktır. Nominal para miktarı veri iken, reel para stoğunu yeni daha düşük denge düzeyine indirmek için fiyat düzeyinin artması gerekecektir. Bu şekilde SAGP doğrultusunda çıkan fiyatları SAGP'ye yeniden eşitlemek için kambiyo kurunun değer kaybetmesi gerekecektir.

4. MUNDELL – FLEMING MODELİ

Açık ekonomilerin makro ekonomik analizi gelişimini büyük ölçüde Meade'in (1951, Part III) eşanlı iç ve dış denge analizine borçludur. Meade'in analizi Mundell (1961, 1968) ve Fleming (1962) tarafından yapılan önemli şekilsel ve formel genişletmelerle büyük ölçüde ilgi toplayan bir analiz şekline dönüşmüştür.

Mundell ve Fleming'in çalışmalarından kaynaklanan kambiyo kuru belirleme teorisi kambiyo kurlarındaki değişmelerin rekabet gücünü etkilediğini ve bu nedenle kambiyo kurunun faiz ve çıktı belirlemesi ile ilgili makro ekonomik çatı içine girdiğini ileri sürmektedir. Mundell-Fleming modelinde ev ülke parasındaki değer kaybı

37 Para tutmanın alternatif maliyetinin aynı zamanda beklenen enflasyon oranına \dot{P}^b bağlı olduğunu varsayarsak, fonksiyonel ilişkiler

$$V = Y^1 - a_1 e^{a_2 R} + a_3 \dot{P}^b$$

$$V^* = Y^{*1} - a_1 e^{a_2 R^*} + a_3 \dot{P}^b$$

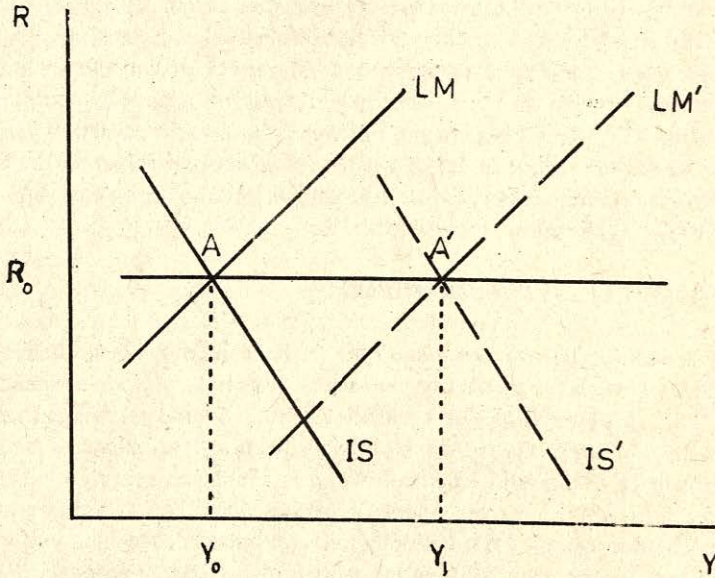
şeklini alacaktır.

38 Para tutumunun alternatif maliyetinin aynı zamanda beklenen enflasyon oranına bağlı olduğu varsayımı altında bu ilişki aşağıdaki şekli alacaktır:

$$\log_e E = \log_e M - \log_e M^* - a_1 (\log_e Y - \log_e Y^*) + a_2 (R - R^*) + a_3 (\dot{P}^b - \dot{P}^{b*})$$

maliye politikası ile hemen hemen aynı biçimde yurtiçi mallarına olan talep düzeyini etkilemektedir. Ülke parasındaki bir değer kaybı dünya talebini ev ülke mallarına kaydırmakta ve bu şekilde talebi arttırıcı bir etki yaratmaktadır.

Tam sermaye mobilitesi varsayımı altında Mundell-Fleming modeli Şekil 1.4.1.'de gösterilmiştir. Tam sermaye mobilitesi ödemeler bilançosunun dengede olabileceği sadece tek bir faiz haddinin varolması demektir. Eğer faiz haddi bu tek faiz haddinden yüksek ise cari işlem hesabı açığını dengeleyici bir iç sermaye akımı, eğer faiz haddi bu tek faiz haddinden düşük ise bir dış sermaye akımı ortaya çıkacaktır. Bu, şekilde yatay bir BB eğrisi ile gösterilmiştir. LM eğrisi parasal dengenin geleneksel temsilidir. Yüksek gelir düzeyleri para talebini arttıracaktır. Para stoğu veri iken, para talebini mevcut arz düzeyinde tutmak için faiz hadleri yükselecektir. IS eğrisi kapalı bir ekonomideki IS eğrisine benzemektedir. Tek farklılık buradaki IS eğrisinin bir talep bileşeni olarak gelir ve rekabet gücü tarafından belirlenen net ihracatı içermesidir. Bu nedenle ev ülke parasındaki değer kaybı IS eğrisini sağa kaydıracaktır.



