

Bölüm 13

Döviz Kurunun Belirlenmesi

Döviz kuru, ekonomideki bir çok değişkeni etkilemesi bakımından önemli bir değişkendir. Dış ticareti belirlemesinin ötesinde, enflasyon, yatırım ve tüketim kararları üzerindeki etkileri sebebiyle de önemli bir konudur. Bu derste, öncelikle döviz piyasasının özelliklerinden kısaca bahsedeceğiz. Daha sonra döviz kurunu belirleyen faktörlerden söz edeceğiz. Son olarak da döviz kurunun belirleyicilerini portföy yaklaşımı çerçevesinde ele alacağız.

13.1 Döviz Piyasası

Döviz piyasasının özellikleri:

- Organize bir piyasa değildir. Tezgâh üstü bir piyasadır. 24 saat açık olan bir piyasadır.
- Döviz piyasasında iki tür kur vardır.

Spot kur: Spot piyasası anında işlem piyasasıdır. Spot döviz kuru ise dövizin o gün belirlenen cari kurudur.

Forward kur: Forward işlem bugün üzerinde anlaşılan bir kurdan ve vadede, vade bitiminde alım satımın yapılmasıdır. Forward piyasada belirlenen döviz kuruna forward kur denir.

- Döviz Piyasalarında 3 tür katılımcı vardır:
 - Müşteriler
 - Kendi adına ve müşteri adına alım satım yapanlar (dealer).
 - Müşteri hesabına komisyon karşılığı alım satım yapanlar (broker).
- Döviz piyasaları şeffaf yani açık ve saydam bir piyasa değildir. Broker ve dealerlar alım satım işlem emirlerini önceden aldığı için döviz kuru hakkında daha çok bilgiye sahip olurlar. Yani döviz piyasasında herkes eşit bilgiye sahip değildir.

13.1.1 Döviz Kuru

Döviz kuru, bir paranın diğer para cinsinden ifadesidir. Döviz kurlarının kotasyonu iki şekilde olur:

- Doğrudan (Direkt) Kotasyon: Bir birim yabancı para ile değiştirilebilen ulusal para olarak ifade edilir. (Bir başka ifadeyle 1 dolar ile kaç Türk Lirası alınır?)
Örneğin; $1\$ = 1.71TL$ gibi.
- Dolaylı Kotasyon: Döviz kuru, bir birim ulusal para ile değiştirilebilen yabancı para olarak gösterilir. (1 Türk Lirası ile kaç dolar alınır?)

Türkiye’de doğrudan kotasyon, Amerika’da ise dolaylı kotasyon kullanılıyor¹.

Döviz Kurundaki Değişme ve Türk Lirası’nın Değer Kaybı, Kazancı

Döviz kurlarındaki değişiklikler Türk Lirasının değerini değiştirir. Uygulanan kur sistemine göre bu değer değişikliklerini şu şekilde ifade ederiz:

a) Sabit Döviz Kuru Sistemi

Devalüasyon: Döviz kurunun artırılması, yerli paranın değer kaybetmesi anlamına gelir.

¹Bu bölümde döviz kurlarından bahsederken aksi belirtilmedikçe doğrudan kotasyon kullanacağız.

Revalüasyon: Döviz kurunun düşürülmesi, yerli paranın değer kazanması anlamına gelir.

b) Dalgalı Döviz Kuru Sistemi

Dalgalı döviz kuru sisteminde kurlar piyasada arz ve talep tarafından belirleneceğinden kurların kendiliğinden değişmesinden bahsedilir.

Bu durumda, döviz kurunun artması Türk Lirasının değer kaybetmesi anlamına gelirken, döviz kurunun azalması Türk Lirasının değerlendirilmesi anlamına gelir.

13.1.2 Döviz Kuru Çeşitleri

Nominal Kur

Yabancı paranın ulusal para cinsinden fiyatına nominal kur denir. Gazetelerde, döviz bürolarında gördüğümüz kur nominal kurdur.

