

TÜRKİYE'DE DÖVİZ KURUNUN TEMEL DİNAMİKLERİ**Dr. Öğr. Üyesi Hüseyin GÜVENOĞLU** * **Prof. Dr. Özcan KARAHAN** * **ÖZET**

Döviz kuru seviyesinde istikrar sağlamayı amaçlayan politikaların başarılı bir şekilde tasarlanabilmesi için döviz kuru seviyesini etkileyen dinamiklerin kapsamlı bir şekilde belirlenmesi gerekmektedir. Buradan hareketle, kur politikalarının Türkiye'de etkin bir biçimde tasarlanmasına katkı sunmak amacıyla, çalışmada döviz piyasasında arz ve talep koşullarını etkileyen temel dinamikler incelenmiştir. Bunun için 2009:Q1–2019:Q4 dönemine ait üçer aylık veriler kullanılarak finansal sermaye hareketleri ile net ihracatın döviz kuru üzerindeki etkisi ARDL modeli çerçevesinde analiz edilmiştir. Ekonometrik sonuçlar finansal sermaye hareketlerinin döviz piyasasındaki arz ve talep koşulları üzerinde net ihracata göre daha etkili olduğunu göstermiştir. Buna göre finansal sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerindeki etkisi kısa ve uzun dönemde net ihracata göre daha baskın bulunmuştur. Böylece, döviz kuru seviyesinde istikrar sağlamayı hedefleyen politikaların uygulanması sürecinde Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin etkin bir biçimde yönetilmesine daha çok ağırlık verilmelidir.

Anahtar Kelimeler: Döviz Kuru, Finansal Sermaye Hareketleri, Net İhracat, ARDL

JEL Kodları: F31, F32, F40, C32

THE BASIC DYNAMICS OF THE EXCHANGE RATE IN TURKEY**ABSTRACT**

In order to design policies aimed at stabilizing the exchange rate level successfully, the dynamics affecting the exchange rate level must be determined comprehensively. From this point of view, in study, the basic dynamics affecting the supply and demand conditions in the exchange market have been examined to contribute to the effective design of exchange rate policies in Turkey. For this purpose, the effects of financial capital movements and net exports on the exchange rate were analysed within the framework of the ARDL model, using quarterly data for the period 2009:Q1-2019:Q4. Econometric results show that financial capital movements are more effective on supply and demand conditions in the foreign exchange market than net exports. Accordingly, the effect of financial capital movements on the exchange rate was found to be more dominant than net exports in the short and long run. Thus, more

* Bandırma Onyedli Eylül Üniversitesi Üniversitesi. İ.İ.B.F., İktisat Bölümü., Balıkesir/ Türkiye. E-mail: hguvenoglu@bandirma.edu.tr

* Bandırma Onyedli Eylül Üniversitesi Üniversitesi. İ.İ.B.F., İktisat Bölümü., Balıkesir/ Türkiye. E-mail: okarahan@bandirma.edu.tr

Makale Geçmiři/Article History

Başvuru Tarihi / Date of Application : 7 Haziran / June 2021

Düzeltilme Tarihi / Revision Date : 30 Ekim / October 2021

Kabul Tarihi / Acceptance Date : 30 Kasım / November 2021

emphasis should be placed on the effective management of capital movements towards Turkey during the implementation of policies aimed at stabilizing the exchange rate level.

Keywords: Exchange Rate, Financial Capital Movements, Net Exports, ARDL

JEL Codes: F31, F32, F40, C32

1. GİRİŞ

Yerleşik ekonomik aktörler yerli para birimini kullanarak sadece kendi ülke sınırları içerisinde ticari ve finansal işlem yapabilir. Yurt dışında ticari ve finansal faaliyetlerde bulunabilmek için ise daha çok uluslararası işlemlerde kabul gören ülkelerin para birimlerine ihtiyaç duyulmaktadır. Bu nedenle uluslararası ticari ve finansal işlemlerin yapılabilmesi için farklı ülke para birimlerinin birbirlerine çevrildiği döviz piyasaları oluşmuştur. Döviz piyasalarında döviz talep ve arz eden taraflar bir araya gelerek farklı para birimlerinin birbirlerine çevrilme oranını yani döviz kuru seviyesini belirler (Albayrak, 2012: 4). Böylece, uluslararası ticari ve finansal işlemler döviz piyasalarındaki aktivitelerin dolayısı ile kur seviyesinin belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır.

Öte yandan, kur seviyesinin belirlendiği döviz piyasalarında uluslararası ticari işlemler ve finansal yatırımlar dışında başka güdülerle de faaliyet de bulunulabilmektedir. Örneğin, ekonomik birimler döviz piyasalarında yurt içi tasarruflarını enflasyona karşı korumak, spekülasyon ve arbitraj işlemleri için faaliyet gösterebilir. Ancak, ekonomik birimlerin yabancı para arz ve talebine en çok uluslararası ticari ve sermaye hareketlerinin kaynaklık ettiği belirlenmektedir. Buna göre ekonomik birimler tarafından gerçekleştirilen mal ve hizmet ithalat talebi ile yurt dışına yapılan sermaye yatırımına ilişkin olarak ortaya çıkan ihtiyaçlar piyasada döviz talebini artırmaktadır. Yabancı ülkelere yönelik mal ve hizmet ihracatı ile yabancıların yurt içinde sermaye yatırımlarında bulunmaları sonucu ortaya çıkan döviz satışları ise piyasalarda toplam döviz arzını yükseltmektedir (Seyidoğlu, 2013: 367-368).

Döviz piyasasında döviz arz ve talebini oluşturan taraflar bir araya gelerek nominal döviz kuru seviyesini belirlerken aynı zamanda bir ülke parasının yabancı ülke parasına karşı değerini belirlemektedir (Feenstra ve Taylor, 2014: 438). Böylece, nominal döviz kurunda meydana gelen değişimler yerli para birimi ile yabancı para birimleri arasında değer farklılıklarının yaşanmasına neden olmaktadır. Öyle ki, nominal döviz kuru seviyesinde yaşanan bir düşüş yerli paranın daha çok yabancı para ile değiştirilebileceğini ifade etmektedir. Başka bir ifade ile kur seviyesindeki düşüş yerli paranın yabancı para karşısında değer kazandığını göstermektedir. Nominal döviz kurunda yaşanan artış sonucunda ise yerli para daha az miktarda yabancı para ile değiştirilebilmektedir. Bu durum ise yabancı para karşısında yerli paranın değer kaybettiğine işaret etmektedir (Copeland, 2014: 3).

Döviz kurlarında meydana gelen yükseliş ve düşüşlerin ulusal para değerlerinde yarattığı değişimler ülke ekonomileri üzerinde önemli etkiler yaratmaktadır. Öyle ki, döviz kuru seviyesindeki değişimler ülkenin uluslararası ticari ve finansal ilişkileri üzerinden dış dünya ile etkileşimine yön

vermektedir. Öte yandan döviz kuru, fiyat seviyesi, faiz oranı ve ekonomik büyüme gibi önemli makroekonomik değişkenlerle etkileşim halindedir. Bu nedenle döviz kuru seviyesinde yaşanan dalgalanmalar söz konusu makroekonomik göstergeleri doğrudan ve dolaylı yoldan değiştirerek ekonomiyi olumlu veya olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Bunun için döviz kuru seviyesinde istikrar sağlanan ülkelerde makroekonomik dengeye ulaşmak kolaylaşmakta aksi durumda ise ekonomide önemli sorunlar ortaya çıkabilmektedir (Kartal vd., 2018: 210-211).