Şekil: 1.4.1

Modelin çalışma şeklini görmek için LM eğrisinin sağa doğru kaydırılması ile temsil edilen bir parasal genişlemeyi ele alalım. Bunun ani etkisi kuşkusuz faiz hadlerini düşürmek ve bu şekilde talep üzerinde bir genişletici etki yaratmak olacaktır. Bununla birlikte faiz hadlerindeki düşme beraberinde getireceği sermaye dış akımları sonucu kambiyo kurunda bir değer kaybına neden olacaktır. Öte yandan bu değer kaybı ev ülkenin rekabet gücünü yükseltecek, ev ülke mallarına olan talebi arttıracak ve dolayısı ile IS eğrisini A' noktasına ulaştıncaya dek sağa kaydıracaktır. Bu

noktada çıktı ve gelir artan para stoğunu başlangıç faiz haddinde tutmaya yetecek ölçüde artmış olmaktadır.

Dikkat edilirse bu teori toplam talep içindeki net ihracatın merkezi rolüne ve faiz hadleri ile kambiyo kurları arasındaki bağıntıya dikkati çekmektedir. Faiz hadleri ile kambiyo kurları arasındaki bu bağlantı yakın geçmişte geliştirilen kambiyo kuru modellerinin odak noktasını oluşturmaktadır.

Mundell-Fleming modeli bir denge kambiyo kurunun

$$Y = A(R, Y) + C(EP^*/P, Y, Y^*) \quad (1.4.1)$$

şeklindeki mal piyasası denge koşulundan

$$E = E(R, Y, Y^*, P^*/P, \dots) \quad (1.4.2)$$

şeklinde veya tüm sistemden bir indirgenmiş kalıp denklemi olarak

$$E = E(M, Y^*, \dots) \quad (1.4.3)$$

şeklinde elde edilebileceğini ima etmektedir. Burada A yurtiçi sakinlerinin toplam harcamasını, C ticaret dengesini, noktalar ise maliye politikası değişkenlerini ve mal ve para talebinin diğer ekzojen belirleyicilerini göstermektedir.

Burada sunulduğu şekli ile model iki yönden kısıtlayıcıdır. Birincisi, kambiyo kuru bekleme kuruna model hiçbir rol tanımamaktadır. Bu önemli bir noktadır çünkü model bu şekilde faiz haddinin ülkeler arasında kesin olarak eşit olduğunu zımni olarak varsaymaktadır. İkincisi, model paranın değer kaybının yurtiçi fiyatları üzerinde hiçbir etkisi olmadığını zımni olarak varsaymaktadır. Paranın değer kaybının genel fiyat düzeyi üzerinde ve dolayısı ile para stoğunun reel değeri üzerinde veya ev ülkesi çıktısının fiyatı ve dolayısı ile ev ülke rekabet gücü üzerine bir etkide bulunmasına izin verilmemektedir. Fakat ev ülke parasının değer kaybının en azından belirli bir ölçüde yurtiçi fiyatları üzerinde bir etkisi olacağı ve bu etkinin parasal genişlemenin reel etkilerini daraltacağı açıkça görülmektedir.

5. PORTFÖY DENGESİ MODELİ ³⁹

Mundell-Fleming modeli ev ülkesi menkul kıymetleri ve yabancı menkul kıymetler arasında ikame edilebilirliğin yüksek olduğunu varsaymaktadır. Mundell-Fleming modelinde sermaye mobilitesi tam olduğundan ev ülke faiz hadlerinin dünya faiz hadlerinden en ufak bir şekilde sapsması sınırsız sermaye akımlarını uyarmaktadır. Portföy dengesi modelleri ev ülkesi menkul kıymetleri ve yabancı menkul kıymetler arasında sınırlı bir ikameyi vurgulamakta ve menkul kıymetlerin talep ve arzları arasındaki dengeyi sağlama açısından menkul kıymetlerin getirileri yanında kambiyo kuru düzeyine de rol vermektedir.

Temel portföy dengesi modeli (1.5.1) – (1.5.4) denklemleri ile temsil edilebilir. Denklem (1.5.1)

39 Portföy dengesi modellerini geliştirenler arasında Boyer (1977), Dornbusch (1975), Kouri (1976), Branson (1976) yer almaktadır. Keza bakınız Dornbusch (1980).

$$M = f(R^*, R)W \quad f_R, f_{R^*} < 0 \quad (1.5.1)$$

parasal denge koşulunu yansıtan bir denklemdir, burada W nominal serveti ve $f(R, R^*)$ halkın ev ülke parası biçiminde elde tutmak istediği servet oranını simgelemektedir.

