

DÖVİZ KURLARININ BELİRLENMESİNDE PARASAL MODELLERİN BAŞARISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Ahmet AY*

Özet

1970 sonrası, dalgalı kur sistemi döneminde döviz kurlarındaki değişimleri açıklamada parasal modeller yetersiz kalmışlardır. Bunun bir nedeni modellerin temelinde yer alan satın alma gücü paritesi , faiz oranları paritesi ve piyasa etkinliğinin gerçekleşmemesidir. Diğer nedenler ise ekonometrik yapıdan kaynaklanmakta olup bunlar eşzamanlılık, çoklubağlantının varlığı, yapısal eşitliklerin ve zaman serilerinin istikrarsızlığı, beklentilerin modellenmesinde zorluklar, varlık stoklarının ölçümü, para ikamesinin varlığıdır. Son dönemlerde gelişen yeni ekonometrik yöntemler bazı sorunların giderilmesine önemli katkı yaptığı gibi, birçok sorunu da beraberinde getirmektedir. Döviz kurlarının belirlenmesinde parasal modellerin başarısını etkileyen ve bu çalışmada anlatılan faktörlerde açıklanan sorunlar giderildiğinde bu modellerin açıklayıcı güçlerinin artacağı beklenebilir. Bu nedenle çalışmada öncelikle parasal modeller genel yapısı tanıtılacak, sonrada döviz kurlarının belirlenmesinde parasal modellerin başarısını etkileyen faktörler analiz edilecektir.

Anahtar Kelimeler: Döviz kuru, parasal modeller, satın alma gücü paritesi, faiz oranları paritesi, etkin piyasa hipotezi .

Abstract

In the period of floating exchange rate system, specifically later then 1970, monetary models were not be able to explain the reasons for the instability occurring in the foreign exchange rates. Some of the reasons of this failure is such that the stability in purchasing power parity , the interest rate parity, market efficiency which are located in the base of these models were not be realized sufficiently. The remaining reasons are oriented from the definitions of econometric bases namely, the simultaneous equations, the existence of the autocorrelation, the instability of structural equation and time series, the difficulties in the ex-ante models, the estimations of equity stock, and the existency of currency substitution. Recently developing econometric models have not only essentials impact on the resolution of problems but also brought with together new some problems. The factors which affects the success of monetary models in the determination of exchange

* Yrd. Doç. Dr., Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

rate are explained in this research. And it is ceartinly that if the problems of these factors are removed, the explatioary power of these models will be raised. Therefore, first of all,the general behavior of monetary models will be examined in this research. And then, the factors focusing the success of monetary models in the determination of exchange rates will be analyzed.

Key Words: Exchange rate, monetary model, purchasing power parity, interest rate parity, efficient market hypothesis

Giriş

1970'lerin başından itibaren sabit fakat ayarlanabilir döviz kuru sisteminden dalgalı döviz kuru sistemine geçişle birlikte, döviz kurlarındaki değişimleri açıklamaya yönelik teorik ve ampirik çalışmalarda oldukça hız kazanmıştır. Ancak bu modellerin döviz kurlarını açıklamada yeterince başarılı olamadıkları görülmüştür. Bu nedenle çalışmada öncelikle parasal modeller genel yapısı ile tanıtılacak, sonrada döviz kurlarının belirlenmesinde parasal modellerin başarısını etkileyen faktörler analiz edilecektir.

I. Parasal Modellerin Genel Yapısı

1970 öncesi dönemde Mundell - Fleming tarafından geliştirilen ve varlık piyasaları ile sermaye hareketlerini açık ekonomiye entegre ederek, cari işlemler açıklarını sermaye hesabıyla gideren akım yaklaşım, 1970 sonrası dönemde döviz kurlarındaki değişimleri açıklamada yetersiz kalmıştır. Bu nedenle döviz kurlarındaki değişimleri açıklamak için akım yaklaşımdan, döviz kurlarını bir ülke parasının diğer ülke parası cinsinden fiyatı olarak alan, döviz kurlarının bu varlıkların stokları tarafından belirlendiği varlık piyasası yaklaşımına geçilmiştir.

Bu yaklaşıma göre, döviz kuru tanım gereği ülke parasının bir başka ülke parası cinsinden fiyatı olduğundan dolayı, döviz kuru iki paranın arz ve talebi yönünden analiz edilebilir ve döviz kuru bir varlık fiyatı olduğundan, onun belirlenmesinde diğer varlık fiyatlarının belirlenmesindeki aynı kavramlar kullanılabilir(Mussa, 1992: 90-91). Bu nedenle parasal modeller, varlıkların akım değerlerinden çok, stok değerleri üzerinde durmaktadırlar. Döviz kuru da, piyasadaki ulusal para stokları tarafından belirlenmektedir. Dolayısıyla burada, para arzı ile para talebi fonksiyonları önemli olmaktadır. Para arzı, yabancı döviz rezervi ve yurtiçi kredilerin bir fonksiyonu iken; para talebi faiz oranları, gelir düzeyi, uluslararası fiyat düzeyi, döviz kuru ve özellikle gelecekteki döviz kurları ile ilgili beklentilerin bir fonksiyonudur(Caves ve Fiege,

1980: 121). Ancak parasal modellerin ulusal paraların arz ve talep stokları üzerinde durması, döviz kurlarının diğer varlık fiyatlarının temel özelliklerini yansıtması açısından tek başına yeterli değildir. Çünkü gelecekteki döviz kuru beklentileri cari döviz kurlarını belirlemede önemli rol oynamaktadır. Cari döviz kurları yalnızca arz ve talep tarafından değil, aynı zamanda gelecekteki döviz kurları hakkındaki beklentilerden de etkilenmektedir. Paralar dayanıklı olduklarından dolayı, gelecekteki döviz kurları konusundaki beklentiler, cari döviz kurlarını etkileyecektir. Bu yüzden, bireylerin gelecekteki döviz kurları hakkındaki beklentileri değişmişse, cari döviz kurları da değişecektir.

Gerçekte ödemeler dengesi ve döviz kurlarını parasal bir olgu olarak alan bu yaklaşımlar, sabit döviz kurları altında ödemeler dengesinin belirlenmesinde para ve diğer varlıkların rolü üzerinde dururken; dalgalı döviz kuru sisteminde de bu faktörlerin döviz kurunun belirlenmesindeki rolü üzerinde durmaktadırlar(Frenkel, 1976: 200-2001). Bu açıdan sabit döviz kurları altında ödemeler dengesine parasal yaklaşım, serbest döviz kurları altında döviz kurlarına parasal yaklaşım haline dönüşmektedir(Bilson, 1978: 392).

Parasal modellere göre, ödemeler dengesi ve döviz kurları parasal bir olgu olup, değişik ulusal paraların arz ve talebi tarafından belirlenmektedir. Belirli bir paranın arzına oranla o paraya yönelik talep arttığı zaman, ya para arzının yurtiçi kredi bileşeni artmak zorundadır veya döviz kuru değerlenmek veya resmi rezervler fazla vermek zorundadır. Döviz kurları parasal bir olgu olmasına karşın, reel faktörler tarafından da etkilenmektedir. Gelişmiş ülkelerde döviz kurlarını etkileyen reel faktör reel gelir düzeyi iken, gelişmekte olan ülkelerde ihracat fiyatlarıdır. Fakat reel faktörler öncelikle para talebini etkilemektedir. Bu nedenle, reel faktörler para talebini artırarak döviz kurlarının değerlenmesine yol açmaktadır(Mussa, 1976: 231).

