T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 2, Sayı: 2, Yıl: 1987

DÖVİZ KURLARI VE CARİ İŞLEMLER BİLÂNÇOSU

Nevzat GÜRAN(*)

ÖZET

Döviz kurlarında esnekleşmelerin arttığı 1970 sonrası dönemde, sık ve büyük oranlı kur değişmelerinin ortaya çıkması, iktisatçıları, döviz kurlarını etkileyen değişkenler konusunda pek çok yeni çalışma yapmaya yöneltmiştir. Bu arada, döviz kuru esnekliğinin artmasına rağmen cari işlemler bilânçolarının uzun sayılabilecek süreler dengelenme eğilimi göstermemesi, döviz kuru-cari hesap ilişkilerinin de gözden geçirilmesi gereğini doğurmuş; bunun sonucu olarak, sermaye hareketlerinin yanısıra cari işlemleri de dikkate alan döviz kuru belirlenmesi modelleri geliştirilmiştir. Öte yandan, döviz kuru-cari hesap ilişkilerinde, her iki değişkeni de etkileyen faktörler ve özellikle bekleyişlerin oluşumu ve niteliği önemle vurgulanmaya başlanmıştır. Bu makalenin amacı, belirtilen gelişmeler ve geliştirilen modeller çerçevesinde, döviz kuru-cari hesap ilişkilerine teorik düzeyde açıklık getirmektir.

I. GİRİŞ

Uluslararası moneter teori 1970'li yılların başlarına kadar «dış denge» konusu üzerinde yoğunlaşmış; bu dönemde esas olarak sabit kur sistemi varsayımı altında geliştirilen modeller, «döviz kuru» konusuna ya hiç eğilmemiş ya da ancak devalüasyonun etkileri ve başarı koşulları çerçevesinde kalmak üzere dolaylı ve sınırlı bir biçimde eğilmiştir. 1970 öncesi dönemde yapılan analizlerin dikkati çeken bir başka özelliği de, Mundell-Fleming Modeli (Mundell, 1963 ve Fleming, 1962) gibi bazı istisnalar dışında, sermaye hareketlerinin yeterince dikkate alınmamış olmasıdır.

(*) Yrd. Doç. Dr., D.E.Ü.İ.İ.B.F., İktisat Bölümü

Örneğin devalüasyon analizlerinde, ödemeler bilânçosunun sermaye hesabı dışta bırakılmış; devalüasyonun yalnızca ticaret veya cari işlemler bilânçosu üzerindeki etkileri inceleme konusu yapılmıştır. Konuyla ilgili temel yaklaşımlardan biri (elâstikiyetler yaklaşımı) devalüasyonun nispi fiyat etkilerini, diğeri (massetme yaklaşımı) gelir ve harcamalar üzerindeki etkilerini esas almış; devalüasyonun hangi koşullar altında cari işlemler bilânçosu açığını ortadan kaldırabileceğini belirlemeye çalışmışlardır.

Döviz kuru esnekliğinin arttığı ve uluslararası kambiyo ve sermaye piyasalarındaki entegrasyonun hızlandığı 1970'li yılların başlarından itibaren ise, bir yandan uluslararası moneter teorideki ilgi «ödemeler bilânçosu»ndan «döviz kuru»na kayarken; öte yandan da, cari işlemleri hemen hemen hiç dikkate almayan, ağırlığı sermaye hesabına veren analizler yaygınlaşmıştır. Döviz kurunu etkileyen değişkenleri belirlemeye ve gözlemlenen büyük oranlı ve sık döviz kuru değişmelerini açıklamaya yönelik olan bu analizlerde, daha çok, döviz kurlarının dinamik hareketi üzerinde durulmuştur. Bu alanda yaygın bir biçimde kullanılan «moneter yaklaşım» ve bu arada «varlık piyasası dengesi modelleri» çerçevesinde, çoğunlukla «rasyonel bekleyişler hipotezi» de analize alınarak, mal ve varlık piyasalarındaki dengelenmelerin hız farklılıklarının döviz kurunun dinamik karakterini belirlediği görüşüne ve «kısa dönemde döviz kurunun uzun dönem değerine göre daha fazla yükseleceği» (overshooting) hipotezine (Dornbusch, 1976) ulaşılmıştır.

Döviz kuru değişmelerini açıklamaya yönelik teorik ve ampirik nitelikli çalışmalar varlık piyasası dengesi yaklaşımı ve rasyonel bekleyişler hipotezi çerçevesinde böylece devam ederken, gözlemlenen şu olgu da dikkatleri üzerine çekmekteydi: Döviz kurlarında esnekleşmelerin artmasına rağmen ticaret veya cari işlemler bilânçoları dengelenme eğilimi göstermiyor, hatta zaman zaman söz konusu bilânçolarla döviz kuru değişmeleri arasında beklenene ters yönde ilişkiler ortaya çıkıyordu. Şöyle ki, döviz kuru yükselmeleri (düşmeleri)(1) ile cari hesap açıkları (fazlaları) sık sık birarada görülebiliyordu.

Bu gelişmeler ve varlık piyasası modellerinin döviz kuru değişmelerini açıklamaya çalışırken yalnızca stokları (varlıkları) dikkate alıp olaydaki akımı (cari hesap dengesizliğini) gözardı edişinin yol açtığı yetersiz-

---

(1) Bu çalışmada «döviz kuru» kavramı, «yabancı paranın ulusal para cinsinden fiyatı» (enserten kur) anlamında kullanılmıştır. Buna göre, döviz kurunun yükselmesi (devalüasyon veya depresiasyon) ulusal paranın değer kaybettiğini, döviz kurunun düşmesi (revalüasyon veya apresiasyon) ise ulusal paranın dış değerinin yükseldiğini ifade etmektedir.

lik, cari hesap-döviz kuru ilişkilerinin yeniden gündeme gelmesine ve döviz kuru belirlenmesi modellerine cari hesabın da dahil edilmesi girişimlerine neden olmuştur. Böylece bir yandan, elâstikiyet ve massetme yaklaşımlarında olduğu gibi, döviz kuru değişmelerinin cari işlemler bilânçosu üzerindeki etkileri yeniden inceleme konusu yapılmaya başlarken; bir yandan da, döviz kurunun önemli bir belirleyicisi olarak cari işlemler bilânçosu vurgulanmaya başlanmıştır. Cari işlemler bilânçosunu da dikkate alan varlık piyasası modelleri olarak nitelendirilebilecek olan söz konusu döviz kuru modellerinin genel şeması şöyledir: Varlık piyasaları belli bir andaki döviz kurunu belirlerken; cari hesap da, net varlık pozisyonları ve böylece varlık piyasaları üzerindeki etkileri nedeniyle, döviz kurunun zaman içinde izleyeceği yolu belirler (Dornbusch ve Fischer, 1980, s. 960).

Buraya kadar yapılan açıklamalardan da anlaşılacağı gibi, sabit kur sisteminde, yapılacak kur değişmelerinin cari işlemler bilânçosu üzerindeki etkilerini incelemek yerinde bir analiz sayılabilirse de; döviz kurunun endojen bir değişken haline geldiği esnek kur ortamında, konuya cari işlemler bilânçosunun döviz kuru üzerindeki etkileri açısından da bakmak gerekmektedir. İki değişkenin karşılıklı etkileşim içinde bulunduğu böyle bir ortamda, bu ikisi arasındaki ilişkinin daha karmaşık bir görünüm kazanacağı açıktır. Ayrıca, her iki değişken üzerinde başka faktörlerin de etkide bulunabilmesi, döviz kuru-cari hesap ilişkisini daha da kompleks bir duruma getirebilmektedir. Bu çalışmanın amacı, döviz kuru-cari hesap ilişkilerini teorik bir çerçevede ele almak ve özellikle, bu iki değişken arasında zaman zaman gözlemlenen beklenene ters yöndeki ilişkilerin muhtemel teorik nedenlerini belirlemeye çalışmaktır.