Ev ülkesi menkul kıymetler piyasasında denge, mevcut arzın talebe eşit olmasını gerektirmektedir, bu

$$U = g(R, R^*)W \quad g_R > 0 \quad ; \quad g_{R^*} < 0 \quad (1.5.2)$$

denklemleri ile gösterilebilir, burada U menkul kıymetler arzını ve $g(R, R^*)$ ev ülkesi menkul kıymetlerinin servete oranını simgelemektedir. Bu oranın ev ülkesi menkul kıymetlerinin getirisine göre arttığı ve yabancı menkul kıymetlerinin getirisine göre azaldığı varsayılmaktadır.

Ev ülkesindeki servet için sınırlayıcı koşul

$$W = M + ED + U \quad (1.5.3)$$

denklemleri ile gösterilebilir, burada D elde tutulan, yabancı para cinsinden ifade edilmiş, yabancı menkul kıymetlerin değerini simgelemektedir. Dolayısı ile ED yurtiçi parası cinsinden yabancı menkul kıymetlerin değerini göstermektedir.

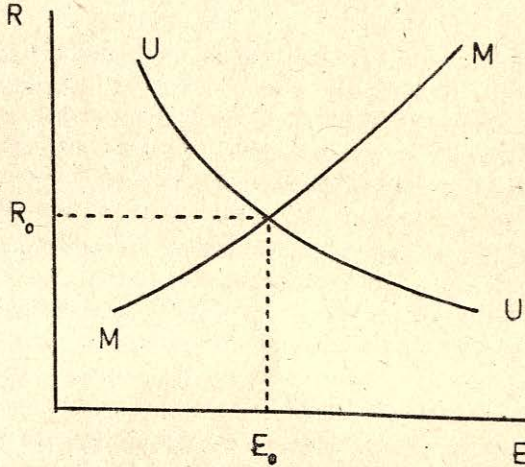
Denklem (1.5.1) ve (1.5.2) servet için sınırlayıcı koşulu temsil eden (1.5.3) ile birlikte net yabancı menkul kıymetler için

$$ED = (1 - g - f)W = h(R, R^*)W \quad (1.5.4)$$

$$h_R < 0 \quad ; \quad h_{R^*} > 0$$

şeklinde bir denge koşulu vermektedir. Net yabancı menkul kıymetler negatif olabileceğinden h negatif olabilecektir. Menkul kıymetlerin ikame edilebilir olduğu varsayılmaktadır, bu nedenle menkul kıymetler kendi getirisine karşı negatif tepki göstermektedir.

Şekil 1.5.1'deki veri olarak alınan para ve menkul kıymetler stokları için para piyasası ve ev ülkesi menkul kıymetler piyasası denge eğrileri gösterilmektedir. MM



Şekil: 1.5.1

eğrisi boyunca ev ülkesi para piyasası dengesindedir. Yükselen faiz hadleri para talebini azaltmakta dolayısı ile para piyasası dengesi ev ülke parasının değerini düşürülmesini gerektirmektedir. Bu ise yabancı varlıkların ev ülkesi parası cinsinden değerinde ve dolayısı ile servette bir artış demektir. Bu şekilde kambiyo kuru menkul kıymetlerin değerlendirilmesini etkileyerek dengeleyici bir rol oynamamaktadır. UU eğrisi boyunca ev ülkesi menkul kıymetler piyasası dengesindedir. Yükselen faiz hadleri ev ülkesi menkul kıymetlerinin talebini artırır. Dengenin yeniden sağlanması için yabancı varlıkların ev ülkesi parası cinsinden değerinin ve dolayısı ile servetin azaltılması ve dolayısı ile ev ülkesi parasının değerinin artırılması gerekmektedir.

Yabancı faiz haddindeki bir artış ev ülke parasının ve ev ülkesi menkul kıymetlerinin aşırı arzına neden olacaktır. Bu ise MM eğrisinin sağa ve aşağı doğru ve UU eğrisinin sağa ve yukarı doğru kayması demektir. Bunun sonucu ev ülke parasının değer yitirmesidir.

Ev ülke para stoğundaki bir artışa gelince. Başlangıç dengesinde aşırı bir para arzı ve ev ülkesi (ve yabancı) menkul kıymetleri için aşırı bir talep ortaya çıkacaktır. Buna paralel olarak MM eğrisi aşağı ve sağa doğru UU eğrisi ise aşağı ve sola doğru kayacaktır. Bunun sonucu ev ülke parası değer kaybedecektir, çünkü (1.5.1), (1.5.2) ve (1.5.3)'ten

$$\frac{dE}{dM} = \frac{1}{D} \cdot \frac{g_R(1-f) + g_f R}{f g_R - g_f R}$$

$$\frac{dE}{dM} = \frac{1}{D} \cdot \frac{g_R h + g(g_R + f_R)}{f g_R - g_f R} > 0$$

olduğu bulunur ⁴⁰.

