

**TÜRKİYE'DE YABANCI PORTFÖY  
YATIRIMLARININ SEÇİLMİŞ  
MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER  
İLE İLİŞKİSİ**

Özgür AYDOĞUŞ

Doktora Tezi

Danışman: Prof. Dr. Erdal DEMİRHAN

Şubat, 2023

Afyonkarahisar

**T.C.**  
**AFYON KOCATEPE ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İKTİSAT ANABİLİM DALI**  
**DOKTORA TEZİ**

**TÜRKİYE'DE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ**  
**SEÇİLMİŞ MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER İLE**  
**İLİŞKİSİ**

**Hazırlayan**  
**Özgür AYDOĞUŞ**

**Danışman**  
**Prof. Dr. Erdal DEMİRHAN**

**AFYONKARAHİSAR 2023**

## ETİK VE BİLİMSEL İLKELER SORUMLULUK BEYANI

Doktora tezi olarak sunduğum “**Türkiye’ye Yönelik Yabancı Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri**” adlı çalışmanın tüm hazırlanma süreçlerinde bilimsel etik kurallara atıf gösterme ilkelerine riayet ettiğimi belirterek aksi bir durum tespiti halinde sorumluluğun tamamen bana ait olduğunu kabul beyan ve taahhüt ederim

16/02/2023

İmza

Özgür AYDOĞUŞ

**T.C.**  
**AFYON KOCATEPE ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**ENSTİTÜ ONAYI**

|                                 |   |  |
|---------------------------------|---|--|
| <b>Öğrencinin</b>               | <b>Adı- Soyadı</b>  | Özgür AYDOĞUŞ  |
|                                 | <b>Numarası</b>   | 060680006  |
|                                 | <b>Anabilim Dalı</b>  | İktisat  |
|                                 | <b>Programı</b>   | İktisat  |
|                                 | <b>Program Düzeyi</b>   | <input type="checkbox"/> Yüksek Lisans <input checked="" type="checkbox"/> Doktora <input type="checkbox"/> Sanatta Yeterlik |
| <b>Tezin Başlığı</b>            | Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımlarının Seçilmiş Makroekonomik Değişkenler ile İlişkisi |  |
| <b>Tez Savunma Sınav Tarihi</b> | 16.02.2023  |  |
| <b>Tez Savunma Sınav Saati</b>  | 14:00   |  |

Yukarıda bilgileri verilen öğrenciye ait tez, Afyon Kocatepe Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliği’nin ilgili maddeleri uyarınca jüri üyeleri tarafından değerlendirilerek oy birliği – oy çokluğu ile kabul edilmiştir.

**Prof. Dr. Elbeyi PELİT**  
**MÜDÜR**

Bu tez, Enstitü Müdürlüğünce kontrol edilerek, elektronik imza kullanılarak onaylanmıştır.

## ÖZET

### TÜRKİYE’DE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ SEÇİLMİŞ MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER İLE İLİŞKİSİ

Özgür AYDOĞUŞ

AFYON KOCATEPE ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI

Şubat 2023

Danışman : Prof. Dr. Erdal DEMİRHAN

Bu doktora tezi çalışmasının amacı Türkiye’ye yönelik yabancı portföy yatırımlarının seçilmiş makro ekonomik değişkenler ile ilişkisinin ampirik olarak araştırılmasıdır. Bu amaçla portföy yatırımları değişkeninin reel döviz kuru, reel faiz oranları, Borsa İstanbul 100 endeksi ve tüketici fiyat endeksi verileri VAR Granger Nedensellik Analizi kullanılarak analiz edilmiştir. Portföy yatırımlarının belirleyicilerinin dinamik etkileri etki – tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması metodu ile analiz edilmiştir. Kurulan ekonometrik modellerle elde edilen sonuçlar tanılayıcı istatistikler ve kurulan modellerin yapısal olarak doğruluğunu araştıran yöntemlerle test edilmiştir. Ampirik bulgularda reel döviz kurunun ülkeye yönelen yabancı portföy yatırımlarının nedeni olduğunu ortaya çıkarmıştır. Bunun haricinde etki – tepki fonksiyonlarında reel faiz oranları, reel döviz kuru ve Borsa İstanbul 100 endeksinin portföy yatırımlarını pozitif etkilediği tüketici fiyat endeksinin ise ters yönde bir etkide bulunduğu anlaşılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Uluslararası yatırımlar, portföy yatırımları, nedensellik analizi, varyans ayrıştırması.

## ABSTRACT

### THE RELATIONSHIP OF FOREIGN PORTFOLIO INVESTMENTS IN TURKEY AND SELECTED MACROECONOMIC VARIABLES

Özgür AYDOĞUŞ

AFYON KOCATEPE UNIVERSITY  
INSTITUTE OF SOCIAL SCIENCES  
DEPARTMENT OF ECONOMICS

February 2023

Advisor : Prof. Dr. Erdal DEMİRHAN

The aim of this PHD thesis is to empirically investigate the relationship between foreign portfolio investments in Turkey and selected macroeconomic variables. For this purpose, real exchange rate, real interest rates, Borsa İstanbul 100 index, and consumer price index data of portfolio investments variable were analyzed using VAR Granger Causality Analysis. The dynamic effects of the determinants of portfolio investments were analyzed with the impulse-response functions and variance decomposition method. The results obtained with the established econometric model were tested with diagnostic statistics and methods investigating the structural accuracy of the established models. Empirical findings reveal that the real exchange rate is the cause of foreign portfolio investments directed to the country. Apart from this, it is understood that real interest rates, real exchange rates, and Borsa Istanbul 100 index affect portfolio investments positively in the impulse-response functions, while the consumer price index has the opposite effect.

**Keywords:** International investment, portfolio investment, causality analysis, variance decomposition.

## ÖN SÖZ

Bu doktora tez çalışmasında ve öncesinde tüm bilgi ve birikimini tarafıma koşulsuz bir biçimde aktaran, tez konusunun belirlenmesinde, ilerlemesinde ve sonuçlandırılmasında sayısız emekleri olan değerli danışman hocam Prof. Dr. Erdal DEMİRHAN'a, bu süreçte fikir ve yönlendirmeleriyle desteklerini sonuna kadar hissettiğim Dr. Öğr. Üyesi Ahmet İNKAYA ve Dr. Öğr. Üyesi Ali Rıza KAYMAZ hocalarıma ve ismini burada belirlemediğim birçok çalışma arkadaşşıma teşekkürlerimi iletirim. Ayrıca bu yoğun çalışma sürecinde beni motive eden, çalışma saatlerimde beni destekleyen, bu konuda bana uygun çalışma ortamı sunan eşim Şerife AYDOĞUŞ ve sevgili kızlarım Zeynep ve Defne'ye de çok teşekkür ederim.

Özgür AYDOĞUŞ  
2023, Afyonkarahisar

## İÇİNDEKİLER

|  | <u>Sayfa</u> |
|--|--------------|
| ETİK VE BİLİMSEL İLKELER SORUMLULUK BEYANI ..... | ii           |
| ENSTİTÜ ONAYI .....                              | iii          |
| ÖZET .....                                       | iv           |
| ABSTRACT .....                                   | v            |
| ÖN SÖZ .....                                     | vi           |
| İÇİNDEKİLER.....                                 | vii          |
| TABLolar LİSTESİ .....                           | x            |
| ŞEKİLLER LİSTESİ .....                           | xi           |
| SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ.....              | xii          |
| GİRİŞ.....                                       | 1            |

## BİRİNCİ BÖLÜM

### ULUSLARARASI FİNANSIN SERBESTLEŞMESİ ve ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

|   |    |
|---|----|
| 1. FİNANSAL SERBESTLEŞME TANIM ve KURAMSAL ÇERÇEVESİ .....                    | 4  |
| 1.1. FİNANSAL SERBESTLEŞME KAVRAMI ve TANIMI.....                             | 4  |
| 1.1.1. Finansal Regülasyonlar ve Etkileri .....                               | 5  |
| 1.1.2. Finansal Liberalizasyon .....  | 7  |
| 1.2. FİNANSAL SERBESTLEŞME KURAMLARI .....                                    | 9  |
| 1.2.1. Klasik Sermaye Akımları Teorisi.....                                   | 9  |
| 1.2.2. Modern Portföy Teorisi.....  | 10 |
| 1.2.3. Etkin Piyasa Hipotezi .....  | 11 |
| 2. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ .....                                     | 12 |
| 2.1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMI ve ÇEŞİTLERİ..                | 13 |
| 2.1.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanımı .....                       | 13 |
| 2.1.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Çeşitleri .....                    | 14 |
| 2.1.2.1. Özel Sermaye Hareketleri.....  | 14 |
| 2.1.2.2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları .....                           | 15 |
| 2.1.2.3. Portföy Yatırımları .....  | 17 |
| 2.1.2.4. Diğer Yabancı Yatırımlar .....                                       | 18 |
| 2.1.2.5. Uluslararası Resmi Sermaye Hareketleri.....                          | 19 |
| 2.2. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN BELİRLEYİCİLERİ .....                | 20 |
| 2.2.1. İtici (Push) Faktörler .....   | 21 |
| 2.2.1.1. Uluslararası Faiz Oranları.....                                      | 21 |
| 2.2.1.2. Uluslararası Ekonomik Konjonktür .....                               | 22 |
| 2.2.1.3. Teknolojik Gelişmeler .....  | 23 |
| 2.2.2. Çekici (Pull) Faktörler .....  | 23 |
| 2.2.2.1. Ulusal Faiz Oranları.....  | 23 |
| 2.2.2.2. Ödemeler Dengesi Pozisyonları .....                                  | 24 |
| 2.2.2.3. Döviz Kuru Rejimi ve İstikrarı .....                                 | 25 |
| 2.2.2.4. Fiyat İstikrarı .....  | 27 |
| 2.2.2.5. Tasarruf ve Sermaye Açığı .....                                      | 27 |
| 2.2.2.6. Ekonomik Büyüme .....  | 27 |
| 2.2.2.7. Faiz Oranları Paritesi, Kapsanmış ve Kapsanmamış Faiz Paritesi ..... | 28 |



|   |           |
|---|-----------|
| <b>3. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİK ETKİLERİ</b> | <b>29</b> |
| 3.1. DÖVİZ KURU ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ                             | 30        |
| 3.2. FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNE ETKİLERİ                        | 32        |
| 3.3. ÖDEMELER BİLANÇOSU ÜZERİNE ETKİLERİ                        | 33        |
| 3.4. FAİZ ORANI ÜZERİNE ETKİLERİ                                | 34        |
| 3.5. PARA ARZI ve FİYAT İSTİKRARI ÜZERİNE ETKİLERİ              | 35        |

## İKİNCİ BÖLÜM

### DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. DÜNYADA ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ</b>                                  | <b>37</b> |
| 1.1. 1930 BÜYÜK BUHRANA KADAR OLAN DÖNEMDE DÜNYADA ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ | 37        |
| 1.2. İKİNCİ DÜNYA SAVAŞI SONRASI DÜNYADA ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ                       | 39        |
| 1.3. 1990 – 2000 YILLARI ARASI DÜNYADA ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ                         | 41        |
| 1.4. 2000 SONRASI ve 2008 KÜRESEL EKONOMİK KRİZ DÖNEMİNDE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ      | 44        |
| <b>2. TÜRKİYE'DE YABANCI SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ</b>                                    | <b>49</b> |
| 2.1. 1980 – 1990 YILLARI ARASINDA TÜRKİYE'DE YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ                        | 51        |
| 2.2. 1990 – 2000 DÖNEMİNDE TÜRKİYE'DE YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ                               | 53        |
| 2.3. 2000 – 2010 DÖNEMİNDE TÜRKİYE'DE YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ                               | 59        |
| 2.4. 2010 SONRASI DÖNEMDE TÜRKİYE'DE YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ                                | 67        |
| <b>3. PORTFÖY YATIRIMLARI ve SEÇİLMİŞ MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ARASINDAKİ İLİŞKİ</b>           | <b>73</b> |
| 3.1. PORTFÖY YATIRIMLARI ve FİNANSAL PİYASALAR ARASINDAKİ İLİŞKİ                                | 74        |
| 3.2. PORTFÖY YATIRIMLARI ile REEL DÖVİZ KURU ARASINDAKİ İLİŞKİ                                  | 76        |
| 3.3. PORTFÖY YATIRIMLARI ve REEL FAİZ ORANLARI  | 78        |
| 3.4. PORTFÖY YATIRIMLARI ve FİYAT İSTİKRARI   | 79        |

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'YE YÖNELİK PORTFÖY YATIRIMLARI ve SEÇİLMİŞ MAKEKONOMİK DEĞİŞKENLER İLE İLİŞKİSİNİN TESPİTİ: AMPİRİK UYGULAMA

|                              |           |
|------------------------------|-----------|
| <b>1. LİTERATÜR TARAMASI</b> | <b>81</b> |
| <b>2. VERİ ve METODOLOJİ</b> | <b>88</b> |
| 2.1. VERİ                    | 88        |
| 2.2. METODOLOJİ              | 90        |
| 2.2.1. Birim Kök Testleri    | 90        |
| 2.2.2. VAR Modeli            | 92        |

|  |            |
|--|------------|
| <b>2.2.3. Nedensellik Testi .....</b>  | <b>93</b>  |
| <b>2.2.4. Granger Nedensellik Analizi.....</b>                                       | <b>95</b>  |
| <b>2.2.5. Etki – Tepki Fonksiyonları ve Varyans Ayırıştırması Analizi .....</b>      | <b>97</b>  |
| <b>3. AMPİRİK SONUÇLAR.....</b>  | <b>98</b>  |
| 3.1. BİRİM KÖK TESTİ SONUÇLARI .....   | 98         |
| 3.2. VAR GRANGER NEDENSELLİK ANALİZİ SONUÇLARI .....                                 | 100        |
| 3.3. TANILAYICI İSTATİSTİKLER .....  | 102        |
| <b>3.3.1. Değişen Varyans Otokorelasyon ve Model Spesifikasyon Test Sonuçları...</b> | <b>102</b> |
| <b>3.3.2. Yapısal kırılma Test Sonuçları .....</b>                                   | <b>105</b> |
| 3.4. GENELLEŞTİRİLMİŞ ETKİ – TEPKİ FONKSİYONLARI.....                                | 111        |
| 3.5. VARYANS AYRIŞTIRMASI ANALİZİ .....  | 115        |
| <br>   |            |
| <b>SONUÇ .....</b>   | <b>120</b> |
| <b>KAYNAKÇA.....</b>   | <b>126</b> |
| <b>EKLER .....</b>   | <b>132</b> |

## TABLULAR LİSTESİ

|   | <u>Sayfa</u> |
|---|--------------|
| <b>Tablo 1.</b> Pandemi İlanı İle Dünya Borsalarında Değişim .....                                    | 47           |
| <b>Tablo 2.</b> 1990'lı Yıllarda Türkiye'ye Yönelik Yabancı Yatırımlar .....                          | 57           |
| <b>Tablo 3.</b> 2001 Krizi Sonrası Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Maliyeti .....             | 62           |
| <b>Tablo 4.</b> 2000'li Yıllarda Net Yatırımlar (Milyon ABD \$) .....                                 | 66           |
| <b>Tablo 5.</b> 2010 ve Sonrasında Türkiye'ye Yönelik Net Yabancı Sermaye Türleri (Milyon \$).....    | 69           |
| <b>Tablo 6.</b> ADF ve PP Birim Kök Analizi Sonuçları Tablosu.....                                    | 98           |
| <b>Tablo 7.</b> Zivot-Andrews Durağanlık Analizi Sonuçları Tablosu.....                               | 99           |
| <b>Tablo 8.</b> Bağımlı Değişken Portföy Yatırımları olduğunda VAR Granger Nedensellik Sonuçları..... | 100          |
| <b>Tablo 9.</b> Bağımlı Değişken TÜFE olduğunda VAR Granger Nedensellik Sonuçları .                   | 100          |
| <b>Tablo 10.</b> Bağımlı Değişken BİST olduğunda VAR Granger Nedensellik Sonuçları.                   | 101          |
| <b>Tablo 11.</b> Bağımlı Değişken Reel Efektif Kur olduğunda VAR Granger Nedensellik Sonuçları.....   | 101          |
| <b>Tablo 12.</b> Bağımlı Değişken Reel Faiz olduğunda VAR Granger Nedensellik Sonuçları .....         | 102          |
| <b>Tablo 13.</b> Tanılayıcı Test İstatistikleri Sonuç Tablosu .....                                   | 102          |
| <b>Tablo 14.</b> Portföy Yatırımları Varyans Ayırıştırma Tablosu.....                                 | 115          |
| <b>Tablo 15.</b> Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) Varyans Ayırıştırma Tablosu.....                       | 116          |
| <b>Tablo 16.</b> BİST 100 Endeksi Varyans Ayırıştırma Tablosu .....                                   | 117          |
| <b>Tablo 17.</b> Reel Faiz Varyans Ayırıştırma Tablosu .....  | 118          |
| <b>Tablo 18.</b> Reel Efektif Döviz Kuru Varyans Ayırıştırma Tablosu .....                            | 119          |