Yukarıda anlatılanlar çerçevesinde, resmi otoriteler açısından döviz kuru istikrarını sağlamaya yönelik politikalarda başarıya ulaşmak büyük önem kazanmıştır. Söz konusu politikaların tasarım sürecinde başarı sağlamak ise döviz kuru dinamiklerinin kapsamlı bir biçimde belirlenmesine bağlıdır. Buradan hareketle çalışmada Türkiye’de döviz kuru seviyesini etkileyen temel dinamikleri belirleyerek, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının kur politikalarını etkin bir şekilde tasarlamasına katkı sağlanması amaçlanmıştır. Bunun için Türkiye’de döviz kuru seviyesini belirleyen temel dinamikler, finansal sermaye hareketleri ile net ihracat değişkenleri üzerinden, kapsamlı bir biçimde analiz edilmiştir. Bu kapsamda 2009:Q1–2019:Q4 dönemine ait çeyrek dönemlik veriler ARDL (Autoregressive Distributed Lag) modeli kullanılarak ampirik olarak incelenmiştir.

Çalışmanın bundan sonraki bölümünde ilgili literatür gözden geçirilerek elde edilen bulgular aktarılmıştır. Daha sonraki bölümde ise veri seti, ekonometrik model ve ampirik bulgulara ilişkin bilgiler sunulmuştur. Son olarak, çalışmanın sonuç kısmında çeşitli politika önerilerinde bulunulmuştur.

2. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Döviz kurunu belirleyen faktörlerin araştırıldığı literatür incelendiğinde birçok faktörün analize katılarak oldukça kapsamlı çalışmaların gerçekleştirildiği görülmektedir. Bununla birlikte, döviz piyasasındaki arz ve talep güçleri bağlamında konu ele alındığında, kur seviyesini belirleyen iki önemli dinamik öne çıkmaktadır. Bunlardan birincisi uluslararası sermaye hareketleridir. Yüksek getirili yatırım imkânlarını değerlendirmek için bütün dünyadaki finansal araçların bir seçenek haline gelmesi uluslararası sermaye hareketlerini büyük boyutlara ulaştırmıştır. Bu durum finansal sermaye hareketlerini döviz piyasalarında arz ve talep koşullarını dolayısı ile kur seviyesini belirleyen önemli bir dinamik haline getirmiştir. Öte yandan, ithalat ve ihracat bağlamında gerçekleştirilen uluslararası ticari faaliyetler, ülke paralarının birbirine çevrilmesini gerektirdiğinden, döviz piyasalarında arz ve talep koşullarını önemli derecede etkileyebilmektedir. Böylece, net sermaye girişleri ile net ihracat döviz piyasasında arz ve talep koşullarını etkileyen temel dinamikler olarak ortaya çıkmaktadır. Buradan hareketle çalışmanın bu bölümünde öncelikle finansal sermaye hareketlerinin daha sonra ise net ihracatın döviz kuru seviyesi üzerindeki etkisini araştıran ampirik çalışmalar gözden geçirilecektir.

Liberalizasyon politikaları sonucunda finansal globalizasyonun artması uluslararası sermaye hareketlerinin hacmini büyük oranda genişletmiştir. Böylece, özellikle finansal sermaye hareketleri döviz piyasalarında kur seviyesini belirleyen önemli bir faktör haline gelmiştir. Gelişmekte olan ülke

örnekleri üzerinde yapılan birçok araştırmada sermaye girişlerinin kur seviyesinin belirlenmesinde oynadığı rol ampirik olarak ortaya konmuştur. Ibarra (2011), Meksika’da 1988:Q1–2008:Q2 dönemine ilişkin üçer aylık verileri kullanarak farklı türdeki sermaye akımlarının döviz kuru üzerindeki etkisini ARDL sınır testi yaklaşımıyla analiz etmiştir. Ampirik sonuçlar portföy ve doğrudan yabancı yatırımların döviz kuru üzerinde etkili olduğunu göstermiştir. Dua ve Sen (2013), Hindistan’da sermaye akımları ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi 1993:Q2–2010:Q4 dönemine ait üçer aylık veriler üzerinden araştırmışlardır. Granger nedensellik testi, etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması yöntemleri kullanılarak yapılan analizler sonucunda net sermaye girişleri ile reel döviz kuru seviyesinin yakından ilişkili olduğu ortaya konmuştur. Sermaye girişleri dışında kamu harcamaları ve cari fazla değişkenlerinin de döviz kuru üzerinde etkili olduğu saptanmıştır. Maturu (2017), Kenya’da kısa vadeli sermaye girişlerinin döviz kuru üzerindeki etkisini 2000:Q1–2012:Q4 dönemine ilişkin üçer aylık verileri kullanarak Bayesian VAR modeliyle araştırmıştır. Analiz sonucunda net kısa vadeli sermaye girişlerindeki artışların ilk iki çeyrekte döviz kurunu düşürücü sonraki dört çeyreklik dönemde ise artırıcı yönde dalgalandırdığı tespit edilmiştir.

Gelişmekte olan ülke grupları üzerinde yapılan panel veri analizlerinde de sermaye girişlerinin döviz kuru seviyesini belirleyen önemli bir etmen olarak öne çıktığı belirlenmiştir. Gabrisch (2015), Batı Balkan ülkelerinde sermaye hareketleri ile reel döviz kuru arasındaki ilişkiyi 1996–2012 dönemine ait yıllık verileri kullanarak panel veri analizi yöntemiyle araştırmıştır. Ampirik bulgular sermaye girişlerinin döviz kurunun değerlendirilmesine neden olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca bu durumun cari işlemler dengesini olumsuz etkileyeceği de vurgulanmıştır. Caporale vd. (2015), gelişmekte ve yükselen 8 Asya ülkesinde 1993:01–2012:11 dönemine ilişkin aylık veriler üzerinden uluslararası portföy akımlarının döviz kuru oynaklığı üzerindeki etkisini Markov-Switching modelini kullanarak incelemiştir. Ekonometrik sonuçlar portföy yatırımları içerisindeki net hisse senedi şeklindeki sermaye girişlerinin döviz kuru oynaklığını arttırdığını, net tahvil şeklindeki sermaye girişlerinin ise azalttığını göstermiştir. Muhammed-Rafi ve Ramachandran (2018), gelişmekte olan 10 ülkede 1997:Q1–2017:Q1 dönemine ait üçer aylık veriler üzerinden sermaye akımlarının döviz kuru oynaklığı üzerindeki etkisini panel vektör otoregresyon (PVAR) modelini kullanarak araştırmışlardır. Analiz sonucunda portföy yatırımı şeklindeki sermaye girişlerinin döviz kuru oynaklığını, doğrudan yabancı yatırım şeklindeki sermaye girişlerine göre, daha fazla etkilediğini tespit etmişlerdir.

Türkiye ekonomisi üzerinde yapılan analizlerde de literatürdeki genel eğilime uygun olarak sermaye hareketlerinin döviz kuru seviyesinin belirlenmesinde önemli bir rol oynadığı belirlenmiştir. Agenor vd. (1997), Türkiye’de maliye politikası, sermaye girişi ve faiz oranları ile reel döviz kuru arasındaki ilişkiyi 1987:Q1–1995:Q1 dönemine ilişkin üçer aylık verileri kullanarak VAR modeliyle araştırmışlardır. Ampirik bulgular sermaye girişlerindeki artışın TL’nin değerlendirilmesine yol açtığını göstermiştir. Balkan vd. (2002), Türkiye’de kısa vadeli finansal sermaye girişleri ile seçili makroekonomik göstergeler arasındaki ilişkiyi 1992:01–2001:12 dönemine ilişkin aylık verilerle çoklu