Şimdi net yabancı menkul kıymetlerdeki bir artışı ele alalım. Bu durumda hem MM eğrisi ve hem de UU eğrisi sola doğru kayacaktır. Dolayısı ile ev ülke parası değer kazanacaktır.

Ev ülke menkul kıymetlerindeki bir artışın denge kambiyo kuru üzerindeki etkisi belirsizdir.

Bu sonuçlar denge kambiyo kuru için bir indirgenmiş kalıp denklemi, (1.5.6) ile özetlenebilir:

$$E = E(R^*, M, U, D) \quad E_{R^*} > 0 \quad ; \quad E_M > 0 \quad (1.5.5)$$

$$E_U \leq 0 \quad ; \quad E_F < 0$$

Portföy dengesi modelinde ev ülkesi menkul kıymetler ve yabancı menkul kıymetler tam ikame malları değildir, dolayısı ile bunların göreceli arzları nominal para stoğu ile birlikte denge faiz haddini ve kambiyo kurunu belirlemektedir.

Model iki önemli açıdan kısmi denge modelidir. Birincisi, finansal piyasalar, kambiyo kuru, mal piyasaları ve cari işlemler hesabı arasındaki karşılıklı ilişkiler gözönüne alınmamaktadır. İkincisi, bekleyişlerin rolüne izin verilmemektedir.

40 Bakınız Dornbusch (1980, s. 28).

Öte yandan model parasal modeli genişletmektedir ve bu açıdan kambiyo kuru analizi için daha cazip bir model olmaktadır.

6. VADELİ KAMBIYO TEORİSİ, BEKLEYİŞLER ve KAMBIYO KURU DİNAMİĞİ

Şimdiye dek esas itibariyle statik ve bekleyişlerin rolünü vurgulamayan kambiyo kuru modelleri üzerinde durduk. Şimdi analizimizi bekleyişleri ve bazı dinamik sorunları ele alacak şekilde genişleteceğiz. Esnek kambiyo kuru sisteminde bekleyişler çok önemli bir yere sahiptir. Spot kambiyo kuru hemen hemen tamamen toplumun onun gelecekte alacağı değerlerle ilgili bekleyişler tarafından yönlendirilmektedir. Kuşkusuz bu bekleyişler ekonominin yapısı, kurumsal özellikler veya sistematik politika tepkileri, örneğin belirli durumlarda kambiyo otoritelerinin spot veya vadeli (forward) piyasalara müdahalesi, tarafından etkilenmektedir.

Bu kesimde önce vadeli kambiyo teorisi veya faiz haddi paritesi teorisi adı verilen teoriyi inceleyecek, daha sonra kambiyo kuru bekleyişleri ve dinamiği ile ilgili bazı sorunlara değineceğiz.

İlkel şekli ile 1890'larda görünmesine ⁴¹ rağmen vadeli kambiyo teorisini (veya faiz haddi paritesi teorisini) ilk kez formüle edenin Keynes (1923) olduğu genellikle kabul edilmektedir. Bu teori tam sermaye mobilitesi varsayımı altında faiz hadleri, spot (cari) kambiyo kuru ve vadeli kambiyo kurları arasında bir ilişki kurmaktadır. Teori ellerinde aktif varlık bulunduranların R faiz haddinde getiri sağlayan ev ülkesi aktif varlıklarını elde tutmak ile R* faiz haddinde getiri sağlayan yabancı aktif varlıkları elde tutmak arasında bir seçim yapma imkânına sahip olduğunu gözönüne almaktadır. Dolayısı ile, dönem başında elinde bir ünite ev ülke parası bulunduran bir yatırımcı iki seçeneğe sahiptir:

(a) Bir ünite ev ülke parasını ev ülkesi aktif varlıklarına yatırarak ödeme dönemi sonunda $(1 + R)$ ünite birikim sağlamak;