## ŞEKİLLER LİSTESİ

### Sayfa

|  |     |
|--|-----|
| Şekil 1. 1990'lı Yıllarda Türkiye'ye Yönelik Yabancı Yatırımlar (Milyon ABD Doları)  | 56  |
| Şekil 2. 1990'lı Yıllarda Yabancı Sermaye Türlerinin Ortalama Payları  | 59  |
| Şekil 3. 2000'li yıllarda Türkiye'ye Yönelik Toplam Net Sermaye Hareketleri (Milyon \$)                                      | 64  |
| Şekil 4. 2000'li Yıllarda Türkiye'ye Yönelik Net Yabancı Sermaye Türleri (Milyon \$)   | 65  |
| Şekil 5. 2000'li Yıllar Ortalama Değerlerine Göre Yabancı Yatırım Payları  | 66  |
| Şekil 6. 2010 ve Sonrasında Türkiye'ye Yönelik Toplam Net Sermaye Akımları (Milyon \$)                                       | 67  |
| Şekil 7. 2010 ve Sonrasında Türkiye'ye Yönelik Net Yabancı Sermaye Türleri (Milyon \$)                                       | 68  |
| Şekil 8. 2010 ve Sonrasında Ortalama Değerlerine Göre Net Yabancı Yatırım Payları  | 70  |
| Şekil 9. Net Toplam Yabancı Yatırımlar (Milyon \$)   | 71  |
| Şekil 10. Yabancı Yatırım Türlerinin Yıllar İtibari ile Gelişimi (Milyon \$) ve Yabancı Yatırım Türlerinin Ortalama Payları  | 72  |
| Şekil 11. Yıllar İtibari ile Türkiye'deki Net Portföy Yatırımlarının İçeriği (Milyon\$)                                      | 75  |
| Şekil 12. Yıllar İtibari ile Türkiye'de Yabancıların Hisse Senedi ve Borç Senedi Net Değişimleri (Milyon\$)                  | 75  |
| Şekil 13. Türkiye'ye Yönelik Yabancı Yatırımlar (Milyon \$) ve Reel Efektif Döviz Kuru                                       | 77  |
| Şekil 14. Bağımlı değişkenin portföy yatırımları olduğu modele ilişkin Cusum grafiği   | 106 |
| Şekil 15. Bağımlı değişkenin portföy yatırımları olduğu modelde Cusum SQ grafiği   | 106 |
| Şekil 16. Bağımlı değişkenin BİST 100 endeksi olduğu modelde Cusum grafiği   | 106 |
| Şekil 17. Bağımlı değişkenin BİST 100 endeksi olduğu modelde Cusum SQ grafiği  | 107 |
| Şekil 18. Bağımlı değişkenin TÜFE endeksi olduğu modelde Cusum grafiği   | 107 |
| Şekil 19. Bağımlı değişkenin TÜFE endeksi olduğu modelde Cusum SQ grafiği  | 108 |
| Şekil 20. Bağımlı değişkenin reel faiz olduğu modelde Cusum grafiği  | 108 |
| Şekil 21. Bağımlı değişkenin reel faiz olduğu modelde Cusum SQ grafiği   | 109 |
| Şekil 22. Bağımlı değişkenin reel efektif döviz kuru olduğu modelde Cusum grafiği  | 110 |
| Şekil 23. Bağımlı değişkenin reel efektif döviz kuru olduğu modelde Cusum SQ grafiği   | 110 |
| Şekil 24. Portföy Yatırımlarının Kendisinde ve Diğer Değişkenlerde Meydana Gelen Bir Standart Sapmalık Şoka Verdiği Tepkiler | 112 |
| Şekil 25. Portföy Yatırımlarında Meydana Gelen Bir Standart Sapmalık Şoka Bağımsız Değişkenlerin Verdiği Tepkiler            | 114 |

## SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

- ABD:** Amerika Birleşik Devletleri  
**ADF:** Genelleştirilmiş Dickey Fuller Test İstatistiği  
**AIC:** Akaike Bilgi Kriteri  
**BDDK:** Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu  
**DYY:** Doğrudan Yabancı Yatırımlar  
**EVDS:** Elektronik Veri Dağıtım Sistemi  
**GOÜ:** Gelişmekte Olan Ülkeler  
**IMF:** Uluslararası Para Fonu  
**OECD:** Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı  
**PP:** Phillip Perron Birim Kök Testi  
**TCMB:** Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası  
**UNCTAD:** Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı  
**VAR:** Zincir Vektör Otoregresyon

## GİRİŞ

Yabancı yatırımlar günümüz dünya ekonomik konjonktüründe dışa açılmış birçok ülke ekonomisi için önem arz etmektedir. Mal ve hizmet piyasalarını uluslararası ticarete açan ülkeler para ve sermaye piyasalarını da uluslararası finansal piyasalara dahil etmek durumunda kalmışlardır. Uluslararası ticarete yaşanan gelişmeler daha büyük hızda ve çapta uluslararası finansal piyasalarda da yaşanmaktadır. Finansal serbestliğin küresel manada yaygınlaşması, internet ve iletişim teknolojilerindeki ilerlemelerin finansal piyasalar ve araçlarına adaptasyonu, yatırımcıların ellerinde bulundurdukları fonları dünyanın herhangi bir yerine aktarmasını kolaylaştırmıştır. Birçok ülke finansal serbestliği destekleyecek biçimde, yabancı sermayenin önündeki yasal engelleri kaldırmış ve buna ilişkin düzenlemeler yapmıştır. Bu gelişmeler ülke finansal piyasalarının dünya piyasalarına entegrasyonunu sağlamıştır. Günümüzde ülkelere giriş yapan ve ülkelere çıkararak farklı ülkelere aktarılan finansal fonlar, ülke ekonomilerini ve küresel ekonomiyi şekillendirecek boyutlara ulaşmıştır.

Yabancı sermaye hareketleri esas itibari ile geçmişte birçok dönemde var olsa da kendisini ilk olarak sanayi devrimi ile göstermeye başlamıştır. Sanayi devrimini gerçekleştirmiş ülkeler üretim alanında öne çıkmışlar, tersine sanayi devrimini sağlayamamış ülkeler ise arka planda kalmışlardır. Bir tarafta üretim verimliliğinin arttığı ülkeler, diğer tarafta ise halen geleneksel üretim yöntemlerini kullanan ülkeler yer almıştır. Sanayi devrimi ile gelişmiş denilebilecek ülkelerde üretim ve verimindeki artışlarla fon birikimleri oluşmaya başlamış ve ilk etapta hammadde ihtiyacının karşılanması sonrasında üretim maliyetlerinin daha düşük olduğu ülkelere faaliyette bulunabilmek amacıyla gelişmiş ülkelere az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere doğru fon transferleri gerçekleşmeye başlamıştır. Uluslararası sermaye temelde elinde fon fazlası bulunanların, kendilerinde yeterli fon bulunmayan ancak yüksek getiri taahhüt eden ülkelere yönelmesiyle ortaya çıkmıştır.

Finansal sistemler temelde birçok yatırımcının elinde bulunan küçük ve atıl fonların bir araya getirilerek daha verimli hale dönüştürülmesini amaçlamaktadır. Bu durum yerel manada olduğu kadar küresel manada da geçerlidir. Uluslararası finansın serbestleşmesi ile dünya ölçeğinde fonların oluşumu ve bu fonların çok daha verimli olarak kullanılması mümkün olabilecektir. Bu anlamda finansal liberalizasyon 1970'li yıllardan itibaren yaygınlaşmış, büyüyen finansal piyasalara gelişmekte olan ülkeler de 1980'li ve 90'lı yıllarda küresel finansal piyasalara entegre olmaya başlamışlardır.

Ancak sermayenin önündeki engellerin kaldırılması bir takım yapısal düzenlemelerle daha sağlıklı olabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin yapısal düzenlemeleri tam anlamıyla gerçekleştirilmeden uluslararası sermayenin önündeki engelleri kaldırması bir takım aksi sonuçlara ve krizlere neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyüme oranlarını artırılabilmesi için yeterli tasarrufa ve fonlara sahip olmaması onları uluslararası finansal piyasalara yönlendirmekte ve tasarruf açıklarını bu kanaldan gidermektedirler. Bu amaçla gelişmekte olan ülkelere yönelen yabancı sermaye türü ve o ülkede kaldığı süreye bağlı olarak ekonomik büyümeyi desteklese de bu sermayelerin çeşitli gelişmeler sonucunda ani çıkışı sonucu ekonomik krizler oluşabilmektedir.

Bu noktada yabancı yatırımların içeriği ve niteliği de önem arz etmektedir. Yabancı yatırımları temelde üç alt kategoriye ayırdığımızda karşımıza doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yabancı yatırımlar çıkmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar adında da anlaşılacağı üzere, ülkede yerleşik olmayanların ülkede mevcut bir şirkete iştirak etmeleri veya başlı başına kendileri yeni bir şirketle o ülkede yatırım yapmaları olarak tanımlanabilir. Portföy yatırımları ise ülkede yerleşik olmayanların ülke para ve sermaye piyasalarında işlem göre hisse senetlerini ve borç senetlerini satın almalarıdır. Diğer yabancı yatırımlar ise resmi ve özel kurumların yurtdışından sağladıkları fonlar olarak kısaca tanımlanabilir. Bu ayırım çalışmanın ilerleyen bölümlerinde ayrıntılı olarak anlatılacaktır.

Türkiye’de yabancı sermayenin önündeki engelleri kaldırıp uluslararası finansal piyasalara kendini entegre etmiş bir ülkedir. Türkiye’nin uluslararası sermayenin önündeki engelleri kaldırması 1980’li yılların sonunda gerçekleşmiştir. 1989 yılında 32 numaralı kararname ile sermaye hareketlerine yönelik serbestlik başlamıştır. Bu tarihten itibaren uluslararası finansal sisteme kendini entegre eden Türkiye 1994 yılında büyük bir ekonomik krizle karşı karşıya kalmıştır. Bu krizde finansal liberalizasyonda gerekli olan gerekli teknik altyapıların tam manasıyla gerçekleştirilememiş olması etken rol oynamıştır. Bununla birlikte Türkiye uluslararası piyasalarda oluşan dış tehditlere karşı da açık hale gelmiştir. Örneğin 1997 yılında uzak doğuda, 1998 yılında ise Rusya’da ortaya çıkan krizlerden etkilenmiştir. 2001 yılında ise yine kur temelli çok büyük bir ekonomik kriz yaşanmıştır. 2008 yılında ise küresel ekonomik kriz, dışsal olarak yine Türkiye ekonomisini de etkilemiştir.

Ülke ekonomisinin yabancı sermayenin önündeki engelleri kaldırmasının olumlu ve olumsuz yanları mevcuttur. Bu entegrasyon nedeniyle ülke içinde başlayan sıkıntılar yabancı sermayenin çıkışı ile büyüyerek krize dönüşebilmekte, ülkenin kendisinden kaynaklanmayan, ülkenin ilişki içerisinde bulunduğu farklı ülkelerde ortaya çıkan krizler de ülke ekonomisini olumsuz etkileyebilmektedir.

Sonuç olarak uluslararası finansal piyasalara dahil olan özellikle gelişmekte olan ülkeler bu piyasalardan kendilerine doğru fon akışı isteğinde olmaktadır. Bu nedenle yabancı fonların ülkeye girişini sağlayacak unsurlar, yani yabancı sermayenin ülkeye yönelmesini belirleyen faktörler önem arz etmektedir. Bu doktora tezinde yabancı yatırım türlerinden olan portföy yatırımlarının Türkiye için belirleyicilerinin tespiti için ampirik bir çalışma yapılmıştır.

Bu tez üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde finansal serbestleşme kavramı ve kuramsal çerçevesi, uluslararası sermayenin tanımı ve çeşitleri, uluslararası sermaye hareketlerinin itici – çekici faktörleri ve son olarak yabancı sermayenin uluslararası ekonomilere etkileri anlatılmaktadır.

Tezin ikinci bölümünde, dünyada ve Türkiye’de sermaye hareketlerinin tarihsel gelişimi anlatılmaktadır. Bu bağlam dünyada sermaye hareketleri ilgili alt dönemler itibarıyla irdelenmiş ve bu süreç içerisinde dünyada yaşanan ekonomik krizlerle sermaye hareketleri bağdaşık incelenmiştir. Benzer şekilde Türkiye’de sermaye hareketlerinin gelişimi de incelenmiş ve dönemler itibarıyla gelişimi nitel olarak analiz edilmiştir.

Tezin üçüncü ve son bölümü literatür taramasına ve ampirik uygulamaya ayrılmıştır. Bu bölümde daha önce literatürde yapılan çalışmalara değinildikten sonra Türkiye için ampirik uygulama yapılacaktır. Bu amaçla portföy yatırımlarının seçilmiş değişkenlerle ilişkisi VAR Granger Nedensellik Analizi ile test edilecektir. Ardından genelleştirilmiş etki – tepki fonksiyonları ile varyans ayrıştırması analizleri gerçekleştirilecektir.



## BİRİNCİ BÖLÜM

### ULUSLARARASI FİNANSIN SERBESTLEŞMESİ ve ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

#### 1. FİNANSAL SERBESTLEŞME TANIM ve KURAMSAL ÇERÇEVESİ

##### 1.1. FİNANSAL SERBESTLEŞME KAVRAMI ve TANIMI

Günümüz dünya ekonomisinin temel tartışma ve yazın konularından birisini ulusal ve uluslararası finansal sisteme ilişkin düzenlemeler oluşturmaktadır. Bunun nedeni ise özellikle 1990'lı yıllardan sonra sıkça oluşan finansal krizlerdir. Finansal krizlerin oluşma nedeni ise finansal liberalizasyona bağlanabilmektedir. Ancak finansal baskı ve düzenleyici politikaların da uygulandıkları dönem itibariyle ekonomilerde neden olduğu sıkıntılar yine iktisat yazınında oldukça sık bir şekilde karşımıza çıkmaktadır. Finansal baskı politikalarının uygulanageldiği 1980'li yılların ekonomilerine bakıldığında, fiyatların piyasanın kendi dinamikleri tarafından oluşturulmasına izin verilmediği görülmektedir. Bu durum finansal baskı olarak adlandırılmakta ve faiz kontrolleri sermaye kontrolleri olmak üzere iki ana alt başlıkta incelenebilmektedir (Williamson 2002: 7).

Mc Kinnon (1973) ve Shaw (1973) birbirlerinden bağımsız olarak yaptıkları çalışmalarında, baskı altındaki bir finansal sistem nedeniyle oluşacak olan istikrarsızlıklardan kurtulmak ve ekonomilerin daha etkin bir şekilde çalışmasını sağlamak için çözümün finansal liberalizasyon olduğu görüşünü savunmuşlardır. Finansal liberalizasyon ile faiz oranları ülkeler arasında eşitleneceğini ve tasarrufların dünya üzerinde dağılımının daha düzenli olacağını ifade etmişlerdir. Finansal liberalizasyon ve finansal derinleşme ile ülke ekonomilerinde etkin kaynak dağılımı sağlanacak ve ekonomik büyüme hızlanacaktır.

Finansal sisteme koyulan kısıtlamaların azaltılması veya tamamen ortadan kaldırılması, sistem içerisinde varlığını sürdüren piyasaların ve kurumların ekonomi daha etkin çalışarak temel fonksiyonlarını daha iyi bir biçimde yerine getirmelerine katkı sağlayacaktır (Williamson 2002: 9).

1980'li yıllardan itibaren küreselleşme hareketleri ile paralel olarak bütün ülkeler finansal sistemlerini dünya ekonomisiyle entegrasyonunu sağlayabilmek amacıyla liberalleştirmeye başlamışlar ve finansal piyasalara yönelik kontrolleri

azaltmaya ve kaldırmaya başlamışlardır. Böylelikle dünya mal ve hizmet üretiminin de artmasını sağlamışlardır (Eser, 2012: 4).