Reel Kur

Nominal kurların enflasyona göre düzeltilmesiyle elde edilen kurdur. Türk Lirası ve dolar arasındaki reel döviz kurunu şu şekilde ifade edebiliriz:

$$\text{Reel Döviz Kuru} = \frac{E_{TL/\$} \cdot P_{US}}{P_{TL}}$$

burada $E_{TL/\$}$ nominal döviz kurunu, P_{US} Amerika'daki fiyat genel düzeyini, P_{TL} Türkiye'deki fiyat genel düzeyini gösterir.

Reel döviz kurundaki bir artış, liranın dolar karşısında değer kaybettiğini gösterir. Buradaki eşitliğe göre, reel döviz kurunun artması için ya nominal döviz kurunun artması ya da Amerika'daki fiyat genel düzeyinin Türkiye'deki fiyat genel düzeyinden daha hızlı artması gerekir.

Efektif Kur

Bir ülke döviz kurunun diğer ülke döviz kurlarındaki değişmelerin ortalamasına göre ifade edilmesidir.

Çapraz Kur

Çapraz kur, yabancı paranın başka bir yabancı para cinsinden değeridir.

Örneğin: 1 dolar=1,60 TL

1 euro= 2,12 TL ise euro dolar paritesi nedir? (Euro dolar arasındaki çapraz kur nedir?)

$$\frac{\text{euro/TL}}{\text{dolar/TL}} = \frac{2,12}{1,60} = 1,3228$$

13.2 Uzun Dönemde Döviz Kurlarının Belirlenmesi

13.2.1 Tek Fiyat Kanunu

Tek fiyat kanunu, ticarete konu olan bir aktifin fiyatının arbitraj mekanizması yoluyla bütün piyasalarda aynı olması anlamına gelir. Aynı ürün, aynı zamanda farklı iki ülkede farklı fiyatlardan satılamaz. Aksi takdirde, arbitrajcılar ürünü ucuz olan ülkeden alıp, pahalı olan ülkede satarlar ve bu sayede fiyatlar iki ülkede eşitlenir.

Örneğin, Amerika'da demirin tonu \$100, Japonya'da 10000 Yen ise, demir hem Amerika'da hem de Japonya'da 100 dolara alınabilmelidir. Bunun için de 1 doların 100 Yen'e eşit olması gerekir. Eğer 1 dolar 200 Yen'e eşitse, demir Japonya'da daha ucuz olduğu için herkes oradan almak ister. Bu durumda kur değişmelidir ki Amerika'da da demir satılsın.

13.2.2 Satın Alma Gücü Paritesi

Tek fiyat kanunun uluslararası piyasaya uygulanması satın alma gücü paritesi olarak adlandırılır. Satın alma gücü paritesi, dış ticarete konu olan bütün malların fiyatlarını döviz kuru ile ilişkilendirir. Satın alma gücü paritesi 'mutlak' ve 'nisbi (görelî)' olarak belirtilebilir.

Mutlak satın alma gücü paritesi, ülkelerin denge döviz kurlarının birbirine dönüşürülmüş fiyat düzeylerinin bütün ülkelerde aynı olduğu anlamına gelir.

$$E_{TL/\$} = \frac{P_{TL}}{P_{US}}$$

burada $E_{TL/\$}$ nominal döviz kurunu, P_{US} Amerika'daki fiyat genel düzeyini, P_{TL} Türkiye'deki fiyat genel düzeyini gösterir.

Nisbi (görelî) satın alma gücü paritesine göre ise her mal için tek fiyat yasasının sağlanması gerekmez. Nisbi satın alma gücü paritesi, belli bir başlangıç yılından itibaren döviz kurunun nasıl değişeceğini açıklar. Nisbi satın alma gücü paritesini şu şekilde gösterebiliriz:

$$\Delta E = \pi_{TL} - \pi_{US}$$

burada E döviz kurundaki değişme, π_{TL} Türkiye'de fiyat artış oranı, π_{US} Amerika'daki fiyat artış oranını gösterir.