Döviz kurlarının belirlenmesinde parasal modeller aşağıdaki yapı içinde analiz edilebilir:

$$M/P = m(r, Y) \quad (1)$$

$$M^*/P^* = m^*(r^*, Y^*) \quad (2)$$

$$P = eP^* \quad (3)$$

Burada M , yurtiçi para arzını; P , yurtiçi fiyat düzeyini; M/P , yurtiçi reel para arzını; r , yurtiçi nominal faiz oranını; Y , yurtiçi reel gelir düzeyini; $m(i,Y)$, yurtiçi reel para talebini, “*”lı değerler ise yabancı ülke değerlerinin vermektedir.

1 ve 2 no’lu eşitlikler sırasıyla nominal faiz oranıyla negatif, reel gelir düzeyiyle pozitif ilişki içinde olan yurtiçi ve yurtdışı para talebi fonksiyonlarını vermektedir. 3 no’lu eşitlik ise, satınalma gücü paritesini vermektedir.

Parasal modellerin sabit ve serbest kur sistemlerinde çalışması farklılaşmaktadır. Sabit kur sisteminde 3 no’lu eşitlik yurtiçi fiyat düzeyini belirlerken, 1 no’lu eşitlik yurtiçi para stokunu belirlemektedir. Parasal otoritenin, para talebinden kaynaklanan milli paranın değer kazanmasının veya değer yitirmesinin önüne geçmek için, müdahalede bulunduğu sabit döviz kuru sisteminde para arzının yabancı kaynak bileşeni içsel olmaktadır. Bu durumda para arzının yurtiçi kaynak bileşeni değişmezken, para talebinde bir artış ödemeler dengesi fazlasına yol açmaktadır. Paranın değer kazanmasının önüne geçmek için parasal otorite, yabancı döviz alır ve böylece para arzının yabancı kaynak bileşeni artar. Öte yandan, eğer parasal otorite para talebinde bir değişiklik olmadan para arzının yurtiçi kaynak bileşimini artırmış olursa, bu para arzının para talebini aşmasıyla sonuçlanır. Nihayetinde bu, döviz kurları üzerinde aşağı doğru baskı yapar, bu da para otoritesini yurtiçi kaynak bileşiminde artışın miktarı kadar para arzının yabancı kaynak bileşimini artırmaya zorlar.

Serbest kur sisteminde ise para arzı dışsaldır ve sabittir. Bu nedenle para talebi ve para arzı arasındaki dengesizlik, para arzının yabancı kaynak bileşeninin ayarlanmasıyla sağlanamaz. Bu denge, para talebi fonksiyonunda fiyatlar, gelir, yabancı para yerine yurtiçi para tutmanın karşılığı beklenen getiri gibi değişkenleri etkileyen döviz kurları kanalıyla sağlanır. Dolayısıyla döviz kuru, para talebini para arzına eşitleyecek düzeyde değişmek zorundadır(Mussa, 1976: 232).

Para arzı dışsal olduğundan dolayı, 3 no’lu eşitlik döviz kurunu belirlerken, 1 no’lu eşitlik yurtiçi fiyat düzeyini belirlemektedir(Bilson, 1978: 392). Parasal modeller, miktar teorisinin açık ekonomiye uyarlanması olduğundan, bu modellerde döviz kurunun çözümü aşağıdaki şekilde elde edilir:

$$e = \frac{M}{M^m} \cdot \frac{m^*(i^*, Y^*)}{m(i, Y)} \quad (4)$$

4 no'lu eşitlikten görüleceği gibi, döviz kuru iki paranın nisbi fiyatı olup, paraların nisbi arz ve talepleri tarafından belirlenmektedir. Yabancı para arzına göre yurtiçi para arzında bir artış veya yurtiçi para talebine göre yabancı para talebinde bir artış yerli paranın değer yitirmesine yol açarak, döviz kurlarını yükseltir. 4 no'lu eşitlik bunun dışında üç önemli sonuç daha ortaya koymaktadır: a) Para arzlarındaki bir artış döviz kurunda aynı oranda değer yitirmeyle sonuçlanmakta, b) Reel gelirlerdeki bir artış döviz kurunu değerlendirmekte, c) nominal faiz oranlarındaki bir artış ise, döviz kurunun değer yitirmesine neden olmaktadır(Frenkel ve Mussa, 1996: 718).

II. Parasal Modeller Döviz Kurlarının Tahmininde Neden Başarısız?

Döviz kurlarının belirlenmesinde “*varlık piyasası modelleri*”, döviz kurlarının hareketlerini açıklamada, iki Savaş arası ve 1973-1978 döneminde oldukça başarılı olmalarına karşın, son dönemlerdeki dalgalanmaları açıklamada yetersiz kalmışlardır. 1978 sonrası dönemdeki bu başarısızlığın altında, modellerin tanımlayıcı güçlerinin yeterince ortaya konamaması veya tanımlayıcı güçlerinin yetersizliği yatmaktadır. Pilbaem, bu modellerin başarısızlığını sekiz nedene bağlamaktadır. Bunlardan en önemlisi, döviz kurlarının ampirik olarak modellenmesinin zorluğuna bağlı olarak ortaya çıkan bazı ekonometrik sorunlardır. Diğer nedenler ise, cari döviz kurlarını etkileyen yeni bilgilerin modele ilavesi, peso sorunu, beklenmeyen herhangi bir şok veya politik istikrarsızlık, beklentilerin modellenememesi, yalnızca para arzı değil aynı zamanda para talebindeki istikrarsızlığın da önemli olması, reel şokların döviz kuru hareketleri üzerindeki etkisinin ampirik modele katılmasındaki zorluk ve 1970 ve 1980'lerde ekonomilerin finansal ve reel yapılarında meydana gelen büyük değişimlerdir(Pilbaem, 1992: 239-241).

Öte yandan varlık piyasası modellerinin döviz kurlarındaki değişimleri açıklamada başarısız olmalarının bir nedeni de döviz piyasasında “*rasyonel baloncukların*” (rational bubbles) varlığına bağlı olarak, döviz kurlarının temel değerlerinden sapmasıdır(Flood ve Hodrick, 1994: 88).

Yukarıdaki eksiklikleri giderecek şekilde parasal modellere portföy modelleri ilave edildiğinde, eşitliklerin tahmin gücünde bazı iyileşmeler olmasına karşın(Frankel, 1988: 239-260), bu iyileşmelerin olabilmesi için döviz kuru modellerinde doğru değişkenlerin oluşturularak, dışsal varsayımların yapılması ve modellerin dinamik özelliklerinin ortaya konarak test edilmeleri gerekmektedir(Kearney ve MacDonald, 1985: 57).

Aşağıda parasal modellerin döviz kurlarını tahminde başarısını etkileyen faktörler iki başlık altında ele alınacaktır. İlk olarak uluslararası parite şartlarından kaynaklanan nedenler; ikincisi ise, ekonometrik tanımlamalardan kaynaklanan nedenlerdir.

a. Uluslararası Parite Şartlarından Kaynaklanan Nedenler

Döviz kurlarının belirlenmesinde parasal modellerin başarısız olmalarının nedenlerinin başında hemen hemen birçok modelin temelinde yeralan uluslararası parite şartları vardır. Bunlar “*satınalma gücü paritesi*”, “*faiz oranları paritesi*” ve “*etkin piyasa hipotezi*” dir.