II. DÖVİZ KURU DEĞİŞMELERİNİN CARİ İŞLEMLER BİLÂNÇOSU DENGESİZLİKLERİNİ GİDERMEDEKİ ETKİNLİĞİ VE J-EĞRİSİ ETKİSİ

Bilindiği gibi, devalüasyon veya depresiasyon biçimindeki bir döviz kuru değişmesinden beklenen, cari işlemler bilânçosu açığını azaltıcı etkide bulunmasıdır. Böyle bir kur değişikliğinin nispi fiyatlar üzerindeki ilk etkisini esas alan elâstikiyetler yaklaşımı, devalüasyonun mal ve hizmet ticaret akımları üzerinde beklenen sonuçları doğurabilmesini ithal ve ihraç malları arz ve taleplerine ilişkin bazı elâstikiyet koşullarına bağlamıştır. Bu yaklaşım içinde önemli bir yeri bulunan Marshall-Lerner koşuluna göre, devalüasyonun başarılı olabilmesi için yeterli koşul, ithal malları iç talep ve ihraç malları dış talep elâstikiyetlerinin toplamının mutlak değer olarak birden büyük olmasıdır. Elâstikiyetler yaklaşımı döviz kuru değişmelerinin yalnızca ilk etkilerini dikkate alıp, bu ilk etkilerden kaynaklanan ve tersine çevirici rol oynayabilen gelir etkilerini dikkate almadığı için eleştirilmiş ve tersine-çevirici gelir etkilerini de analize alan

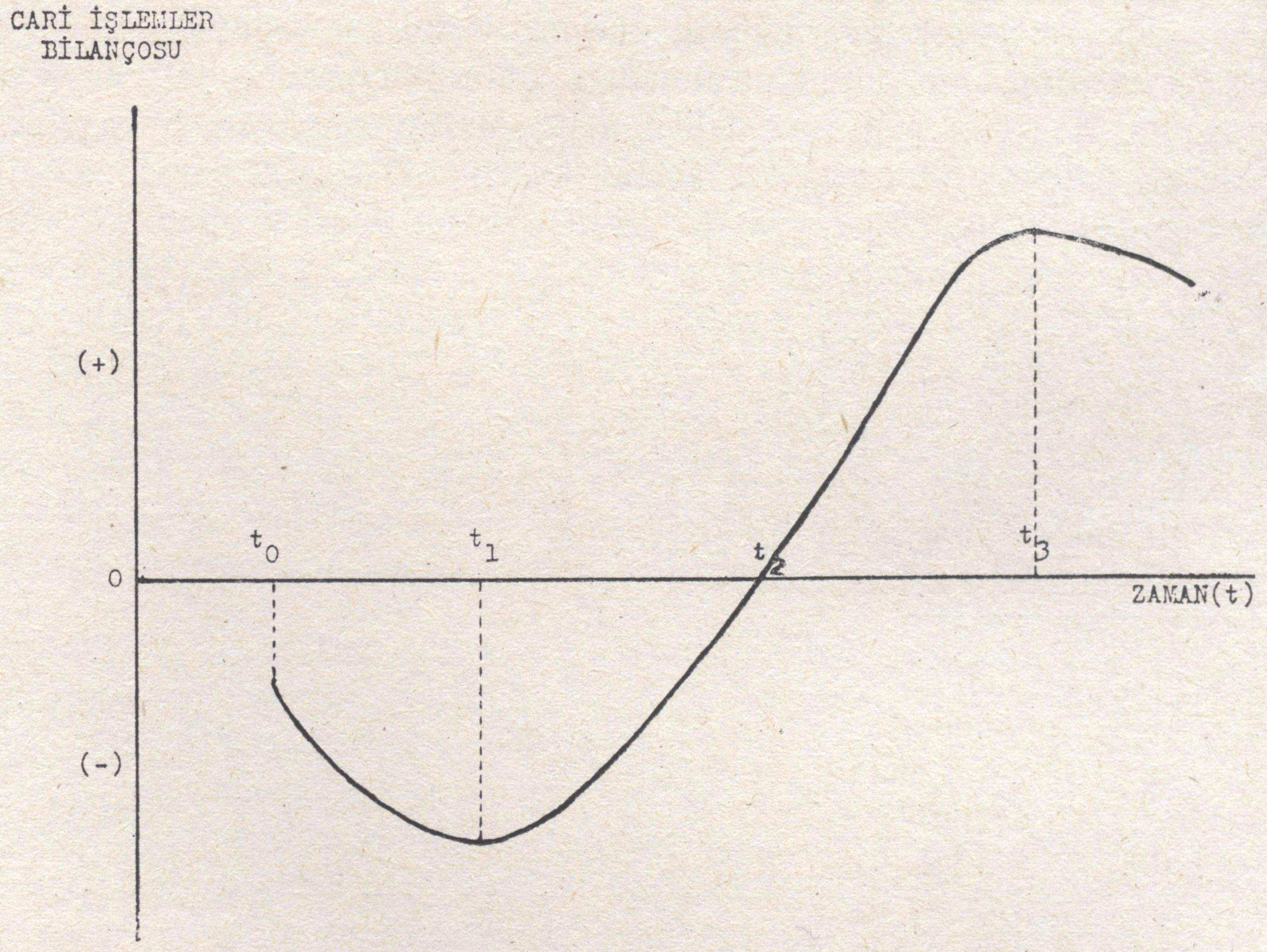
daha sonraki modellerde, döviz kuru değişmelerinin başarısı açısından genellikle daha karamsar sonuçlara ulaşılmıştır. Örneğin, gelir etkilerini de dikkate alan Harberger Koşuluna göre, devalüasyonun cari işlemleri lehte etkileyebilmesi için, yukarıda değinilen talep elâstikiyetleri toplamı «1+marjinal ithal eğilimleri toplamı»ndan büyük olmalıdır. Devalüasyonun gelir ve harcamalar üzerindeki etkilerini temel alan massetme yaklaşımı ise, Y=A+(X−M) eşitliğinden hareketle cari işlemlerin (X−M) tanım gereği gelir (Y) ile massetme (A=C+I+G) arasındaki farka eşit olduğu ve dolayısiyle yapılacak bir devalüasyonun cari işlemler bilânçosunu olumlu yönde etkileyebilmesi için geliri artırması ve/veya massetmeyi azaltması gerektiği sonucuna ulaşmıştır. Bu yaklaşım, özellikle reel gelirin artırılmasının mümkün olmadığı tam istihdam koşullarında devalüasyonun daraltıcı para ve maliye politikaları ile desteklenmesinin gerekli olacağını vurgulamıştır. (Elâstikiyet ve massetme yaklaşımları konusunda daha geniş bilgi için bk. Güran, 1983, s. 18-31 ve 80-90).

Bu iki yaklaşım birlikte dikkate alındığında, bir devalüasyon veya depresiasyonun cari işlemler bilânçosu üzerinde beklenen etkiyi yapmaması veya zaman zaman gözlemlendiği gibi özellikle kısa dönemde ters etkide bulunması, yukarıda sözü edilen dış ticaret talep elâstikiyetlerinin (tersine-çevirici gelir etkilerini de dengeleyecek biçimde) yeterince büyük olmamasına bağlanabilir. Ticaret veya cari işlemler bilânçolarının kısa dönemde döviz kuru değişmeleri karşısında beklenene ters bir duyarlılık göstermesi olgusu J-Eğrisi etkisi olarak bilinmektedir. Teoriden çok amprik gözlemlere dayalı olan bu etkiye göre, mal ve hizmet akımları döviz kuru değişmelerine ancak zaman gecikmeleriyle cevap verebilmekte; başka bir deyişle, elâstikiyetler, uzun dönemde Marshall-Lerner veya Harberger koşulunun gerektirdiği biçimde yeterince yüksek olabilse de, kısa dönemde oldukça düşük olduklarından mal ve hizmet akımları döviz kuru değişmelerine ters duyarlılık göstermektedir(2). Burada J-eğrisi te-

---

(2) Artus ve Young (1979, s. 666-667)'de tartışılan IMF Dünya Ticareti Modeli, Marshall-Lerner koşulunun, incelenen ondört ülkenin dokuzu için kısa dönemde geçerli olmadığını göstermektedir. Koşulun kısa dönemde de geçerli olduğu beş ülke İsveç, Japonya, Fransa, Norveç ve Belçika'dır. Koşulun kısa dönemde geçerli olmadığı dokuz ülkenin beşinde (ABD, B. Almanya, Danimarka, Hollanda ve İsviçre) dış ticaret talep elâstikiyetleri toplamı kısa dönemde birden küçük, uzun dönemde ise birden büyük bulunmakla bir J-eğrisi etkisinin varlığını ima ederken; diğer dört ülkede (Kanada, İtalya, İngiltere ve Avusturya) söz konusu koşulun uzun dönemde dahi geçerli olmadığı görülmüştür. Dış ticaret talep elâstikiyetleri toplamı, ele alınan ondört ülkenin ortalaması olarak ise kısa dönemde —1.01, uzun dönemde —1.73 bulunmuştur.

rimi ticaret veya cari işlemler bilânçosunun zaman içindeki hareketini nitelemek için kullanılmakta, bir devalüasyon veya depresiasyonun söz konusu bilânçoları düzeltmek yerine önce (kısa dönemde) daha da bozacağı, belli bir zaman geçtikten sonra (uzun dönemde) ise bu bilânçoların beklenen duyarlılığı göstererek iyileşmeye başlayacağı ileri sürülmektedir. Böylece ticaret veya cari işlemler bilânçosunun zaman içindeki gelişimi bir J harfini andıracaktır (Bk Şekil 1).