### **1.1.1. Finansal Regülasyonlar ve Etkileri**

Regülasyon kelimesi düzenleme, uyarılma, yönlendirme, denetleme gibi anlamlar ifade etmektedir. Dolayısıyla regülasyon kavramı birçok bilim dalının ilgi alanına girmektedir. Bu kavramı ekonomi bilimi alanında değerlendirmek istersek, toplum refahının artırılması odaklı olarak ekonomik faaliyetlerin kamu otoritesince düzenlenmesi, denetlenmesi ve sınırlandırılmasını içermektedir (Ciğerci ve Gökce, 2014: 1). Regülasyonlara ihtiyaç duyulmasının temel nedenleri ise hile, ekonomik olarak ahlaki olmayan uygulamaların engellenmesi ve genel anlamda rekabetin artırılması olarak sıralanabilir.

Finansal regülasyon ise finansal piyasaların kendisi, bu piyasalarda faaliyette bulunan kuruluşlar ve bu finansal kuruluşların çeşitli finansal işlemleri gerçekleştirebilmek amacıyla kullandıkları finansal araçların düzenlemeye, denetlemeye ve sınırlandırmaya ilişkin kurallar bütünü olarak tanımlanabilir. Finansal regülasyonlar genellikle gelişmekte olan ülkelerde yürütülen ekonomi politikalarının desteklenmesi çerçevesinde düzenlenmektedir (Delice vd. 2003:103).

Finansal regülasyonlarının nedenlerini üç ana başlık altında toplamak mümkündür. Bunlar; piyasa başarısızlıklarının giderilmek istenmesi, parasal kontrolün sağlanma ihtiyacı ve son olarak politik regülasyondur. Piyasaların dışarıdan herhangi bir müdahale olmadan etkin bir şekilde işleyememesi durumuna piyasa başarısızlığı adı verilmektedir (Yay vd. 2001: 62).

Finansal sistem içerisinde liberal politikaların ülke finansal yapısının ve derinliğinin ötesinde uygulanması finansal piyasalarda piyasa başarısızlıklarına neden olabilmektedir. Dolayısıyla finansal piyasaların ve araçların daha etkin bir biçimde işlemesine olanak vermesi bakımından finansal regülasyonlar gerekli görülebilmektedir (Darıcı, 2012: 24)

Finansal sistemin regülasyonunun gereklerinden bir diğeri olan parasal kontrolün sağlanması esasen bir makroekonomik istikrar politikası aracıdır. Para arzında meydana gelen değişimler sonucunda reel üretim düzeyi ve fiyatlar genel düzeyinde makroekonomik istikrarı sarsıcı yönde değişimler meydana geliyor ise para arzını kontrol etmeye yönelik regülasyonlar devreye girebilmektedir (Yay vd. 2001: 74).

Sayılan finansal regülasyon nedenlerinden sonuncusu politik regülasyondur. Bu kavram, kamu otoritesini yöneten politik çevre tarafından yürütülen regülasyonların zamanla kendi amacından sapıp politize olmasını ifade etmektedir. Bu noktada iki farklı teori ortaya çıkmaktadır. Bunlardan birisi “ele geçirme teorisi” bir diğeri ise “çıkar grubu teorisi”dir.

Genel olarak ele geçirme teorisi, regülasyonları devreye sokan otoritenin, piyasada var olan aktörlerce kendi çıkarları doğrultusunda yönlendirilmesidir. Bu teoriye göre her regülasyonun kazananları ve kaybedenleri vardır. Kazanan tarafta olabilmek adına otoritenin yönlendirilmesi “ele geçirme teorisi” kapsamında politik regülasyon olarak değerlendirilmektedir.

Çıkar grubu teorisine göre ise, kamu otoritesi, siyasi partiler, seçmenler ve finansal piyasalarda var olan finansal aktörler tarafından yönlendirilebilmektedir. Bu taraflar çıkar grupları olarak tanımlanmışlardır. Bu çıkar grupları, regülasyonları içeren kanunların oluşturulması esnasında, ekonomik normlardan uzaklaşarak kendi çıkarları doğrultusunda, regülasyonların düzenlemesine yönelik kamu otoritesine baskı yapmaktadırlar. Dolayısıyla bu çıkar grupları arasında da regülasyonların kazanan tarafta olabilmek adına bir rekabet söz konusudur. Yapılan finansal regülasyonlar sonucunda bu çıkar grupları kurdukları baskı sonucunda kamu otoritesini yönlendirerek çıkar elde edebilmektedir. Bu durum finansal regülasyonların amacından sapmasına ve ülkenin finansal sisteminde bozulmalara neden olmaktadır (Yay vd. 2001: 73).

Finansal regülasyonların düzenleyicileri, kendi kontrollerinde olan kuralların ayrıntılı ve katı olmalarını arzularlarken, bu durum düzenlemenin konusunu oluşturan piyasa aktörlerini rahatsız edebilmektedir. Piyasa aktörleri daha çok esnek hareket edebilmeyi arzulamaktadırlar. Finansal regülasyonların bu bağlamda ayrıntılı, aşırı ve katı olması finansal sistemde ve dolayısı ile ekonomide birtakım olumsuz sonuçların doğmasına neden olabilmektedir. Örneğin bu tür düzenlemeler finansal ürünlerin fiyatlarının yükselmesine, bu nedenle finansal sisteme akan fonların ve buradan talep edilen fonların azalmasına neden olmaktadır. Bu durum doğrudan ekonomik performansı ve büyümeyi olumsuz etkilemektedir.

Aşırı regüle edilmiş finansal piyasalarda yeni finansal araçların oluşumu da oldukça güç olmaktadır. Bu durum ülkenin finansal piyasalarının uluslararası piyasalarla entegrasyonunu olumsuz etkileyebilmektedir. Ayrıca yoğun regülasyonların

olduğu finansal sistemlerde, mevcut düzenlemelerin açık olmadığı veya herhangi bir düzenlemenin bulunmadığı alanlarda, finansal aktörlerin, finansal ahlaka uygun olmayan davranışları sergilemelerine neden olabilmektedir. Bu bağlamda finansal regülasyonların açık, anlaşılır ve esnek olarak dizayn edilmesi faydalı olacaktır (Darıcı, 2012: 25).

### **1.1.2. Finansal Liberalizasyon**

Finansal liberalizasyon, bir diğer adıyla finansal serbestleşme, ülke ekonomilerinde faaliyette bulunan finansal sisteme ilişkin müdahale, sınırlama ve engellemelerin kaldırılması veya azaltılması anlamına gelmektedir. Bu durum, finansal sistem içerisinde bulunan finansal piyasaların, piyasa mekanizması gereğince kendiliğinden hareketinin sağlanmasını ve devletin piyasalar üzerindeki kontrolünün kaldırılmasını ifade etmektedir. Ayrıca finansal liberalizasyondan bahsedebilmek için ülke vatandaşlarının başka ülkelerin finansal piyasalarında işlem yapabilmesi ve yabancıların da ülkede var olan finansal piyasalarda işlem yapabilmesi, bunun önündeki engellerin kaldırılarak uluslararası entegrasyonun sağlanmış olması gerekmektedir (Eser, 2012: 4)

1970’li yılların ortalarına kadar gelişmekte olan ülke ekonomilerinde kontrole dayalı, regülasyonların var olduğu iktisat politikaları uygulanagelmiştir. McKinnon (1973) ve Shaw (1973) aynı yıl birbirlerinden bağımsız olarak yaptıkları çalışmalarında, gelişmekte olan ülkelerin uyguladıkları finansal regülasyonların ve finansal baskıların ekonomik büyüme performansını olumsuz etkilediğini vurgulamışlardır. Gelişmekte olan ülkelerde finansal sistemin regülasyonlara tabi olarak kontrol altında tutulması, finansal sistemin tanımsal işlevini yerine getirememesine neden olmuştur. Başka bir ifade ile finansal baskılar nedeniyle finansal sistemin atıl fonların toplanması işlevini yerine getirememesine neden olmuştur (Hepsağ, 2009: 64).

Gelişmekte olan ülkelere faiz oranlarının finansal baskı ve regülasyonlar ile düşük seviyelerde tutularak yatırımların artırılması ve dolayısıyla ekonomik büyüme hedefine ulaşma politikaları sonuç vermemektedir. Bu ülkelere var olan asıl problem yatırımların artırılamamasından çok, tasarruf oranlarının çok düşük düzeylerde seyretmesidir. Dolayısıyla problemin çözümü de düşük düzeydeki tasarruf oranlarının artırılabilmesidir. Tasarrufların artırılması ve artan bu tasarrufların finansal sistem içerisine dahil edilmesi ile ekonomideki atıl fonlar değerlendirilebilmiş olacaktır. Bu

noktada finansal sistemin liberalizasyonunun sağlanmasıyla devreye giren piyasa mekanizması, reel faiz oranlarının pozitif seyretmesini ve tasarrufların artmasını sağlayacaktır (Ağır, 2010: 16)

Finansal liberalizasyon kavramı iç finansal liberalizasyon ve dış finansal liberalizasyon olarak iki ana başlık altında incelemek mümkündür (Williamson ve Mahar, 2002:9). Finansal liberalizasyonun gerçekleştirilebilmesi için ilk olarak ülkenin kendi iç finansal sisteminde var olan kısıtlamalar ve sınırlandırmaların azaltılması nihayetinde de kaldırılması gerekmektedir. Dış finansal liberalizasyonun yapılabilmesi için öncelikle iç finansal liberalizasyonun tamamlanmış olması veya belirli bir aşama kaydedilmiş olması gerekmektedir. Tam finansal liberalizasyon ise iç ve dış finansal liberalizasyonların aşamalı olarak tamamlanmalarıyla gerçekleşmiş olacaktır.

İç finansal liberalizasyon kapsamında ilk adım olarak, faiz oranlarının hükümet veya kamu otoritesi tarafından değil de piyasa mekanizmasının çalışmasıyla, arz ve talebe göre bankalar tarafından belirlenmesi sağlanır (Williamson ve Mahar, 2002: 9). Bunlara ek olarak, banka hesapları üzerine koyulan yüksek karşılık oranlarının azaltılması, vergi ve fonların azaltılması, bazı kredilerde uygulanan kredi tavanlarının kaldırılması, hisse senedi piyasalarının serbestleştirilerek işlerliğinin sağlanması finansal piyasalara giriş çıkışların kolaylaştırılması ve finansal piyasalarda var olan ürün ve araçların çeşitliliğinin artırılması gibi uygulamalar, iç finansal liberalizasyonun sağlanması kapsamında değerlendirilebilmektedir (Eser, 2012: 7).

Dış finansal liberalizasyon kapsamında ise uluslararası piyasalarla bütünleşmenin sağlanması yer almaktadır. Bu bağlamda ülkede var olan döviz piyasalarının serbestleştirilmesi, döviz kurlarının yine piyasa mekanizmasıyla arz ve talebine bağlı olarak piyasalarda müdahalelerden arındırılarak belirlenmesi gerekmektedir (Williamson ve Mahar, 2002: 10). Ayrıca yabancıların yurtiçi finansal piyasalarda serbestçe işlem yapabilmesi, ülke vatandaşlarının da başka ülke finansal piyasalarındaki ürünleri kullanarak serbestçe borçlanabilmesi ve bu sayede her iki yönlü sermaye transferlerinin önündeki engellerin kaldırılması gerekmektedir. Herhangi bir döviz ile yurtiçinde tüm finansal işlemlerin yapılabilmesi dış finansal liberalizasyon kapsamında değerlendirilmektedir (Kazgan, 1998: 36).

## 1.2. FİNANSAL SERBESTLEŞME KURAMLARI

1950’li yıllara kadar iktisat yazınında ithalat ve ihracatı kapsayan dış ticaret dengesi üzerine incelemelere rastlanırken, bu durum daha sonraları değişmeye başlamıştır. Ulusal sermaye piyasalarının gelişimiyle uluslararası sermaye piyasaları da gelişim göstermiş ve bu piyasalar uluslararasılaşmışlar ve bu süreç günümüze dek gelişimini sürdürmüştür. Özellikle telekomünikasyon teknolojilerinin gelişimiyle okyanus ötesi ve kıtalararası finansal işlemlerin de yapılabilir hale gelmesinin bu gelişimde önemli bir payı vardır. Dünya genelinde bulunan fonların serbestçe dolaşabiliyor olması, yatırımların çeşitliliğinin artmasına ve buna yönelik tercihlerin de artmasına neden olmuştur.

1950’li yıllara kadar ödemeler bilançosunda cari işlemler hesabının hakimiyeti varken, bu durum bu yıllar itibari ile değişmiş, sermaye hesabının payı ve hakimiyeti giderek artmış ve ödemeler bilançosunun tüm hesaplarını etkiler hale gelmiştir (Aslan, 1997: 43).

### 1.2.1. Klasik Sermaye Akımları Teorisi

Tasarruf eğilimi yüksek gelişmiş ülkelerin, getirisi ve riski yüksek yeni yatırım yapma arzuları sermaye akımlarına neden olmuştur. 1800’lü yıllarda İngiltere’nin yaptığı denizaşırı yatırımlar, Kanada’nın bu yıllarda yaptığı sermaye ithalatı ve I. Dünya Savaşı’nda yenilen Almanya’nın Versay Anlaşması çerçevesinde ödemek durumunda kaldığı savaş tazminatları, ülkeler arasında sermaye hareketlerinin artmasına ve bu arada iktisat yazınının da gelişmesine neden olmuştur. Örneğin Jacop Viner 1900 – 1913 yılları arası Kanada’nın borçlanmasını inceleyen bir araştırma yapmıştır (Aslan, 1997: 44).

Klasik miktar teorisine ve tam istihdam varsayımlarına dayalı olarak kurulan klasik sermaye akımlarının teorik tartışmalarını ilk olarak Keynes ve Ohlin yapmıştır. İki ülke arasında yapılan bir borç verme ve dış ticareti inceleyen bu basit modeli X ve Y ülkeleri arasında incelenecek olursa: X ülkesinden Y ülkesine doğru bir sermaye transferi yapıldığında, X ülkesinde fon miktarı azalacağından faiz oranları artacak, para arzı azalacak ve fiyatlar düşecektir. Fon transferinin yöneldiği Y ülkesinde ise durum bunun tam tersi olacaktır. Yani faiz oranları düşecek, para arzı artacak ve fiyatlar yükselecektir.

İki ülkenin fiyatlarında meydana gelen bu değişimler sonucunda ise X ülkesi görece olarak ucuz olacağından, X ülkesinden Y ülkesine doğru mal akımı da yaşanacaktır. Bu nedenle X ülkesinin cari işlemler hesabı fazla verirken Y ülkesinin cari işlemler hesabı açık verecektir. Bu durum fonların yeniden transferine neden olacaktır. Cari açık veren Y ülkesinden, cari fazla veren X ülkesine doğru bir fon transferi yaşanacaktır. Böylelikle mal transferi fon transferin tersine çevirmektedir. Sermaye transferi ödemeler dengesinde tek yönlü bir ödeme olduğundan, başlangıçta dengede olan ödemeler bilançosu sermaye transferi ile dengesini yitirmektedir.

Klasik teorinin uluslararası sermaye akımlarına ilişkin söylemlerini topladığımızda, sermaye ihraç eden ülkenin aynı zamanda dış ticaretinde de fazla vermesi gerektiğini, sermaye ithal eden ülkede ise bunun tersi yani ticaret açığı olması gerekliliğinden bahsetmektedir. Sermaye ihraç eden ülkenin gelirinde azalma, ithal eden ülkenin ise gelirinde bir artışla dış dengelerinde değişim oluşmaktadır. Ticaret hadleri ise sermaye transfer eden ülkenin aleyhine değişmektedir (Aslan, 1997: 46).

### **1.2.2. Modern Portföy Teorisi**

Finansal piyasalara fon arz edenlerin, ellerindeki fazla fonları tahvil ve hisse senetlerine yönlendirdiklerinde ortaya çıkan yatırımlara “portföy yatırımları” adı verilmektedir. Yatırımcılar portföy yatırımlarını risk düzeylerine göre en yüksek getiriye elde etmek amacıyla yapmaktadırlar. Yatırımların beklenen getirileri ile risk düzeyleri karşılaştırılarak bu tip finansal varlıklar satın alınmakta ve yatırımcıların portföylerine dahil edilmektedir. Bu bağlamda yatırımcılar toplam yatırımlarının riskini düşürebilmek amacıyla portföy yatırımlarında çeşitlendirmeye gitmektedirler. Bu çeşitlendirme hem aynı finansal piyasada farklı tahvil ve hisse senetleri tercih edilerek yapılabilmekte hem de gelişen uluslararası finansal piyasalar aracılığı ile farklı ülke finansal piyasalarında portföy yatırımları yapılarak gerçekleştirilebilmektedir. (Seyidoğlu, 1994: 232-234)

Klasik sermaye akımları teorisi, sermaye transferleri sonucunda aktif gelirlerinden bahsetmemekte ve bu alan belirsiz kalmaktadır. Bu noktada ortaya çıkan belirsizliği giderebilmek amacıyla portföy analizleri kullanılmaktadır. Yatırımcılar, risk düzeylerini göz önünde bulundurarak fonlarını aktif kazançlarının yüksek olduğu ülkelere yönlendirerek portföylerini uluslararası manada farklılaştırmaktadırlar.