1. Satınalma Gücü Paritesinden (SGP) Kaynaklanan Nedenler

Satınalma gücü paritesi, parasal modellerin önemli bir yapıtaşdır. Değişken fiyat parasal model SGP'nin her zaman gerçekleştiğini varsayarken, döviz kuru dinamiği modeli bunu uzun dönemli bir olgu olarak almaktadır. SGP'nin geçerliliği için zorunlu fakat yeterli olmayan şart, tek fiyat kanununun geçerliliğidir. Ancak kısa dönemde, daha homojen olan birincil ürün piyasalarında dahi tek fiyat kanununun geçerliliği tartışmalıdır. Tek fiyat kanunu geçerli olsa bile bu SGP'si için yeterli değildir. Çünkü SGP toplam fiyat indekslerine göre oluşturulmaktadır. Bu nedenle, tüketici tercihlerindeki farklılıklar, sektörler arasında nisbi verimlilik farklılıkları ve ticarete konu olan ve olmayan mallar arasında nisbi fiyat farklılıkları, tarifeler, taşıma maliyetleri, farklı ülkelerdeki farklı fiyatlar genel düzeyleri tek fiyat kanunu geçerli olsa dahi, SGP'nin geçersiz olabileceğini ortaya koymaktadır(Enders, 1989: 59).

Ayrıca bunlara ilave olarak ticaret kalıplarındaki değişmeler sonucu ticaret hadlerinin değişmesi, ekonomik gelişmenin sistematik olarak yerli ve yabancı malların nisbi fiyatlarını etkilemesi, parasal ve döviz kuruna ilişkin değişmelerle, kısa dönemde tam esnek olmayan ücret ve fiyatlarda SGP'nden sapmalara neden olmaktadır(Dornbusch, 1988: 272).

SGP'den sapmalar başlıca iki şekilde ortaya çıkabilir. Bunlardan ilki, denge nisbi fiyatlarında değişmeye yolaçan yapısal sapmalar; diğeri de, genellikle mal ve varlık piyasalarındaki farklı uyum hızlarından kaynaklanan geçici sapmalardır.

Fiyatların belirlenmesi sürecinde, parasal olmayan faktörler yapısal sapmalara neden olmaktadır. Bu sapmalar, reel sektörde ortaya çıkan değişmelerden, özellikle ticarete konu olan ve olmayan sektörlerdeki emek verimliliğindeki artış oranları farklılıklarından kaynaklanmaktadır. Başka bir deyişle, ülkeler arasındaki verimlilik artış oranında farkların var olması nedeniyle SGP'den sürekli sapmalar olmaktadır. Balassa, ülkeler arasındaki teknolojik gelişme düzeyindeki farklılık ve ticarete konu olmayan malların varlığı nedeniyle ekonomide tek fiyat kanununun geçerli olamayacağını, bundan dolayı da SGP ile döviz kurları arasında sistematik farklılıkların olabileceğini ifade etmektedir. Ayrıca Balassa'ya göre teknolojik gelişme süreci ve ücretlerin uyum hızı, bir ülkede fiyatlar genel düzeyini etkileyen önemli faktörler olup, bu süreçler her ülkede aynı hızda gerçekleşmemektedir(Balassa, 1964: 584-596). Bu yüzden nedensellik, fiyatlar genel düzeyindeki değişmelerden, döviz kurlarındaki değişmelere doğru olmadığından, iki ülke enflasyon oranları arasındaki farklılıklardan hareketle döviz kuru değişmelerini açıklayan nisbi SGP'de geçerli olamayacaktır.

Dahası reel şoklar söz konusu iken SGP'nin geçerli olması da beklenmemelidir. Çünkü yabancı ve yerli mallar birbirlerinin tam ikamesi olmadığından ve ticaret hadleri reel şoklara uyum göstereceğinden, yabancı ve yerli fiyatlar genel düzeyleri ile döviz kuru hareketlerinde farklılaşma zorunlu olacaktır.

SGP'nin 1970'lerdeki performansını test eden Frenkel çalışmasında, SGP'nin 1970'lerde 1920'lerin(Frenkel, 1978: 169-191) aksine çok kötü bir performans gösterdiğini, kendi deyimiyle "*çöktüğünü*" ve SGP'de ortaya çıkan sapmaların bir istisnadan çok, kural olabileceğini belirtmektedir. Frenkel bu sonuçlara dayanarak, SGP'den beklenen büyük sapmalar veri alındığında, SGP'den geriye ne kaldığı ve SGP'nin politika klavuzluğu konusunda ne tür bir rol alması gerektiğini şöyle açıklamaktadır:

"SGP'nin bir döviz kuru belirlemesi teorisi olamayacağı açıktır...Ayrıca döviz kurlarındaki günden güne ve aydan aya dalgalanmaları açıklamakta iyi bir klavuz olamayacağı da açıktır.

Bunlara ilave olarak ekonomi nisbi fiyatların ayarlanmasını gerektiren reel yapısal değişmelerle yüz yüze kaldığında, SGP belki uzun dönemde bile tatminkar olmayabilir. SGP, öncelikle döviz kurunun genel trendini açıklamada ve bu trendin altında yatan esas şoklar parasal olduğunda iyi bir kılavuz olabilir"(Frenkel, 1981: 162).

Öte yandan parasal şoklar piyasalardaki farklı uyum hızlarından kaynaklanan geçici nitelikteki sapmalara yol açmaktadır. Döviz kurunun belli bir değeri aşması piyasalardaki farklı uyum hızlarından kaynaklanmaktadır. Örneğin, döviz kurunu bir finansal varlığın fiyatı gibi düşünelim ve nasıl finansal varlıklar borsa aracılığıyla parasal şoklara ani tepkiler gösterirse, döviz kuru da herhangi bir değişime çabukça uyum sağlayacağı için parasal şoklar SGP'den sapmalara neden olmaktadır(Dornbusch, 1976: 1174). Buna karşılık malların fiyatlarını temsil eden fiyatlar genel düzeyi herhangi bir parasal şoka, döviz kuruna oranla, daha yavaş uyum sağlamaktadır.

SGP'den sapmalar yapısal ve geçici nitelikte olabildiği gibi, piyasa yapısından da kaynaklanabilir. Uzun dönem mal piyasalarındaki (serbest rekabetten sapmalar gibi) aksaklıklarda döviz kurunun uzun dönem denge düzeyinden sapmasına neden olabilir. Özellikle, tek fiyat kanunu çerçevesinde değerlendirildiğinde, ürün farklılaştırılması ve piyasa paylaşımı gibi konular tek fiyat kanunundan ve dolayısıyla mutlak SGP'den sapmalara yol açmaktadır. Piyasa yapısı ve talepteki değişimler de mutlak SGP yanında nisbi SGP'nin geçerliliği konusunda olumsuz sonuçlar yaratabilmektedir.

2. Faiz Oranları Paritesinden Kaynaklanan Nedenler

Döviz kurunun belirlenmesinde birçok teorik modelin temelinde faiz oranları paritesi şartı vardır. SGP döviz kuru ile ulusal fiyat düzeyleri arasında bağlantıyı mal piyasaları yoluyla kurarken, faiz oranları paritesi de gelecekte beklenen döviz kuru ile faiz oranları arasında bağlantıyı finansal piyasalar yoluyla kurmaktadır.

Faiz oranları paritesi şartının gerçekleşmemesi veya pariteden sapmalar döviz kuru modellerinin performansını da olumsuz olarak etkilemekte, hatta bu modelleri başarısız kılabilir. Faiz oranları paritesinden sapmaları belirleyen nedenlerin başlıcaları, işlem maliyetleri, elastik olmayan arz ve talep yapıları, sermaye kontrolü, farklı vergi uygulamaları veya politik risk gibi sermaye piyasası aksaklıkları, tam

olmayan ikame, politik risk, güvenli veri yetersizliği ve sermaye piyasalarının açık olup olmamasıdır.

Faiz oranları paritesinden sapmalara yolaçan en önemli etken ve ampirik araştırmalara da en fazla konu olan etken, işlem maliyetleridir. Faiz oranları paritesinden sapmaların %85'i işlem maliyetlerinden kaynaklanmakta, bu da karlı ticaret fırsatlarını doğurmaktadır. Faiz arbitrajı yoluyla bu karlı ticaret fırsatları elimine edilebilirse de, döviz ve finansal piyasalarda işlem maliyetlerini doğrudan hesaplamak oldukça güçtür.