ŞEKİL 1 : J-Eğrisi

J-eğrisi olgusu genellikle şu iki faktörün ortaklaşa bir sonucu olarak görülmektedir (Gowland, 1983, s. 147-149; Williamson, 1983, s. 154-155; Krueger, 1983, s. 39-40):

(i) Bir döviz kuru değişmesi ortaya çıktığında, halen taşınmakta olan ve bağlantısı yapılmış bulunan mallar kur değişmesinden etkilenmezler ve cari işlemler bilânçosundaki kısa-dönemli değişmeye bu işlemler egemendir. Böylece, bir döviz kuru değişmesi kısa dönemde mal ve hizmet ticaret hacmini fazla etkileyemeyecektir.

(ii) Yapılan bağlantılarda genellikle ithalâtın yabancı para, ihracatın ulusal para cinsinden ödenmesi kararlaştırılır(3). Böyle olunca, ihraç mallarının ulusal para cinsinden fiyatı sabitken, devalüasyon veya depresiasyonun etkisiyle bu malların yabancı para cinsinden fiyatı düşmüş olacak; buna karşılık, yabancı para cinsinden fiyatı sabit olan ithal malları söz konusu kur değişmesinin etkisiyle ulusal para cinsinden pahalılaşmış olacaktır.

Bu iki olgunun ortak sonucu olarak, bir devalüasyon veya depresiasyon, kısa dönemde ithalât ve ihracat hacmini etkilemezken; yabancı para cinsinden, ithalâtın değerini etkilememiş, ihracatın değerini ise düşürmüş ve böylece cari işlemler bilânçosunun kötüleşmesine yol açmış olacaktır(4). Konuya dış ticaret talep elâstikiyetleri açısından bakıldığında, özellikle önceden yapılmış bağlantılar nedeniyle kısa dönemde elâstikiyetlerin çok düşük (sıfıra yakın) olduğu ve bu nedenle Marshall-Lerner koşulunun geçerli olmadığı söylenebilecektir. Buna bağlı olarak, bir döviz kuru yükselmesi, kısa dönemde cari işlem açıklarını düzeltmek yerine daha da artırmış olacaktır. Zaman içinde ise, depresiasyondan sonra yapılan yeni bağlantılar egemen olmaya başlayacak; mal ve hizmet ticaret akımlarının fiyatlara karşı duyarlılığı hissedilmeye başlanacak (yani elâstikiyetler yükselecek) ve sonuçta, döviz kuru değişmesinin beklenen

---

(3) Bu durum, bağlantıların ve ödemelerin ihracatçı (orijin) ülkenin parasıyla yapıldığı bir uluslararası ödeme sisteminin geçerli olduğu varsayımını yansıtmaktadır. Bu ödeme sistemi gelişmiş ülkeler arası ticarette büyük ölçüde geçerli ise de, az gelişmiş ülkelerin ihracatı ve ABD'nin ithalâtında bunun yerine alıcı ülkenin parasının esas alındığı görülmektedir. Ayrıca, dış ticarete ilişkin bağlantı ve ödemelerde anahtar para kullanımının da yaygın bir uygulama olduğu bilinmektedir. Ödemelerin «alıcı ülkenin parası ile» veya «satıcı ülkenin parası ile» yapılmasının cari hesap, döviz kuru, tasarruf ve yatırım gibi büyüklüklerin durumu ve gelişimi üzerindeki etkileri konusunda bk. Helpman ve Razin (1984).

(4) Ulusal para cinsinden ifade edilen cari işlemler bilânçosu da kötüleşmiş olacaktır: Yukarıdaki iki koşul altında, gerek ihracat hacmi gerekse ihraç mallarının ulusal para cinsinden fiyatı sabit olduğundan ihracatın ulusal para cinsinden değeri değişmeyecek; buna karşılık, ithalât hacmi sabitken ithal mallarının ulusal para cinsinden fiyatları yükseldiğinden ulusal para cinsinden değer olarak ithalât yükselmiş olacaktır. Böylece cari işlemler bilânçosu ulusal para cinsinden de kötüleşmiş olacaktır.

yöndeki etkisi ortaya çıkmış olacaktır(5). Şu halde, buraya kadar belirtilen biçimiyle J-eğrisinin varlık derecesi, «ticaretin spot piyasa yerine önceden yapılan bağlantılar altında yürütülme derecesine», «bağlantıların yerine getirilmesindeki gecikmelerin uzunluğuna» ve «bağlantılarda ulusal ve yabancı paraların nasıl kullanıldığına» bağlıdır.

Mal ve hizmet akımlarının döviz kuru değişmeleri karşısında gösterdiği ters-yönlü duyarlılık, kuşkusuz, önceden yapılmış bağlantılar olmasa dahi elâstikiyetlerin kısa ve hatta uzun dönemde düşük çıkmasına yol açabilen diğer faktörlere de bağlıdır. Elâstikiyetlerin kısa dönemde düşük çıkmasına yol açabilecek faktörler arasında «tüketicilerin satınalma alışkanlıklarını kolay değiştirememesi» ve «üreticilerin nispi fiyat değişmelerine uygun olarak üretimlerini hemen ayarlayamamaları» sayılabilir. (Güran, 1983, s. 30). Döviz kuru değişmelerinin yol açabileceği diğer kısa ve uzun dönemli ters etkiler, belli başlı çalışmalar çerçevesinde aşağıda ele alınmıştır.

Yapılacak bir devalüasyonun ticaret bilânçosu üzerindeki etkilerini **küçük bir ülke** açısından analiz eden Jones ve Corden (1976), küçük ülkenin devalüasyon yaparak ticarete konu olan malların dünya fiyatlarını ve dolayısiyle dış ticaret hadlerini etkileyemeyeceği, sadece ticarete konu olabilen bütün malların yurtiçi fiyatlarını yükseltmiş olacağı noktasından hareketle; bu durumda, ticarete konu olmayan malların yurtiçi fiyatlarının nasıl geliştiği konusunun hayati bir önem kazandığını, bunun ise iç denge politikasına bağlı olduğunu vurgulamıştır. Buna göre, örneğin maliye politikası kullanılarak ticarete konu olmayan malların fiyatları sabit tutulabilirse, yani zaman zaman «reel döviz kuru» olarak da adlandırılan «ticarete konu olan malların ticarete konu olmayanlara göre nispi fiyatı» böylece yükseltilmiş olursa, devalüasyon ticaret bilânçosu açığını düzeltici etki doğuracaktır. Jones ve Corden (1976)'da ulaşılan ilginç ve paradoksal görünen bir sonuç ise şöyledir: Ticarete konu olan malların emek-yoğun olduğu bir Heckscher-Ohlin modeli çerçevesinde, eğer iç dengenin bir hedefi olarak parasal ücret düzeyi sabit tutulursa devalüasyon ticaret bilânçosunu kötüleştirebilecektir. Şöyle ki, ücret düzeyi sabit tutulurken yapılan devalüasyon ticarete konu olan malların fiyatlarını yükselteceğinden, devalüasyon sermayenin maliyetini yükseltmiş olacak; bu da, ticarete konu olmayan malların maliyetinin (fiyatının) devalüasyona oranla

---

(5) İhraç fiyatlarını ulusal para cinsinden belirlemekten çok, ihracat bağlantılarını alıcı ülkenin parası veya dolar gibi bir anahtar para üzerinden yapan azgelişmiş ülkeler açısından; söz konusu iki koşula bağlı olarak ortaya çıkan J-eğrisi olgusu daha zayıf bir ihtimal görünümünü taşımaktadır.

daha fazla yükselmesine yol açacak; sonuçta, ticarete konu olan malların nispi fiyatları yükselmek yerine düşmüş olacaktır. Bu nispi fiyat değişmeleri ise, kaynakların ticarete konu olmayan mallar üreten sektörlere, talebin ticarete konu olan mallara kaymasına yol açarak, ticaret bilânçosu açığını artırıcı bir etki doğurmuş olacaktır. Görüldüğü gibi, Jones ve Corden'in yaptığı analizde, ticaret bilânçosunun döviz kuruna ters duyarlılığı ihtimali kısa dönemli bir J-eğrisi olgusuyla açıklanamayacak olan daha yapısal bir nedene bağlı bulunmakta ve massetme yaklaşımında vurgulandığı gibi iç denge politikasıyla yakından ilişkili bulunmaktadır.