regresyon modeli bağlamında incelemiştir. Analizden elde edilen bulgular finansal sermaye girişlerinde yaşanan artışın yerli parayı değerlendirdiğini göstermiştir. Bunun yanında yerli paranın değerlendirilmesinin cari işlemler hesabında cari açığın artmasına neden olduğunu vurgulamışlardır. Emil ve Vehbi (2003), Türkiye’de sermaye hareketlerinin ekonomiye olan etkisini, Granger nedensellik testi yöntemini kullanarak, 1987:Q1–2002:Q4 dönemine ilişkin üçer aylık veriler üzerinden incelemiştir. Ampirik sonuçlar sermaye girişlerinin kuru düşürerek TL’nin değerlendirilmesine yol açtığını göstermiştir. Diğer taraftan sermaye girişlerinin tüketim ve yatırım üzerinden ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Berument ve Dinçer (2004), Türkiye’de sermaye akımlarının makroekonomik performans üzerindeki etkilerini 1992:01–2001:06 dönemine ait aylık veriler üzerinden VAR modelini kullanarak incelemiştir. Ekonometrik sonuçlar sermaye girişlerinde yaşanan artışın döviz kurunu düşürerek yerli parayı reel olarak değerlendirdiğini, faiz ve enflasyon oranlarını düşürdüğünü, para arzını ve ekonomik büyümeyi artırdığını ortaya koymuştur. Çimenoğlu ve Yentürk (2005), Türkiye’de uluslararası sermaye hareketleri ile tüketim harcamaları ve reel döviz kuru arasındaki ilişkiyi VAR yöntemini kullanarak 1987–2002 dönemine ait üçer aylık veriler üzerinden araştırmışlardır. Analiz sonucunda sermaye girişlerinin döviz kurunu düşürerek yerli parayı reel olarak değerlendirdiğini ayrıca sermaye girişlerinin özel tüketimi ve yatırımları artırdığını tespit etmişlerdir. Apak vd. (2006), Türkiye’de sıcak para şeklindeki sermaye girişleri, GSYİH, ve reel döviz kuru arasındaki ilişkiyi 1991–2005 dönemine ait verilerle VAR Granger nedensellik testi yöntemini kullanarak araştırmışlardır. Analiz sonucunda GSYİH ve döviz kuru üzerinde sıcak para girişlerinin etkili olduğuna yönelik bulgulara ulaşmışlardır. Ayrıca sıcak para girişlerinin etkilemiş olduğu döviz kurunun da GSYİH’yi etkilediğini gözlemlemişlerdir. Şengönül vd. (2007), Türkiye’de kısa vadeli sermaye girişlerinin makroekonomik etkilerini 1990:Q1–2005:Q3 dönemine ilişkin üçer aylık veriler üzerinden VAR modeli kapsamında etki tepki fonksiyonları yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Ekonometrik sonuçlar kısa vadeli sermaye girişlerinin kurları etkileyerek yerli parayı değerlendirdiğini bunun da dış ticaret dengesini olumsuz etkilediğini göstermiştir.

Son dönemde gerçekleştirilen çalışmalarda Türkiye’ye yönelik sermaye girişlerinin kur seviyesinin belirlenmesinde oynadığı rolü açıkça belirlemiştir. Karahan ve Çolak (2011), Türkiye’de finansal sermaye girişlerinin ekonomik büyüme ve döviz kurları üzerindeki etkisini 1992:Q1–2010:Q4 dönemine ilişkin üçer aylık veriler üzerinden VAR modeli çerçevesinde etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması yöntemlerini kullanarak incelemiştir. Analiz sonucunda finansal sermaye girişlerinin döviz kuru seviyesinde TL’nin değerlendirilmesine yol açacak şekilde önemli derecede dalgalanma yarattığını tespit etmişlerdir. Organ ve Berk (2016), Türkiye’de kısa vadeli sermaye hareketleri ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi 2005:01–2014:12 dönemine ilişkin aylık veriler üzerinden VAR modeli kapsamında etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması yöntemlerini kullanarak incelemiştir. Ampirik bulgular Türkiye’ye yönelik kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kurunu etkileyen en önemli değişken olduğunu göstermiştir. Arslan ve Çiçek (2017), Türkiye’de yabancı

portföy yatırımları ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi 2006:Q1–2016:Q4 dönemi için üçer aylık verilerle VAR modeli kapsamında etki tepki fonksiyonu ve varyans ayrıştırması yöntemleriyle araştırmışlardır. Analiz sonucunda yabancı portföy yatırımlarında yaşanan atışların kur seviyesini düşürücü şekilde etki yarattığı belirlenmiştir.

Literatürde finansal sermaye hareketleri yanında döviz piyasasında kur seviyesini etkileyen ikinci dinamik olarak dış ticaret faaliyetlerinin ele alındığı görülmektedir. Buna göre ithalat döviz piyasasında yabancı paralara talebi artırdığı için kur seviyesi üzerinde etki yaratabilmektedir. Öte yandan, ihracat ise döviz piyasasında yabancı para arzını artırması dolayısı ile kur seviyesini etkileyebilmektedir. Ayrıca ihracat ve ithalat, net ihracat şeklinde birlikte ele alınarak kur seviyesi üzerinde yarattığı etki belirlenebilmektedir. Net ihracatın artması ihracatın ithalattan daha fazla yükselmesi anlamına geldiğinden döviz piyasasında yabancı para arzının artmasına yol açmaktadır. Böylece, net ihracatın artması yani cari işlemler hesabında fazla verme durumu yerli paranın değerlendirilmesi sonucunu doğurmaktadır. Net ihracatın azalması ise ithalatın ihracattan fazla olması yani cari işlemler hesabındaki açıkların büyümesine yol açmaktadır. Bu durum döviz piyasasında yabancı paralara talebi artıracığından nominal kur seviyesini yükselterek yerli paranın değer kaybetmesine neden olmaktadır.

Gelişmekte olan ülke örnekleri üzerinde yapılan birçok araştırmada dış ticaret faaliyetlerinin döviz piyasalarında kur seviyesini etkilediği açıkça ortaya konmuştur. Parveen vd. (2012), Pakistan’da döviz kuru üzerinde etkili olan faktörleri 1975–2010 dönemine ilişkin yıllık verileri kullanarak basit doğrusal regresyon yöntemiyle incelemişlerdir. Analiz sonucunda döviz kuru üzerinde etkisi en fazla olan faktörler sırasıyla enflasyon, GSYH büyümesi ve dış ticaret hacmi olarak belirlenmiştir. Mirchandani (2013), Hindistan’da döviz kuru üzerinde etkili olan makroekonomik değişkenleri 1991–2010 dönemine ilişkin yıllık verileri kullanarak incelemiştir. Pearson'un korelasyon analizi yönteminin kullanıldığı araştırmadan elde edilen bulgular cari işlemler dengesinin döviz kurunu önemli derecede etkilediğini ortaya koymuştur. Diğer taraftan, faiz oranı ve enflasyon değişkenleri ile döviz kuru arasında güçlü bir ilişkinin olduğu saptanmıştır. Urrutia vd. (2015), Filipinler’de döviz kuru üzerinde etkili olan değişkenleri 2004:Q1–2014:Q4 dönemine ilişkin üçer aylık verileri kullanarak regresyon analizi, Johansen eşbütünlük testi ve Granger nedensellik testi yöntemiyle araştırmışlardır. Analiz sonucunda döviz kuru seviyesi ile ihracat ve ithalat değişkenleri, faiz oranı, işgücüne katılma oranı ve enflasyon oranının uzun dönemli ilişkili olduğu tespit edilmiştir.