Öte yandan, garantili faiz arbitrajının marjinal maliyeti ve getirisi, finansal fonlar ve döviz piyasalarında arz ve talep elastikliklerine bağlı olduğundan, sonsuzdan küçük elastiklikler faiz oranları paritesinden sapmalara neden olmaktadır. Finansal fonların arz ve talep elastikliklerinin büyüklüğü, piyasaların rekabetçi veya monopolist bir yapıya sahip olduklarını ortaya koyacağından, elastikliklerin büyüklüğü piyasanın rekabetçi yapısına uygun olarak pariteden sapmaların giderilmesine yolaçacaktır(Frenkel ve Levich, 1992:421-422).

Sermaye kontrolü ve politik risk arasında ayırım yoluyla faiz oranları paritesinden sapmaları inceleyen Dooley ve Isard, politik riskin mevcut sermaye kontrollerinden çok, gelecekteki sermaye kontrolü konusundaki belirsizlikten kaynaklandığını; bu nedenle politik risk dolayısıyla ortaya çıkan faiz farklılıklarının faiz gelirleri üzerinde efektif vergi uygulamaları nedeniyle ortaya çıkan faiz farklılıklarından ayrılmak zorunda olduğunu belirtmektedirler. Gelecekte sermaye kontrolü nedeniyle politik riskten kaynaklanan faiz farklılıklarının nedenini hükümetlerin toplam borç stokuna ve dünya refahının ülkeler arası farklı dağılımına bağlayan Dooley ve Isard, 1970 - 1974 döneminde Euromark ve Alman İnterbank faiz oranları arasındaki farkın sermaye üzerinde etkin vergi uygulaması ve kontrollerle ilgili politik riskten kaynaklandığını açıklamaktadırlar. Dooley ve Isard, faiz farklılıklarının %77'sinin sermaye kontrolüne yönelik uygulanan etkin vergilerle açıklanabileceğini bulmuşlardır(Dooley ve Isard, 1980: 378).

Aliber ise, faiz oranları paritesinden sapmalara neden olan döviz riski ve politik riski birbirinden ayırmaktadır. Varlıklar farklı paralarla ifade edildiğinde pariteden sapmalar döviz riskini yansıtırken, varlıkların farklı ülkelerde işlem görmesinden doğan sapmalar, politik riski yansıtmaktadır. Aliber politik risk kavramını "*hükümetin bir ülkedeki*

yatırımcılar ve diğer ülkelerdeki yatırım fırsatlarına müdahale etme olasılığı"(Aliber, 1973: 1453) olarak tanımlamaktadır. Bu olasılık sermaye akışı üzerindeki kontrolleri içermektedir. Hükümet müdahaleleri finansal işlemlerin düzenlenmesi, döviz kontrolü, döviz işlemlerinin kısıtlanması, farklı vergi uygulaması şeklinde olabilmektedir. Öte yandan, hükümetler yurtiçi faiz oranlarına tavan koyarak da müdahalede bulunabilirler. Vadeli döviz primi ve faiz oranları farklılıklarındaki istatistiksel değişimleri karşılaştıran Aliber, finansal fonların politik risk açısından aynı olduğunda pariteden sapmaların önemli olmadığını ve rasyonel yatırımcının beklentileriyle uyumlu olduğunu belirtmektedir.

Faiz oranları paritesinden sapmalarda kullanılan verilerin kalitesi de önemlidir. İngiltere-ABD hazine bono faiz oranları için yüksek kalitede veri kullanılarak yapılan bir çalışmada, faiz oranları paritesinden sapmaların çoğunun (%70) yalnızca işlem maliyetleriyle açıklanabilenden daha büyük olduğu bulunmuştur(McCornick, 1979: 411-417).

Sermaye piyasalarının açıklığı ile faiz oranları paritesi arasında da yakın bir ilişki vardır. Gelişmiş ülkeler arasında sermayenin hareketliliği finansal piyasaların entegrasyonunu faiz oranları paritesi yoluyla zorunlu olarak arttırmamakla birlikte, bu ülkeler arasında faiz farklılığı hem küçük hem de yatırımları dışlama etkisi yoktur. Bu ülkelerde reel faiz farklılıkları döviz riski primi ve beklenen değer kaybının bileşiminden oluşmaktadır. Oysa azgelişmiş ülkelerde gelişmiş bir sermaye piyasasının yokluğu ve mal piyasası entegrasyonunun yetersizliği, bu ülkeler arasında reel faiz farklılıklarına yolaçmakta, faiz oranları paritesinden sapmaların nedeni gelişmiş ülkelerin aksine "*siyasal*" veya "*ülke*" primi olarak ortaya çıkmaktadır(Frankel ve MacArtur, 1988: 1119)

3. Piyasanın Etkin Olmamasından Kaynaklanan Nedenler

Etkin piyasa yaklaşımı, piyasaya ilişkin bütün bilgilerin tam olarak fiyatlara yansıdığını; başka bir deyişle, fiyatların piyasaya ilişkin bütün bilgileri yansıttığını kabul eden bir yaklaşımdır. Döviz kuru da bir fiyat olduğuna göre, bu fiyatta dövize ilişkin tüm bilgileri yansıtacaktır.

Ulusal paraları bir varlık olarak değerlendiren parasal modeller, diğer varlık piyasalarının olduğu gibi, döviz piyasasının da etkin olarak işlediğini varsaymaktadırlar. Döviz piyasası açısından bunun anlamı,

piyasa katılımcılarının geleceğe ilişkin döviz kurlarını oluştururken, döviz kurlarına etki eden bütün faktörlere ilişkin elde edilebilir bilgileri kullandıklarını; dolayısıyla, vadeli teslim döviz kurlarının gelecekte beklenen anında teslim döviz kurları konusunda ilgili ve elde edilebilir bütün bilgilere sahip olduklarını ifade etmektedir(Hakkio, 1981: 663). Bu anlamda vadeli teslim döviz kurları, döviz kurlarına etki eden faktörlerin gelecekteki değerleri hakkında insanların beklentilerini; anında teslim döviz kurları da, oluştuğu dönemdeki bütün bilgileri yansıtmaktadır(Edwards, 1983: 322).

Döviz piyasasının etkinliğinde beklentilerin rasyonel olması önemlidir. Çünkü, piyasanın etkinliği yaklaşımı gibi rasyonel beklentiler varsayımı da piyasa katılımcılarının geleceğe ilişkin kendi tahminlerini oluştururken sistematik hata yapmadıklarını kabul etmektedir.

Piyasa katılımcıları, elde ettikleri bilgilere dayanarak gelecekteki anında teslim döviz kuru konusunda beklentilerini rasyonel olarak oluşturmaktadırlar. Dolayısıyla katılımcılar gelecekteki getiri oranlarını bildiklerinden, bugünün vadeli teslim döviz kuru gelecekte beklenen anında teslim döviz kurunu doğru olarak tahmin etmekte, başka bir deyişle vadeli teslim döviz kurunun anında teslim döviz kuruna eşit olması gerekmektedir. Burada birinci sorun, beklentilerin ampirik olarak gözlemlenmesinin zorluğudur. Dahası, piyasa katılımcılarının beklentilerini rasyonel olarak oluşturduklarının teorik olarak ortaya konması bile oldukça güçtür. Beklentilerini rasyonel olarak oluşturmadığı ileri sürülen bir katılımcı, gerekli bilgileri elde edemediğinden veya verilerin pahalılığı ve güvensizliğinden dolayı, rahatlıkla rasyonel olarak değerlendirilebilir. İkinci sorun ise, risk priminin varlığı nedeniyle vadeli teslim döviz kurunun anında teslim döviz kurundan farklılaşmasıdır. Bu durumda katılımcılar, döviz kurları konusunda gelecekte beklenen getiriyi bilemeyebilir, dolayısıyla da bunu vadeli teslim döviz kurunda yansıtmayabilirler.