(b) Bir ünite ev ülke parasını spot kambiyo kurundan, E (bir ünite dövizin ev ülke parası cinsinden değeri), dövize dönüştürmek, $1/E$, bunu yabancı aktif varlıklara yatırmak, daha sonra ana para artı faizi, $(1/E)(1 - R^*)$, bir vadeli kurdan, F (bir ünite dövizin ev ülke parası cinsinden değeri), faiz ödeme dönemi sonunda teslim edilmek üzere ev ülke parasına çevirerek $(1/E)(1 + R^*)F$ ünite birikim sağlamak; yatırımcıların $(1 + R)$ veya $(1/E)(1 + R^*)F$ ünite yurtiçi parası biriktirebilmelerinin kesinliği ölçüsünde ⁴² garanti kârlar peşinde koşan arbitrajörler (arbitraj yapanlar) bu faiz faktörleri arasındaki farkı elimine edecek miktarda fonu bir yerden diğerine kaydıracaktır. Bu şekilde faiz haddi paritesi aktif varlık piyasası denge koşulu olmaktadır:

$$(1 + R) = (1/E)(1 + R^*)F$$

41 Bakınız Einzig (1970, s. 214-215).

42 Burada politik rizikolar, işlem maliyetleri ve sermaye hareketleri üzerine konan kontroller ihmal edilmektedir.

Bu ifadeden şu sonuç çıkmaktadır:⁴³

$$(F - E)/E = [(1 + R)/(1 + R^*)] - 1 = (R - R^*)/(1 + R^*) \quad (1.6.1)$$

$$(F - E)/E \approx R - R^* \quad (1.6.2)$$

Diğer bir deyimle, ev ülke parası üzerinden sağlanacak vadeli yüzde prim — yani ev ülke parasının vadeli fiyatının spot fiyatını aşma yüzdesi — ev ülke faiz haddi ile yabancı faiz haddi arasındaki farka eşitlenecektir. Faiz hadleri vadeli kurun geçerli olduğu zaman döneminin yüzdesi olarak ifade edilmektedir.

(1.6.2) koşulu Bretton Woods döneminde kambiyo kurları üzerine yapılan teorik tartışmaların büyük bir çoğunluğunun ağırlık noktasını oluşturmaktaydı. Bu literatür kambiyo piyasasında işlem yapanları üç grupta toplamaktaydı. (a) ticari işlem yapanlar, bunlar ithalat için ödeme yapmak üzere döviz alanları ve ihracat karşılığı elde ettikleri döviz ev ülke parasına çevirenleri kapsamaktadır; (b) riziko üstlenen pür spekülörler; (c) faiz haddi paritesini korumaya yönelik davranışta bulunan faiz arbitrajörleri⁴⁴. Kenen (1965) kambiyo piyasasında işlem yapanların bu şekilde işlevsel ayırımını şiddetle eleştirmesine rağmen, bu literatürden kâr amacı ile yapılan spekülasyonun spekülörlerin vadeli kontratların vadesi sona erdiğinde geçerli olmasını bekledikleri spot kurlarla vadeli kurlar arasındaki büyük farklılıkları engelleyici görüşü ortaya çıkmıştır. Bu görüş spekülörlerin kârlılık koşulundan kaynaklanmaktadır. Spekülörler gelecekteki bir tarihte bir ünite ev ülke parası karşılığında $1/F$ ünite yabancı para teslim etmeyi (veya teslim almayı) kapsayan bir işlemi ancak söz konusu gelecek tarihte geçerli olmasını bekledikleri spot kur, \bar{E} (bir ünite dövizin ev ülke parası cinsinden değeri), kendilerine kontratı yapılan tutarı beklenen bir kârla, $1/F - 1/\bar{E} > 0$ (veya $F - \bar{E}$), döviz (veya ev ülke parasına) çevirme şansı verdiğinde gerçekleştireceklerdir. Bu şekilde

$$\bar{E} \approx F \quad (1.6.3)$$

koşulunun kambiyo piyasası dengesinin ikinci özelliğini tasvir ettiği kabul edilmektedir. Bu şekilde (1.6.2) ve (1.6.3) koşulu birlikte

$$(\bar{E} - E)/E \approx R - R^* \quad (1.6.4)$$

koşulunu ima etmektedir. Bu üç koşul (1.6.2), (1.6.3) ve (1.6.4) çeşitli şekillerde bakılabilir. (1.6.2) koşuluna faiz hadleri ve vadeli kur veri iken, spot kurun bir açıklaması

$$E = \frac{F}{1 + R - R^*} \quad (1.6.5)$$

olarak; faiz hadleri ve spot kur veri iken, vadeli kurun bir açıklaması

$$F = E(1 + R - R^*) \quad (1.6.6)$$

olarak; veya spot kur ve vadeli kur veri iken faiz farklılığının bir açıklaması

43 $(F - E)/E \approx R - R^*$ sonucu $1 + R^*$ 'in tipik değerlerinin ünite civarında olacağı ve bu nedenle yaklaşık değer hatasının ihmal edilebileceği geleneğinden kaynaklanmaktadır.

44 Bakınız Tsiang (1959) ve Grubel (1966).

$$R - R^* = (F - E)/E \quad (1.6.7)$$

olarak bakılabilir.