Literatürde gerçekleştirilen panel veri analizlerinde de genellikle dış ticaret faaliyetlerinin kur seviyesinin belirlenmesinde etkili olduğu ortaya konulmuştur. Kaplan ve Yapraklı (2014), kırılğan yapıdaki 12 gelişmekte olan ülkede döviz kuru üzerinde etkili olan faktörleri 2000–2012 dönemine ait yıllık verileri kullanarak panel veri analizi yöntemiyle araştırmışlardır. Analiz sonucunda cari açık, enflasyon oranı, özel sektör yurt içi kredi borcu ve brüt kamu borcu değişkenlerinin döviz kurunu negatif yönde etkilediği belirlenmiştir. Abdoh vd. (2016), ASEAN ülkelerinde (Brunei, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayland, Endonezya, Kamboçya, Laos ve Vietnam) döviz kuru üzerinde etkili olan faktörleri

2005–2014 dönemine ait aylık verileri kullanarak panel veri analizi yöntemiyle araştırmışlardır. Ampirik bulgular ihracat ile döviz kuru arasında önemli bir ilişkinin bulunduğunu ancak enflasyon ve faiz oranı ile döviz kuru arasındaki ilişkilerin anlamsız olduğunu göstermiştir. My ve Sayim (2016), ABD’de ve 4 büyük gelişmekte olan ülkede (Hindistan, Meksika, Brezilya ve Çin) 2005:Q1–2014:Q4 dönemine ilişkin üçer aylık veriler üzerinden döviz kuru üzerinde seçili makroekonomik faktörlerin (GSYİH, faiz oranı, enflasyon, ticaret dengesi, uluslararası rezervler, kamu borcu, direkt yabancı yatırım) etkisini araştırmıştır. Analiz yöntemi olarak çoklu regresyon modellerini kullanmışlardır. Ampirik bulgular dış ticaret dengesi başta olmak üzere seçili faktörlerin döviz kuru üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğunu ortaya koymuştur.

Türkiye ekonomisine yönelik olarak gerçekleştirilen akademik çalışmalar da genellikle dış ticaret faaliyetlerinin kur seviyesinin oluşmasında önemli bir rol oynadığı tespit edilmiştir. Gül ve Ekinci (2006), Türkiye’de ihracat ve ithalat ile reel döviz kuru arasındaki ilişkiyi 1990:01–2006:08 dönemine ait aylık veriler üzerinden Johansen eşbütünleşme ve Granger nedensellik testi yöntemlerini kullanarak araştırmışlardır. Ampirik sonuçlar ihracat ve ithalat ile reel döviz kuru arasında eşbütünleşme ilişkisinin olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca, hem ihracat hem de ithalat değişkenlerinden reel döviz kuruna doğru tek taraflı nedensellik ilişkisinin olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Hepaktan vd. (2011), Türkiye’de döviz kuru ile dış ticaret dengesi arasındaki ilişkiyi 1982:01–2011:07 dönemine ilişkin aylık verilerle Johansen eşbütünleşme ve Granger nedensellik testini kullanarak incelemişlerdir. Analiz sonucunda ihracat ve ithalat değişkenlerinin reel efektif döviz kuru üzerindeki etkisini, reel efektif döviz kurunun ihracat ve ithalat değişkenlerinin üzerindeki etkisinden daha baskın bulmuşlardır. Avcı (2016), Türkiye’de ithalat ve ihracat ile reel döviz kuru arasındaki ilişkileri 1997:01–2014:11 dönemine ilişkin aylık verilerle Granger, Toda-Yamamoto ve Hacker-Hatemi nedensellik testlerini kullanarak analiz etmiştir. Analiz sonucunda hem ihracat hem de ithalat ile reel döviz kuru arasında karşılıklı bir nedensellik ilişkisi olduğuna yönelik bulgulara ulaşılmıştır.

Daha yakın zamanda yapılan çalışmalarla ilgili olarak Kartal vd. (2018), Türkiye’de ABD Doları ile Euro kurları üzerinde etkili olan faktörleri 2006:01–2017:06 dönemi kapsamında analiz etmişlerdir. Çok değişkenli uyarlanabilir regresyon eğrileri (MARS) yöntemi kullanılarak elde edilen ampirik bulgular başta cari açık olmak üzere enflasyon, bütçe açığı, işsizlik, para arzı ve iç borç gibi göstergelerin ABD Dolar kuru üzerinde etkili olduğunu göstermiştir. Aynı şekilde Euro kuru üzerinde de etkili olan faktörlerin cari açık, bütçe açığı, yabancı yatırımlar, para arzı ve ham petrol ithalatı ile ihracatı olduğu belirlenmiştir. Şit ve Karadağ (2019), Türkiye’de döviz kuru üzerinde etkili olan faktörleri 2003:01–2018:06 dönemine ait aylık veriler üzerinden ARDL sınır testi yöntemini kullanarak araştırmışlardır. Analiz sonucunda dış ticaret açığı, cari işlemler açığı, TÜFE ve Merkez Bankası döviz rezervi değişkenlerinin döviz kuru üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu ortaya konulmuştur. Şahin ve Durmuş (2019), Türkiye’de ihracat, ithalat ve reel efektif döviz kuru arasındaki ilişkiyi 2003:01–2018:06 dönemine ilişkin aylık verileri kullanarak incelemişlerdir. Analiz yöntemi olarak Gregory-Hansen

yapısal kırılmalı eşbütünleşme testi ve Fourier Toda-Yamamoto nedensellik testi kullanılmıştır. Fourier Toda-Yamamoto nedensellik testi sonucunda ihracattan reel efektif döviz kuruna doğru tek taraflı bir nedensellik ilişkisinin olduğu ortaya konulmuştur. Diğer taraftan reel efektif döviz kurundan ithalata doğru bir nedensellik ilişkisi de tespit edilmiştir.

3. VERİ SETİ, EKONOMETRİK YÖNTEM VE AMPİRİK BULGULAR

Çalışmanın bu bölümünde Türkiye’de döviz kuru seviyesini belirleyen temel dinamikler 2009:Q1–2019:Q4 dönemine ilişkin üçer aylık veriler kullanarak ampirik olarak incelenmiştir. Bunun için Türkiye’ye yönelik net finansal sermaye girişleri ile net ihracatın döviz kuru üzerindeki etkisi Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif (Autoregressive Distributed Lag – ARDL) yöntemiyle analiz edilmiştir. Böylece, Türkiye’de döviz piyasasında döviz arz ve talebini etkileyen temel faktörlerin nispi önemi belirlenmiştir. Bu çerçevede kur seviyesinin belirlenme sürecinde döviz piyasasında uluslararası finansal sermaye hareketlerinden doğan işlemlerin mi yoksa uluslararası ticaretten doğan faaliyetlerin mi daha etkili olduğu tespit edilmiştir. Bu amaç doğrultusunda analiz edilecek model aşağıdaki (1) numaralı denklemde gösterilmiştir.

$$DK_t = \beta_0 + \beta_1 FS_t + \beta_2 NX_t + e_t \quad (1)$$

Yukarıdaki (1) numaralı denklemde (DK) reel efektif döviz kurunu, (FS) net finansal sermaye hareketlerini, (NX) net ihracat değerini, (e_t) ise hata terimini simgelemektedir. Reel efektif döviz kuru (DK) verisi 2003 temel yılına göre hesaplanmış TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru değerlerinden oluşmaktadır. Net finansal sermaye hareketleri (FS) verisi net portföy ve net diğer yatırımların toplamının GSYİH’ye oranlanması ile oluşturulmuştur. Net ihracat (NX) verisi ihracat ithalat farkının GSYİH’ye oranlanması ile belirlenmiştir. Çalışmada analiz edilen değişkenlere ait zaman serileri Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS) kullanılarak elde edilmiştir.

Ampirik analize ilk olarak değişkenlere ait zaman serilerinin durağanlık özelliklerinin incelenmesi ile başlanmıştır. Zaman serisi ekonometrisinde oluşturulan modellerde yer alan değişkenlerin durağan olmaması diğer bir ifadeyle birim kök içermesi durumunda tahmin sonuçları sahte regresyon (spurious regression) sorununa yol açabilmektedir. Bu yüzden, zaman serisi ekonometrisi çerçevesinde kullanılacak modellerin etkin ve tutarlı bir şekilde tahmin edilmesi için, modellerde yer alan değişkenlere ait zaman serilerinin birim kök testlerinin yapılması gerekmektedir. Bu doğrultuda serilerin durağanlık sınavının araştırılmasında sırası ile Dickey ve Fuller (1981) ve Phillips ve Perron (1998) tarafından geliştirilen Augmente Dickey Fuller (ADF) ve Phillips Perron (PP) birim kök testleri kullanılmıştır. Değişkenlerin kaçınıcı dereceden bütünleşik olduklarını belirlemek için yapılan ADF ve PP birim kök testi sonuçları Tablo 1’de gösterilmiştir.