Bu denkleme göre, iki ülke arasındaki nominal döviz kurundaki artış, o ülkelerdeki enflasyon oranları arasındaki farka eşit olmalıdır. Türkiye'deki enflasyon oranının yükselmesi, nominal döviz kurunu artırır ve Türk Lirası değer kaybeder.

Satın Alma Gücü Paritesi Döviz Kurlarındaki Değişiklikleri Açıklayabiliyor mu?

Yapılan araştırmalar tek fiyat kanunu ve satın alma gücü paritesinin her zaman geçerli olmadığını gösterir. Örneğin, İngiltere'de 1980-1985 yılları arasında genel fiyat düzeyi çok artmıştır. Bu dönemde pound'un dolar karşısında değer kaybetmesi beklenirken pound'un değer kazandığı görülmüştür. Bu ve bunun gibi örnekler bize

satın alma gücü paritesinin döviz kurlarındaki değişiklikleri açıklamada yetersiz kaldığını göstermektedir. Bunun sebeplerini şu şekilde açıklayabiliriz:

- Satın alma gücü paritesi malları homojen kabul eder ancak mallar homojen olmayabilir.
- Satın alma gücü paritesi taşıma maliyetini sıfır kabul eder. Oysa gerçek hayatta taşıma maliyetleri vardır.
- Satın alma gücü paritesi tüm malların kolayca taşınmasının yapılabileceği varsayımı altında hareket eder. Ancak bazı mallar fiziki olarak taşınamazlar.
- Satın alma gücü paritesi genel fiyat düzeyini dikkate alır. Ancak genel fiyat düzeyi endekslerle belirlenir ve uygulanan endeksler her ülkede farklı yöntemlerle hesaplanabilir.
- Satın alma gücü paritesi ticaret engellerinin ve kotaların olmadığını varsayar. Gerçekte ülkeler farklı kota ve tarifeler uygularlar.

13.3 Döviz Kurlarının Diğer Belirleyicileri

Döviz kurlarını etkileyen diğer faktörler şunlardır:

1. Ticaret Engelleri

Türkiye, ABD'ye kota uygulamaya karar verirse → dolar talebi ↓ → ABD malına olan talep ↓ → doların fiyatı ↓ → Türk Lirası değer kazanır.

2. Tercihler

ABD malına olan talep ↓ → dolar talebi ↓ → dolar fiyatı ↓ → Türk Lirası değer kazanır.

3. İthalat – İhracat

İthalat ↑ → dolar talebi ↑ → dolar fiyatı ↑ → Türk Lirası değer kaybeder.

İhracat ↑ → dolar girişi olur → dolar fiyatı ↓ → Türk Lirası değer kazanır.

4. Görelî Verimlilik

Türkiye’de verimlilik artarsa → Türk Lirası değer kazanır → üretim maliyeti
↓ → malların fiyatı ↓ → ihracat artar → Türk Lirası değer kazanır.

13.4 Döviz Kurlarının Belirlenmesi: Portföy Yaklaşımı

Her ne kadar ithalat ve ihracat işlemleri döviz kurlarının belirlenmesinde önemli rol oynasa da, son dönemlerde sermaye hareketlerinin de serbestleşmesiyle portföy hareketleri de döviz kurlarını etkileyen önemli faktörlerden biri olmuştur. Amerika’da döviz işlemlerinin az bir kısmının ithalat ve ihracat için yapıldığı, döviz işlemlerinin daha çok finansal yatırım ve portföy oluşturmak için gerçekleştirildiği görülmüştür. Bu durumda, döviz kurundaki değişimleri açıklayabilmek için bir ‘portföy yaklaşımı’ kullanılmaya başlandı. Bu yaklaşıma göre, döviz bir varlık gibi düşünerek, arz ve talebini etkileyen faktörlerden söz edeceğiz.