Uluslararası sermaye hareketleri içerisinde kısa vadeli sermaye hareketleri önemli bir yer tutmaktadır. Ayrıca kısa vadeli sermaye hareketleri geldiği ve gittiği

ülkelerin para ve finansal piyasalarını etkileyebilmektedir. Bu tip sermaye hareketleri uluslararası piyasalarda fiyatların eşitlenmesine de aracılık etmektedir. Gelişmekte olan ülkeler ihtiyaç duydukları fonları ülkelerine çekebilmek amacıyla ülke içi finansal araçların beklenen getirilerini yükseltmeyi politika aracı olarak kullanabilmektedirler.

Ülkeler arasında fiyatlar ayarlandığında aşağıdaki denklemde var olan eşitlik oluşmaktadır.

$$i_d = i_f + r_f + \Delta p_t + R$$

Bu denklemde yer alan  $i_d$  fon transferinin yapılacağı ülkedeki finansal araç gelirini sembolize etmektedir.  $i_f$  ise diğer ülkelerdeki finansal araç gelirini göstermektedir.  $r_f$  reel kur ayarlamasını sembolize etmekte,  $\Delta p_t$  beklenen enflasyon oranını ifade ederken son olarak R riskfaktörünü sembolize etmektedir. Bu eşitlik sağlandığında uluslararası fiyatların eşitliğinden söz edilmekte ve yatırımcılar bu noktada yatırımlarını bu ülkeye yönlendirip yönlendirmeme konusunda eşit bir tutumda kalmaktadır. Fakat bu denge bozulduğunda yatırımların yönü de dengesizliğin büyük olan tarafına doğru dönmektedir.

Örneğin fon transferinin yapılacağı ülkedeki getiri oranı ( $i_d$ ) büyük çıkarsa bu ülkeye doğru fon transferi yaşanacaktır. Ne zamanki bu ülkeye yapılan transferler ülke içi yatırım araçları fiyatlarını uluslararası fiyatlara düşürdüğünde, yani denklemdeki eşitlik sağlandığında fon transferi de duracaktır. Bu sayede uluslararası piyasalarda da fiyatlar eşitlenmektedir (Erçel, 1990: 13-14).

### **1.2.3. Etkin Piyasa Hipotezi**

Bu hipotez, rasyonel bekleyişler teorisi çerçevesinde hareket etmekte ve bu teori çerçevesinde oluşturulmuş olan varsayımlar ve mekanizmanın finansal piyasalara uyarlanmasını içermektedir. Bu hipotezde temel varsayım piyasa aktörleri arasında asimetric bilginin olmaması ve yeni bilgilerin herkes tarafından anında işlenip beklentileri oluşturması ve değerlendirmesidir. Finansal piyasalarda işlem gören ürünlere yönelik beklentiler her türlü bilginin işlenmesiyle elde edilmekte ve yeni bilgilerin oluşması durumunda bu bilgiler beklentilerin de güncellenmesiyle sonuçlanmaktadır.

Etkin piyasa hipotezinde, finansal ürünlerin fiyatları tam rekabet piyasasında işlem gören bir malın fiyatının oluşması gibi fon arz ve talebine göre belirlenmektedir.



Fiyat mekanizmasının reel piyasalarda olduğu gibi finansal piyasalar için de bu şekilde çalışması sayesinde hem denge fiyatının oluşumu piyasanın kendisi tarafından sağlanmakta, hem de uluslararası manada fon dağılımının etkin bir şekilde çalışması sağlanmaktadır.

Etkin piyasa hipotezi temel olarak iki varsayıma dayanmaktadır. Bunlardan ilki rassal yürüyüş varsayıdır. Bu varsayıma göre içinde bulunulan dönemde oluşmuş olan fiyatlar ile önceki dönem fiyatları arasında herhangi bir bağlantı bulunmamaktadır. Dolayısı ile önceki dönem ve içinde bulunulan dönemde oluşan fiyatlar kullanılarak gelecek dönem ve/veya dönemlere ilişkin tahmin yapmak mümkün değildir (Mishkin, 2002: 154)

İkinci temel varsayım ise piyasalara yönelik asimetrik bilginin olmamasıdır. Bu sayede piyasa aktörleri herhangi bir külfete katlanmadan bilgi sahibi olabilmektedirler. Finansal piyasaların dengesi bu sayede sağlanmış olur. Beklenmeyen bir durum karşısında kısa dönemde dengesizlikler oluşsa da uzun dönemde piyasalar eski denge durumuna dönmektedirler. (Malkiel, 2003: 59) Ancak bu hipotezde hesaplamalara katılmayan unsur risktir ve risk yatırımların yapısını tamamen etkileyebilmektedir (Cooper, 2008: 11).

## **2. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ**

Uluslararası sermaye hareketleri, özellikle uluslararası faiz ve kur farklılıklarına dayanarak hareket eden uluslararası sermaye, 1971 yılında dolar ve altın arasındaki bağlantının kopmasıyla ve Bretton Woods sisteminin çöküşü ile liberal politikaların etkin hale gelmesi ve sermayenin önündeki engellerin kaldırılmasıyla küresel çapta önemini giderek artırmıştır (İnsel ve Sungur, 2003: 2).

1970'li yıllarda gerçekleşen krizin ardından ekonomilerin liberal politikalar izlemeye başlamaları, piyasa mekanizmasını işler hale getirme çabaları gündeme gelmiştir. Ulusal ekonomilere yönelik bu çaba, uluslararası ekonomik ilişkilere de yansımıştır. Uluslararası piyasalarda da piyasa mekanizmasının işlerliğinin sağlanması ve ülke ekonomilerinin dünya ekonomisi ile entegrasyonu amaçlayan dışa açılma süreci dönemin iktisat politikası halini almıştır. 1990'lı yıllarda küreselleşme olarak adlandırılan bu süreç ülkeler arasında var olan ekonomik sınırların kaldırılması ve dünya ekonomisine ulusal ekonomilerin eklenmesini içermektedir.

Günümüzde küreselleşme olgusu oldukça hacim ve derinlik kazanmıştır. Ödemeler bilançosunun cari işlemler hesabı altında tutulan işlemlerin serbestleşmesi ile başlayan bu dış açılma süreci sermaye hareketlerini de kapsar hale gelmiştir. Uluslararası ticaretin önündeki engellerin kaldırılmasının ardından kambiyo denetimlerinin de kaldırılmasıyla dünya ekonomisi sermaye ve malların serbestçe dolaşmaya başladığı küresel bir pazar haline gelmiştir.

Küreselleşme sürecinin en önemli yapı taşı olarak sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması gösterilebilir. Bu sayede ödemeler bilançosunun cari işlemler hareketleri ile sermaye hareketleri arasındaki güçlü bağlantısı çözülmüş, mal hareketlerinden bağımsız olarak hareket eden sermayenin hacmi hızla büyümüştür. Bu gelişme uluslararası piyasalarda hareket eden sermayenin karakterini de değiştirmiştir. Ulusal ekonomilerin ihtiyaç duyduğu fonların finansmanı işlevini üstlenen sermaye hareketleri, küreselleşme sürecinde arbitraj kazancı elde etme amaçlı, spekülasyon nitelikli para hareketleri haline almıştır.

Süreç içerisinde sermaye hareketlerinin hacminde de büyük artışlar olmuştur. Bu artışların özellikle 1990'lı yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkelere yöneldiği görülmektedir. Bu durum gelişmekte olan ülkelerin ihtiyaç duydukları fonları elde etmelerini sağlamıştır. Ancak sermaye hareketlerinin karakterinde yer alan arbitraj geliri elde etme ve spekülasyon amaçları bu ekonomiler için finansal kriz olasılığını da artırmıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 9-11).

Küreselleşme sürecinde sermaye hareketlerinin dünya ve Türkiye çapında değerlendirilmesi bu çalışmanın ikinci bölümünde daha ayrıntılı olarak incelenecektir.

## 2.1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMI ve ÇEŞİTLERİ

### 2.1.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanımı

Uluslararası sermaye hareketlerinin ortaya çıkışı, bir ülkede yerleşik gerçek veya tüzel kişinin bir diğer ülkedeki yerleşik gerçek veya tüzel kişiye elinde fazladan bulunan fonları değişik başlıklar altında aktarması şeklindedir (Uzunoğlu vd., 1995). Sermaye hareketleri bir ülkede yerleşik kişi ve kuruluşların başka bir ülkede yaptıkları üretim tesisi, bina, arazi alımı ve buna benzer şekilde yaptıkları yatırımlarla, başka ülkelere aktardıkları yabancı tahvil, hisse senedi, hazine bonusu, yabancı bankalardaki mevduatlar gibi mali fonlardan oluşmaktadır. Bu işlemler ödemeler bilançosunun sermaye hesabına kaydedilmektedir (Seyidoğlu, 2007: 320).

Uluslararası sermaye, bir ülkem ekonomisinin sahip olduğu sermayenin bir kısmının ülke vatandaşları veya kurumları tarafından farklı ülkelere gönderilmesi veya farklı ülkede yerleşik kişi ve kurumların sahip oldukları sermayeleri o ülke ekonomisine çeşitli isimler altında transfer etmesi olarak tanımlanabilir. Başka ülkelere sermaye transfer eden ülkeler için amaç sahip olunan fazla fonların daha karlı alanlarda değerlendirilmesi iken fon talep eden ülkeler için amaç, ülke ekonomisinin gelişmesi ve kalkınması için yetersiz olan ülke içi tasarrufların başka ülkelere sağlanmasıdır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin hızlı bir ekonomik büyüme ile ekonomik kalkınmalarını sağlayabilmeleri için bu uluslararası fonlara ihtiyaçları vardır. Gelişmekte olan ülkelerde, ülke yönetimleri halkın refah düzeyini hızlı biçimde yükseltmek için fon talep ederler. Yine ülke vatandaşları kendi tasarruflarının yetersiz kaldığı durumlarda, büyük çaplı yatırımları gerçekleştirebilmek amacıyla uluslararası piyasalardan fon talep etmektedirler (Bulutoğlu, 1970: 9)

Ödemeler bilançosu açısından ülkeye doğru gerçekleşen sermaye girişleri bir alacak işlemi olarak değerlendirilirken, ülkeden diğer ülkelere doğru gerçekleşen sermaye hareketleri ise bir borç işlemi olarak kaydedilmektedir. Mal ve hizmet ihracatında olduğu gibi sermaye girişleri de ülkeye döviz kazandırıcı işlemler olarak nitelendirilmektedir. Benzer şekilde mal ve hizmet ithalatında olduğu gibi ülke dışına sermaye ihracı ülkeden döviz çıkışına sebep olmaktadır (Seyidoğlu, 2007: 320).

### **2.1.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Çeşitleri**

Uluslararası sermaye hareketlerinin sınıflandırması çeşitli şekillerde yapılabilmektedir. Bu sınıflandırmalar sermaye hareketlerinin vade yapısına göre kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleri olarak sınıflandırılabilir. Kullanım amacına göre sınıflandırmada ise ticari amaçlı, kalkınma amaçlı, teknik amaçlı ve savunma amaçlı şeklinde sınıflandırılırken, bu çalışmada sermaye transferinin gerçekleştirilmesinde taraf olan kişi ve kurumların kimlikleri bazında yapılan uluslararası özel ve uluslararası resmi sermaye ayrımı dikkate alınacaktır.

#### **2.1.2.1. Özel Sermaye Hareketleri**

Özel sermaye hareketleri, adından da anlaşılacağı üzere, uluslararası sermaye hareketindeki yönlendirici tarafların gerçek kişiler veya kurumlar olması durumunda ortaya çıkan sermaye hareketlerini kapsamaktadır. Özel sermaye hareketleri de kendi

içerisinde üçe ayrılmaktadır. Bunlar doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları ve diğer yabancı yatırımlar şeklindedir.

#### 2.1.2.2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Bir yatırımcının yerleşik olduğu ülke dışında bir ülkede, yeni bir firmanın kurulması, mevcut bir firmanın satın alınması veya bir firmanın sermayesine ortak olunması şeklinde uzun vadeli ve kalıcı yatırım yapması anlamına gelmektedir. IMF'nin tanımlamasına göre doğrudan yabancı yatırımı gerçekleştiren bu yatırımcının, gittiği ülkedeki firmanın sermayesi içerisindeki payının %10 ve daha fazlası olması gerekmektedir. Bu kriter, doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy yatırımlarının birbirinden ayrıştırılabilmesi için getirilmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlar genellikle gittikleri ülkelerde daha kalıcı bir ilişki kuran uzun vadeli yatırımlardır (Durgan, 2016: 5).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları (DYY) yeni bir uluslararası sermaye türü değildir. Ayrıca finansal hareketler kapsamında yer almakla birlikte, doğrudan yabancı sermaye yatırımları küreselleşme olgusunun finansal piyasalar kısmıyla değil, üretim sürecinin uluslararasılaşması ile ilgilidir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 20). Bunun anlamı ise sermaye transferinin yapıldığı ülkeye sadece finansal manada bir yatırımın gitmesinin yanı sıra, teknoloji transferi, patentli ve lisanslı ürünler, yönetim bilgileri, pazarlama tekniklerinin de transferini içerir. Ayrıca DYY, yatırımcısına gittiği ülkedeki bu yatırımlarını kontrol edebilme imkanını da sunmaktadır. Diğer uluslararası yatırım türlerinde yatırımcı ile sahibi olduğu fon arasındaki ilişki piyasalara girdikten sonra kaybolmaktadır (Kula, 2003: 143).

DYY gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) için öncelikle uzun vadeli bir fon kaynağıdır. Ülkeye döviz girdisi sağlamakla birlikte ülkenin sermaye malları stoğuna da katkıda bulunmaktadır. Bu durum ülkenin kaynak dağılımında etkinliğini artırmaktadır. Bu sayede DYY'ler ülkedeki üretimi artıracaktır. Bu DYY'lerin üretim etkinliği olarak adlandırılmaktadır. Artan üretimle birlikte üretim faktörlerinin üretim sürecinden elde ettikleri paylarda da değişim meydana gelecektir. Bu duruma DYY'lerin dağılım etkisi adı verilmektedir. Kaynakların kullanımının DYY'lerin yöneldiği ülke anlamında yabancıların kontrolünde olması, ülkenin kaynaklar üzerindeki yetkisini sınırlandırmasına neden olmakta ve bağımlılığı artırmaktadır. Bu etkiye ise bağımsızlık etkisi adı verilmektedir. Ayrıca DYY'ler neticesinde yerli firmaların da verimliliklerinde artışlar

meydana gelecektir. Buna ise taşma etkisi adı verilmektedir. Genel olarak diğer finansal yatırımlarla kıyaslandığında DYY'ler yukarıda sayılan etkinlikleri de sağlamaktadırlar (Kula, 2003: 143-144).

DYY'ler özellikle gelişmekte olan ülkeler için genel manada uzun dönem makroekonomik dengenin sağlanabilmesi anlamında önem arz etmektedir. Bu durumu dışa açık bir ekonomi için kurulan aşağıdaki denklemle ifade etmek gerekirse:

$$(S-I) + (T-G) = (X-M)$$

$$(S-I) + (T-G) - (X-M) = 0$$

Bu denklemde yer alan ifadeler:

S: Tasarruflar

I: Yatırımlar

T: Vergiler

G: Kamu Harcamaları

X: İhracat

M: İthalat

(T-G) kavramı kamu kesimi dengesi bir başka deyişle bütçe dengesini ifade etmektedir. (S-I) ise tasarruf yatırım dengesini, (S-I) ve (T-G) ikisi birlikte ele alındığında iç ekonomik dengeyi ifade etmektedir. (X-M) kavramı ise dış ticaret dengesini göstermektedir. İthalatın ihracata göre daha yüksek olduğu bir ekonomide dış açık oluşacaktır. Benzer şekilde tasarrufların yatırımlardan küçük olduğu bir ekonomide de tasarruf açığı yaşanacaktır. Bu açıkların finansmanı ise doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları veya dış kaynaklı krediler yoluyla olacaktır. Tanımı gereği bu problemi çözenin en sağlıklı yolu doğrudan yabancı yatırımları ülke ekonomisine çekebilmekle olacaktır. Çünkü bu yatırımların vadesi diğerlerine göre daha uzun ve sağlayacağı çözümlerde daha uzun vadeli olacaktır. Portföy yatırımları ve dış krediler yöntemiyle finansman tercihleri ise daha kısa vadeli çözümler olacaktır. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler için doğrudan yabancı yatırımların ülke ekonomilerine kazandırılması önem arz etmektedir (Durgan, 2016: 6).