Öte yandan diğer bir sorun, rasyonel beklentiler varsayımının doğruluğu veya yanlışlığının, piyasa katılımcılarının beklentilerini oluştururken elde edebildikleri bilgiye bağlı olmasıdır. Elde edilen bilginin tanımına bağlı olarak beklentiler, güçlü veya zayıf olabilir. Örneğin içerden bilgi söz konusu ise rasyonel beklentiler gerçekleşmeyecektir(Frankel, 1995: 192).

Piyasanın etkin olmaması, piyasa katılımcılarının beklentilerini rasyonel oluşturmamalarından mı, yoksa varlıkların gelecekte beklenen getirilerinin yanlış tanımlamalarından mı kaynaklandığı konusunda bir kesinlik yoktur. Piyasanın etkin olamamasının en önemli nedeni, katılımcıların risk sevmemesi olmalarından dolayı risk priminin varlığıdır. Piyasa etkinsizliğine yol açan risk primi birçok çalışmada ele alınmış, fakat risk priminin kolaylıkla tespit edilemeyeceği sonucuna ulaşılmıştır(Frankel, 1992: 179-198; MacDonald ve Torrance, 1992: 138-157)

Diğer yandan, piyasanın etkin işlememesi uygun bir şekilde modellenemeyen döviz kuru beklentileri veya rasyonel beklentilerden kaynaklanmaktadır. Rasyonel beklentilerin teorik ve ampirik olarak ortaya konmasındaki güçlüğü ilave olarak, “*spekülatif bubble*” (baloncuk) olgusunun varlığı nedeniyle ortaya çıkan etkin olmayan bilgi sürecinin sonucu olarak da, beklentiler rasyonel olamayacağından, piyasa etkinliği reddedilmektedir(Evans, 1992: 227-243).

Ancak yinede piyasa etkinliği yaklaşımının bileşik yapısından dolayı etkinliğin reddi döviz piyasasının etkinliğinin veya rasyonelliğinin reddine dönüştürülemez. Çünkü, gerek vadeli teslim döviz kuru ile anında teslim döviz kuru arasında oluşabilecek farkın bilgi yetersizliğinden kaynaklanmayıp, tesadüfi olabileceği gerçeği, gerekse vadeli teslim döviz kuru ile gelecekte beklenen anında teslim döviz kuru arasında risk priminin varlığı, piyasanın etkinliğinin veya bireylerin rasyonelliğinin reddini gerektirmez. Ancak Hakkio, piyasa etkinliğinin herhangi bir testinin piyasa etkinliği ve kullanılan denge modelinin bileşik bir testi olduğunu, bu yüzden ampirik testin reddinin hem piyasa etkinliğinin reddi hem kullanılan modelin reddi hem de her ikisinin reddini yansıttığını belirtmektedir (Hakkio, 1981: 675).

Piyasanın etkin olmaması yalnızca yaklaşımın bileşik yapısından kaynaklanmayabilir. Kamu politikası ve bu politikanın istikrarsızlığı da vadeli teslim döviz piyasasının etkinliğini engelleyebilir. Örneğin, döviz piyasasına hükümetin müdahale kuralları zamandan zamana değiştikçe, piyasa katılımcılarının yeni politikayı öğrenmeleri zaman alacağından, katılımcılar bütün bilgileri rasyonel olarak kullansalar dahi hata yapabileceklerdir.

b. Ekonometrik Tanımlamalardan Kaynaklanan Nedenler

Döviz kurlarındaki değişmeyi açıklamada parasal modellerin başarısızlığı modellerin ekonometrik tanımlamasından da kaynaklanmaktadır. Varlık piyasası yaklaşımı modellerinin döviz kurlarının belirlenmesinde yetersizliğine yol açan ekonometrik tanımlamadan kaynaklanan nedenler “eşzamanlılık”, “çoklu bağlantının varlığı”, “finansal piyasaların uyum hızı”, “yapısal eşitliklerin ve zaman serilerinin istikrarsızlığı”, beklentilerin modellenmesi”, “varlık stoklarının ölçümü”, ve “para ikamesinin varlığı”dır.

1. Eşzamanlılık

Döviz kuru modellerinde döviz kuru, faiz oranları, yurtiçi paranın beklenen değer yitirme oranı ve değişik varlıkların stokları eşzamanlı olarak belirlenmektedir. Bu nedenle, yapısal ve indirgenmiş yapı model parametrelerinin enküçükkareler ölçümleri, çoğunlukla yanlış olmak durumundadır. İç varlık stoklarından kaynaklanan bu yanlış sonuçlardan kaçınmak için, Merkez Bankasının müdahale politikasının bir reaksiyon fonksiyonu türetilmiştir(Branson, Halttunen ve Masson, 1977: 303-324). Eşzamanlı ölçüm tekniğiyle ölçülen sistem, çoğunlukla araç nitelikli değişkenleri içerir. Genellikle araç nitelikli değişkenler, eşzamanlılıkta bir modelin parametrelerinin uygun ölçümlerini elde etmek için uygulanmaktadır.

2. Çoklu bağlantının Varlığı

Döviz kuru ve onun yurtiçi ve yurtdışı belirleyicileri genelde, eşzamanlı olarak belirlenmektedirler. Ancak, döviz kuru ve onun açıklayıcı değişkenleri arasındaki çoklu doğrusal bağlantı, yanlış ölçümleri artırmaktadır. Çoklu doğrusal bağlantı, ölçümlerin kesinliğini veya doğruluğunu azaltmaktadır. Bazen bu kesinliğin kaybolması, doğru olmayan bir şekilde sıfırdan farklı olmayan katsayılar yol açmaktadır. Dolayısıyla gözlem seti, herhangi bir etkiye yol açan değişkenlerin bu etkilerini ortaya çıkarmayabilir. Parametre ölçümleri belirli bir veri setine oldukça duyarlı olmaktadır ve birkaç gözlem eklenip veya çıkarıldığında, sonuç önemli oranda değişebilmektedir. Açıklayıcı değişkenlerin yeterli bilgiyi içermemesi, çoklu doğrusal bağlantıya neden olmaktadır. Bunun üstesinden gelmenin en iyi yolu ise, veri setine yeni bilgilerin ilavesidir. Yeni bilgilerin bir kısmı, parametreler üzerine kısıtlamalar koymaktır. Bunlardan en önemlisi, yurtiçi ve yurtdışı para

talebi eşitliklerindeki parametrelerin aynı varsayıp, daha sonra bunların farkının alınmasıdır. Eğer daha fazla açıklayıcı değişken ilave edilip, yurtiçi ve yurtdışı katsayılar yanlış bir şekilde eşit varsayılırsa, parametreler yanlış olabilecektir. Bu yüzden kısıtlamaların geçerliliğinin önceden test edilmesi gerekmektedir(Haynes ve Stone, 1981: 1065).

Çoklu doğrusal bağlantının sonuçlarını azaltmak için yararlanılan ilave bilgiler, katsayıların bazılarının önceki ölçümleri içinde veya gözlemlenemez değişkenler içinde yansıtılabilir. Hooper ve Morton(Hooper ve Morton, 1982: 52), yeni bilgileri gözlemlenemez değişkenler olarak ele almışlardır.