Alternatif olarak, (1.6.4) koşulu spot kur için

$$E = \frac{E}{1 + R - R^*} \quad (1.6.8)$$

denklemini verecek şekilde yeniden yazılabilir ve bu spot kambiyo kurlarının belirleyicisi olarak kullanılabilir. Bu denklem, bekleyişler veri iken, ev ülke faiz hadlerindeki bir artışın ülke parasının değerinde bir artmaya ve faiz haddi veri iken, paranın değer kaybedeceği bekleyişinin ülke parasının hemen aynı oranda bir değer kaybına neden olacağını belirtmektedir. Bununla birlikte, bu tahminlerin normal olarak ekzojen olmayan bekleyişlere veya faiz hadlerine dayandığını vurgulanması gerekir. Diğer bir deyimle bu tahminler her bir endojen değişkenle politika araçları veya diğer ekzojen değişkenler arasında ilişki kuran tam bir modele değil, fakat endojen değişkenler arasındaki denge ilişkilerine dayanmaktadır.

Dolayısı ile, yukardaki kambiyo kuru belirleme modelinin bir nominal faiz hadleri teorisi ve kambiyo kuru bekleyişlerinin nasıl oluşturulduğuna ilişkin bir teori ile kapatılması gerekmektedir. Bu noktada bu model ile daha önce tartışılan modeller arasında bağlantı kurulmaktadır. Örneğin, Keynesgil modele müracaat ederek faiz hadlerinin gelir, ticaret hadleri ve reel para stoğu tarafından belirlendiğini ileri sürebiliriz. Yabancı faiz haddinin veri olarak alındığını farzedelim. Yurtiçi faiz hadi, LM eğrisi tarafından zımni olarak ima edilen para piyasası denge koşulu kullanılarak, gelir ve reel paranın bir fonksiyonu olarak ifade edilebilir

$$R = R(M/P, Y) \quad (1.6.9)$$

Beklenen kambiyo kuru veya uzun dönem kambiyo kuru, \bar{E} , ticaret hadlerinin, T , uzun dönem fiyat düzeylerinin, P/P^* , bir fonksiyonu olarak gösterilebilir:

$$E = E(T, \bar{P}/\bar{P}^*) \quad (1.6.10)$$

Öte yandan fiyat düzeylerinin uzun dönem para stokları ile oransal olarak değiştiği kabul edilirse

$$\bar{E} = \bar{E}(T, h\bar{M}/h^*\bar{M}^*) \quad (1.6.11)$$

yazılabilir, burada h ve h^* ekzojen reel değişkenler tarafından belirlenen oransallık faktörleridir. (1.6.9) ve (1.6.11)'i (1.6.8) içinde yerine koyduğumuzda denge spot kambiyo kuru için bir indirgenmiş kalıp denklemi elde ederiz:

$$E = \frac{E(T, h\bar{M}/h^*\bar{M}^*)}{1 + R(M/P, Y) - R^*}$$

$$E = E(T, M/P, Y ; h, h^*, \bar{M}, \bar{M}^*) \quad (1.6.12)$$

Bu denklem diğer şeyler aynı iken, daha yüksek bir yurtiçi fiyat düzeyinin ev ülke denge faiz haddini yükselteceği ve bu şekilde ev ülkesi lehine bir faiz farkı yaratacağını ima etmektedir. Bu farkı gidermek için spot kurun değer kazanması — E'nin düşmesi — gerekmektedir, bu beklenen değer kaybı oranı faiz farkına eşit oluncaya dek sürecektir.

7. SONUÇ

Yukarda kambiyo kurunun belirlenmesi ile ilgili popüler teoriler olarak adlandırılabilir belli başlı teorileri açıklamaya çalıştık. Gözönüne alınan yaklaşımlardan herbirinin kambiyo kurunu özellikle kısa dönemde belirleme açısından aksak yönlerini vurguladık.