### 2.1.2.3. Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları, sermaye, faiz ve temettü gibi gelirleri elde etme amacıyla uluslararası finansal piyasalarda bir takım riskleri (politik riskler ve döviz kuru riskleri) de üstlenerek yatırım yapılmasıdır. Örneğin bir ülkenin menkul kıymetler borsasında işlem gören firmalar tarafından ihraç edilmiş hisse senetlerinin, devlet veya firmalar tarafından ihraç edilen tahvil ve bonoların bir başka ülkede yerleşik yatırımcılar tarafından satın alınması uluslararası portföy yatırımı olarak değerlendirilmektedir.

Uluslararası özel sermaye hareketlerinden olan portföy yatırımları ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki en temel fark, yapılan yatırımların yatırımcısı tarafından yönetimi ve denetimi ile ilgilidir. Bu iki unsur doğrudan yabancı yatırımlar için sağlanmışken, portföy yatırımlarında yatırımcının sahip olduğu fonun yönlendirildiği yatırım aracı ve bu yatırım aracını ihraç eden firma veya devletle ilgili böyle bir hakkı bulunmamaktadır. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy yatırımları arasındaki bir diğer farklılık da doğrudan yabancı yatırımların gittiği ülkeye götürdüğü sermayenin yanı sıra teknoloji ve bilgi transferi gibi unsurları da sağlıyor olmasıdır.

Portföy yatırımları karakterleri gereği iyi düzenlenmiş ve istikrarlı olan piyasaları tercih ederler. Aksi takdirde yatırımcıların üstlenecekleri riskler yükseleceğinden o ülkeye yönelik portföy yatırımları tercih edilmemektedir. Bu yatırımlar finansal nitelikli yatırımlar olduklarından, diğer finansal değişkenlere karşı da oldukça duyarlıdırlar.

Yatırımcılar, portföy yatırımlarını planlarken, beklenen getiri ile risk arasında bir tercihte bulunur ve bu doğrultuda hareket ederler. Döviz kuru riskinin arttığı, devalüasyon beklentisinin olduğu bir ekonomide yabancı yatırımcılar, devalüasyon gerçekleşmeden ülke parası cinsinden sahip oldukları menkul değerleri satarak döviz kuru yükselmeden ülke içi döviz piyasalarında varlıklarını dövize dönüştürüp ülkeyi terk ederler. Bu durum mevzu bahis ülkenin hem finansal piyasalarını hem döviz piyasalarını etkileyecektir. Bu örnekte menkul kıymet işlem gördüğü piyasalarda bir düşüş yaşanacak, bunun tersine döviz piyasalarında devalüasyon beklentisini destekler nitelikte bir artış veya artış yönünde bir baskının oluşmasına neden olacaktır.

Portföy yatırımlarının artması, portföy yatırımlarının yöneldiği ülke ekonomisinin finansal piyasalarının gelişmesine destek olmaktadır. İlk etapta finansal piyasalarda işlem gören finansal araçların likiditesinin artmasını sağlar bu ise finansal

derinliği artırarak, finansal yatırım araçlarının çeşitlenmesine de sebep olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları ve bu piyasalardaki diğer piyasa aktörleri için yeni portföy yönetim tekniklerinin öğrenilmesini de sağlamaktadır (Keskin, 2008: 130).

#### 2.1.2.4. Diğer Yabancı Yatırımlar

Diğer yabancı yatırımlar, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları olarak değerlendirilemeyen, geriye kalan her türlü yabancı yatırım olarak değerlendirmek mümkündür. Diğer yabancı yatırımları da kendi içerisinde kısa vadeli diğer yabancı yatırımlar ve uzun vadeli diğer yabancı yatırımlar olarak ikiye ayırmak mümkündür.

Kısa vadeli diğer yabancı yatırımlar çoğu zaman “sıcak para” olarak adlandırılmaktadır. Vadesi bir yıla kadar olan, uygulamada ise 30, 60 ve 90 günlük vadelerle sıkça karşılaşılan uluslararası sermaye hareketleridir. Bu uluslararası sermaye hareketleri, faiz ve döviz kuru farklılıklarından kaynaklanan arbitraj amaçlı sermaye hareketleri olabileceği gibi, banka mevduatları ve dış ticaretin finansmanı amacıyla kullanılan ihracat kredileri bu kapsamda değerlendirilmektedir.

Kısa vadeli diğer yabancı yatırımlar, gelişmekte olan ülkelerin uzun dönem makroekonomik dengesine ve ekonomik büyümesine katkıda bulunduğunu söylemek mümkün değildir. Bu tür yatırımların likiditesinin yüksek olması makroekonomik değişkenlerde aldatici değişimlere neden olabilmektedir. Örneğin bu tür yatırımların yoğun olarak giriş yaptığı dönemlerde, ödemeler bilançosu bozuk olan ülkeler için, ödemeler dengesinde iyileşmeye neden olabilmektedir. Ancak burada ortaya çıkan iyileşmeler bu yatırımların karakteri gereği geçici niteliklidir ve ödemeler bilançosu dengesinin bozulmasına neden olan asıl yapısal sorunların perdelenmesine neden olmaktadır. Bu perdeleme nedeniyle ödemeler bilançosunda var olan yapısal bozuklukların giderilmesinde de aksamalar meydana gelebilmektedir.

Kısa vadeli yabancı yatırımlar, sürekli yeni kısa vadeli yatırım girişini de gerektirmektedir. Yeni girişler sağlanamazsa vadesi dolan mevcut yatırımlar çıkış yapacak ve ülkeye çekilen yabancı sermaye miktarı azalmış olacaktır. Ayrıca bu tür yatırımlar, ülke ekonomisinde veya finansal piyasalarda meydana gelen aksaklıklar nedeniyle ülke ekonomisini yoğun biçimde terk etme eğilimindedirler. Bu nedenlerle

kısa vadeli bu yatırımlar otoritelerce çok iyi takip edilmesi gereken yatırımlar olarak değerlendirilmelidirler.

Uzun vadeli diğer yabancı yatırımlar, portföy yatırımı olarak değerlendirilmeyen, vadesi bir yıldan daha uzun olan krediler, banka mevduatları ve diğer borçlanmalar olarak tanımlanmaktadır.

Devletin makroekonomik değişkenleri düzeltmek amacıyla kullandığı, kamu haricinde yer alan firmaların ise geliştirdikleri projelerin finansmanını sağlamak amacıyla kullandıkları krediler bu kapsamda değerlendirilmektedir. Bu yatırımların ekonominin reel sektörüne yöneliyor olması nedeniyle, ülke ekonomisine faydalı olduğu söylenebilmektedir. Ancak özellikle kamu tarafından yapılan transferlerin uygun olmayan, katma değer oluşturamayan alanlarda kullanılması makroekonomik dengeleri bozucu etkiye bulunabilmektedir (Keskin, 2008: 139).

#### 2.1.2.5. Uluslararası Resmi Sermaye Hareketleri

Gelişmekte olan ülke hükümetleri, ülkenin ekonomik büyümesi ve kalkınması sürecinde yetersiz olan yurtiçi tasarrufları desteklemek, makro ekonomik göstergelerin düzelmesini sağlamak ve özel sektör tarafından yapılamayacak büyüklükte olan bir takım yatırımların yapılabilmesi gibi nedenlerle uluslararası piyasalardan borçlanabilmektedirler. Bu gibi amaçlarla genellikle gelişmiş ülkelere doğru bağış ve çeşitli isimler adı altında kredilerle resmi kurumlar aracılığı ile yapılan uluslararası sermaye transferlerine uluslararası resmi sermaye hareketleri adı verilmektedir.

Diğer ülkelere bağış adı altında yapılan transferler genellikle az gelişmiş ülkelere yönelmekte veya doğal afetler sonucunda büyük zarar gören ülkelere yönelebilmektedir. Bu kapsamda değerlendirilen sermaye transferlerinin resmi sermaye hareketleri içerisindeki payı oldukça küçüktür. Uluslararası resmi sermaye hareketleri içerisinde büyük payı resmi krediler almaktadır. Uluslararası resmi krediler devletler arasında bir borç alacak ilişkisi olarak tanımlanabilmektedir. bu kredilerin özel sermaye transferleri başlığı altındaki kredilerden farklılıkları daha düşük faiz oranına sahip olmaları ve vade yapılarının daha uzun olmasıdır. Kredilerin vadesi sona erdiğinde, sermaye anaparası ve faizi ile birlikte transferin gerçekleştirildiği ülke veya kuruma geri ödenmiş olur.



Genel olarak ülke kalkınmasının desteklenmesine yönelik olarak yurtdışından sağlanan kredilere program kredisi adı verilmektedir. Program kredilerinin spesifik olarak yönlendirileceği herhangi bir proje yoktur. Bu krediler genel amaçlı kredilerdir. Spesifik olarak herhangi bir projenin tamamlanmasına yönelik olarak kullanılan kredilere ise proje kredileri adı verilmektedir.

Kredi veren kurum veya ülke tarafından herhangi bir tanımlama olmaksızın, herhangi bir ülke piyasasından mal veya hizmet satın alınmasına müdahil olunmaması durumundaki kredilere serbest kredi adı verilmektedir. Bunun tersine kredi veren kurum veya ülkenin kredinin kullanılmasıyla satın alınacak mal ve hizmetlerin krediyi veren ülkeden sağlanması şartıyla verilen kredilere ise bağlı kredi denilmektedir.

Kredi verenlere göre de resmi kredilerin sınıflandırılması mümkündür. Bu sınıflandırmada iki ayırım oluşmaktadır. Bunlar ikili ve çok taraflı kredilerdir. Kredi verenin bir kurum veya ülke olması durumundaki krediye ikili kredi adı verilirken, kredi bir konsorsiyum tarafından sağlanıyor ise çok taraflı kredi olarak tanımlanmaktadır (Türker, 2010: 19).

## 2.2. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN BELİRLEYİCİLERİ

1990'lı yıllarda artan uluslararası yabancı sermaye hareketleri, bu konu ile ilgili çalışmaların da artmasına neden olmuştur. Bu konuyla ilgili çalışmalar, sermaye hareketlerinin belirleyicilerinin tespit edilmesi ile sermaye hareketlerinin ilgili ülke ekonomilerini nasıl etkilediği çerçevesinde yoğunlaşmışlardır. Uluslararası sermaye hareketlerinin belirleyicilerinin tespit edilmesi, bu akımların gelişmekte olan ülkeler için sürdürülebilirliğinin sağlanması, oluşacak makroekonomik etkilerin önceden tahmin edilebilmesi ve olası olumsuz etkilere karşı politikaların oluşturulabilmesi anlamında önem arz etmektedir.

Uluslararası sermaye hareketlerini belirleyicileri denildiğinde oldukça fazla başlıkla karşılaşılabilir. Burada oluşabilecek karmaşayı önlemek ve daha sistemli bir inceleme yapabilmek adına bu belirleyiciler iki ana başlık altında incelenmektedir. Bu başlıklar uluslararası sermaye hareketlerini itici ve çekici faktörlerdir. İtici (push) faktörler, sermaye arz eden ülkelerin koşullarında meydana gelen değişimleri incelerken, çekici (pull) faktörler, sermaye transferlerinin yapıldığı, yönlendiği ülkelerin koşullarında meydana gelen değişimleri incelemektedir (Kaya, 1998: 22). Bu iki ana başlığın altında alt başlıklar ayrıca oluşmaktadır.

Yapılan çalışmalar farklı dönemler ve farklı ülkeler için uluslararası sermaye akımlarının belirlenmesinde hem itici hem de çekici faktörlerin belirleyici olduğunu göstermektedir. Uluslararası faiz oranlarında meydana gelen azalmalar, gelişmiş ülke ekonomilerinin durgunluğa girmesi gibi nedenlerle, uluslararası sermaye hareketlerinde itici faktörlerin belirleyici olduğunu ifade eden çalışmalar bulunmaktadır (Calvo, 1996; Fernandez-Arias, 1994; Kim, 2000). Bu çalışmaların yanı sıra bu sermaye transferlerinin gerçek nedeninin gelişmekte olan ülke ekonomilerinde meydana gelen gelişmeler olduğunu ifade eden çalışmalar (Mody vd, 2001; Dasgupta ve Ratha, 2000) da bulunmaktadır. Yapılan çalışmalardan incelendiğinde, her iki ana başlık altında incelenen uluslararası sermaye hareketleri belirleyicilerinin etkili olduğu, ancak farklı zaman ve ülke incelemelerinde bu iki tip etkiden birisinin daha baskın olduğu anlaşılmaktadır.

### **2.2.1. İtici (Push) Faktörler**

Uluslararası sermaye hareketlerinin yönleneceği ülkelerin şartlarında herhangi bir değişim olmadığı varsayımı altında, uluslararası sermaye hareketlerinde meydana gelen değişimlerin, diğer ülke ekonomilerinde meydana gelen değişimlerle açıklanmasıdır (Esen,1998: 61). İtici faktörler, sermaye transferinin çıkış ülkesindeki veya küresel ekonomideki değişikliklerden kaynaklanan etkileri içermektedir. Bu bağlamda söz konusu faktörler, gelişmiş ülke ekonomilerinde meydana gelen değişimleri yansıtmaktadır.

İtici faktörleri, uluslararası faiz oranlarında meydana gelen gelişmeler, uluslararası ekonomik konjonktürde meydana gelen gelişmeler ve teknolojik gelişmeler alt başlıklarında incelemek mümkündür.

#### **2.2.1.1. Uluslararası Faiz Oranları**

Fon fazlalığı oluşturan ve uluslararası piyasalara fon arz etme kabiliyeti olan, göreceli olarak gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarında meydana gelen gelişmeler, itici faktörlerin başında gelmektedir. Sermaye akımlarının yöneldiği ülke ekonomisinin faiz oranlarında herhangi bir değişim olmadığı halde, gelişmiş ülke ekonomilerindeki faiz oranlarında meydana gelen azalmalar neticesinde, uluslararası bu fonların faiz oranlarında değişim yaşanmayan gelişmekte olan ülkelere doğru yönelmesine neden olmaktadır (Alp, 2000: 194).

Yatırımcılar, kendi ülkelerindeki faiz oranları ile uluslararası piyasalarda oluşan faiz oranlarını kıyaslayarak, sermaye hareketlerinin gerçekleştirilmesine karar verebilmektedirler. Uluslararası faiz oranlarının karşılaştırılmasında sıklıkla kullanılan faiz oranı Libor'dur. Libor kısaltması, Londra bankalar arası para piyasası borç verme faiz oranını ifade etmektedir. Libor, uluslararası para piyasalarında referans değer olarak kullanılan faiz oranıdır. Gelişmiş ülke ekonomilerinde oluşan faiz oranı ile referans değer olarak kullanılan Libor arasında oluşan faiz oranı farklılıkları, bu ülkelerdeki fonların uluslararası piyasalara itilmesine sebep olmaktadır (Esen, 1998: 61).

1990'lı yıllarda gelişmiş ülke ekonomilerinde uygulanan gevşek para politikaları, yaşanan ekonomik durgunluklar, bu ülkelerde faiz oranlarının göreceli olarak daha düşük seyretmesine neden olmuştur. Ayrıca aynı dönem için gelişmiş ülke ekonomilerinde oluşan reel faiz oranlarının da negatif değerler aldığı gözlenmektedir. Bu nedenlerle gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarının göreceli olarak daha yüksek değerler almış olması, gelişmiş ülkelere doğru sermaye transferlerinin yaşanmasına neden olmuştur (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 27).

#### 2.2.1.2. Uluslararası Ekonomik Konjonktür

Uluslararası ekonomik alanda yaşanan gelişmeler, yatırımcılar açısından dikkatle izlenecek bir unsurdur. Gerek sermaye transferinin çıkış ülkesinin içerisinde bulunduğu ekonomik konjonktür, gerekse sermayenin yöneleceği gelişmekte olan ülkelerin içinde bulunduğu ekonomik konjonktür bu akımları etkilemektedir. Gelişmiş ekonomilerde yaşanan durgunluklar, ülke içi getirilerin azalmasına neden olmakta ve bu ülkelerdeki yatırımcıların ekonomik aktivitesi yüksek olan ülkelere yönelmelerine neden olmaktadır. Ekonomik konjonktürün tersine döndüğü zamanlarda ise sermaye akımları da azalmaktadır.