3. Finansal Piyasaların Uyum Hızı

Modellerin çoğunluğu, kısa dönemde finansal varlık stoklarını sabit varsayıp, piyasanın anlık dengesini ele almaktadır. Dolayısıyla mevcut stoklarla arzu edilen stoklar, daima eşit olmaktadır. Oysa bu oldukça sınırlayıcı bir varsayımdır. Herşeyden önce bu yaklaşım, cari işlemler gibi, akım değerlerini dikkate alamayacak kadar kısa bir zamanı kapsamaktadır(Bisignano ve Hoover, 1983: 20). Üç aylık verilerle yapılan bir test, ister istemez bu durumda yanlış sonuçlar ortaya koyabilecektir. Öte yandan finansal piyasaların anlık dengesi, piyasa katılımcılarının her gün kendi bilgilerini gözden geçirmelerine neden olacaktır. Oysa bu konuda kararlar belirli bir periyodik süreçte alınmaktadır. Aynı şekilde piyasaların daima dengede olduğu ve anlık uyumu, para talebi konusunda yapılan ekonometrik çalışmalarla da desteklenmemektedir. Bu çalışmalar kısmi bir uyum mekanizmasının varlığını ileri sürmektedirler(Hacche ve Townend, 1981: 238-239).

4. Yapısal Eşitliklerin ve Zaman Serilerinin İstikrarsızlığı

Varlık piyasası modellerinin başarısızlığında bir başka neden de, incelenen dönem boyunca yapısal eşitliklerin değişmesidir(Hacche ve Townend, 1981: 239). Eşitliklerin istikrarsızlığının kaynağı ise genelde para talebi fonksiyonlarıdır. Örneğin, 1973 sonrasında dalgalı döviz kuru sistemine geçişle birlikte ABD'de para talebi düşerken, Almanya'da para talebi artmıştır(Frankel, 1981: 1079).

Öte yandan, ilgili değişkenlerin zaman serilerinin geleneksel testlerde durağan varsayılması da, bir sorun doğurmaktadır. Seriler durağan değilse, bunları durağan hale getirmek için bunların ilk farkı veya bunlardaki değişimler alınmaktadır. Dolayısıyla eşitlik, değişkenlerin ilk

farkı veya yüzde değişimleri şeklinde test edilmektedir. Ancak Meese ve Singleton (Meese ve Singleton, 1982: 1029-1036), anında teslim ve vadeli teslim döviz kurlarının logaritmalarının durağan olmadığını ortaya koymuşlardır. Baillie ve Selover'da (Baillie ve Selover, 1987: 43-51), nominal döviz kurları, nisbi para arzı ve uzun dönem faiz oranları için aynı sonuçlara ulaşmışlardır.

5. Beklentilerin Modellenmesinde Zorluklar

Döviz kurlarının belirlenmesinde varlık piyasası yaklaşımında beklentiler, önemli bir rol oynamaktadır. Beklentilerin oluşum yapısı ekonomik modellerin dinamik özelliklerini etkilemekle kalmamakta, aynı zamanda para ve maliye politikasının etkinliğini de belirlemektedir. Beklentilerin doğrudan gözlemlenmesi mümkün olmadığından, ampirik çalışmalarda piyasa katılımcılarının kendi beklentilerini nasıl oluşturdukları konusunda bazı varsayımlardan hareket edilmektedir. Ancak hiçbir beklenti yaklaşımı tam kabul görmemektedir. Örneğin uyarlanmış beklentiler yaklaşımı, birçok dönemler için sistematik tahmin hataları olasılığını dışlamadığından ve geriye dönük olduğundan, rasyonel beklentiler yaklaşımını savunanlar tarafından reddedilmektedir. Öte yandan rasyonel beklentiler yaklaşımı, sistematik tahmin hatalarından kaçınırken ve geleceğe yönelik olmasına karşın, piyasa katılımcılarının büyük oranda bir bilgiye sahip olduklarını varsaydığından, eleştirilmektedir. Dolayısıyla, sıkça kullanılan beklenti varsayımı olan rasyonel beklentiler yaklaşımı bile geçerli olamamaktadır (Frankel ve Froot, 1995: 273). Bundan dolayı, döviz kuru modellerinin başarısızlığının bir nedeni de, uygun beklenti yapısının oluşmamış olmasıdır. Hacche ve Townend, ampirik döviz kuru modellerinin başarısızlığında uygun olmayan beklentilerin de, ekonomik yapının temelindeki olası istikrarsızlıklar kadar sorumlu olduğunu belirtmektedirler (Hacche ve Townend, 1981: 243).

6. Varlık Stoklarının Ölçümü

Varlık piyasası yaklaşımında para stoğu, döviz kurlarını belirleyen faktörlerden birisidir. Portföy denge modellerinde para stoğuna ilave olarak, faiz getirili yerli ve yabancı varlık stokları ile yurtiçi ve yurtdışı servet de döviz kurlarının belirlenmesinde önemlidir. Genelde ampirik çalışmalarda ortak kullanılacak bir para stoğu tanımlanamamaktadır. Birçok para stoğu mevcuttur ve bunlar farklı anlamlarda kullanılmaktadır. Ayrıca, özel sektörün tuttuğu varlık ve

servet konusunda da veriler tam değil ve yetersizdir. Birçok çalışmada, belirli bir dönem için en uygun stok değer hesaplanmaktadır. Bu yüzden sonraki dönemin (önceki dönemin) stokları, mevcut değerlere akım değerlerin ilavesiyle (çıkarılmasıyla) hesaplanmaktadır;. Ancak bu akım değerler, belli bir para birimi ile yurtiçinde tutulan yabancı varlık stoklarını verebilir, fakat yabancıların aynı para birimi ile ellerinde tuttukları yabancı varlık stoklarını tam olarak veremez. Çünkü bu akım değerler, birçok parayla ifade edilmektedir. Örneğin, 1980'lerin sonunda Almanya'da özel kesiminin yabancılardan alacaklarının %75'inin Mark'tan, yabancılara borçlarının da %40'ının Mark dışındaki paralardan oluştuğu bulunmuştur(de Jong, 1991: 26). Öte yandan döviz kuru eşitliklerine özel sektörün varlık stoklarının ilavesi de bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır. Branson, Halttunen ve Masson (Branson, Halttunen ve Masson, 1977: 313-317), net yabancı varlık pozisyonunu özel ve kamu sektörü tarafından çıkarılan varlıkları içerecek şekilde kullanırlarken, Bisignano ve Hoover (Bisignano ve Hoover, 1983. 19-37), yabancı özel sektörle yabancı hükümeti birbirinden ayırmaktadırlar.

7. Para İkamesinin Varlığı

Para ikamesinin varlığı da döviz kurlarında istikrarsızlığın kaynağı olabilmektedir. Para ikamesi birincisi direkt olarak politikayla, ikincisi para teorisinin yapısıyla ilgili olarak iki noktada sorun çıkarmaktadır. İlk olarak, döviz kurlarında beklenen değişme oranında farklılaşmalar, yüksek para ikamesi nedeniyle döviz kurlarını istikrarsızlaştırmaktadır. Para ikamesi varsa ve önemliyse, ve Merkez Bankası döviz kurlarında büyük oranda dalgalanma istemiyorsa, para politikasını yabancı para politikalarıyla koordine etmek ve uyumlaştırmak zorundadır. Çünkü uluslararası piyasaların entegrasyonu, paralar arasında farkı çözümlenerek para politikalarının bağımsızlığını ortadan kaldırdığından, para politikalarının yabancı para politikalarıyla uyumlaştırılması zorunlu hale gelmektedir (Girton ve Roper, 1979:216-217). Ayrıca döviz balanslarının para arzı istatistiklerinde yer almamasına karşın, para talebinde yer alması parasal istikrarı bozarak para yönetimini zorlaştırabilmektedir.