Birim kök test sonuçlarının sunulduğu Tablo 1’de görülebileceği gibi değişkenlere ait ADF ve PP birim kök testleri sabit terimli ve sabit terimli & trendli model için tahmin edilmiştir. Değişkenlere ilişkin gerçekleştirilen birim kök testleri sonucunda DK değişkeninin yapılan iki birim kök testinde birinci fark alındıktan sonra durağan hale geldiği belirlenmiş dolayısıyla serinin I(1) olduğuna karar verilmiştir. Öte yandan, FS ve NX serilerinin ise yapılan iki birim kök testinde de düzey halde durağan olduğu tespit edilmiştir. Dolayısıyla FS ve NX serilerinin I(0) olduğuna karar verilmiştir.

Yapılan birim kök testleri ampirik analizde ARDL modelinin kullanılmasının bir sorun teşkil etmeyeceğini göstermiştir. Bu nedenle çalışmada değişkenler arasındaki ilişkinin, Pesaran ve Pesaran (1997), Pesaran ve Smith (1998), Pesaran ve Shin (1999) tarafından ortaya atılan ve daha sonra Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilen, ARDL yöntemi ile analiz edilmesine karar verilmiştir. Çünkü ARDL yöntemi değişkenlerin düzey hallerinde I(0) ve birinci farkı alındığında I(1) durağan olması durumunda tahmin yapılmasına imkân vermektedir.

ARDL yöntemi çerçevesinde döviz kurunun temel dinamiklerini belirleyen ampirik analiz üç aşamada gerçekleştirilecektir. İlk aşamada sınır testi (bound test) yardımı ile değişkenler arasındaki eşbütünlük ilişkisi araştırılmaktadır. Değişkenler arasında eşbütünlük ilişkisinin varlığı ortaya konulursa ikinci aşamada, belirlenen uygun gecikme uzunlukları çerçevesinde ARDL modeli oluşturulacaktır. Bu kapsamda öncelikle modelinde yer alan değişkenler arasındaki uzun dönem ilişki tahmin edilmektedir. Üçüncü aşamada ise, ilgili modelde elde edilen hata terimlerinin gecikmeli değerlerinin eklenmesiyle oluşturulan, Hata Düzeltme Modeli (Error Correction Model) yardımı ile değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişkiler tahmin edilmektedir.

Tablo 1. Birim Kök Testi Sonuçları

ADF Birim Kök Testi Sonuçları				
Değişkenler	Düzye		Birinci Fark	
	Sabit	Sabit & Trend	Sabit	Sabit & Trend
DK	-0.6677 (0) [0.8440]	-3.2741*** (0) [0.0843]	-6.5127* (0) [0.0000]	-6.4877* (0) [0.0000]
FS	-4.8021* (0) [0.0003]	-5.0507* (0) [0.0009]		
NX	-3.5578** (0) [0.0109]	-4.1638** (5) [0.0115]		
PP Birim Kök Testi Sonuçları				
Değişkenler	Düzye		Birinci Fark	
	Sabit	Sabit & Trend	Sabit	Sabit & Trend
DK	-6.6677 (0) [0.8440]	-3.2741*** (0) [0.0843]	-6.5273* (2) [0.0000]	-6.5151* (3) [0.0000]
FS	-4.8190* (1) [0.0003]	-4.9930* (3) [0.0011]		
NX	-3.5578** (0) [0.0109]	-5.0358* (9) [0.0010]		

Not: Tabloda parantez içerisinde gösterilen rakamlar Schwarz Bilgi Kriterine göre ADF birim kök testi için belirlenmiş gecikme uzunluklarını ve Newey–West tahmincisine göre PP birim kök testi için hesaplanan gecikme uzunluklarını göstermektedir. Ayrıca köşeli parantez içerisindeki rakamlar ise olasılık değerleridir. Diğer taraftan **, * ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeylerinde istatistik olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

ARDL modelinin ilk aşamasında sınır testi ile değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığı araştırılmıştır. Sınır testi yaklaşımında kısıtlanmamış hata düzeltme modeli en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilmektedir. Bu doğrultuda net finansal sermaye hareketlerinin (FS) ve net ihracatın (NX) reel döviz kuru (DK) üzerindeki etkilerinin incelendiği (1) numaralı denklemde gösterilen modelde yer alan değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisi sınır testi yöntemi kullanılarak araştırılmıştır. Bunun için ilk olarak (2) numaralı denklemde gösterilen kısıtlanmamış hata düzeltme modeli tahmin edilmiştir.

$$\Delta DK_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_1 \Delta DK_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_2 \Delta FS_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_3 \Delta NX_{t-i} + \alpha_4 DK_{t-1} + \alpha_5 FS_{t-1} + \alpha_6 NX_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Yukarıdaki (2) numaralı denklemde yer alan (Δ) sembolü serilerin birinci farkını ifade ederken (p) sembolü ise değişkenlere ilişkin optimum gecikme uzunluğunu ifade etmektedir. Modelin tahmin edilmesinde ilk olarak Akaike bilgi kriterleri doğrultusunda en uygun gecikme uzunluğunun ARDL (10,12,12) modelinde sağlandığı tespit edilmiştir. ARDL (10,12,12) modelinin en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmesinden sonra eşbütünleşme testi gerçekleştirilmiştir. Bu çerçevede (2) numaralı denklemdeki bağımlı ve bağımsız değişkenlerin bir dönem gecikmeli değerlerine ilişkin katsayılarının topluca anlamlılığı F testi (veya Wald testi) ile sınanmaktadır. Burada sıfır hipotezi ($H_0 = \alpha_3 = \alpha_4 = 0$) eşbütünleşme ilişkisinin olmadığını, alternatif hipotez ($H_1 \neq \alpha_3 \neq \alpha_4 \neq 0$) ise eşbütünleşme ilişkisinin olduğunu ifade etmektedir.

Değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığına karar verilirken hesaplanan F istatistik değeri ile farklı anlamlılık düzeylerine ilişkin üretilen alt ve üst sınır değerleri karşılaştırılır. Bu noktada modelde kullanılan değişkenlerin bütünleşme dereceleri önem arz etmektedir. Çalışmada kullanılan değişkenlerin bütünleşme derecelerinin I(0) ve I(1) olduğu daha önceden belirlenmişti. Böyle bir durumda hesaplanan F istatistik değeri alt sınır değerinden küçük ise değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olmadığını, üst sınır değerinden büyük ise değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olduğuna karar verilmektedir (Pesaran vd., 2001: 290).

Yukarıda belirlenen çerçevede değişkenler arasındaki uzun dönem etkileşimi tespit etmek için gerçekleştirilen sınır testi sonuçları Tablo 2’de gösterilmiştir. Tahmin edilen modelde F istatistik değeri 6.39 olarak bulunmuş ve bu değer %1 anlamlılık düzeyinde üst sınır değeri olan 5.30’dan büyük olduğu tespit edilmiştir. Böylece değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olmadığını ifade eden H_0 temel hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiştir. Bu durum modelde yer alan finansal sermaye hareketleri, net ihracat ve reel döviz kuru değişkenleri arasında uzun dönemli bir ilişkinin bulunduğunu göstermiştir.