1960'ların sonu ile 1970'lerin başında yen ve markın önemli apresiasyonları ve ABD dolarının depresiasyonunun uzun yıllar Japonya ve Federal Almanya'nın cari işlemler bilânçolarında herhangi bir zayıflamaya ve ABD cari hesabında bir güçlenmeye yol açmadığı gözleminden hareketle, bu ters-yönlü gelişmelerdeki sürenin uzunluğunun bunları yalnızca kısa dönemli bir J-eğrisi olgusu olarak nitelemeyi güçleştirdiği görüşüne varan Steinherr (1978), bu uzun süreli ters duyarlılıkların ancak ekonomide bazı rijitlikler var olduğunda ortaya çıkabileceğini öne sürmüştür. Steinherr'e göre, döviz kuru gibi nominal bir değişkendeki değişmeler, ancak ekonomide bazı rijitlikler bulunduğunda cari işlemler gibi reel değişkenler üzerinde kalıcı (uzun süreli) etkiler doğurabilir. Steinherr'in elâstikiyet, massetme ve varlık piyasası yaklaşımlarının özünü bir genel denge modeli çerçevesinde birleştirmek amacıyla geliştirdiği modelde, döviz kuru değişmelerinin geleneksel sonuçları kesin olarak doğurması, yalnızca kamu harcamalarının reel olarak sabit tutulması ve fiyat mekanizmasının işsizliği etkilemeden piyasanın hızla dengelenmesine yol açması durumunda mümkündür. Bu koşulların herhangi birinin geçersizliği, döviz kuru değişmelerinin ticaret bilânçosu üzerindeki kısa veya orta dönemdeki etkilerini; fiyat alıcı olmayan sektörün büyüklüğü ve davranışı(6), yurtiçi talebin kompozisyonu, ücret ve fiyat rijitliklerinin varlığı, yurtiçi servetin kompozisyonu, talep politikasının hedefleri gibi ekonominin yapısal özelliklerine bağlı kılacaktır.

Ueda (1983) ise, döviz kuru değişmeleri karşısında ticaret bilânçosunun zaman içinde J-eğrisi biçiminde bir gelişim izlemesinde, önceden ya-

---

(6) Steinherr'in vurguladığı önemli bir rijitlik türü, fiyat-alıcı ve fiyat-koyucu olmak üzere varsayılan iki endüstri tipi arasındaki farklılıktan kaynaklanmaktadır. Fiyat-koyucu grubundaki firmalar, ya fiyatları bir uzun-dönem denge nosyonuna göre belirlediklerinden ya da «maliyet-artı kuralları» izlediklerinden, fiyatlarını kısa dönemde piyasa dengesini sağlayacak biçimde değiştiremeyebilirler. Böylece fiyat dengelenmelerinin yerini miktar dengelenmeleri almış olacaktır.

pılan bağlantıların ve bunlar yerine getirilirken ortaya çıkan «gönderme gecikmeleri»nin önemli bir role sahip olduğunu kabul etmekle birlikte; uzun süreli J-eğrisi etkilerinin temel kaynağının bekleyişlerle ilgili olduğunu ileri sürmektedir. Esnek kur sistemine sahip küçük bir açık ekonominin ticaret bilânçosunun dinamik karakterini analiz etmek amacıyla geliştirdiği modelde Ueda, J-eğrisi tipi bir olguda bekleyişlerin önemini şu şekilde vurgulamaktadır (s. 28): «Karar birimleri ticaret bağlantıları yaparken gelecekteki döviz kuru konusunda bekleyişler oluşturmak zorundadır. Bugünkü döviz kuru değişmesinin yarın veya sonrasında da devam edeceği bekleniyorsa, harcama kararları bundan etkilenecek; değişmenin geçici olduğu düşünüldüğünde ise, harcama kararları etkilenmeyecektir... Geçici ve sürekli değişmeler iç içe ortaya çıktığında, bireyler bu iki değişikliği ayrı ayrı gözlemleyemezler. Bu koşullar altında, sürekli bir değişme J-eğrisi benzeri bir olguya yol açacak; ancak, ticaret bilânçosunun ters duyarlılığının süresinin uzunluğu, karar birimlerinin değişikliğin niteliğini anlama ve büyüklüğünü öğrenme hızına bağlı olacaktır.» Böylece, Ueda'nın geliştirdiği modelde çok kısa bir «gönderme gecikmesi» altında bile uzun süreli J-eğrisi etkileri ortaya çıkabilmekte ve bu etkiler esas itibariyle bekleyişlerden ve özellikle bireylerin «geçici ve sürekli şokları birbirine karıştırmaları»ndan kaynaklanmaktadır.

Buraya kadar yapılan açıklamalardan anlaşılacağı üzere, ticaret veya cari işlemler bilânçosunun döviz kuru değişmeleri karşısında ters yönde duyarlılık göstermesi ve bunun bir kısa dönemli J-eğrisi olgusu mu yoksa uzun dönemli bir olgu mu olduğu, pek çok faktöre bağlı karmaşık bir sorunu oluşturmaktadır. Ancak, kısa dönemli bir olgu biçiminde dahi olsa, söz konusu ters-yönlü duyarlılık, özellikle sermaye mobilitesinin olmaması durumunda, döviz piyasasının (kısa dönemde) kararsız olabileceğini ima etmektedir (Kruger, 1983, s. 40). Bu da esnek kur sistemi açısından bir dezavantaj olarak yorumlanıp döviz piyasasına resmi otoritelerce yapılacak müdahalelerin bir gerekçesi olarak düşünülebilir. Ancak, bu tür müdahaleler her zaman başarılı olamayacaktır. Örneğin Ueda, müdahalelerin döviz piyasasındaki istikrarsızlığı daha da artırabileceğini şu şekilde ifade etmektedir (Ueda, 1983, s. 40): «Müdahaleler para arzındaki geçici dalgalanmaları ve sürekli ve geçici şoklar arasındaki karıştırmayı azaltarak uzun süreli J-eğrisi etkilerinin temel nedenini ortadan kaldırabilir. Ancak, bu tür bir politikanın başarısı, merkez bankalarının sürekli ve geçici değişmeleri ayırdedip edemeyeceklerine büyük ölçüde bağlıdır. Eğer durum bu ayırdetmeye uygun değilse, müdahaleler yalnızca geçici değişmeleri artırabilir ve daha fazla karıştırmalara yol açabilir.»

Döviz kuru ile cari işlemler bilânçosu arasında buraya kadar ele alınan ilişki, bunlardan yalnızca ilkinin ikincisini etkileyebileceği varsayı-

mına dayanmaktadır. Oysa, döviz kuru değişmelerinin esas olarak piyasa koşullarına bırakıldığı bir kontrollü dalgalanma sisteminde bu iki değişken karşılıklı etkileşim içinde bulunacağı gibi, aynı zamanda, başka faktörlerdeki değişmeler karşısında her iki değişkende de belli değişmeler ortaya çıkabilecektir. Dolayısiyle, esnek kur ortamında gözlemlenen bir J-eğrisi tipi gelişme bu kısımda üzerinde durulan nedenlerden kaynaklanabileceği gibi, belirtilen bu karmaşık ilişkiler ağı içerisinde tamamen farklı bir çerçevede de ortaya çıkmış olabilir. Cari hesap-döviz kuru ilişkileri izleyen kısımlarda bu boyutlarıyla ele alınmaya çalışılmıştır.

III. CARİ İŞLEMLER BİLÂNÇOSUNUN DÖVİZ KURUNUN BELİRLENME VE DEĞİŞİMİNDE OYNADIĞI ROL

Döviz kuru belirlenmesi analizlerine cari işlemler bilânçosunu da dahil eden modellerin genel karakteristiği, döviz kuru belirlenmesinin kısa dönemde varlık piyasası değişkenlerinin, uzun dönemde ise cari işlemler bilânçosu değişkenlerinin bir fonksiyonu olduğu yolundaki görüştür. Bu görüşün dayandığı mantık ana hatlarıyla şöyledir (Krueger, 1983, s. 104-105): «Uzun dönemde, dünya faiz haddindeki yatırım fırsatlarına göre yurtiçi sakinlerin zaman tercihleriyle uyumlu bir cari hesap dengesi vardır. Bu, uzun dönem reel döviz kurunu (ticarete konu olabilen malların yurtiçi mallara göre nispi fiyatını) belirler. Net borçluluk pozisyonu değişirken, dış dünyaya göre farklı zaman tercihleri nedeniyle reel döviz kuru zaman içinde giderek değişebilir veya zaman tercihi ve servet gibi değişkenlerdeki eksojen değişmeler nedeniyle bu kur kayabilir. Ancak, uzun dönem reel döviz kurunun belirleyicileri her zaman uzun dönemlidir. Bu kur cari hesap tarafından belirlenmiş olarak veri iken, zaman içinde herhangi bir noktada döviz kurunu varlık piyasası belirler. Yabancı varlıkların mevcut stoklarının değeri döviz kuru değişmeleri karşısında değişir ve serveti etkiler. Böylece cari hesap dengesizlikleri zaman içinde servet pozisyonları üzerinde etkide bulunduğu için, değişen cari hesap dengelerine servetin kendini ayarlaması, kısa dönemin uzun döneme dönüşmesinin mekanizmasıdır.»