Gelişmiş ülkelerin ekonomik aktivitelerinde meydana gelen azalmalar sonucunda karlılık oranlarının bu ülkelerde düşüyor olması bu ülkelere sermaye çıkışlarına sebep olmaktadır. Konu başlığına uygun bir biçimde ifade etmek gerekirse ekonomik konjonktürün dip zamanlarında ekonomik durgunluk bu ülkelerdeki sermayenin bu ülke ekonomilerinden dışarıya itilmesine neden olmaktadır.

1980'li yıllarda ABD'de yaşanan ekonomik durgunluk gelişmekte olan ülkelerin dış ticaret hadlerinin bozulmasına neden olmuş bununla birlikte gelişmekte olan ülkelerin cari açıklarının artmasına neden olmuştur. Dış ticaret hadlerinde bu şekilde

yaşanan bozulmalar sonucunda oluşan cari işlemler açığına “Harberger, Laursen, Metzler etkisi” adı verilmektedir. Cari işlemler açığında meydana gelen bu artışlar ise devalüasyon gibi aksi politikalar uygulanmadığı sürece yabancı sermayenin bu ülkelere yönelmesine sebep olacaktır (Kaya, 1998: 28).

### 2.2.1.3. Teknolojik Gelişmeler

Teknolojik alanda yaşanan gelişmeler, sermayenin önündeki fiziki engellerin azalmasına ve sermayenin dijital ortamda dünya çapında hareket etmesini sağlamıştır. Sermayenin uluslararası piyasalarda iletişim ve bilgisayar teknolojilerinin göstermiş olduğu gelişim sayesinde dolaşım maliyetleri de oldukça düşük seviyelere gerilemiştir. Dolaşım maliyetlerinde meydana gelen bu azalmalar da uluslararası piyasalara yatırımı cazip hale getirmektedir.

Uluslararası piyasaların dünyanın herhangi bir yerinden anlık olarak takip edilebiliyor ve bu piyasalara sermayenin hemen aktarılabilir olması, özellikle portföy yatırımlarının artmasına neden olmuştur. Teknolojinin ulaştığı her ülke bu sayede uluslararası finansal piyasalara dahil olmuştur. Bütün dünya piyasalarının aynı anda izlenebiliyor olması ve bu piyasalara gelişen finansal araçlar ile fon transferinin kısa sürede gerçekleştirilebilmesi bu piyasalara aktarılan fon miktarını da artırmıştır. Bu nedenle portföy yatırımlarının uluslararası yatırımlar içerisindeki payı da giderek artış göstermektedir. Yine teknoloji sayesinde sermaye ihraç eden ülkelere fiziken uzak olan ve tanınmayan ülke piyasaları da daha yakından ve iyi izlenmeye başlanmış ve bu ülke piyasalarına doğru da sermaye akımları başlamıştır (Çolpan, 2008: 40).

### 2.2.2. Çekici (Pull) Faktörler

Uluslararası sermayeyi çekici faktörler, sermayenin bir ülkeye çekilmesinden hareketle, sermayenin yöneldiği ülkenin kendi içsel değişkenlerinden kaynaklanan faktörlerdir. Bunlar ülkede oluşmuş olan bir takım makro değişkenler ile ülkede karar alıcı otoritelerin izlediği politikalar sonucunda oluşan faktörlerdir. Çekici (pull) faktörler aşağıdaki başlıklarda sıralanmış ve açıklanmıştır.

#### 2.2.2.1. Ulusal Faiz Oranları

Uluslararası sermaye hareketlerinin nedenlerini inceleyen ilk dönem ampirik çalışmalar farklı ülkelerdeki farklı faiz oranlarının varlığının bu sermaye hareketlerinin temel nedeni olduğu konusunda yoğunlaşmışlardır (Goldstein ve Woglom, 1991: 21). Uluslararası sermaye hareketlerini açıklamaya çalışan geleneksel olarak ifade

edilebilecek bu bakış açısı uluslararası sermaye akımlarının ülkeler arasında oluşan göreceli faiz oranı farklılıklarının bir fonksiyonu olduğunu ifade etmektedir.

Faiz oranı farklılıklarının olduğu ülkeler göz önüne alınırsa, bu farklılıkların genel olarak gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasında olduğu anlaşılmaktadır. Gelişmiş ülkelerin içerisinde bulunduğu konjoktürün düşük faiz oranlarını oluşturduğu ve aynı dönemler için sermaye talep eden gelişmekte olan ülkelere yüksek faiz oranlarının bulunuyor olması, uluslararası göreceli faiz oranı farklılıklarını artırmakta ve gelişmiş ülkelere doğru sermaye akımlarının oluşmasına neden olmaktadır (Cardoso ve Goldfajn, 1998: 167).

Sermaye talebinde bulunan ülkelerin, sermaye akımlarını kendi ülkelerine çekebilmek için iç piyasalarındaki faiz oranlarının, uluslararası piyasalardaki ve özellikle sermaye ihraç eden gelişmiş ülkelere oluşan faiz oranlarından daha yüksek olması gerekmektedir. Bu ise gelişmekte olan ülkelerin kendi iç piyasalarındaki arz ve talep koşullarına göre şekillenmektedir. Ülkeler arası faiz oranı farklılıklarından kaynaklanan uluslararası sermaye akımlarını faiz paritesi teoremi çerçevesinde açıklayan modeller geliştirilmiştir. Bu modeller, uluslararası piyasalarda oluşan faiz oranlarından sapan ülke ekonomilerine doğru, veya bu ülkelere uluslararası piyasalara doğru akımların gerçekleşeceğini öngörmektedir. Tek fiyat kanununun uluslararası finansal piyasalara uygulanmış şekli olan faiz paritesi teoremi, risk düzeyi aynı olan iki farklı piyasada faiz oranlarının da birbirine eşit olacağını ifade etmektedir. Eğer bu piyasalardan birisinde bir farklılık oluşursa arbitrajcılar devreye girecek ve faiz farkının pozitif olarak olduğu ülke piyasasına doğru sermaye akımı oluşacaktır. Bu akımlar ülkeler arasında oluşan faiz oranı farklılıkları ortadan kalkana kadar devam edecektir (Kibritçiöglü, 1996: 131).

#### 2.2.2.2. Ödemeler Dengesi Pozisyonları

Ödemeler dengesi bir ülkenin diğer ülkelerle girdiği ekonomik ilişkilerin hesabının tutulduğu, genellikle bir yıllık dönem içerisindeki akımları inceleyen, dönem sonu itibari ile adında da olduğu gibi borçlu ve alacaklı hesapları dengede olan bir hesaptır. Ödemeler bilançosu sonuç itibari ile hep dengede olduğu için ödemeler bilançosu açığı veya fazlası adı altında kullanılan kavramlar aslında ödemeler bilançosunun alt hesaplarında var olan hesaplardaki açık ve fazlalıkları ifade etmektedir. Ödemeler bilançosunun incelediği bir yıllık dönem sonunda ülkeye giren ve çıkan döviz

miktarı eşit olmaktadır. Fakat alt hesapların kendi içerisinde borç alacak dengesizlikleri oluşabilmektedir. Örneğin ithalatı ihracatından fazla olan bir ülke için cari işlemler hesabı açık verecektir. Böyle bir açık ithalat nedeniyle ülkeden çıkan döviz miktarının, ihracat nedeniyle ülkeye giriş yapan döviz miktarından daha fazla olduğu ve ülkeden dışarıya doğru bir döviz çıkışı olduğu anlamına gelmektedir. Ödemeler bilançosunun ana alt hesaplarından olan cari işlemler hesabında oluşan bu açığın diğer hesaplar tarafından fazla verilmesi suretiyle ödemeler bilançosuna yansımaması ve ödemeler bilançosunun dengede kalması gerekmektedir.

Cari işlemler hesabında oluşabilecek böyle bir açık genellikle ödemeler bilançosunun başka bir ana alt hesabı olan sermaye hesabı ile giderilebilmektedir. Sermaye hesabı ülkeye giriş çıkış yapan sermaye nitelikli döviz hareketlerinin izlendiği hesaptır. Sermaye hesabında bir açığın oluşması ise ülkeye giriş yapan sermayenin ülkeden çıkan sermayeden daha fazla olması durumunda oluşmaktadır. Burada oluşan açık ise cari işlemler hesabının fazla vermesi veya dış borçlanma yoluyla giderilebilmektedir. Ödemeler bilançosunun alt hesaplarında oluşan açıklar, ülkeye sermaye girişini gerekli kılmakta ve ülkeye yabancı sermayeyi çeken faktörler arasında yer almaktadır (Tezcanlı., 1994: 24).

Ödemeler bilançosunun alt hesaplarında oluşan bu tür açıklar, o ülkenin döviz talebini karşılayamadığı anlamına gelmektedir ve bu durum karşısında bir takım tedbirler almak gerekebilmektedir. Bunlar arasında gümrük tarifelerinin yükseltilmesi ve kambiyo denetimi gibi uygulamalar yer almaktadır. Ancak bu tip uygulamalar ülke ekonomisinin uluslararası ekonomik itibarını zedeleyebilmekte ülkenin dış ticarete ve uluslararası finansal piyasalarda mevcut gücünü de kaybetmesine neden olmaktadır. Ülke parasının başka ülke paraları karşısında değeri ile ödemeler bilançosu dengesi arasında bir ilişki bulunmaktadır. Ödemeler bilançosunda fazla olan ülkelerin parası diğer para birimleri karşısında değer kazanırken, ödemeler bilançosu açığı veren ülkelerin parası ise diğer para birimleri karşısında değer kaybedecektir (Seyidoğlu, 2007: 164).

### 2.2.2.3. Döviz Kuru Rejimi ve İstikrarı

Uluslararası sermayenin bir ülke ekonomisine yönelmesini etkileyen çekici faktörlerden göreceli olarak en önemli olanlarından birisi döviz kurudur. Bu bağlamda yabancı sermayenin yöneleceği ülkede uygulanmakta olan döviz kuru rejimi, politika

yapıcıların döviz kuru konusunda izledikleri politikalar ve döviz kurlarının istikrarı yabancı yatırımcılar açısından önem arz etmektedir.

Yabancı yatırımcılar, yatırım yapılacak ülkedeki döviz kuru rejimini ve işleyişini, çıkış yapacakları gün geldiğinde döviz kurunun seyrini tahmin edebilmek adına irdelerler. Sabit ve esnek döviz kuru rejimlerinin uygulamaları sonucunda, yatırımlarının vade sonu geldiğinde tahmini döviz kuru uygulanan bu sistemlerde farklılıklar gösterebilecektir. Örneğin sabit döviz kuru rejiminin uygulandığı bir ülke ekonomisi için, kısa dönem yabancı yatırımcılar için kur riski daha düşük olacaktır. Bu durumda yabancı yatırımcı için risk, devalüasyona gidilmesi olacaktır. Ülkede önceki uygulamalar ve temel makro ekonomik göstergelerin seyri de devalüasyon yapıma riskini de daha belirgin hale getirecek ve kur riskinin bu yatırımcılar için azalmasını sağlayacaktır.

Esnek döviz kuru rejimi uygulamalarında ise geçmiş dönem döviz kuru hareketleri ve esnek kura merkez bankası tarafından müdahalelerin yapılıp yapılmaması gibi faktörler, yabancı yatırımcılar açısından kur riskinin belirlenmesinde yardımcı olacaktır. Merkez bankalarının izlediği müdahale politikaları ve müdahale sonucu para piyasalarını düzenlemek amacıyla sterilizasyon politikalarının izlenip izlenmemesi ülke parasının değeri ve döviz kurlarının gelecek değerleri konusunda belirleyici rol oynayacaktır.

Döviz kurlarının genel manada istikrarlı olması, yabancı yatırımcıların riskini azaltacağı için, yabancı sermayeyi ülkesine çekmek isteyen otoriteler için sağlanması gereken bir faktördür. Başka ülke para birimleri karşısında istikrarsız seyir izleyen bir ulusal para biriminde, yabancı yatırımcılar açısından bir konvertibilite sorunu olarak algılanacak ve böyle bir ülkeye yatırımlarını yönlendirme konusunda daha isteksiz davranacaklardır.

Yabancı yatırımcılar bir ülkeye yatırım yapmaya karar verdiklerinde, ellerinde bulunan konvertibl dövizlerini o ülkenin ulusal para birimine dönüştürecek ve yatırımlarını gerçekleştireceklerdir. Kısa veya daha uzun bir vadede yatırımlarını geri çıkarmak istediklerinde, ellerinde bulunan ulusal para birimi cinsinden varlıklarını konvertibl başka bir para birimine dönüştürüp çıkış yapacaklardır. Bu bağlamda istikrarsız bir para birimi yatırım dönemi sonunda değer kaybedecek olursa, çıkış

yapmak durumunda kalan yatırımcılar büyük kayıplar yaşayabileceklerdir (Alp, 2000: 191).

#### 2.2.2.4. Fiyat İstikrarı

Fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artışlar anlamına gelen enflasyon, oransal olarak yükseldikçe yatırımcılar açısından oldukça riskli bir durum oluşturmaktadır. Enflasyonun varlığı, üretimde kullanılan girdilerin fiyatının dolayısıyla maliyetlerin artması neticesinde, üretilen mal veya hizmetin satış fiyatının da ileri vadede yükselebileceği anlamına gelmekte ancak ileride oluşacak karlılıklar belirsiz hale gelmektedir. Buda yatırımcılar açısından bir risk unsuru oluşturmaktadır. Bu duruma yabancı yatırımcı açısından bakıldığında ise döviz kurlarında enflasyonu takip eden yükselişler de risk unsuru olarak devreye girecektir. Döviz kurlarının yükseliyor olması, ülkeden çıkış yapacak olan yabancı sermayenin, yatırım yapılan ülke para biriminden bir başka ülke para birimine geçişte muhtemel kayıplar yaşanmasına neden olacaktır.

Bir ekonomide sürekli ve yüksek seyreden enflasyonun varlığı önemli bir risk unsuru oluşturmakta ve ülkeye girecek yabancı sermayeyi olumsuz yönde etkilemektedir (Çetin, 2008: 36).

#### 2.2.2.5. Tasarruf ve Sermaye Açığı

Sermaye birikimi, ülkenin üretim kapasitesinin belirleyicilerinden olması bakımından, büyüyen ve gelişen bir ekonomik yapının oluşturulabilmesi için niteliksel ve nicel olarak artırılması gereken bir kavramdır. Bir ekonomide var olan sermaye birikiminin niteliğinin ve nicel miktarının artırılmasına öncelikle o ekonomideki tasarruflar kaynak olacaktır. Gelişmekte olan ülkelerde, kişi başına düşen milli gelir düzeyinin düşük seyretmesi, tüketimin oransal olarak yüksek olmasına, bu nedenle de tasarrufların oransal olarak daha düşük seyretmesine neden olmaktadır. Düşük seyreden bu tasarruf oranları ise ülkedeki sermaye birikiminin artırılması konusunda yetersiz kalmakta ve bu noktada ülkeye uluslararası sermayenin girmesini kaçınılmaz kılmaktadır (Şimşek, 1995: 25).

#### 2.2.2.6. Ekonomik Büyüme

Uluslararası yabancı sermayenin özellikle gelişmekte olan ülke piyasalarına yönelmesinin temel nedeni, bu ülkelerdeki ekonomik büyüme oranlarının sermayenin çıkış yaptığı gelişmiş ülkelerdeki ekonomik büyüme oranlarına kıyasla daha yüksek seyretmesidir. Yüksek ekonomik büyüme ve bu yüksek büyüme oranının devam



edeceğinin öngörülebilir olması bu ülkelerdeki her türlü yatırımın daha yüksek getiri sağlayacağı anlamına geldiğinden, uluslararası yatırımcılar için cazip kar ve getiri fırsatları içermektedir.

Yüksek ekonomik büyüme oranlarının sürdürülebilmesi için yatırımların devam etmesi gerekmektedir. Ulusal tasarrufların yanı sıra – ki bu tasarruflar gelişmekte olan ülkeler için oldukça düşüktür – yabancı yatırımcıların da ülkeye yöneliyor olması, yatırımların ve ekonomik büyümenin sağlanması anlamına gelmektedir (Çetin, 2008: 27). Uluslararası yabancı sermayenin uzun vadeli olanlarını ve doğrudan yatırıma yönelenlerini ülke ekonomisine çekebiliyor olmak, ekonomik büyümenin sürdürülebilmesi için önem arz etmektedir. Portföy yatırımları gibi kısa vadeli yatırımların ise iyi takip edilmesi ve bu yatırımların sürekliliğinin sağlanması, ekonomik büyüme ve makroekonomik performansın sürdürülebilmesi için önem arz etmektedir.