Bu modelde, yatırımcıların önünde yerli para ve yabancı para cinsinden aktifler tutmak şeklinde iki tercih var. Yatırımcı ya 100 TL’lik hazine tahvili alacak ya da 100TL’lik yabancı para (diyelim mi dolar) alacak. Yatırımcılar, hangi aktifin getirisi fazlaysa onu tercih edecekler, bu aktife olan talep onun fiyatını artıracak, bu da döviz kurunu etkileyecektir.

Yerli yatırımcı parasını Türk Lirası cinsinden bir aktifte tutarsa getirisi ne olur?

TL getirisi= TL cinsinden aktiflerin faizidir. Bunu i_{TL} olarak gösterelim. Bu durumda geriri:

$$R^{TL} = i^{TL} \quad (13.1)$$

Yerli yatırımcı parasını yabancı para cinsinden bir aktifte tutarsa getirisi ne olur?

Yerli aktifi tutan yatırımcı hem bu aktifteki değer değişikliğinden faydalanacak hem de faiz geliri elde edecek. Bu durumda getiri:

$$R^{\$} = i^{\$} + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \quad (13.2)$$

burada $R^{\$}$ yabancı aktif tutmanın getirisi, E_{t+1}^e beklenen döviz kuru, E_t ise cari döviz kurudur.

Denklem (1.2)'deki ikinci terim ($\frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t}$) Türk Lirası'nın dolar karşısındaki değer değişimini verir.

13.4.1 Faiz Paritesi Koşulu

Faiz paritesi koşulu, yerli ve yabancı tahvillerin ulusal para cinsinden aynı beklenen getiri oranına sahip olmaları demektir. Bu koşula göre, döviz kuru dengedeysen yerli ve yabancı aktiflerin getirisi eşit olmalıdır. Denklem (1.1) ve denklem (1.2)'yi kullanarak faiz paritesi koşulunu aşağıdaki gibi ifade ederiz:

$$i_{TL} = i^{\$} + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \quad (13.3)$$

Faiz paritesi koşulu için iki şart sağlanmalıdır:

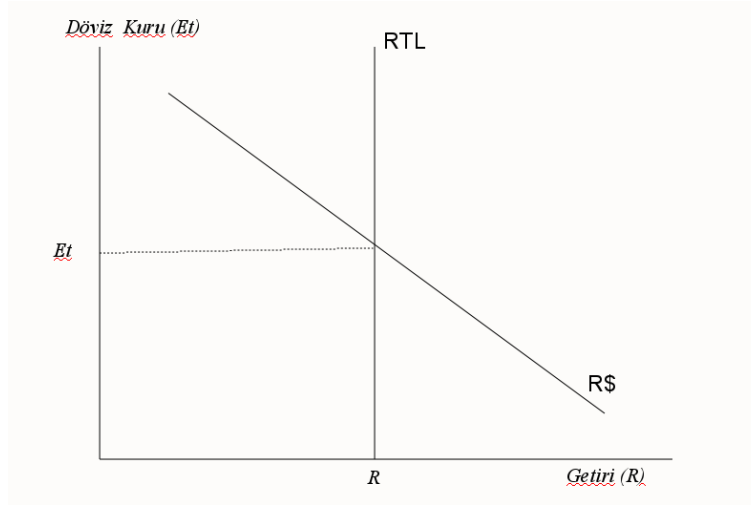
- Sermayenin tamamen serbest olması, sermaye kontrollerinin olmaması gerekir.
- İki para biriminin birbirinin ikamesi olması gerekir.

Döviz Piyasasında Denge

Faiz paritesi koşuluna göre döviz kuru nasıl belirlenir?

Yerli aktiflerin getirisi (R_{TL}), yabancı aktiflerin getirisinden (R_{US}) fazlaysa, yerli para talebi yani TL talebi artar, TL değer kazanır. Tam tersi durumda yani yabancı aktiflerin getirisi fazlaysa, TL değer kaybeder. Buna göre döviz piyasasında denge, yerli ve yabancı aktiflerin getirilerinin eşitlendiği noktada oluşur. Şekil 1.1., döviz piyasasında denge durumunu gösterir.