Kuşkusuz kambiyo kuru davranışının daha iyi anlaşılabilmesi büyük çaptaki ekonometrik modeller içinde kambiyo piyasasının kapsamlı bir şekilde katılmasını gerektirmektedir. Ayrıca kambiyo kuru davranışı açıklanırken para ve maliye politikası karışımının, kambiyo kuru bekleyişlerinin ve kamu otoritelerinin spot ve vadeli piyasalara müdahalesinin rolünü açıklayan modellere ağırlık verilmesi gerekmektedir. Bu yöndeki çalışmalar son yıllarda hızla artmaktadır.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- Alexander, S.S. (1952), "Effects of a Devaluation on the Trade Balance", *International Monetary Fund Staff Papers*, 2 (April 1952), 263-278. Caves and Johnson'da yeniden basılmıştır.
- Alexander, S.S. (1959), "Effects of a Devaluation: A Simplified Synthesis of Elasticities and Absorption Approaches," *American Economic Review*, 49, (March 1959), 23-42.
- Bacha, E. and Taylor (1971), "Foreign Exchange Shadow Prices: A Critical Review of Current Theories," *Quarterly Journal of Economics*, 85 (May 1971), 197-224.
- Balassa, B. (1961), "Patterns of Industrial Growth: Comment", *American Economic Review*, 51 (June 1961), 394-97.
- Balassa, B. (1964), "The Purchasing-Power Parity Doctrine: A Reappraisal," *Journal of Political Economy*, 72 (December, 1964), 584-96.
- Balassa, B. (1974), "Purchasing Power Parity and Factor Price Equalization: Comment", *Kyklos*, 27 (Fasc.4, 1974), 879-93.
- Boyer, R. (1977), "Devaluation and Portfolio Balance". *American Economic Review*, (March 1977).
- Branson, W. (1976), "Asset Markets and Relative Prices in Exchange Rate Determination", Seminar Paper No. 66 (December, 1976), Stockholm: Institute for International Economic Studies.
- Cassel, G. (1918), "Abnormal Deviations in International Exchange," *Economic Journal*, 28 (December, 1918), 413-415.
- Cassel, G. (1928), *Post-War Monetary Stabilization*, Columbia University Press, 1928.
- Caves, R.E., and R.W. Jones (1973), *World Trade and Payments: An Introduction*, Boston: Little Brown and Company, 1973.
- Clement, M.O., R.L. Pfister, and K.J. Rothwell (1967), *Theoretical Issues in International Economics*, Boston: Houghton Mifflin Company, 1967.

- Cooper, R.N. (1971), "Devaluation and Aggregate Demand in Aid-Receiving Countries", J.H. Bhagwati, R.W. Jones, R.A. Mundell and J. Vanek, eds., *Trade Balance of Payments and Growth*, içinde, Amsterdam: North-Holland, 1971, 355-376.
- Dornbusch, R. (1975), "A Portfolio Balance Model of the Open Economy", *Journal of Monetary Economics* 1 (May, 1975).
- Dornbusch, R. (1980), "Monetary Policy under Exchange Rate Flexibility", Bigman ve Taya içinde, 3-31.
- Einzig, P. (1970), *The History of Foreign Exchange*, London: MacMillan, 1970.
- Ellsworth, P.T. (1950), *The International Economy*, New York, 1950.
- Fleming, J.M. (1962), "Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates," *IMF Staff Papers*, 9 (November, 1962), 369-379.
- Grubel, H.G. (1966), *Forward Exchange, Speculation, and the International Flow of Capital*, Stanford, California: Stanford University Press, 1966.
- Haberler, G. (1936), *Theory of International Trade*, London, 1936.
- Haberler, G. (1945), "The Choice of Exchange Rates After the War", *American Economic Review*, 35 (June, 1945), 308-18.
- Haberler, G. (1949), "The Market for Foreign Exchange and the stability of the Balance of Payments: A Theoretical Analysis", *Kyklos* (1949, 3), 193-218.
- Haberler, G. (1961), "A Survey of International Trade Theory", *Special Papers in International Economics*, No. 1, Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1961.
- Hansen, A.H. (1944), "A Brief Note on Fundamental Disequilibrium", *Review of Economic Statistics*, 26 (February 1944), 182-184.
- Harberger, A.C. (1950), "Currency Depreciation, Income and the Balance of Trade," *Journal of Political Economy*, 58 (February, 1950), 47-60. Caves and Jones içinde yeniden basılmıştır.
- Holmes, J.M. (1967), "The Purchasing-Power-Parity Theory: In Defense of Gustav Cassel as a Modern Theorist", *Journal of Political Economy*, 75 (October, 1967), 686-95.
- Houthakker, H.S. (1962), "Should We Devalue the Dollar?" *Challenge*, 11 (October 1962), 10-12.
- IMF (1975), *Annual Report 1975*, Washington D.C.
- Isard, P. (1977), "How Far Can We Push The 'Law of One Price'?" *American Economic Review*, 67 (December, 1977), 942-928.
- Isard, P. (1978), "Exchange-Rate Determination: A Survey of Populer Views and Recent Models", *Princeton Studies in International Finance*, No. 16, Princeton N.J.: Princeton University Press, 1978.
- Johnson, H.G. (1958), "Towards a General Theory of the Balance of Payments", *International Trade and Economic Growth* içinde, London: Allen and Unwin, 1958.
- Johnson, Harry, G. (1968) a, "International Trade: I. Theory", *International Encyclopedia of the Social Sciences*, Vol. 8, New York: MacMillan, 83-96.