Bir ülke ekonomisine yönelen sermayenin niteliği de son derece önemlidir. Bu sermayenin büyük bir kısmı spekülasyon ve kısa vadeli olan sıcak para olarak tanımlanan sermayeden oluşuyorsa ülke ekonomisi için risk oluşturmaktadır. Bu nitelikte bir sermayenin herhangi bir nedenle ülke ekonomisinden çıkış yapması, çıkan sermayenin büyüklüğüne göre öncelikle döviz piyasalarını sonrasında da diğer makroekonomik dengelerin olumsuz etkilenmesine neden olacaktır.

#### 2.2.2.7. Faiz Oranları Paritesi, Kapsanmış ve Kapsanmamış Faiz Paritesi

Ülkelerin faiz oranlarında oluşan farklılıklar ülkeler arasında arbitraj amaçlı fon transferlerine neden olmaktadır. Bu fon hareketlerinin açıklanmasında ülkeler arasında tam sermaye hareketliliği, işlem ücretleri ve vergilerin olmadığı varsayımıyla hareket edilir. Faiz oranı paritesi, ülkeler arasındaki faiz farklılıklarının ülke para birimlerinin ileriye dönük değerlemelerini açıklamakta kullanılır. Örneğin faiz oranı yüksek olan ülkenin para birimi vadeli piyasalarda iki ülke faiz oranları arasındaki fark kadar diğer ülke para birimi karşısında değer kaybetmektedir. Diğer yandan faiz oranı daha düşük ülke para birimi de diğer ülke parası karşısında vadeli piyasalarda aradaki faiz farkı kadar değer kazanacaktır.

Kapsanmış faiz oranı paritesine göre, sermayenin uluslararası piyasalarda hareketinin önünde herhangi bir engelin olmaması ve maliyetlerin “0” olması ve uluslararası getiri farklılıkları neticesinde ortaya arbitraj işlemi çıkmaktadır. Örneğin bir

yatırımcının kendi ülkesinde yatırım yaptığında elde edeceği gelir  $(1+i_t)$  kadardır. Diğer bir ülkede yatırım yaparsa kendi ülke para birimi cinsinden  $(1+i_t^*)*(Fr_t/S_t)$  kadar getiri elde edecektir. Uluslararası piyasalarda sınırsız sermaye hareketliliği varsayımı altında ulusal ve uluslararası yatırımların getirileri birbirine eşitlenecek ve yatırımcılar yurtiçi veya yurtdışı yatırım yapmakta kayıtsız kalacaklardır. Bu eşitliği sağlayan noktaların birleşimine faiz paritesi doğrusu adı verilmektedir. Bu doğrunun sol tarafında kalan alanlarda bir yatırımcı için yurtdışında yatırım yapmak daha karlı iken, sağ tarafında kalan noktalarda yurtiçinde yatırım yapmak daha karlı olacaktır. Dolayısıyla sınırsız arbitraj varsayımı altında faiz paritesi doğrusu dışında oluşabilecek durumlarda uluslararası fon akımları gerçekleşecek ve sonunda faiz paritesi doğrusu üzerinde dengeye gelinecektir. Bu denge durumuna kapsanmış faiz oranları eşitliği adı verilmektedir (Güney ve Tunalı, 2017: 37).

Kapsanmamış faiz oranı paritesi ise daha çok gelecek vadede oluşacak döviz kurları ile ülkelerin geçerli faiz oranları üzerine bir ilişkiye dayanmaktadır. Buna göre sınırsız sermaye hareketliliği durumunda yerli veya yabancı menkul kıymetlere yatırım yapmak arasında bir fark oluşmayacaktır. Bu yaklaşıma göre iki ülke arasında oluşan faiz farklılıkları ile iki ülke döviz kurlarının beklenen değerlerinin değişimine eşittir. Yani faiz oranının yüksek olduğu ülkenin para birimi diğer ülkenin para birimi karşısında faiz oranı farkı kadar değer kaybedecektir. Faiz oranı düşük olan ülke için ise tersi durum söz konusu olacak ve o ülkenin para birimi iki ülke faiz oranı farklılığı kadar değer kazanacaktır (Güney ve Tunalı, 2017: 38).

### **3. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİK ETKİLERİ**

Uluslararası sermaye, ulusal ekonomiler üzerinde iki temel alanda etkide bulunmaktadır. Bunlar ekonominin reel kesimi ve finansal kesimidir. Ancak uluslararası sermayenin bu iki alandaki etkilerini net bir biçimde ayırabilmek her zaman mümkün değildir. Göreceli olarak dışa kapalı, finansal regülasyonların yoğun olduğu ve sabit döviz kuru rejiminin uygulandığı bir ekonomide bu ayrımı yapmak, sermaye hareketlerinin etkilerini tespit etmek daha kolay olacaktır ki böyle bir ekonomide sermaye hareketlerinin etkileri daha çok ekonominin reel kısmında kendisini gösterecektir. Fakat dışa açık, finansal sistemi gelişmiş ve serbest döviz kurunun işlediği bir ekonomide sermaye hareketlerinin etkilerini ayırştırmak oldukça zor olmaktadır. Çünkü böyle bir ekonomide sermaye hareketleri finansal sistem üzerinde de

önemli etkiler oluşturacak, bu etkiler sermaye hareketlerinden bağımsız olarak reel ekonomiyi tekrar etkileyecektir. (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 31).

### 3.1. DÖVİZ KURU ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Uluslararası sermaye hareketlerinin ülke ekonomisi üzerinde oluşturduğu ilk etki, parasal genişleme sonucu likiditenin artması ve döviz kurlarının düşmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır. Bu durum yurtiçi nominal faiz oranlarının da düşmesiyle yurtiçi harcamaların artmasına neden olmaktadır. Artan bu harcamaların döviz kurundaki düşüşle birlikte ithal mallara yönelmesi dış ticaret açığına neden olmakta veya var olan bir dış ticaret açığı probleminin daha da büyümesine sebebiyet vermektedir. Dış ticaret açığında oluşacak böyle bir durum neticesinde ülkeye yönelen uluslararası sermaye hareketlerinin devamlılık arz etmesi gerekmektedir.

Bunun tersine likidite genişlemesi sonucu oluşan talep artışı dış ticarete konu olmayan mallara yöneliyorsa, bu malların fiyatlarında artışlar yaşanır ve bunun sonucu olarak da reel döviz kurunda artışlar başlar. Malların fiyatlarında yaşanan bu artışlar, ülke kaynaklarının dış ticarete konu olmayan sektörlerle aktarılmasına ve bu sektörlerin büyümesine neden olacaktır. Tüm bu nedenlerle dış ticarete konu olmayan malların göreceli fiyatları yükselecek ve harcamaların yönü göreceli daha ucuz olan dış ticarete konu olan mallara yönelmesine ve yine dış ticaret açıklarının oluşmasına veya bu açıkların büyümesine neden olacaktır.

Artan reel kur ile dış ticaret açığının oluşması ve bu açığın boyutu, artan harcamaların dış ticarete konu olan mallar ve dış ticarete konu olmayan mallardan hangisine yöneleceği ile ilgilidir (Corbo ve Hernandez, 1993: 13)

Uluslararası sermaye hareketlerinin giriş yaptığı ülke ekonomisinde ne kadar kaldığı ve bu sermaye girişlerinin devamlılığı da reel döviz kuru üzerinde etkilidir. Yabancı sermayenin ülkede kaldığı süre uzadıkça reel döviz kurunda meydana gelen hareketler yani oynaklığı azalmakta, yabancı sermayenin kısa vadeli bir yapıya sahip olması durumunda ise reel döviz kurundaki oynaklık artmaktadır. Bu bağlamda ülke ekonomilerine giriş yapan yabancı sermaye türlerinden olan doğrudan yabancı yatırımların, reel döviz kuru üzerinde oluşturacakları oynaklıklar daha düşük olacaktır. Kısa vadeli olarak nitelendirilen portföy yatırımları gibi yatırımların giriş ve çıkışları stabil olmaz, bu yatırımların devamlılığı sağlanamaz ise reel döviz kurundaki dalgalanmalar da daha yüksek olacaktır (Kaya, 1998: 34).

Esnek döviz kuru sisteminin uygulandığı ekonomilerde, döviz kurlarında meydana gelen değişimler ile fiyatlar düzeyinde meydana gelen değişimlerin hızları farklılık arz etmektedir. Bu farklılığın temel nedeni, mal ve hizmet piyasalarındaki fiyatların, döviz piyasalarındaki fiyatlara göre daha az esnek olmasıdır. Döviz piyasalarında oluşan kurlar, gelişmelere göre anlık olarak değişebilmekle birlikte, mal ve hizmet fiyatlarındaki değişimler daha uzun bir zaman zarfında kendini gösterebilmektedir. Kurlarda meydana gelen değişimlerin mal ve hizmet fiyatlarına yansımaları belirli bir zaman alacak, sonunda uzun dönem dengesine dönecektir. Ancak bu zamana kadar geçen süre zarfında reel döviz kuru istikrarını kaybetmiş olacak ve reel kurda dalgalanmalar oluşacaktır.

Yabancı sermayenin ülkenin döviz rezervleri üzerine de etkisi bulunmaktadır. Merkez bankaları yürütecekleri para politikalarını icra edebilmek için döviz rezervi bulundurlar. Rezervlerin oluşturulmasının tek nedeni de para politikasını yürütmek değildir. Bunun yanı sıra, ödemeler dengesini sağlamak, ulusal paranın değerinin istikrarının sağlanması, oluşacak finansal nitelikli krizlere karşı önlem olarak da rezervlere ihtiyaç duyulmaktadır. Son zamanlarda özellikle gelişmekte olan ülkeler, döviz rezervlerini genişleterek, ülkelerine giriş çıkış yapan yabancı sermayenin döviz piyasalarında oluşturdukları dalgalanmaları azaltabilmeyi ve finansal sistemlerinin bu dalgalanmalarla krize girmesini önlemeyi amaçlamaktadırlar. Bu amaçla ülkeye giriş yapan yabancı sermayenin asıl amacı olan cari açığın finansmanı ve kaynak kullanımını amaçlı kısmı oransal olarak azaltmakta, rezervlere ayrılan paylar artmaktadır (İnsel ve Songur 2003: 5).

Yabancı sermaye hareketleri sonucunda merkez bankalarının döviz rezervlerindeki değişimler, ülkede benimsenen kur rejimine göre farklılık göstermektedir. Sabit döviz kuru rejimi uygulamalarında, ülkeye giriş yapan yabancı sermayenin, döviz kurlarını düşürmemesi için merkez bankası piyasadan bu dövizleri satın alarak rezervlerini genişletmektedir. Esnek döviz kuru sisteminde ise böyle bir müdahale olmayacağı için rezervlerde de bir değişim olmayacaktır (Seyidoğlu 2007, s.396). Merkez bankalarının kısmı olarak müdahalede bulunabildiği yönetimli esnek kur rejiminde ise ülkeye giriş yapan sermaye sonucu kurlar esnek kur rejiminde olduğu kadar düşmeyecek, fakat merkez bankasının döviz rezervlerinde bir artış meydana gelecektir. Bu artış ise sabit döviz kuru uygulamasındaki artış kadar olmayacaktır.

Merkez bankalarının döviz rezervlerinde meydana gelen bu artışlar, gelişmekte olan ülkeler için ileri dönemlerde yaşanabilecek şok döviz çıkışlarının sağlanabilmesi, bu çıkışlar sonucunda ulusal paranın değerinin korunabilmesi ve bu durumun krize dönüşmesini engelleyen bir sigorta niteliğindedir. Ayrıca döviz rezervleri büyük olan bir ülkenin ulusal para birimi, yabancı yatırımcıların gözünde daha stabil hareket edecek bir para birimi olarak canlanacak, döviz kurlarındaki dalgalanmalar daha az olacak ve kriz çıkma olasılığı daha düşük olacaktır. Ancak döviz rezervlerinin büyümesi, gelişmekte olan ülkelerin şiddetle ihtiyaç duyduğu fonların atıl bir biçimde tutulması anlamına gelmektedir. (Keskin, 2008: 72)

### 3.2. FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNE ETKİLERİ

Uluslararası sermayenin bir ülke ekonomisine yönelmesi ile bu ülke finansal sistemi, piyasaları ve finansal araçları bu durumdan olumlu ve olumsuz biçimde etkilenebilmektedir. Oluşacak etkinin temel belirleyicisi ise, ülke finansal sisteminin niteliğine bağlı olarak değişiklik gösterecektir. Gelişmiş bir finansal sistemin kurulu olduğu, finansal derinliğin sağlandığı bir ekonomiye giriş yapacak olan makul düzeyde bir uluslararası yabancı sermaye, finansal sistemin uygun biçimde çalışmasıyla kolayca mas edilmekte ve bu yeni kaynaklar ekonomiye aktarılmaktadır.

Ancak, finansal sistemin tam olarak gelişmediği, finansal derinliğin oluşmadığı, özellikle gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarında büyük çaplı sermaye girişleri önemli etkilere yol açabilmektedir. Bu fonlar ve yöneldiği yatırım araçları iyi yönetilemez ise finansal sisteme ve ekonomiye büyük zararlar verebilmektedir. Özellikle büyük ölçekli ve spekülatif olarak nitelendirilen kısa vadeli yabancı sermayenin yöneldiği finansal ürünlerde suni büyümeler ve fiyat artışları yaşanmaktadır. Bu ürünleri kullanan yabancı sermayenin ani çıkış yapması durumunda ise öncelikle yatırımın yapıldığı menkul değer olmak üzere, sermayenin büyüklüğü ile ilgili olarak finansal piyasalar ve hatta ekonomi bu durumdan ciddi zararlar görebilmekte ve finansal nitelikli krizlere neden olabilmektedir.

Uluslararası piyasalardan elde edilen fonların, ulusal piyasalarda yanlış alanlara yönlendirilmesi, uygun olmayan alanlarda kullanılması, bu fonların geri ödenmesinde problemler doğurmaktadır. Geri ödemedi ortaya çıkan bu aksaklıklar o ülke ekonomisinin ve finansal aktörlerinin “kötü üne” sahip olmasına neden olmaktadır. “Moral hazard” olarak ifade edilen bu durum neticesinde ileriki dönemlerde bu ülkenin

riskini artırmakta ve bu ülkeye yönelen sermayenin miktarını ve yapısını değiştirmektedir (Fischer & Reisen, 1992: 22).

Uluslararası yabancı sermayenin 1980 sonrası dönemde niteliği değişmeye başlamış, özellikle 1990'lı yıllarda portföy yatırımları şeklinde dönüşmüş ve bu tip yatırımların toplam uluslararası sermaye içindeki payı giderek artmıştır. Portföy yatırımları, hisse senedi, tahvil ve bono gibi yatırım araçlarını içermektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyüme rakamlarının daha yüksek oranlarda seyretmesi bu ülkeleri yatırım yapmak için cazip hale getirmektedir. Bu ülkelerdeki hisse senedi piyasalarına yönelen yabancı sermaye, yatırım yapılan hisselerin fiyatlarını ve yapılan yatırımların hacmi arttıkça o ülke borsalarının endekslerini yükseltmektedir. Bu durum gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi piyasalarına arz edilen hisse senetlerini artırmakta, dolayısıyla bu piyasaların derinleşerek gelişmesine katkıda bulunmaktadır.

Gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarında işlem hacmi düşük ve sığ piyasalar olduklarından, uluslararası sermayenin bu piyasalarda büyük çaplı alışverişleri sonucunda hisse senedi fiyatlarında ani iniş ve çıkışlara neden olabilmektedir (Obsfeld & Taylor, 2002: 8).

### 3.3. ÖDEMELER BİLANÇOSU ÜZERİNE ETKİLERİ

Gelişmekte olan ülkelerde cari işlemler hesabının genellikle açık veriyor olması ve bu cari işlemler açığının sürdürülebilirliği yabancı sermayenin bu ülkeler için önemini daha da artırmaktadır. Cari işlemler hesabı açıkları kısa vadede yabancı sermayenin yurtiçine çekilmesi, uzun vadede ise yapısal ve teknolojik reformlarla giderilebilecek bir problem niteliğindedir. Cari işlemler hesabı açık veren bir ekonomiye yönelen yabancı sermaye bu açığın finansmanında kullanılmaktadır. Dolayısıyla yabancı sermaye akımlarında meydana gelen artışlar da bu açığın kapatılmasını kolaylaştıracaktır.