Tablo 2. Sınır Testi Sonuçları

k	F-istatistik	Kritik Tablo Değerleri		
		Anlamlılık Düzeyi	Alt Sınır	Üst Sınır
2	6.394501	% 1	3.88	5.30
		% 5	2.72	3.83
		% 10	2.17	3.19

Not: (k) denklemde yer alan bağımsız değişken sayısını göstermektedir. Kritik tablo değerleri Pesaran vd. (2001)'in çalışmalarından alınmıştır.

Değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığının ortaya konulmasından sonra uzun dönem katsayılarının tahmin edilmesi amacıyla uygun gecikme uzunluklarına bağlı olarak ARDL (10,12,12) modeli oluşturulmuştur. Bu modele ilişkin denklem (3) numaralı eşitlikte gösterilmiştir. Denklemdeki (p), (q) ve (r) simgeleri gecikme değerlerini ifade etmektedir.

$$DK_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_1 DK_{t-i} + \sum_{i=0}^q \alpha_2 FS_{t-i} + \sum_{i=0}^r \alpha_3 NX_{t-i} + e_t \quad (3)$$

ARDL (10,12,12) modelinin tahmin edilmesi sonucunda ulaşılan uzun dönem katsayılarına ve tanısal test sonuçlarına ilişkin elde edilen bulgular Tablo 3'te gösterilmiştir. Tablo 3'teki sonuçlara göre finansal sermaye hareketleri katsayısının değeri 8.13, net ihracatın katsayı değeri ise 4.28 olarak tahmin edilmiştir. Ayrıca değişkenlerin katsayı değerleri %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Böylece, finansal sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerindeki etkisinin, net ihracatın döviz kuru üzerindeki etkisinden yaklaşık iki kat daha büyük olduğu görülmektedir. Bu durum döviz piyasasında döviz kuru seviyesinin belirlemesi sürecinde sermaye hareketlerinin uluslararası ticari faaliyetlere göre daha baskın bir role sahip olduğuna işaret etmektedir.

Tablo 3'ün son bölümünde uzun dönem tahminlerinin tanısal test sonuçlarına yer verilmiştir. R ve R² değerleri incelenen örneklem çerçevesinde bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni açıklama gücünün yüksek olduğunu göstermektedir. Ayrıca Jarque-Bera ve Breusch-Pagan-Godfrey testi sonuçları sırası ile modelde hata terimlerinin normal dağılıma sahip olduğunu ve değişen varyans sorununun olmadığına işaret etmektedir.

Tablo 3. ARDL (10,12,12) Modeli Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-istatistik	p-değeri
FS	8.135265	0.496329	16.39087	0.0000
NX	4.280592	0.641725	6.670449	0.0002
Tanısal Test Sonuçları				
R ²			0.9610	
Düzeltilmiş R ²			0.8324	
Jarque-Bera Testi			3.7348	0.1545
Breusch-Pagan-Godfrey Testi			0.4141	0.9609

Çalışmada değişkenler arasındaki uzun döneme yönelik ilişkilerin ortaya konulmasından sonra söz konusu değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişkiler araştırılmıştır. Bunun için Hata Düzeltme Modeli (Error Correction Model- ECM) çerçevesinde analizler gerçekleştirilmiştir. Bu doğrultuda da

yukarıda tahmin edilen ARDL (10,12,12) modelinden elde edilen hata terimlerinin gecikmeli değerlerinin ilave edildiği (4) numaralı denklemde gösterilen hata düzeltme modeli oluşturulmuştur.

$$\Delta DK_t = \alpha_0 + \alpha_1 ECM_{t-1} + \sum_{i=1}^p \alpha_2 \Delta DK_{t-i} + \sum_{i=0}^q \alpha_3 \Delta FS_{t-i} + \sum_{i=0}^r \alpha_4 \Delta NX_{t-i} + u_t \quad (4)$$

Yukarıdaki eşitlikte belirlenen Hata Düzeltme Modeli çerçevesinde gerçekleştirilen tahmin sonuçları ise Tablo 4'te sunulmuştur.

Tablo 4. Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-istatistik
D(DK(-1))	-0.592651**	0.232660	-2.547279
D(DK(-2))	-0.041134	0.121986	-0.337204
D(DK(-3))	0.375421**	0.115968	3.237273
D(DK(-4))	-0.028042	0.155716	-0.180085
D(DK(-5))	0.076476	0.135104	0.566051
D(DK(-6))	-0.307499***	0.158857	-1.935694
D(DK(-7))	0.532367*	0.148759	3.578713
D(DK(-8))	0.192250	0.214345	0.896918
D(DK(-9))	0.237728	0.147462	1.612134
D(FS)	0.424517***	0.194284	2.185029
D(FS(-1))	-1.499407**	0.467308	-3.208604
D(FS(-2))	-2.030482*	0.427263	-4.752301
D(FS(-3))	-2.803709*	0.549581	-5.101539
D(FS(-4))	-3.254584*	0.690539	-4.713109
D(FS(-5))	-3.300786*	0.658898	-5.009558
D(FS(-6))	-2.725287*	0.607611	-4.485248
D(FS(-7))	-2.284293*	0.544734	-4.193411
D(FS(-8))	-1.472632**	0.491176	-2.998177
D(FS(-9))	-1.416600*	0.386304	-3.667056
D(FS(-10))	-1.700769*	0.376976	-4.511606
D(FS(-11))	-0.834809**	0.327128	-2.551933
D(NX)	-1.273357**	0.464645	-2.740493
D(NX(-1))	-1.064738***	0.482951	-2.204649
D(NX(-2))	-2.292901*	0.473240	-4.845114
D(NX(-3))	-1.930856**	0.713258	-2.707094
D(NX(-4))	-1.241741**	0.438663	-2.830739
D(NX(-5))	-1.783696*	0.368219	-4.844111
D(NX(-6))	-0.740788	0.544409	-1.360721
D(NX(-7))	0.681006***	0.301097	2.261752
D(NX(-8))	-0.240380	0.364065	-0.660266
D(NX(-9))	-1.020140***	0.425179	-2.399320
D(NX(-10))	-0.915033*	0.242930	-3.766649
D(NX(-11))	-0.711229**	0.302311	-2.352641
CointEq(-1)*	-0.319691*	0.065285	-4.896874

Not: *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeylerinde istatistiki olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

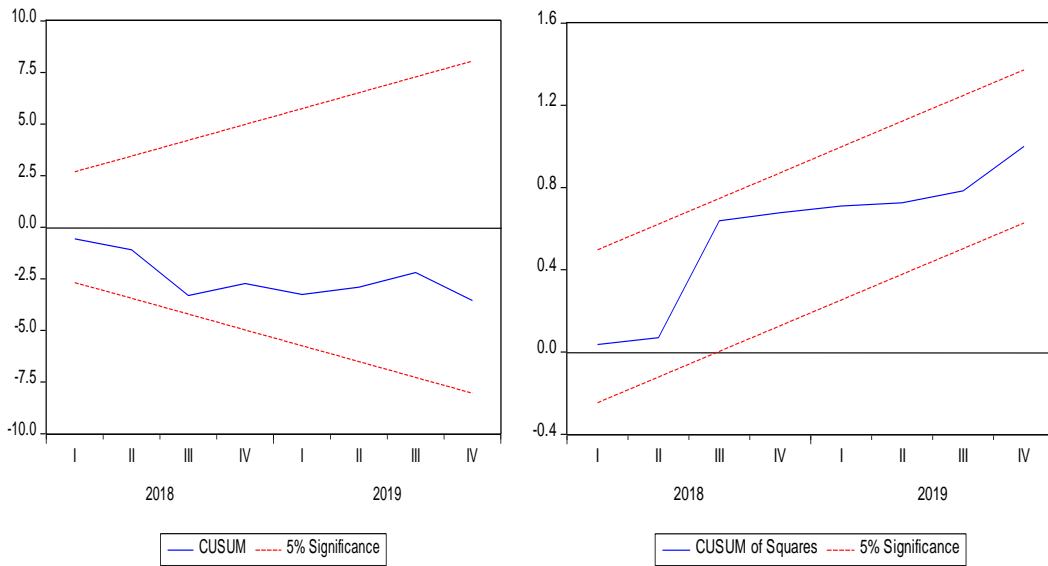
Kısa dönem katsayı tahmin sonuçlarının açıklandığı Tablo 4 incelendiğinde finansal sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerindeki etkisi tüm dönemlerde istatistiki olarak anlamlı bulunurken, net ihracatın döviz kuru üzerindeki etkisi ise 6. ve 8. gecikmeli dönemler dışında tüm dönemlerde istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Ampirik bulgular kısa dönemde finansal sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerindeki etkisinin net ihracata göre bütün gecikme değerlerinde mutlak olarak daha büyük olduğunu ortaya koymaktadır. Bu durum uzun dönemdeki gibi kısa dönemde de döviz piyasasında döviz kuru

seviyesinin belirlenmesi sürecinde finansal sermaye hareketlerinin ticari faaliyetlere göre daha baskın olduğunu göstermektedir.