Cari hesap ile sermaye hesabı arasındaki ilişkileri dikkate alarak, kısa ve uzun dönemde döviz kurunun nasıl oluşacağı konusunu tartışan öncü bir çalışma Kouri (1976) tarafından yapılmıştır. «Cari hesabı da dikkate alan varlık piyasası modelleri»nin tipik bir örneğini oluşturan Kouri'nin bu analizi, konumuzu ilgilendirdiği kadarıyla aşağıda sunulmuştur.

Ödemeler bilânçosuna ve devalüasyona moneter yaklaşımın esnek kur sistemi durumu için genişletilmesi amacında olan Kouri (1976)'da, yal-

nızca ticarete konu olan mallar üretilen ve bu malların nispi fiyatlarının dünya piyasasında belirlendiği ve sabit olduğu(7) **küçük bir açık ekonomi modeli** geliştirilmiştir. Modelde ayrıca, tek üretim faktörünün emek olduğu, fiyat ve ücretlerin tam esnek olduğu ve bu nedenle emeğin sürekli tam istihdam edildiği, ulusal (kâğıt) para ve yabancı para olmak üzere yalnızca iki mali varlığın söz konusu olduğu, yabancıların ulusal kâğıt para tutmadığı ve reel sermaye birikiminin bulunmadığı gibi bazı basitleştirici varsayımlara yer verilmiştir. Modelde varlık piyasaları için denge koşulu, yabancı varlık talebinin (Fd) yabancı varlık stokuna (F) eşit olması ve reel yurtiçi para stokunun (M/P) reel balans talebine (Md/P) eşit olması biçiminde ortaya çıkmakta ve döviz kuru bu eşitlikleri sağlayacak biçimde belirlenmektedir(8). Gerek reel balans talebi gerekse yabancı varlık talebi, beklenen enflâsyon (depresiasyon) oranının (π), reel gelirin (Y) ve mali servet stokunun (M/P+F) fonksiyonları olarak kabul edilmiş olup; bu değişkenlerle döviz kuru arasındaki ilişki, indirgenmiş reel balans talebinin yurtiçi reel para stokuna eşitliğini (varlık piyasası dengesini) ifade eden aşağıdaki gibi bir denklem aracılığıyla gösterilmiştir:

$$M/P = Md/P = f \underset{(-)(+)(+)}{(\pi\ ,\ Y\ ,\ F)}$$

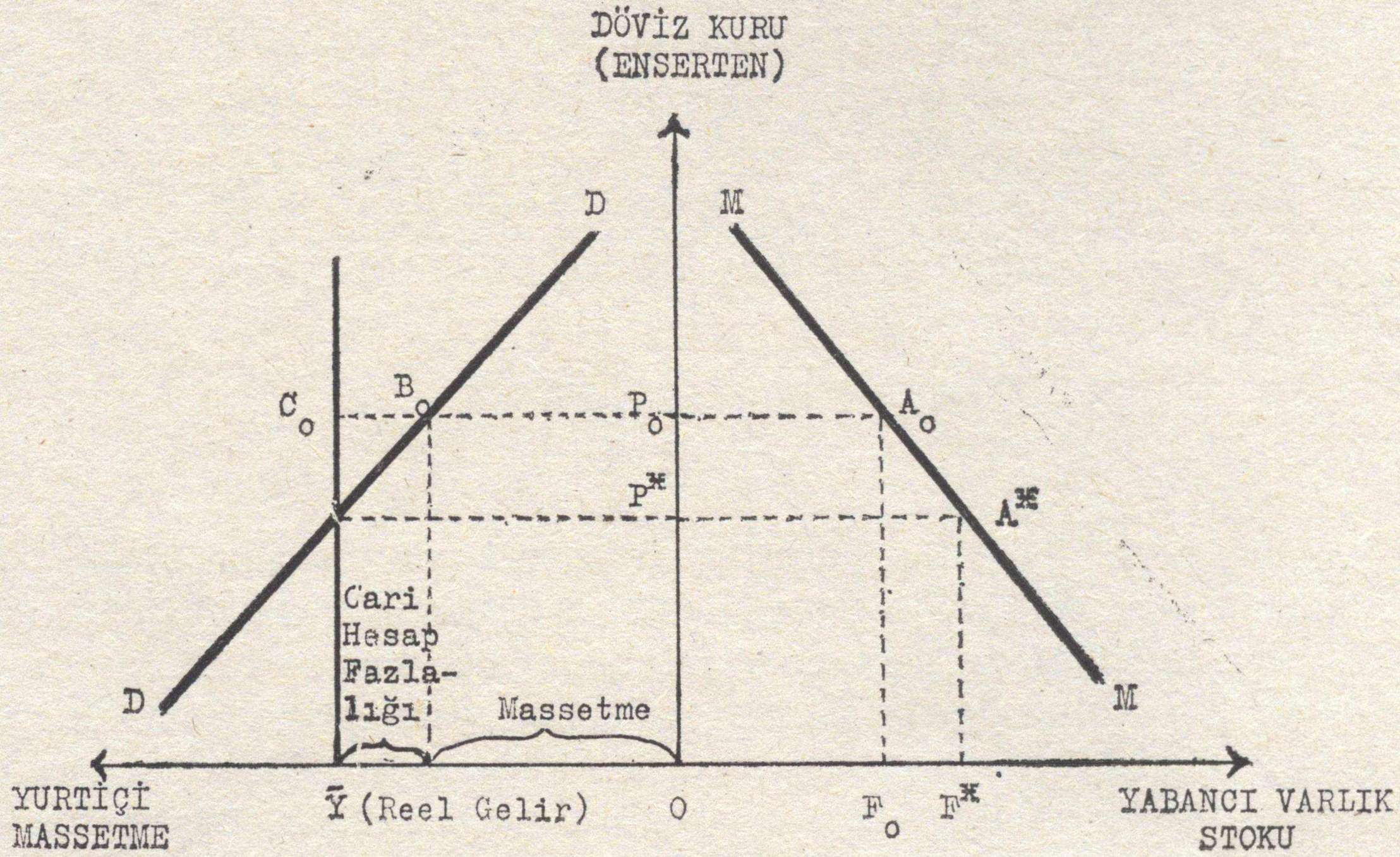
Buna göre, beklenen depresiasyon (enflâsyon) oranındaki (π) bir yükselme, reel para stokunu ve böylece mali servetin reel değerini azaltacak; bu ise, nominal para stoku sabitken gerçekten de bir depresiasyonun (enflâsyonun) ortaya çıkması anlamına gelecektir. Buna karşılık reel gelirdeki (Y) veya yabancı varlık stokundaki (F) bir artış, yine nominal para arzı sabitken, apresiasyonla sonuçlanacaktır. Böylece, π ve Y veri iken, yabancı varlık stoku (F) ile döviz kuru (P) arasında ters yönlü bir ilişki elde edilmiş olmaktadır. (Bk. Şekil 2'nin sağ tarafındaki MM şedülü).

---

(7) Modelde, sabit olan dünya fiyat düzeyinin ayrıca bire eşit olduğu ve böylece yurtiçi fiyat düzeyi ile döviz kurunun aynı anlama geldiği varsayılmaktadır. Bu varsayım altında, enflâsyon oranı ile depresiasyon oranı da özdeşleşmektedir.

(8) Kouri, **büyük ülke** durumunda veya ticarete konu olmayan malları da kapsayan bir modelde, döviz kurunun yalnızca varlık piyasasında belirleneceğini söylemenin yanlış olduğunu kabul etmekte ve bu durumlarda döviz kuru belirlenmesinde nispi mal fiyatlarının da rol oynayacağını belirtmektedir (s. 284, n. 1).

Yurtiçi hasıla ile yurtiçi harcama (massetme) arasındaki farkın cari hesap fazlasına eşit olduğu noktasından hareketle, modelde cari hesap-döviz kuru ilişkisi massetme ile döviz kuru arasındaki ilişkiden elde edilmektedir (Bk. Şekil-2'nin sol kısmındaki DD şedülü). Kuşkusuz cari hesap açığı (fazlası) sermaye girişi (çıkışı) anlamına gelecek, bu da yabancı varlık stokundaki plânlanan (ex-ante) değişmeye eşit olacaktır. Reel gelirdeki (hasıladaki) artış cari işlemler bilânçosunu pozitif yönde etkilerken, massetmede artışa yol açan faktörler bu bilânçoyu negatif yönde etkileyeceklerdir(9). Şekil-2'nin sol tarafından anlaşılacağı üzere, reel gelir tam istihdam düzeyinde sabit olup, döviz kuru değişmeleri yalnızca



ŞEKİL 2 : Döviz Kuru ve Cari Hesap İlişkileri

---

(9) Modelde, indirgenmiş form cari hesap (sermaye akımı) eşitliği şöyledir:

$$\dot{F}=B=f(Y\ ,\ T\ ,\ F\ ,\ \pi\ ,\ M)$$
$$(+)(-)(-)(+)(-)$$

Buna göre, vergilerdeki (T) ve para arzındaki (M) artışın kamu harcamalarını, yabancı varlık stokundaki (F) artışın da tüketim harcamalarını ve böylece massetmeyi artırarak cari hesabı olumsuz yönde etkileyeceği; beklenen enflâsyon (depresiasyon) oranındaki artışın ise mali varlıkların reel değerini düşürerek massetmeyi azaltacağı ve dolayısiyle cari hesabı olumlu yönde etkileyeceği kabul edilmektedir.

massetmeyi etkilemek suretiyle cari işlemler bilânçosunu etkilemektedir. Massetme ile gelirin eşitlendiği (cari hesabın dengede bulunduğu) kurdan daha yüksek kurlarda gelir, massetmeden büyük olduğundan cari hesap fazlalık vermekte; söz konusu kurun altındaki kurlarda ise, massetme gelirden büyük olduğu için cari hesap açık vermektedir.