Bu grafikte yerli para cinsinden aktiflerin getirisini (i_{TL}) dikey eksene paralel olarak gösterdik. Bu, yerli aktiflerin faizinin merkez bankasınınca belirlendiği varsayımına dayanır. Yabancı aktiflerin getirisi ise negatif eğimli bir eğriyle gösteriliyor.



Şekil 13.1: Döviz piyasasında denge.

Bunun sebebini denklem (1.2)'yi kullanarak açıklayabiliriz. Buna göre, cari döviz kuru E_t artarsa, $(\frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t})$ terimi azalır. Bu, yabancı aktifin getirisinin azalması anlamına gelir.

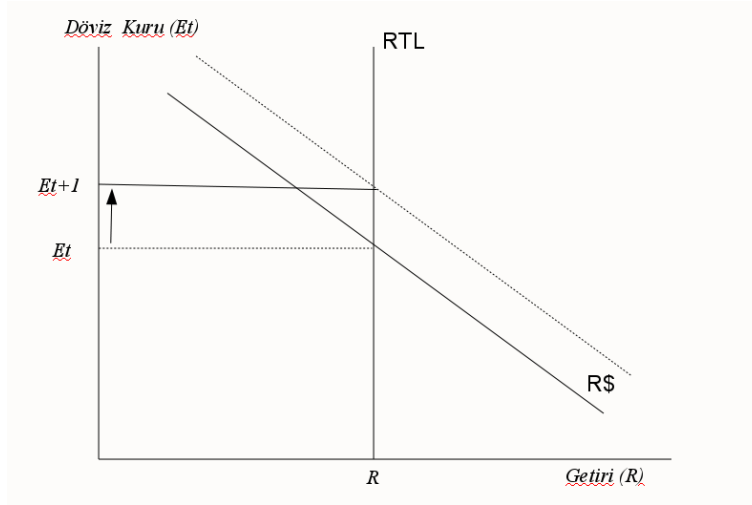
$$E_t \uparrow \rightarrow \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \downarrow \rightarrow R_{\$} \downarrow$$

13.5 Döviz Kurundaki Değişiklikler

Yerli veya yabancı aktiflerin getirisini etkileyen faktörler döviz kurunun da değişmesine sebep olur.

1. Yabancı Aktiflerin Getirisindeki Değişiklikler

Yabancı aktiflerin getirisini $R_{\$}$ artarsa, yabancı aktif getiri eğrisi sağa kayar. Şekil 1.2'de görüldüğü gibi döviz kuru yükselir, TL değer kaybeder.



Şekil 13.2: Yabancı aktifin getirisindeki değişiklik ve döviz piyasasında denge.

2. Yerli Aktiflerin Getirisindeki Değişiklikler

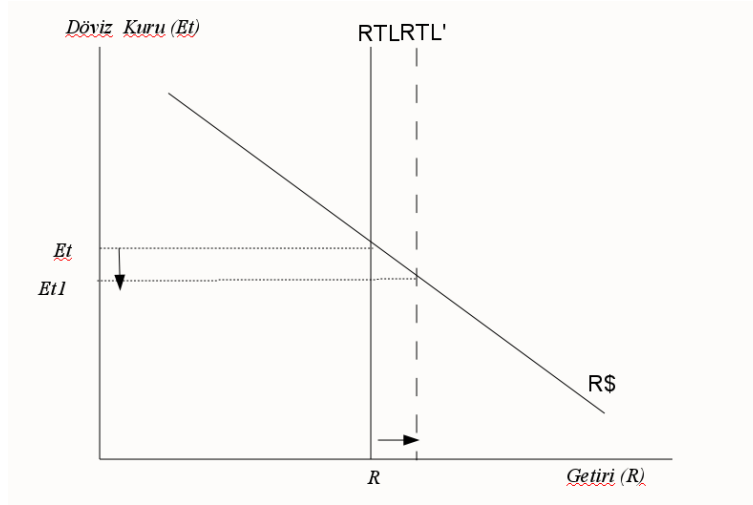
Yerli aktiflerin getirisi R_{TL} artarsa, yerli aktifin getiri eğrisi sağa kayar. Şekil 1.3’de görüldüğü gibi döviz kuru düşer, TL değer kazanır. Şekil 1.3’te yüksek faiz politikasının nasıl düşük kura sebep olduğunu görüyoruz.