Para talebi konusunda yapılan ampirik çalışmalar, 1960'larda bunun istikrarlı olduğunu belirtmelerine karşın, 1970'lerde birçok ülkede para ikamesinden dolayı para talebinin istikrarsız olduğunu bulmuşlardır(Hallwood ve MacDonald, 1986: 74). Yurtdışında tutulan reel balanslar para arzı içinde yer almadığından, para politikası ölçüm

sonuçları bir yandan belirsizlik yaratırken, öte yandan da Avrupa Birliği ülkelerinde geniş para talebinin %7'sinden fazlasının sınır ötesi hesaplardan oluşması para-gelir ilişkisini bozmaktadır (van Riet, 1992: 36-37).

İkinci olarak, tam para ikamesi ve esnek döviz kurları altında fiyat seviyelerinin ve döviz kurlarının belirlenemezliği de bir gerçektir. Çünkü para ikamesinin varlığı buna neden olmaktadır.

Para ikamesi düşük enflasyon, istikrarlı paralara sahip zengin ülkeler paraları arasında, bu ülkelerin paralarının kuvvetli tamamlayıcılık göstermesi nedeniyle döviz kurlarındaki değişimlerde önemli bir faktör olmamaktadır (Visser, Smits, 1995, 34).

Buna karşılık istikrarsız paralara sahip ülkelerde, aşırı enflasyon yerli parayı yabancı parayla ikame etme eğilimini artırmaktadır. Yüksek enflasyonlu ülkelerde en önemli finansal yenilik, ödeme aracı olarak dövizin kullanılmasıdır. Latin Amerika'da, ABD Doları yerli paralar için doğal ikame olarak sunulmaktadır ve para ikamesi "*Dolarizasyon*" olarak adlandırılmaktadır. Örneğin, Bolivya'da bankalarda ki yabancı para mevduatlarının geniş anlamda para arzına oranı 1990'da yaklaşık %60'tır. Uruguay'da bu oran 1991'de %83'tür (Calvo ve Vegh, 1992: 21).

Sonuç

Bu makalede döviz kurlarının belirlenmesinde parasal modellerin başarısını etkileyen temel faktörler yapılmış ampirik çalışmalardan yola çıkarak analiz edilmiştir. Son dönemlerde gelişen yeni ekonometrik yöntemler bazı sorunların giderilmesine önemli katkı yaptığı gibi, birçok sorunu da beraberinde getirmektedir. Ekonometrik yöntemlerden kaynaklanan sorunlar bu makalenin konusu dışındadır

Döviz kurlarının belirlenmesinde parasal modellerin başarısını etkileyen yukarıda açıklanan faktörlerde ortaya çıkan sorunlar giderildiğinde bu modellerin açıklayıcı güçlerinin artacağı beklenebilir. Ancak yukarıdakilere ilave olarak aşağıda ortaya konan açıklamaların dikkate alınarak, eksikliklerin giderilmesi gerekmektedir.

Bazı çalışmalara göre, döviz kuru eşitliklerini döviz kuru modellerinin indirgenmiş yapı eşitlikleri olarak adlandırmak mümkündür (de Jong, 1991: 23). Ancak bu eşitlikler, indirgenmiş yapı eşitlikleri değildir.

Çünkü bazı açıklayıcı değişkenler önceden belirlenmezler. Döviz kuru ve onun açıklayıcı değişkenleri eşzamanlı olarak belirlenmektedirler.

İndirgenmiş yapı, her bir iç değişkeni önceden belirlenmiş değişkenlere ve bozuculara ilişkilendirmektedir. Bu, iç değişkenlerle ilgili orijinal modelin çözümü ile elde edilir. Ancak yapısal değerler indirgenmiş yapıdan elde edilemezler. Oysa bir modelin yapısal formu belirli bir teorinin orijinal eşitliğinden oluşmaktadır. Eşitlik; dışsal, gecikmeli içsel ve cari içsel değişkenlerden oluşmaktadır. Cari içsel değişkenlerin varlığı, parametrelerin uyumlu ölçümlerini elde etmek için eşzamanlı ölçüm tekniğinin kullanımını zorunlu kılmaktadır. Dolayısıyla eşzamanlı ölçüm tekniği, alternatif teoriler arasında ayırım yapmada oldukça kullanışlıdır. Yapısal eşitlik aynı zamanda karşılaştırmalı durağan sonuçları değil, varlık arzlarındaki değişimin döviz kurlarını etkilediği kanalları ortaya koymaktadır(de Jong, 1991: 24). Ayrıca ekonomik teorinin ortaya koyduğu sınırlandırmalar, yapısal modellerde daha açıktır. Çünkü indirgenmiş yapı eşitliklerinde bir çok katsayı, modelin yapısal formunun değişik parametrelerini kapsamaktadır. İndirgenmiş yapının bir diğer dezavantajı, her bir eşitliğin birçok açıklayıcı değişkeni içermesidir. Birçok değişkeni birbirleriyle ilişkilendirmek mümkün olmakla birlikte bu, indirgenmiş yapı parametrelerinin ölçümü oldukça zorlaştırabilmektedir.

Oysa başarısızlığın nedenleri yalnızca ekonometrik tabiatlı olmadığı gibi, kullanılan eşitlikle de ilgili değildir. Modellerde kullanılan varsayımlar ve bu modellerin testiyle ilgili sorunlar da başarısızlığa yol açmaktadır.

Teorik modellerin başarısızlığında yalnızca uygun olmayan varsayımlar veya değişkenler değil, aynı zamanda döviz kurlarının belirlenmesinde bazı önemli noktaların gözardı edilmesi de rol oynamaktadır. Bunlardan ilki, faiz getirili yurtiçi varlıkların döviz kuru eşitliklerinde yer almamasıdır. Hernekadar portföy denge modellerinde bunlar döviz kuru eşitliğinde yer almakta ise de, Branson, Halttunen ve Masson, yurtiçi varlıkların döviz kuruna etkisinin belirsiz olduğunu ifade ederek dışta bırakmış, bu da ampirik sonuçları zayıflatmıştır. Bisignano ve Hoover, bu dışta bırakışın keyfi olduğunu ileri sürerek, tekrar eşitliğe katmışlardır. İkincisi ise, varlık fiyatlarındaki değişmeden dolayı ortaya çıkan sermaye kazanç ve kayıplarının dikkate alınmamasıdır. Branson, Halttunen ve Masson, bu noktaya işaret etmekle birlikte, hiçbir çalışmada

bu dikkate alınmamıştır. Bir başka neden, birçok çalışmanın ikili döviz kurları üzerinde durmasıdır. Oysa bu, üçüncü ülkenin etkisini ihmal ettiği gibi, yanlış sonuçlara da yolaçmaktadır. Bir başka kısıtlayıcı faktör, özel sektör portföyünün yalnızca parasal varlıklarla faiz getirili varlıklardan oluştuğunun varsayılmasıdır. Gerçekte özel sektörün portföyünde aynı zamanda hisse senetleri ve altın da mevcuttur. Altın fiyatları, bazı döviz kurlarında ilave iyi bir açıklayıcı değişken olabilmektedir. Özellikle durgunluk dönemlerinde altın, alternatif bir yatırım aracı olarak kullanılmaktadır. Son bir nokta da, mal piyasalarının modellerin çoğunda ihmal edilmesi veya çok basit ilişkiler içinde ortaya konmasıdır. Bu basitleştirmede döviz kuru modellerinin başarısızlığında önemli olmaktadır.

Kaynakça

Aliber, Robert Z. (1973); “The Interest Parity Theorem: A Reinterpretation”, **Journal of Political Economy**, 81, ss.1451-1459.

Baillie, Richard T.; Selover, David D. (1987); “Cointegration and Model of Exchange Rate Determination”, **International Journal of Forecasting**, 3, ss. 43-51.