Başlangıçta özel kişilerce tutulan yabancı varlık stoku Fo olduğunda, döviz kurunun **anlık (momentary) denge düzeyi** Po'dır. Bu kurda yurtiçi massetme PoBo'a, yurtiçi hasıla CoPo'a eşit olduğundan CoBo tutarında bir cari hesap fazlalığı vardır. Ekonomi, cari hesap dengesizliği bulunan bu anlık denge durumunda kalamayacak; statik bekleyişler altında, MM şedülü boyunca aşağıya doğru hareket edecektir. Sonuç olarak, yabancı varlık stoku artarken apresiasyon ortaya çıkacak; bu da, cari hesabın dengede olduğu bir «**durgun durum dengesi**»ne (uzun dönem dengesine) gelininceye kadar massetmeyi artıracaktır. Durgun durum dengesinde, döviz kuru P*, yabancı varlık stoku F* düzeyinde olup massetme ile gelir bu kurda eşitlenmektedir. Anlık denge bir cari hesap açığına yol açacak biçimde ortaya çıktığında ise tersi gelişmeler olacak; yabancı varlık stokunda azalma —depresiasyon— açığın azalması biçiminde dengelenmeler gözlemlenecektir. Bu sonuçlar, «cari hesap fazlalığı veren ülkelerde apresiasyon, cari hesap açığı veren ülkelerde depresiasyon görülmesi biçimindeki genel olguya uygun» düşmektedir (Krueger, 1983, s. 107).

Görüldüğü gibi, Kouri'nin geliştirdiği modelde, modelin dinamik karakteri veri iken, döviz kurunu uzun dönemde cari işlemler bilânçosu, kısa dönemde de varlık piyasası belirlemektedir. Benzeri bir görüşe dayalı olan ve benzer sonuçlara ulaşan bir model de Dornbusch ve Fischer (1980) tarafından geliştirilmiştir. Cari işlemler bilânçosunun arzulanan servetin bir fonksiyonu olarak tasarrufla daha açık bir biçimde ilişkilendirildiği bu çalışmada, «cari işlemler bilânçosu dengesizlikleri kanalıyla zaman içinde ortaya çıkan varlık birikiminin, bekleyişlerle birlikte, döviz kurunun dinamik davranışında hakim rol oynadığı» özellikle vurgulanmaktadır (s. 970). «Öngörülen» ve «öngörülmeyen» değişmeler durumunda cari hesap-döviz kuru ilişkilerinin farklılaşacağı konusuna da özel bir ağırlık veren bu çalışma, bu yönleri itibariyle bir sonraki kısımda ele alınacaktır. Burada yalnızca söz konusu çalışmanın statik bekleyişler altında ulaştığı ve Kouri'ninkiyle aynı olan sonuçlar ana hatlarıyla sunulmakla yetinilecektir.

Dornbusch ve Fischer (1980)'de geliştirilen model, fiyat esnekliği, tam istihdam, ithal mallarının yabancı para cinsinden fiyatlarının ve dünya faiz haddinin veri olması, yurt içi sakinlerin ulusal para ve yabancı tahvilâttan oluşan varlıkları tutabilecekleri gibi varsayımlara sahiptir.

Para piyasasının ve yurtiçi mal piyasasının dengelenmesine yol açan bir döviz kuru ve fiyat düzeyinde ekonomi kısa dönem dengesine ulaşmakta, uzun dönem dengesi ise cari işlemler bilânçosunun dengeye gelmesi ile sağlanmaktadır. Kısa dönemden uzun döneme geçiş ise kısa dönemdeki cari hesap dengesizliğinin yol açtığı varlık birikimi veya erimesi suretiyle gerçekleşmektedir. Modelde ulaşılan sonuca göre, statik bekleyişler altında, ortaya çıkan bir cari hesap fazlalığı yabancı varlık birikimine, bu da apresiasyona yol açacaktır. Cari hesap açığı durumunda da tersi gelişmeler ortaya çıkacaktır. Böylece, dengelenme sürecinde (kısa dönemden uzun döneme geçişte) cari hesap fazlalığı veren ülkelerde apresiasyon, cari hesap açığı veren ülkelerde depresiasyon görülecektir.

IV. ÇEŞİTLİ DEĞİŞMELERİN DÖVİZ KURU VE CARİ İŞLEMLER BİLÂNÇOSU ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ VE BEKLEYİŞLERİN ROLÜ

Önceki kısımda ele alınan Kouri Modelinde MM şedülünde kaymalara yol açan değişmeler anlık döviz kurunu değiştirerek sözü edilen kısımda incelenen dengelenme sürecinin işlemesine yol açacaklar; uzun dönem dengesi ise değişmeyecktir. DD şedülünün kaymasına yol açan değişmeler ise, uzun dönem denge kurunu değiştirecekler, anlık denge kurunu ise etkilemeyeceklerdir. Ancak, uzun dönem denge kuru değişince cari hesapta, yabancı varlık stokunda ve döviz kurunda bunun gerektirdiği dengelenmeler ortaya çıkacaktır.

Kouri, döviz kurunun ve ödemeler bilânçosunun dinamik davranışının bekleyişlerin oluşturulma biçimine yakından bağlı olduğunu vurgulamaktadır. Nitekim yukarıdaki sonuçlar **statik bekleyişler** altında geçerlidir. Rasyonel bekleyişler söz konusu olduğunda bu sonuçlar değişebilir. Örneğin, massetmede varlık taleplerini etkilemeyen bir kayma, statik bekleyişler altında döviz kuru üzerinde hemen bir etkide bulunmayıp cari hesap dengesi üzerindeki ilk etkisine bağlı olarak zaman içinde döviz kuru değişmesine yol açacakken; aynı tür bir kayma **rasyonel bekleyişler** altında rasyonel spekülâtörlerin bu kaymayı hemen öngörmelerine bağlı olarak döviz kurunun hemen değişmesine yol açacaktır (Kouri, 1976, s. 298-299).

Dormbusch ve Fisher (1980)'de geliştirilen model cari hesap-döviz kuru ilişkileri açısından «öngörülen» ve «öngörülmeyen» değişmeler arasındaki ayrımı özellikle vurgulamaktadır. Bu modele göre, **öngörülmeyen bir değişme** karşısında cari hesap ile döviz kuru arasında statik bekleyişlerdeki gibi bir ilişki ortaya çıkacaktır (s. 967-968). Şöyle ki, öngörülmeyen bir değişme karşısında, cari hesap fazlası veren ülkeler apresiasyon,

cari hesap açığı veren ülkeler depresiasyon yaşayacaklardır. Bu durumda döviz kuru genelde bir kereye mahsus bir dengelenme ile başlangıçta sıçrama biçiminde bir hareket gösterecek; bunu, cari hesabın dengelendiği yeni düzeye doğru tedrici bir yaklaşma izleyecektir.

Öngörülmeyen değişmelerin bir örneği olarak Dornusch ve Fischer (1980) yurtiçi tasarruf eğilimindeki bir azalma ile birlikte ithalâtta ortaya çıkan öngörülmeyen artışı incelemişlerdir (s. 967). Bunun uzun dönemli etkisi yabancı varlıklarda bir azalma ve ticaret hadlerinde bir kötüleşme ve dolayısiyle uzun dönemli bir depresiasyondur. Kısa dönemde yabancı varlık stoku veridir. Buna karşılık, azalan tasarruf ve artan ithalât depresiasyon bekleyişine yol açar; bu da, reel balans talebini azaltıcı, fiyat düzeyini yükseltici ve (reel balans etkisi aracılığıyla) reel harcamaları azaltıcı bir etki doğurur. Bu durumda, mal piyasası dengesini korumak için ticaret hadlerinde bir kötüleşme ve dolayısiyle döviz kurunda ani bir yükselme (depresiasyon) ortaya çıkacaktır. Daha sonra, cari hesap açığı nedeniyle varlıklarda bir erime ortaya çıkarken döviz kuru da rasyonel bekleyişlerle uyumlu olan bir yol boyunca yükselmeye (depresiasyona) devam edecektir. Görüldüğü gibi, bu durumda yine «cari hesap açığı-depresiasyon» biçiminde bir kombinezon ortaya çıkmıştır.