Öte yandan hata düzeltme katsayısı (ECM), beklentilerle uyumlu olarak, negatif işaretli ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu da model içinde hata düzeltme mekanizmasının çalıştığına işaret etmektedir. Bu doğrultuda incelenen dönemde sisteme gelen bir şokun neden olduğu dengesizliğin üç aylık dönemde yaklaşık olarak %32 oranındaki bir hızla dengeye yaklaştığını söylemek mümkündür.

Çalışmada son olarak, ARDL modelinin kararlılığını araştırmak diğer bir ifadeyle değişkenlerle ilgili olarak yapısal kırılmanın olup olmadığının tespit edilmesi için CUSUM ve CUSUMSQ testleri yapılmıştır. CUSUM ve CUSUMSQ test sonuçlarından elde edilen bulgular Şekil 1’de gösterilmiştir. Şekil 1’deki grafiklerde yer alan kesikli çizgiler %5 anlamlılık düzeyinde kritik sınırları ifade ederken grafikte yer alan düz çizgiler ise CUSUM ve CUSUMSQ test değerlerini ifade etmektedir. CUSUM ve CUSUMSQ test değerleri %5 anlamlılık düzeyini belirten kritik sınırlar içerisinde kaldığı için tahmin edilen modelin ilgili dönemde istikrarlı olduğu ve modelde yapısal değişme olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Şekil 1. CUSUM ve CUSUMSQ Testi Sonuçları



4. SONUÇ VE ÖNERİLER

Döviz kuru politikalarının başarılı bir biçimde uygulanması için döviz kuru seviyesini etkileyen dinamiklerin kapsamlı bir biçimde belirlenmesi gerekmektedir. Bu nedenle merkez bankaları kur politikalarını tasarlarırken döviz kuru dinamiklerini kapsamlı bir biçimde belirleyen analizlerin rehberliğine ihtiyaç duyar. Literatür incelendiğinde döviz kuru üzerinde etkili olan birçok değişkenin belirlendiği görülmektedir. Ancak, bunlar içinde uluslararası finansal sermaye hareketleri ile dış ticaret faaliyetlerinin temel dinamikler olarak öne çıktığı görülmektedir. Hem uluslararası sermaye hareketleri hem de dış ticaret faaliyetleri döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarını çok yakından etkilemektedir.

Ülkeye yönelik sermaye girişlerinde döviz arzı artarken sermaye çıkışları durumunda ise döviz talebi yükselmektedir. Öte yandan, ihracat ithalat farkını ifade eden net ihracattaki artışlar döviz arzını yükseltirken net ihracatın azalması durumunda ise döviz talebi artmaktadır.

Çalışmada finansal sermaye hareketleri ile net ihracatın döviz kuru üzerindeki etkisi Türkiye'ye ilişkin 2009:Q1–2019:Q4 dönemine ait üçer aylık veriler kullanılarak ARDL yöntemi ile incelenmiştir. Böylece, Türkiye ekonomisinde finansal sermaye hareketleri ile net ihracatın döviz kuru üzerindeki etkisi karşılaştırmalı olarak araştırılmıştır. Analiz sonucunda finansal sermaye hareketlerinin uzun dönem katsayı değeri 8.13, net ihracatın katsayı değeri ise 4.28 olarak tahmin edilmiştir. Bu durum uzun dönemde finansal sermaye hareketlerinin kur seviyesi üzerindeki etkisinin daha yüksek olduğunu göstermiştir. Öte yandan, Hata Düzeltme Modeli tahmin sonuçları ise kısa dönemde, ikinci gecikmeli değer hariç, finansal sermaye hareketlerinin net ihracata göre kur üzerinde daha büyük etki yarattığını ortaya koymuştur. Sonuçta, hem kısa hem de uzun dönemde, finansal sermaye hareketlerinin net ihracata göre döviz kuru üzerinde daha büyük bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Başka bir ifadeyle, döviz piyasasında kur seviyesinin belirlenmesi sürecinde döviz arz ve talebi üzerinde finansal sermaye hareketleri net ihracata göre daha baskın bir role sahiptir.

Politika çıkarımı açısından elde edilen ampirik bulgular Türkiye'de döviz kuru istikrarının sağlanabilmesi için finansal sermaye hareketlerinin etkin bir şekilde yönetilmesi gerektiğine işaret etmektedir. Çünkü finansal sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerinde daha baskın bir role sahip olması kur istikrarı için önemli riskler ortaya çıkarmaktadır. Finansal sermaye hareketleri kapsamında yatırım yapan yatırımcılar her an daha yüksek getiri elde edebileceği başka ülkelere yönelebilmektedir. Bu yüzden Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri içinde, finansal sermaye girişleri yerine, daha az dalgalanma gösteren uzun vadeli sermaye girişlerinin payının artırılması önemli bir hedef olarak belirlenmelidir. Ayrıca, Türkiye'de reel sektördeki üretim yapısını değiştirmeye yönelik politikalar çerçevesinde, ihracatçı sektörler teşvik edilerek pozitif net ihracatın kur seviyesinin belirlenme sürecinde oynadığı rol artırılmalıdır.

KAYNAKÇA

- Abdoh, W.M.Y.M., Yusuf, N.H.M., Zulkifli, S.A.M., Bulot, N. ve Ibrahim, N.J. (2016) "Macroeconomic Factors That Influence Exchange Rate Fluctuation in ASEAN Countries", *International Academic Research Journal of Social Science*, 2(1): 89- 94.
- Açcı, Y. (2016) "Türkiye'de Reel Döviz Kuru ve Dış Ticaret İlişkisinin Var Analizi ile İncelenmesi", *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 8(14): 41-53.
- Agenor, P.R., McDermott, C.J. ve Ucer, E.M. (1997) "Fiscal Imbalances, Capital Inflows, and the Real Exchange Rate: The Case of Turkey", IMF Working Paper, WP/97/1.
- Albayrak, Ş.G. (2012) "Reel Döviz Kuru Oynaklığının Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği (1992–2008)", Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler

Enstitüsü, Konya.