- Johnson, H.G. (1968) b, "Problems of Balance of Payments Adjustment in the Modern World", *Essays in Money and Banking in Honour of R.S. Sayers* içinde, London, Oxford, 113-29.
- Kenen, P.B. (1965), "Trade, Speculation and the Forward Exchange Rate", R.E. Badwin et al., *Trade, Growth and the Balance of Payments* içinde, Chicago: Rand McNally, 1965, 143-69.
- Keynes, J.M. (1923), *A Tract on Monetary Reform*, London: MacMillan, 1923.
- Kesselman, J. (1971), "The Role of Speculation in Forward-Rate Determination: The Canadian Flexible Dollar 1953-60", *The Canadian Journal of Economics*, 4 (August, 1971), 279-98.
- Kindleberger, C.P. (1969), "Measuring Equilibrium in the Balance of Payments", *Journal of Political Economy*, 77 (November/December, 1969), 873-91.
- Kindleberger, C.P. (1973), *International Economics*, Illinois: Homewood, fifth edition, 1973.
- Kouri, P. (1976), "The Exchange Rate and the Balance of Payments in the Short Run and in the Long Run: A Monetary Approach", *Scandinavian Journal of Economics*, 78 (No. 2, 1976), 280-304.
- Lutz, F.A. (1966), *The Problem of International Economic Equilibrium*, Amsterdam, 1966.
- Machlup, F. (1939), "The Theory of Foreign Exchanges", *Economica*, 6 (November, 1939), Ellis and Metzler içinde yeniden basılmıştır.
- Machlup, F. (1940), "The Theory of Foreign Exchanges", *Economica*, 6 (February, 1940), 23-49. Ellis and Metzler içinde yeniden basılmıştır.
- Machlup, F. (1964), *International Payments, Debts, and Gold*, New York, 1964.
- McKinnon, R.I. (1981), "The Exchange Rate and Macroeconomic Policy: Changing Postwar Perceptions", *Journal of Economic Literature*, 19 (June, 1981) 531-557.
- Meade, J.E. (1951), *The Balance of Payments*, London: Oxford University Press, 1951.
- Metzler, L.A. (1948), "The Theory of International Trade", H.S. Ellis, eds., *A Survey of Contemporary Economics*, Philadelphia, 1948, 210-54.
- Michaely, M. (1980), "Analyses of Devaluation: Purchasing Power Parity, Elasticities, and Absorption", Bigman and Taya içinde. 33-54.
- Mundell, R.A. (1961), "Flexible Exchange Rates and Employment Policy", *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 27 (November, 1961) 509-517.
- Mundell, R.A. (1968), *International Economics*, New York: MacMillan, 1968.
- Myhrmann, J. (1976), "Experiences of Flexible Exchange Rates in Earlier Periods: Theories, Evidence and a New View", *Scandinavian Journal of Economics*, 78 (No. 2, 1976), 169-196.
- Nürkse, R. (1944), *International Currency Experience*, Geneva: League of Nations, 1944.
- Officer, L.H. (1968), *An Econometric Model of Canada Under the Fluctuating Exchange Rate*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1968.

- Officer, L.H. (1974), "Purchasing Power Parity and Factor Price Equalization", *Kyklos*, 27 (fasc. 4, 1974), 868-78.
- Officer, Lawrence, H. (1976), "The Purchasing-Power-Parity Theory of Exchange Rates: A Review Article", *IMF Staff Papers*, 23 (March, 1976), 1-60.
- Pigou, A.C. (1922), "The Foreign Exchanges", *Quarterly Journal of Economics*, 37 (November, 1922), 52-74.
- Robinson, J. (1937), "The Foreign Exchanges" *Essays in the Theory of Employment*, Part III, Ch. 1, New York: MacMillan, 1937. Ellis and Metzler içinde yeniden basılmıştır.
- Samuelson, P.A. (1974), "Analytical Notes on International Real-Income Measures" *Economic Journal*, 84 (September, 1974), 595-608.
- Scammell, W.M. (1961), *International Monetary Policy*, London, 1961.
- Stern, R.M. (1973), *The Balance of Payments Theory and Economic Policy*, Chicago: Aldine, 1973.
- Tsiang, S.C. (1959), "Fluctuating Exchange Rates in Countries with Relatively Stable Economics: Some European Experiences after World War I", *IMF Staff Papers*: Vol. VII, (October, 1959), 244-73.
- Yeager, L.B. (1958), "A Rehabilitation of Purchasing-Power-Parity", *Journal of Political Economy*, 66 (December, 1958), s. 516-30.
- Yeager, L.B. (1966), *International Monetary Relations: Theory History and Policy*, New York: Harper and Row, 1966.
- Yeager, L.B. (1968), *The International Monetary Mechanism*, New York, 1968.