Başka bir örnek olarak ihracatta ortaya çıkan öngörülmeyen bir artış ele alınmakta ve benzeri bir mantıkla dengelenme sürecinde bu kez «cari hesap fazlası-apresiasyon» kombinezonunun görüleceği belirtilmektedir (s. 967-968).

Geliştirilen model çerçevesinde, para stokunda öngörülmeyen bir artış olması durumunda ise sonuç biraz farklılık göstermektedir. Sürekli tam istihdam ve fiyat esnekliği varsayımları nedeniyle, böyle bir artış yalnızca döviz kurunu aynı oranda ve hemen artırmakta, bir varlık birikimi süreci ise ortaya çıkmamaktadır (s. 968).

Dornbusch-Fischer (1980) modelinin ilginç bir sonucu, **«öngörülen» değişmeler durumunda,** cari hesap ile döviz kuru arasında öngörülmeyen değişmeler durumunda ortaya çıkan ilişkilerin genellikle geçerliliğini yitirmesi ve bunun yerine tamamen farklı türde kombinezonların ortaya çıkmasıdır.

Bu duruma örnek olarak Dornbusch ve Fischer (1980), gelecekteki bir tarihte nominal para arzının artırılacağının (şu anda) ilân edilmesini ele almakta ve bu ilânla para arzında gerçekten artışın olduğu zaman arasında nasıl bir dengelenme süreci ortaya çıkacağını araştırmaktadırlar (s. 968-969). Modele göre, böyle bir durumda ilânın yapıldığı an, ani (sıçrama biçiminde) bir depresiasyon ortaya çıkacak, bunu daha sonra gide-

rek hızı artan tedrici depresiasyon izleyecektir. Cari hesap açısından ise modelin öngörüsü şöyledir: Rasyonel bekleyişler altında bu depresiasyon bekleyişi reel balansları, serveti ve harcamaları azaltarak bir cari hesap fazlasına yol açacaktır. Bu süreç para arzının gerçekten arttığı zamana kadar devam edecektir. Görüldüğü gibi, burada, para arzının artırılacağı ilânı ile para arzının artırılması arasındaki sürede «cari hesap fazlası-depresiasyon» kombinezonu ortaya çıkmış olmaktadır. Para arzı gerçekten arttığında da depresiasyon (giderek azalan bir biçimde olmakla birlikte) devam edecek; ancak, artan reel balans, servet ve harcamalar bu kez, başlangıçtaki dengeye yeniden ulaşılıncaya kadar, bir cari hesap açığına ve yabancı varlıklarda bir erimeye yol açacaktır. Demek ki, para arzı artışı gerçekleştikten sonra «depresiasyon-cari hesap açığı» biçiminde bir kombinezon ortaya çıkmaktadır.

Bu sonuçlarda ilginç ve şaşırtıcı görünen iki noktayı vurgulamakta yarar vardır: Bunlardan birincisi, para arzında bir artış olacağının ilân edilmesinin (ve dolayısiyle böyle bir artışın beklenmesinin) başlangıçta bir cari hesap fazlasına yol açmasıdır. Diğer şaşırtıcı sonuç ta, para arzının gerçekten arttığı anda depresiasyon hızının yavaşlamasıdır. Bu sonuçlar, para stokundaki öngörülen artışın massetme üzerindeki etkileri aracılığıyla ortaya çıkmaktadır. Para stokunda beklenen artış, beklenen (ve böylece gerçekleşen) bir depresiasyona yol açmakta ve para talebini ve sonuçta reel balansları azaltmaktadır. Böylece tasarruflar artarken cari hesap fazlaları ve yabancı varlık birikimleri ortaya çıkmaktadır. Para arzı gerçekten artırıldıktan sonra ise, tam ters yönde çalışan bir reel balans etkisi ortaya çıkarak cari hesabın açık vermesi ve depresiasyonun yavaşlaması sonucunu doğurmaktadır.

Cari hesap-döviz kuru ilişkilerinde bekleyişlerin önemini vurgulayan bir başka model de Greenwood (1983) tarafından geliştirilmiştir. Gelecekteki reel gelir, kamu harcaması düzeyi ve para politikası konusunda belirsizlikler bulunan **bir küçük açık ekonomi** için esnek kurlar ortamında cari hesap-döviz kuru ilişkilerini araştırmak amacında olan bu çalışmada, «cari koşulların (olayların) ve geleceğe ilişkin bekleyişlerin, döviz kurunun gelişimini yönlendiren para talebi kararında va cari hesabı belirleyen tüketim-tasarruf kararında önemli bir rol oynayacağı» vurgulanmaktadır (s. 543). Kurulan modelin sonuçlarına göre, döviz kuru ile cari hesap arasındaki ilişki teorik olarak belirsiz olup; bu iki değişkeni eş-anlı olarak etkileyen eksojen değişmelerin niteliğine bağlı olarak çok farklı döviz kuru-cari hesap kombinezonları ortaya çıkabilmektedir. Modelde eksojen değişkenler olarak cari (şu andaki) ve gelecekteki olmak üzere «gelir», «kamu harcaması» ve «para arzı» alınmış; bu değişkenlerdeki «beklenen»,

«beklenmeyen», «geçici» ve «sürekli» değişmeler durumunda cari hesapta ve döviz kurunda nasıl değişmeler ortaya çıkabileceği belirlenmeye çalışılmıştır. Bu değişmelerle ilgili olarak çalışmada ulaşılan sonuçlar toplu bir biçimde aşağıdaki tablodan izlenebilir.

TABLO: **Bazı Eksojen Değişmelerin Cari İşlemler Bilânçosu ve Döviz Kuru Üzerindeki Etkileri**

Şok (Değişme)	Cari İşlemler Bilânçosu	Döviz Kuru
1. Cari gelirde, öngörülmeyen geçici bir artış	İyileşme	Apresiasyon
2. Gelecekteki gelirde beklenen bir artış	Kötüleşme	Apresiasyon
3. Cari gelirde, öngörülmeyen ve fakat sürekli olacağı beklenen bir artış	Nötr	Apresiasyon
4. Cari para stokunda, öngörülmeyen geçici bir artış	Nötr (veya hafifçe iyileşme)	Depresiasyon
5. Gelecekteki para stokunda, beklenen bir artış	Nötr (veya hafifçe kötüleşme)	Depresiasyon
6. Cari para stokunda, öngörülmeyen ve fakat sürekli olacağı beklenen bir artış	Nötr	Depresiasyon
7. Cari (şu andaki) kamu harcamasında, öngörülmeyen geçici bir artış	Kötüleşme	Nötr (veya hafif bir depresiasyon)
8. Gelecekteki kamu harcamasında beklenen bir artış	İyileşme	Nötr (veya hafif bir depresiasyon)
9. Cari (şu andaki) kamu harcamasında, öngörülmeyen ve fakat sürekli olacağı beklenen bir artış	Nötr	Nötr (veya hafif bir depresiasyon)

Kaynak: Greenwood (1983), s. 557. Tablo: 1.

Tabloda sunulan sonuçlar, kuşkusuz kurulan model çerçevesinde elde edilmiştir ve yapılan varsayımlar altında geçerlidir. Bu sonuçların arkasında yatan nedenlerin tam olarak anlaşılabilmesi için söz konusu modelin incelenmesi gerekmektedir. Bu çalışmada vurgulamaya çalıştığımız konu açısından gerekli görülmediğinden burada modelin incelenmesi yoluna gidilmeyecektir. Ancak, tabloda sunulan sonuçlarla bağlantılı olarak bazı noktaların vurgulanmasında yarar bulunmaktadır.

Birincisi, Greenwood (1983) modeli çerçevesinde ortaya çıkan döviz kuru-cari hesap ilişkilerinin, daha önce ele alınan Kouri (1976) ve Dornbusch-Fischer (1980) modellerinin sonuçlarına göre, bu iki değişken arasında daha belirsiz ve gevşek bir ilişkinin varlığına işaret etmesidir. Nitekim, gerek eksojen şokun türüne, gerek bu şokların öngörülmeyen ya da beklenen nitelikte olmalarına, gerekse öngörülmeyen şokların geçici ya da sürekli olmasına göre, çok farklı kombinezonlar ortaya çıkabilmekte; örneğin Dornbusch-Fischer (1980) modelinde olduğu gibi öngörülen ve öngörülmeyen değişme türlerine göre cari hesap-döviz kuru kombinezonları düzenli bir kalıba oturmamaktadır.