- Apak, S., Uçak, A. ve Uzunoğlu, S. (2006) “Finansal Serbestleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği”, TEK Uluslararası Ekonomi Konferansı, Ankara.
- Arslan, S. ve Çiçek, M. (2017) “Yabancı Portföy Yatırımları İle Döviz Kuru İlişkisi: Türkiye’de Yabancı Sermayenin Vergilendirilmesi”, Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, ICMEB17 Özel Sayısı, 292-299.
- Balkan, E., Biçer, F.G. ve Yeldan, A.E. (2002) “Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in the Post-1990 Turkish Economy”, METU International Conference on Economics VI, Ankara.
- Berument, H. ve Dinçer, N.N. (2004) “Do Capital Flows Improve Macroeconomic Performance in Emerging Markets? The Turkish Experience”, Emerging Markets Finance & Trade, 40(4): 20-32.
- Caporale, G.M., Ali, F.M., Spagnolo, F. ve Spagnolo, N. (2015) “International Portfolio Flows and Exchange Rate Volatility for Emerging Markets”, Discussion Papers, 1519: 1-24.
- Copeland, L. (2014) “Exchange Rates and International Finance”, 6th Edition, Edinburgh: Pearson Education Limited.
- Çimenoğlu, A. ve Yentürk, N. (2005) “Effects of International Capital Inflows on the Turkish Economy”, Emerging Markets Finance & Trade, 41(1): 90-109.
- Dickey, D. A. and Fuller, W. A. (1981) “Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root”, Econometrica, 49: 1057-1072.
- Dua, P. ve Sen, P. (2013) “Capital Flows and Exchange Rates: The Indian Experience”, Indian Economic Review, 48(1): 189-219.
- Emil, M.F. ve Vehbi, M.T. (2003) “Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Kalkınma: Türkiye Örneği”, Ekonomik Yaklaşım, 14(48): 1-23.
- Feenstra, R.C. ve Taylor, A.M. (2014) “International Economics”, 3rd Edition, United States: Worth Publishers.
- Gabrisch, H. (2015) “Net Capital Flows to and the Real Exchange Rate of Western Balkan Countries”, Economic Annals, 60(205): 31-52.
- Gül, E. ve Ekinci, A. (2006) “Türkiye’de Reel Döviz Kuru İle İhracat ve İthalat Arasındaki Nedensellik İlişkisi: 1990-2006”, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 16: 165-190.
- Hepaktan, E., Çınar, S. ve Dündar, Ö. (2011) “Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Dış Ticaret ile İlişkisi”, Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 3(5): 62-82.
- Ibarra, C.A. (2011) “Capital Flows and Real Exchange Rate Appreciation in Mexico”, World Development, 39(12): 2080-2090.
- Kaplan, F. ve Yapraklı, S. (2014) “Ekonomik Kırılganlık Endeksi Göstergelerinin Döviz Kuru Üzerindeki Etkileri: Kırılgan 12 Ülke Üzerine Panel Veri Analizi”, Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi, 6(3): 111-121.
- Karahan, Ö. ve Çolak, O. (2011) “Financial Capital Inflows and Exchange Rate Instability: The Case of Turkey”, 13th International Conference on Finance and Banking, Ostrava/Czech Republic.

- Kartal, M.T., Kılıç-Depren, S. ve Depren, Ö. (2018) “Türkiye’de Döviz Kurlarını Etkileyen Makroekonomik Göstergelerin Belirlenmesi: Mars Yöntemi İle Bir İnceleme”, *MANAS Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 7(1): 209-229.
- Maturu, B.O. (2017) “Short Term Capital Flows and Pressure on the Exchange Rate in Kenya”, *Advances in Economics and Business*, 5(5): 288-307.
- Mirchandani, A. (2013) “Analysis of Macroeconomic Determinants of Exchange Rate Volatility in India”, *International Journal of Economics and Financial*, 3(1): 172-179.
- Muhammed-Rafi, O.P.C. ve Ramachandran, [M.](#) (2018) “Capital Fows and Exchange Rate Volatility: Experience of Emerging Economies”, *Indian Economic Review*, 53: 183–205.
- My, N.Q. ve Sayim, M. (2016) “The Impact of Economic Factors on the Foreign Exchange Rates between USA and Four Big Emerging Countries: China, India, Brazil and Mexico”, *International Finance and Banking*, 3(1): 11-43.
- Organ, İ. ve Berk, E. (2016) “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Döviz Kuru İlişkisi ve Türkiye için Tobin Vergisi Tartışması”, *EconWorld Working Paper Series*, 5: 1-14.
- Parveen, S., Khan, A.Q. ve Ismail, M. (2012) “Analysis of The Factors Affecting Exchange Rate Variability in Pakistan”, *Academic Research International*, 2(3): 670-674.
- Pesaran, M.H. ve Pesaran, B. (1997) “Working with Microfit 4.0: Interactive Econometric Analysis”, 2nd Edition, Oxford: Oxford University Press.
- Pesaran, M.H. ve Shin, Y. (1999) “An Autoregressive Distributed-Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis”, (Ed. [Ström](#), S.), *Econometrics and Economic Theory in the 20th Century: The Ragnar Frisch Centennial Symposium*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Pesaran, M.H., Shin, Y. ve Smith, R.J. (2001) “Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships”, *Journal of Applied Econometrics*, 16: 289-326.
- Pesaran, M.H. ve Smith, R.P. (1998) “Structural Analysis of Cointegrating VARs”, *Journal of Economic Survey*, 12(5): 471-505.
- Phillips, P.C.B., and Perron P. (1988) “Testing for a Unit Root in Time Series Regression”, *Biometrika*, 75: 335–346.
- Seyidoğlu, H. (2013) “Uluslararası İktisat (Teori, Politika ve Uygulama)”, 18. Baskı, İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Şahin, D. ve Durmuş, S. (2019) “Türkiye’de Reel Efektif Döviz Kuru, İhracat ve İthalat Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Analizi”, *Karabük Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9(1): 210-223.
- Şengönül, A., Altıok, M. ve Gürbüz, R. (2007) “Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri”, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 22(252): 26-48.
- Şit, M. ve Karadağ, H. (2019) “Döviz Kurunu Belirleyen Ekonomik Faktörler: Türkiye Ekonomisi İçin ARDL Sınır Testi Uygulaması”, *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 23: 151-168.

Urrutia, J.D., Olfindo, M.L.T. ve Tampis, R. (2015) “Modelling and Forecasting the Exchange Rate of the Philippines: A Time Series Analysis”, American Research Thoughts, 1(9): 1880-1937.

KATKI ORANI / CONTRIBUTION RATE	AÇIKLAMA / EXPLANATION	KATKIDA BULUNANLAR / CONTRIBUTORS
Fikir veya Kavram / <i>Idea or Notion</i>	Araştırma hipotezini veya fikirini oluşturmak / <i>Form the research hypothesis or idea</i>	Dr. Öğr. Üyesi Hüseyin GÜVENOĞLU Prof. Dr. Özcan KARAHAN
Tasarım / <i>Design</i>	Yöntemi, ölçeği ve deseni tasarlamak / <i>Designing method, scale and pattern</i>	Dr. Öğr. Üyesi Hüseyin GÜVENOĞLU Prof. Dr. Özcan KARAHAN
Veri Toplama ve İşleme / <i>Data Collecting and Processing</i>	Verileri toplamak, düzenlenmek ve raporlamak / <i>Collecting, organizing and reporting data</i>	Dr. Öğr. Üyesi Hüseyin GÜVENOĞLU Prof. Dr. Özcan KARAHAN
Tartışma ve Yorum / <i>Discussion and Interpretation</i>	Bulguların değerlendirilmesinde ve sonuçlandırılmasında sorumluluk almak / <i>Taking responsibility in evaluating and finalizing the findings</i>	Dr. Öğr. Üyesi Hüseyin GÜVENOĞLU Prof. Dr. Özcan KARAHAN
Literatür Taraması / <i>Literature Review</i>	Çalışma için gerekli literatürü taramak / <i>Review the literature required for the study</i>	Dr. Öğr. Üyesi Hüseyin GÜVENOĞLU Prof. Dr. Özcan KARAHAN

Hakem Değerlendirmesi: Dış bağımsız.

Çıkar Çatışması: Yazarlar çıkar çatışması bildirmemiştir.

Finansal Destek: Yazarlar bu çalışma için finansal destek almadığını beyan etmiştir.

Teşekkür: -

Peer-review: Externally peer-reviewed.

Conflict of Interest: The authors have no conflict of interest to declare.

Grant Support: The authors declared that this study has received no financial support.

Acknowledgement: -