Bilson, John F.O. (May 1978); “The Current Experience with Floating Exchange Rates: An Appraisal of the Monetary Approach”, **American Economic Review, Papers and Proceedings**, Vol.68, No:2, ss.392-397.

Bisignano, Joseph; Hoover, Kevin (1983); “Some Suggested Improvements to A Simple Portfolio Balance Model of Exchange Rate Determination with Special Reference to the US Dollar-Canadian Dollar Rate”, **Weltwirtschaftliches Archiv**, 119, ss.19-37.

Branson, William H.; Halttunen, Hannu; Masson, Paul (1977); “Exchange Rates in the Short Run: The Dollar-Deutschemark Rate”, **European Economic Review**, 10, ss.303-324.

Calvo, Guillermo A.; Vegh, Carlos A. (1992); “Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction”, **IMF Working Paper**, 40, ss. 3-27.

Caves, Douglas W.; Fiege, Edgar L. (1980); “Efficient Foreign Exchange Markets and the Monetary Approach to Exchange Rate Determination”, **The American Economic Review**, Vol.70, No.1, ss.120-134.

De Jong, Elke (1991); **Exchange Rate Determination and Optimal Economic Policy Under Various Exchange Rate Regimes**, Springer-Verlag.

Dooley, Michael P.; Isard, Peter (1980); "Capital Controls, Political Risk, and Deviation From Interest -Rate Parity", **Journal of Political Economy**, 88, ss. 370-384.

Dornbusch, Rudiger (1976); "Expectations and Exchange Rate Dynamics", **Journal of Political Economy**, 84, ss.1161-1176.

Dornbusch, Rudiger (1988); "Real and Monetary Aspects of the Effects of Exchange Rate Changes", **Exchange Rate and Inflation**, Ed. Rudiger Dornbusch, MIT Press, ss. 42-60.

Edwards, Sebastian (1983); "Floating Exchange Rates, Expectations and New Information", **Journal of Monetary Economics**, 11, ss. 321-336.

Enders, Walter (1989); "Unit Roots and the Real Exchange Rate Before World War I: The Case of Britain and the USA", **Journal of International Money and Finance**, 8, ss.59-73.

Evans, George W. (1992); "A Test for Speculative Bubbles in the Sterling-Dollar Exchange Rate: 1981-1984", **Exchange Rate Economics, Volume 2**, Ed. Ronald MacDonald, Mark P. Taylor, Edward Elgar Publishing, ss. 227-243.

Flood, Robert P.; Hodrick, Robert J. (1994); "On Testing for Speculative Bubbles", **Speculative Bubbles, Speculative Attacks, and Policy Switching**, Ed. Robert P. Flood, Peter M. Garber, MIT Press, ss.83-103.

Frankel, Jeffrey A. (1992); "In Search of the Exchange Risk Premium: A Six-Currency Test Assuming Mean-Variance Optimization", **Exchange Rate Economics, Volume 2**, Ed. Ronald MacDonald, Mark P. Taylor, Edward Elgar Publishing, ss. 179-198.

Frankel, Jeffrey A. (1988); "Tests of Monetary and Portfolio Balance Models of Exchange Rate Determination", **Exchange Rate Theory and Practice**, Ed. John F. O. Bilson, Richard C. Marston, Chicago: The University of Chicago Press, ss. 239-260.

Frankel, Jeffrey A.; "On The Mark: Reply", **American Economic Review**, 71, ss.1075-1082.

Frankel, Jeffrey A. (1995); "Tests of Rational Expectations in the Forward Exchange Market", **On Exchange Rates**, Jeffrey A. Frankel, MIT Press, ss. 189-204.

Frankel, Jeffrey A.; Froot, Robert P.; "Using Survey Data to Test Standard Propositions Regarding Exchange Rate Expectations", **On Exchange Rates**, Jeffrey A. Frankel; ss.267-294.

Frankel, Jeffrey A.; MacArthur, Alan T. (1988); "Political vs. Currency Premia in International Real Interest Differential: A Study of Forward Rates for 24 Countries", **European Economic Review**, 32, ss.1083-1121.

Frenkel, Jacob A. (1976); "A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence", **Scandinavian Journal of Economics**, 78, ss. 200-224.

Frenkel, Jacob A. (1978); "Purchasing Power Parity: Doctrinal Perspective and Evidence from the 1920s", **Journal of International Economics**, 8, ss.169-191.

Frenkel, Jacob A. (May 1981); "The Collapse of Purchasing Power Parity during the 1970s", **European Economic Review**, 16, ss.145-165.

Frenkel, Jacob A.; Levich, Richard M. (1992); "Covered Interest Arbitrage: Unexploited Profits?", **Exchange Rate Economics, Volume II**, Ed. Ronald MacDonald, Mark P. Taylor, Edward Elgar Publishing, ss. 412-425.

Frenkel, Jacob A.; Mussa, Michael (1996); "Asset Markets, Exchange Rates, and the Balance of Payments", **Handbook of International Economics, Volume II**, Ed. Ronald W. Jones, Peter B. Kenen, North-Holland, Amsterdam, ss.679-747.

Girton, Lance; Roper, Don; "Theory and Implications of Currency Substitution", **Journal of Money, Credit and Banking**, 13;1 (February), ss. 12-30.

Hacche, Graham; Townend, John (1981); "Exchange Rates and Monetary Policy: Modelling Sterling's Effective Exchange Rate, 1972-1980", **The Money Supply and the Exchange Rate**, Ed. W.A.Eltis, P.J.N. Sinclair, Oxford: Oxford University Press, , ss. 201-246.

Hakkio, Craig S.(October 1981); "Expectations and the Forward Exchange Rate", **International Economic Review**, Vol:22, 3, ss. 663-678.

Hallwood, Paul; MacDonald, Ronald (1986); **International Money, Theory, Evidence and Institutions**, Oxford: Basil Blackwell,.

Haynes, S.E.; Stone, J.A. (1981); "On The Mark: Comment", **American Economic Review**, 71, 5, ss. 1060-1067.

Hooper, Peter; Morton, John (1982); "Fluctuations in the Dollar: A Model of Nominal and Real Exchange Rate Determination", **Journal of International Money and Finance**, 1, ss. 39-56.

Kearney, C. P.; Macdoanld, Ronald (1985); "Assets Markets and the Exchange Rate: A Structural Model of the Sterling-Dolar Rate 1972-1982", **Journal of Economic Studies**, 12, ss. 33-60.

MacDonald, Ronald; Torrance, Thomas S. (1992); "Expectation Formation and Risk in Four Foreign Exchange Markets", **Exchange Rate Economics, Volume 2**, Ed. Ronald MacDonald, Mark P. Taylor, Edward Elgar Publishing, ss.138-157.

McCornick, Frank (April 1979); "Covered Interest Arbitrage: Unexploited Profits Comment", **Journal of Political Economy**, 87, ss. 411-417.

Meese, Richard A.; Singleton, Kenneth (September 1982); "A Note on Unit Roots and the Emprical Modelling of Exchange Rates", **Journal of Finance**, 37, ss. 1029-1036.

Mussa, Michael (1992); "Emprical Regularities in the Behaviour of Exchange Rates and Theories of the Foreign Exchange Market", **Exchange Rate Economics, Volume I**, Ed. Ronald MacDonald, Mark P. Taylor, Cambridge: Edward – Elgar Publishing,

Mussa, Michael (1976); "The Exchange Rate, the Balance of Payments and Monetary and Fiscal Policy under a Regime of Controlled Floating", **Scandinavian Journal of Economics**, 78, ss. 229-248.

Pilbeam, Keith (1992); **International Finance**, London: City University.

Visser, Hans; Smits, Willem J.B.(1995); **A Guide to International Monetary Economics**, Edward Elgar Publisching.