Bu sonuçların işaret ettiği diğer önemli bir husus da, esnek kur ortamında döviz kuru ile cari işlemler bilânçosu arasında ortaya çıkan beklenene ters yöndeki ilişkilerin, her zaman, dış ticaret talep elâstikiyetlerinin düşüklüğü ve J-eğrisi tipi bir olgu ile açıklanamayacağı; bu tür ters ilişkilerin her iki değişkeni de etkileyen üçüncü bir değişkenin etkisiyle de ortaya çıkabileceğidir. Örneğin Tablo'da birinci durumda ortaya çıkan apresiasyonla birlikte cari işlemler bilânçosu iyileşmesi, bir J-eğrisi etkisini değil, cari gelirde ortaya çıkan öngörülmeyen geçici bir artışın etkisini yansıtmaktadır.

Tabloda dikkati çeken bir husus da, her ne kadar belli bir kurala bağlanabilecek cari hesap-döviz kuru kombinezonları ortaya çıkmıyorsa da, her bir eksojen değişme türünün, öngörülen ya da öngörülmeyen olmasına pek bağlı olmaksızın, döviz kuru üzerindeki etkisinin oldukça yalın ve belirli olmasıdır. Nitekim, cari gelirde öngörülmeyen bir artış olduğunda da gelecekte gelir artışı beklendiğinde de apresiasyon ortaya çıkmakta; para stokuyla ilgili benzer değişmeler durumunda ise, depresiasyon görülmektedir. Benzer şekilde, cari (şu andaki) kamu harcamasında öngörülmeyen bir artış veya kamu harcamasında gelecekte olacağı beklenen bir artış döviz kuru üzerinde bir etki doğurmamakta ya da hafif bir depresiasyona yol açmaktadır.

Bu kısımda ele alınan modellerin sonuçlarıyla ilgili rahatsızlık verici bir yön, bekleyişlerle ilgili bir açıklamaya başvurularak ve/veya farklı eksojen değişme türlerine atıfta bulunularak her türlü cari hesap-döviz

kuru kombinezonuna bir açıklama getirilebilmesidir. Yapılan varsayımların farklılığına göre doğal olarak sonuçlar da farklılaşabilmektedir. Gerçeğin hangi varsayımlara daha uygun düştüğünün belirlenebilmesi ise ancak ampirik çalışmalarla ortaya çıkabilecektir. Döviz kuru - cari hesap ilişkileri konusunda da ampirik araştırmalara duyulan ihtiyaç kendini hissettirmektedir.

V. SONUÇ

Döviz kurlarının piyasa koşullarına göre değişebildiği bir ortamda döviz kurlarıyla cari işlemler bilânçosu arasındaki ilişki, bir karşılıklı - etkileşim biçiminde ortaya çıkacak; ayrıca, başka faktörlerdeki değişmeler de her iki değişken üzerinde etkiler doğurabilecektir. Bu nedenle, 1970'li yıllardan önce yalnızca döviz kuru değişmelerinin cari işlemler bilânçosunu etkileyeceği varsayımı altında geliştirilen yaklaşım ve modeller (örneğin elâstikiyet ve massetme yaklaşımları) 1970 sonrası dönemdeki kontrollü dalgalanma uygulamalarında ortaya çıkan cari hesap - döviz kuru ilişkilerini açıklamada yetersiz kalmaktadır. Mal ve hizmet akımlarının kısa dönemde döviz kuru değişmeleri karşısında duyarsız olduğu noktasından hareketle döviz kuru ile cari işlemler bilânçosu arasında gözlemlenen ters yönlü ilişkileri açıklamaya çalışan J-eğrisi etkisi de, yine olayın ancak bir yönünü esas aldığı için her zaman geçerli bir açıklama getirememektedir. Söz konusu ters-duyarlılık kısa dönemli bir J-eğrisi olgusu ile açıklanamayacak boyutlarda olabilmekte; böyle durumları açıklayabilmek için ekonomideki daha yapısal faktörlerin veya beklevişlerin etkisini analize almak gereği doğmaktadır.

Döviz kurlarının oluşum ve değişimini açıklamaya yönelik analizlere cari işlemler bilânçosunu da dahil eden modeller de cari hesap-döviz kuru ilişkileri konusunda bazı açıklamalar sunmaktadır. Bu modellerin genel karakteristiği olarak, döviz kuru kısa dönemde varlık piyasası değişkenleri, uzun dönemde de cari işlemler bilânçosu tarafından belirlenmekte; kısa dönemde ortaya çıkan cari hesap dengesizlikleri varlık piyasası dengesini etkileyerek, kısa dönemden uzun döneme geçişte döviz kuru değişmelerine yol açmaktadır. Böylece bu modellere göre, bekleyişlerin oluşturulma biçimine ve değişmelerin öngörülen ya da öngörülmeyen türde olmasına göre farklılaşan döviz kuru - cari hesap kombinezonları ortaya çıkabilmektedir.

Bu nedenle, esnek kur sisteminde ortaya çıkan bir cari hesap-döviz kuru ilişkisi, sadece döviz kuru değişmelerinin cari hesabı etkileyeceği varsayımından hareket eden bir J-eğrisi olgusu olarak görülebildiği gibi;

cari hesap dengesizliklerinin döviz kuru üzerindeki etkilerine veya üçüncü bir faktördeki bir değişmenin her ikisi üzerindeki etkilerine bağlı bir olgu olarak da açıklanabilir. Bunlardan hangisinin söz konusu ilişkinin gerçek açıklaması olduğu ise içinde bulunulan koşullara göre değişecektir. Bu amaçla ampirik çalışmalara duyulan ihtiyaç açıktır. Ancak birçok modelde üzerinde önemle durulan bekleyişlerin etkisinin ampirik olarak tesbiti önemli sorunları beraberinde getirmektedir.

K A Y N A K Ç A

ARTUS, J.R. ve YOUNG, J.H. (1979), «Fixed and Flexieble Exchange Rates: A. Renewal of the Debate», **IMF Staff Papers,** Vol. 26, No. 4, ss. 654-698.

DORNBUSCH, R. (1976), «Expectations and Exchange Rate Dynamics», **Journal of Political Economy,** Vol. 84, No. 6, ss. 1161-1176.

DORNBUSCH, R. ve FISCHER, S. (1980), «Exchange Rates and the Current Account», **American Economic Review,** Vol. 70, No. 5, ss. 960-971.

FLEMING, J.M. (1962), «Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates», **IMF Staff Papers,** Vol. 9, ss. 369-379.

GOWLAND, D. (1983), **International Economics,** Croom Helm Ltd, London.

GREENWOOD, J. (1983), «Expectations, the Exchange Rate, and the Current Account», **Journal of Monetary Economics,** Vol. 12, ss. 543-569.

GÜRAN, N. (1983), **Alternatif Döviz Kuru Sistemlerinin Türkiye'de Uygulanabilirliği,** Basılmamış Doktora Tezi, T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF, İzmir.

HELPMAN, E. ve RAZIN, A. (1984), «The Role of Saving and Investment in Exchange Rate Determination Under Alternative Monetary Mechanisms», **Journal of Monetary Economics,** Vol. 13, ss. 307-325.

JONES, R.W. ve CORDEN, W.M. (1976), «Devaluation, Non-flexible Prices, and the Trade Balance for a Small Country», **Canadian Journal of Economics,** Vol. 9, No. 1, ss. 150-161.

KOURI, P.J.K. (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,** Vol. 78, ss. 280-304.

KRUEGER, A.O. (1983), **Exchange-Rate Determination,** Cambridge Surveys of Economic Literature, Cambridge.

MUNDELL, R.A. (1963), «Capital Mobility and Stabilisation Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates», **Canadian Journal of Economics and Political Science,** Vol. 29, ss. 475-485.

STEINHERA, A. (1978), «Effectiveness of Exchange Rate Policy for Trade Account Adjustment», **IMF Staff Papers,** Vol. 28, No. 1, ss. 199-224.

UEDA, K. (1983), «Permanent and Temporary Changes in the Exchange Rate and Trade Balance Dynamics», **Journal of International Economics,** Vol. 15, ss. 27-43.

WILLIAMSON, J. (1983), **The Open Economy and the World Economy - A Textbook in International Economics,** Harper International Ed., Basic Books, Inc., Publishers, New York.

EXCHANGE RATES AND THE CURRENT ACCOUNT

The volatility of exchange rates observed during the period of increased flexibility beginning from the early 1970s has led the international monetary economists to make a lot of new theoretical and empirical studies on the subject of exchange-rate determination. Meanwhile, the observed fact that the current account balances have not shown any tendency of adjustment for quite long periods made it necessary to revise and reappraise the traditional view concerning the relations between the exchange rate and the current account. As a result, exchange rate models trying to combine the current and capital accounts of the balance of payments were developed. On the other hand, factors affecting both the exchange rate and current account, especially the formation and nature of expectations, were begun to be firmly emphasized, in order to explain the relations between these two variables. The purpose of this paper is try to investigate the exchange rate-current account relations in a theorectical framework, within the light of new development and models.