3. Para Arzındaki Değişiklikler

Monetarist yaklaşım para arzındaki değişikliklerin döviz kuru üzerinde iki etkisi olabileceğini söyler:

Kısa dönemde: Para arzının artması faizleri düşürür, TL cinsinden aktiflerin getirisi i_{TL} düşer .

Uzun dönemde: Para arzının artması fiyat genel düzeyini artırır, satın alma gücü paritesine göre döviz kuru artar, TL’nin değeri düşer, Aynı zamanda, Türkiye’deki fiyat genel düzeyinin artması döviz kurunun beklenen değerini E_{t+1} de artıracığı için yabancı aktiflerin getirisi de $R_{\$}$ artar. Böylece, yerli aktif getiri eğrisi sola kayarken, yabancı aktif getiri eğrisi sağa kayar.

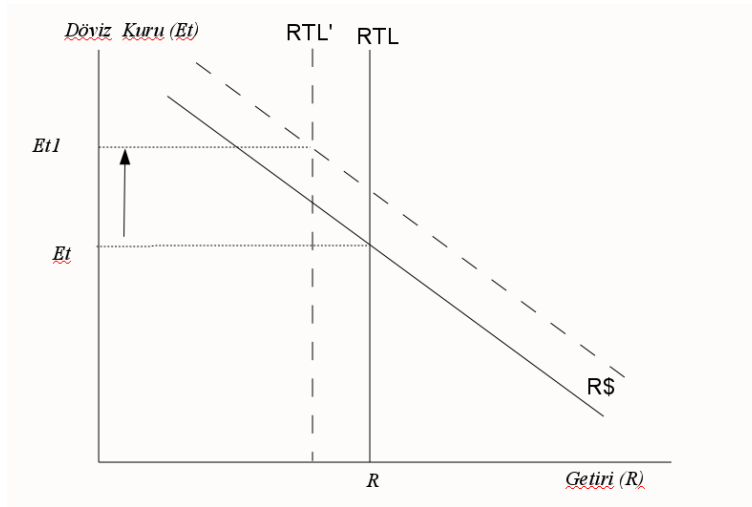


Şekil 13.3: Yerli aktifin getirisindeki değişiklik ve döviz piyasasında denge.

Okuma Listesi

Bu bölümde anlatılanların pekiştirilmesi için aşağıdaki kaynaklardan yararlanabilirsiniz:

- Mishkin (2009), Bölüm 17
- Özatay (2011), s:131-140.



Şekil 13.4: Para arzı artışı ve döviz piyasasında denge.

UADMK Açık Lisans Bilgisi

İşbu belge, “Creative Commons Attribution-Non-Commercial ShareAlike 3.0 Unported” (CC BY-NC-SA 3.0) lisansı altında bir açık ders malzemesi olarak genel kullanıma sunulmuştur. Eserin ilk sahibinin belirtilmesi ve geçerli lisansın korunması koşuluyla özgürce kullanılabilir, çoğaltılabilir ve değiştirilebilir. Creative Commons örgütü ve “CC-BY-NC-SA” lisansı ile ilgili ayrıntılı bilgi “<http://creativecommons.org>” adresinde bulunmaktadır. Bu para teorisi ve politikası ders notları setinin tamamına “<http://www.acikders.org.tr>” adresinden ulaşılabilir.

A. Yasemin Yalta
Hacettepe Üniversitesi
Nisan 2020 