Ülkeye yönelen yabancı sermaye miktarının cari işlemler açığından daha büyük olması durumu, parasal genişlemeyle birlikte döviz kurlarında düşmeye neden olmaktadır. Değerlenen ulusal para o ekonomide ithalatın ucuzlayarak artmasına, ihracatın ise dezavantajlı duruma gelmesi nedeniyle azalmasına neden olacaktır. Bu ise cari işlemler hesabında kötüleşme anlamına gelmektedir (Yentürk, 1997: 138).

Gelişmekte olan ülkeler uluslararası mal ve hizmet piyasalarındaki rekabet güçlerini, düşük teknoloji ve düşük verimlilik koşulları altında çalışarak, ancak düşük fiyat uygulamaları ile sağlamaya çalışmaktadırlar. Dolayısıyla aşırı değerlenmiş ulusal para, gelişmekte olan ülkelerin mal ve hizmet piyasalarındaki rekabet güçlerini azaltacak ve cari işlemler hesabı açıklarının artmasına neden olacaktır.

Sermaye girişi ile düşen döviz kurları ile artan ithalatın niteliği de önem arz etmektedir. İthalattaki artış yatırım mallarından kaynaklanıyorsa bu durum ekonomide üretim kapasitesinin ve gelecek dönemler üretim düzeyinin artacağı anlamına gelecektir. Bu durum gelişmekte olan bir ülke ve o ülkenin cari açık probleminin giderilmesi için olumlu bir gelişme olarak değerlendirilebilir. Fakat, ancak ithalattaki artış, tüketim malları ithalatındaki artıştan kaynaklanıyor ise bu durum cari işlemler hesabındaki açığın gelecek dönemlerde de yüksek seyredeceğinin bir göstergesi niteliğindedir.

Cari işlemler hesabı açığı veren bir ekonomi için, ülkeye yönelen uluslararası yabancı sermayenin daha çok ihracat yapacak sektörlerin yatırımlarının finansmanında kullanılması gerekmektedir. Ancak yabancı sermayenin ülke ekonomisine çekilebilmesi için uygulanan yüksek faiz oranları ve parasal genişleme sonucu aşırı değerlenen ulusal para, bu tip yatırımların riskini yükselterek azalmasına neden olmaktadır (Keskin, 2008: 76).

### 3.4. FAİZ ORANI ÜZERİNE ETKİLERİ

Uluslararası piyasalarda oluşan faiz oranı ile ulusal ekonomilerde oluşacak, pozitif fark, yabancı sermayenin o ekonomiye yönelmesinde temel belirleyici rol üstlenmektedir. Yüksek faiz oranı nedeniyle bir ülke ekonomisine yabancı sermayenin yönelmesi, o ekonomideki likiditeyi artıracak, faiz oranlarının düşmesine neden olacaktır. Yabancı sermayenin girişi devam ettiği sürece bu pozitif faiz farkı giderek düşecek, ülkedeki faiz oranları ile uluslararası faiz oranları birbirine eşitlendiğinde de sermaye akımları ve faiz oranlarındaki düşüş son bulacaktır. Ülkeye sermaye girişinin devamlılığının sağlanması ve sermaye girişleri sonucunda faiz oranlarında meydana gelen azalmanın önüne geçebilmek amacıyla, merkez bankaları tarafından artan likiditeyi mas etmeye yönelik sterilizasyon politikaları izlenebilmektedir. Sermaye girişi nedeniyle artan likiditenin tamamı piyasadan çekilirse faiz oranlarında da bir gerileme olmayacaktır. Likiditede meydana gelen artışın tümünün sterilize edilmemesi durumunda ise faiz oranlarındaki düşüş, sterilizasyonun yapılmadığı duruma göre daha

yavaş gerçekleşecek, bu ekonomideki pozitif faiz farkı ve yabancı sermaye girişi bir süre daha devam edecektir.

Bazı durumlarda ise fazla likiditeyi çekmek amacıyla ihraç edilen tahvil faizlerinin daha yüksek olması gerekebilmektedir. Bu nedenle ülke ekonomisine yönelen sermaye sonucunda izlenen sterilizasyon politikalarına göre faiz oranlarında artışlar da oluşması mümkün olmaktadır (İnsel ve Sungur, 2003: 5).

### 3.5. PARA ARZI ve FİYAT İSTİKRARI ÜZERİNE ETKİLERİ

Uluslararası sermaye hareketlerinin, para arzı ve sonrasında fiyatlar genel düzeyi üzerine etkileri, ülkede uygulanan döviz kuru rejimine ve sonrasında merkez bankasının uyguladığı para politikalarına göre farklılıklar gösterebilmektedir. Sabit kur rejiminin benimsendiği ülkelere yönelik yabancı sermaye girişleri durumunda döviz piyasasında oluşan arz fazlalığı sonucu kurlarda oluşacak düşüşü önlemek amacıyla merkez bankaları piyasadaki bu döviz fazlalığını çekecek ve piyasadaki ulusal para miktarını artıracaktır. Bu durum döviz kurunun sabit kalmasını sağlamakla birlikte, ulusal para miktarındaki artış sonucu enflasyonist bir baskı oluşturmuş olacaktır (Aklan, 2002: 43). Merkez bankaları bu noktada para politikaları çerçevesinde artan para arzının sterilizasyonuna yönelik açık piyasa işlemleri gerçekleştirerek oluşan enflasyonist baskıları giderebilecektir. (Keyder, 2005: 252),

Esnek kur rejiminin uygulandığı ekonomilerde ise yabancı sermaye girişi sonucunda döviz kurlarındaki düşüş ile birlikte ulusal para değer kazanmakta, bu durum karşısında merkez bankaları herhangi bir müdahalede bulunmamaktadır. Dolayısıyla bu durum neticesinde parasal bir etki oluşmamaktadır.

Uluslararası sermaye akımlarına açık bir ekonomi için uygulanabilecek para politikalarının ve fiyat istikrarının belirleyicisi aslında uygulanan döviz kuru rejimi olacaktır. Sabit kur rejiminin belirlendiği bir ekonomide, merkez bankası döviz kurunu sabit tutmaya yönelik politikalar izleyeceğinden, bağımsız bir para politikası izleyemeyecektir. Esnek kur rejiminin uygulandığı bir ekonomide ise merkez bankasının döviz kurlarını sabitlemek gibi bir gayesi olmayacağından, para arzını belirleyebilmek amacıyla bağımsız para politikası uygulayabilecektir. (Obstfeld & Taylor, 2002: 8).



## İKİNCİ BÖLÜM

### DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ

Dünya ekonomisi geçmişten günümüze çeşitli evrelerden geçmiş ve değişimler yaşamıştır. Geçirilen tüm bu evreler çeşitli iktisadi akımlarla incelenmiş ve dönemler itibari ile iktisadi akımlar oluşmuştur. Uluslararası sermaye hareketlerinin de benzer şekilde günümüz tarihine ulaşana kadar çeşitli evreleri olmuştur. Uluslararası sermaye hareketlerinin oluşmasına temel neden ülkeler arasında oluşan sermaye birikim farklılıklarıdır. Sermaye birikimi fazla olan ülkelerde sermayenin getirisi azaldığından, bu sermaye daha yüksek getirili faaliyet kolları ve coğrafyalar arayışına girmiştir. Diğer yandan az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkeler açısından da tersi bir durum söz konusudur. Bu ülkelerde de yetersiz tasarruf oranları nedeniyle büyüme için gerekli yatırımlar yapılamamakta ve gelişmiş ülkeler seviyesine ulaşma ihtimalleri azalmaktadır. Bunun sonucunda bir tarafta yüksek tasarruf oranlarıyla sermaye birikimi oluşturan ülkeler ile diğer tarafta sermaye ihtiyacı duyan ülkeler oluşmuştur. Bu durum sermayenin ülkeler arasında hareket etmesine neden olmuştur.

Sermaye hareketleri sebepleri itibari ile incelendiğinde ihrac eden ülke veya firmalar için daha yüksek oranlı getiriler vadederken, sermaye ithalatçısı ülkeler için ise o ülkelerde kıt olan sermayenin çekilmesiyle daha verimli yatırımların yapılabilmesini sağlamaktadır. Bu açıdan bakıldığında hem sermaye ihrac eden ülkeler hem de sermaye ithal eden ülkeler için uluslararası sermaye hareketleri ve dolayısıyla finansal küreselleşme avantajlı görünmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin finansal küreselleşmeden fayda elde edip edemediği iktisat literatüründe ve politika yapımcılar arasında oldukça geniş yer kaplayan bir tartışma konusudur. Çoğu ekonomist, faydaların önemli olabileceği konusunda hemfikirdir. Uluslararası finansal entegrasyon, risk paylaşımına, tüketimin yumuşatılmasına ve sermayenin verimli bir şekilde tahsis edilmesine izin verir. Standart ekonomik modellere göre finansal küreselleşme, az gelişmiş ülkeler için özel fırsatlar oluşturmaktadır. Zengin ülkelerin tasarrufları, gelişmekte olan ülkelerde endüstriyel ve ekonomik büyümede tasarrufların geri dönüş oranını artırarak, fakir ülkelerde çok ihtiyaç duyulan yatırımları finanse edebilir. Bu tür teorik argümanlar, 1990'larda

gelişmekte olan dünyanın birçok yerinde sermaye hesaplarının serbestleştirilmesi politikasının temelini oluşturmuştur (Schularick, 2006: 339).

Oluşan bu sermaye hareketleri dönemler itibari ile hem büyüklük hem de yöneldiği ülkeler bakımından farklılık göstermiştir. Takip eden bölümlerde öncelikle dünyada sermaye hareketlerinin büyüklük ve yönelim bakımından gelişimi incelenecek, ardından Türkiye ekonomisinin sermaye hareketleri bakımından farklı dönemler için incelemesi yapılacaktır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin sermayeyi ihraç eden ve ithal eden ülke ekonomileri için önemi büyüktür. Sermaye hareketlerinin arttığı ve azaldığı dönemlerde her iki ülke grubu ülke ekonomisi içinde çeşitli etkileri ortaya çıkarabilmektedir. Bu etkiler ise bölümün sonunda ele alınacaktır.

## **1. DÜNYADA ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ**

20. yüzyıl boyunca uluslararası finansal entegrasyon, başlangıçta ve sonunda yüksek sermaye hareketliliği gösteren, ortasında bir çukur olan bir U-eğrisi olarak düşünülebilir (Schularick, 2006: 340).

### **1.1. 1930 BÜYÜK BUHRANA KADAR OLAN DÖNEMDE DÜNYADA ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ**

Uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomik olarak belirli seviyelere ulaşım kayda değer düzeye ulaştığı yıllar, sanayi devrimini takip eden yıllar olarak düşünülebilir. Sanayi devrimi ile birlikte üretimin verimliliğinde yaşanan artışlar, makineleşmenin sağlanıp yoğun olarak kullanıldığı İngiltere gibi ülkelerde tasarrufların artmasını ve sermaye birikiminin oluşmasını sağlamıştır. Oluşan bu fonların, sanayileşmemiş az gelişmiş ülkelere doğru yönelmesi de uluslararası sermaye hareketlerinin başlangıcı olarak değerlendirilmektedir. Ülkeler arasında oluşan sanayileşme farklılıkları zamanla arttıkça sermaye hareketlerinde de artışlar yaşanmıştır. Sanayileşmiş ülkelerin elindeki sermaye, üretimde kullanmak için ihtiyaç duyduğu kaynak ve hammaddeleri satın almak amacıyla, bu kaynakların bol olduğu daha çok deniz aşırı ülkelere doğru yönelmiştir. Bunların yanı sıra sanayileşmemiş ülkeler borç bulabilmek amacıyla ihraç ettikleri tahviller aracılığıyla fon sağlamışlardır (Bulutoğlu, 1970: 47).

Avrupa ülkelerinin başı çektiği sermaye transferinde 1914 yılından sonra Amerika Birleşik Devletleri (ABD) de sermaye ihraç etmeye başlamış ve yabancı

yatırımlar konusunda dünya da önemli bir aktör haline gelmiştir. I. Dünya Savaşı'nı takip eden dönemde ise bu konuda dünyada önde gelen ülkeler arasına girmiştir. Aynı dönem için İngiltere'nin sermaye ihracı milli gelirinin %7 gibi önemli bir kısmını oluşturmaktadır. İngiltere'nin yabancı ülkelere yönlendirdiği bu sermayesinin önemli bir kısmı sömürge devletlere doğru yönelmekte ve bu sermaye devlet eliyle değil özel şirketler aracılığı ile yapılmaktaydı (Bulutoğlu, 1970: 49).

I. Dünya Savaşı'ndan önceki dönemde küreselleşmenin başlamasıyla oluşan uluslararası sermaye hareketleri çok ciddi boyutlarda idi. Tüm kıtalardan 60'tan fazla ülkenin tahvilleri ve bu ülkelerin şirketlerinin hisseleri Avrupa borsalarına kote oldular. Bu bağlamda Londra dünyanın birincil finans merkezi konumundaydı, Berlin ve Paris de bu kredi piyasasında Londra'ya rakip nitelikte finans merkezleri haline geldiler. Bu dönemde finansal işlemler üzerinde fiili kısıtlamalar yoktu, uluslararası sermaye hareketleri klasik altın standardının uygulandığı otuz yıl boyunca daha önce görülmemiş seviyelere ulaştı. 1880 ile 1914 yıllarını kapsayan bu dönemde İngiltere gayri safi yurtiçi hasılasının ortalama %4 ila %5'ini yurtdışına ihraç etti. İngiltere'nin izinden giden diğer gelişmiş Avrupa ülkeleri de 19. yüzyılın son çeyreğinde sermaye ihraç etmeye başladılar ve 20. Yüzyılın başından sonra ABD de bir sermaye ihracatçısı olarak ilk küresel sermaye piyasası patlamasına katılmıştır (Schularick, 2006: 341).

Bahsedilen dönemde uygulanan altın standardı ülkelerin ulusal paralarının belirli ağırlıkta ve saflıkta altınla ifade edilmesiydi. I. Dünya Savaşı sırasında bu altın standardı uygulamasına ara verildi. Savaşın bitiminden sonra ülkeler altın standardına geri dönmek istemişler, bu dönüş savaş öncesi dönemdeki pariteler üzerinden, yani ülke paralarının karşılığındaki altın miktarının değişmeyeceği şekilde yapılmaya çalışılıyordu. Ancak savaş döneminde yaşanan enflasyonist ortam ülke paralarının da devalüe edilmesine neden olmuştu. Ayrıca ülkelerin rekabet güçlerinde de farklılıklar yaşanmış, ülke para birimlerinin değerleri farklı oranlarda değişmiştir (Seyidoğlu, 2007: 746)

Savaş döneminde yaşanan yüksek enflasyon nedeniyle, savaş öncesi dönemdeki değişim oranlarına dönüşüm mümkün olmamıştır. İngiltere, İsviçre ve Hollanda dışında savaş öncesi dönem altın paritelerini koruyabilen başka bir ülke olmamıştır. 1920'lerin sonlarında ortaya çıkan büyük buhranla birlikte altın standardı sistemi son bulmuştur. 1931 yılında İngiltere, 1933 yılında ABD ve 1936 yılında Fransa altın standardı sisteminden ayrılmışlardır. Para arzının belirlenmesinde altın arzının başrol oynaması,

artan ticaret hacimleri ölçüsünde artamayan altın arzı temel sorunu teşkil etmiştir. Bununla birlikte altının dağılımındaki dengesizlikler, I. Dünya Savaşı ve Büyük Buhran döneminde yaşanan altın talebindeki spekülasyon dalgaları bu sistemin çöküşüne neden olmuştur (Gerek, 1999: 7).

Uluslararası finansın tarihi Akdeniz deki bir merkezden Kuzey Atlantik'teki bir merkeze doğru yer değiştirmesi şeklinde gelişmiştir. 16. Yüzyılda Amsterdam, Floransa'dan finans merkezi olma unvanını aldı. Ardından da Londra aynı unvanı Amsterdam'dan aldı. Benzer şekilde New York Londra'dan dünya finans merkezi olma unvanını elinden almaya başladı. 1930'lu yıllarda finans merkezi New York'a kaysada ABD'nin büyük buhrandan dolayı dünya finansal sistemine istikrar getirmek gibi bir gücü de olamadı. Bu dönemde finansal piyasalar hükümet müdahaleleri, emperyalist rekabetler ve ekonomik düzensizliklerle tarif edilmiştir (Gilpin, 2013: 376).

## 1.2. İKİNCİ DÜNYA SAVAŞI SONRASI DÜNYADA ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

İkinci dünya savaşından önce sermaye hareketleri neredeyse tamamen özel fonlardan oluşuyorken, savaştan sonra ülkeler arasında yapılan resmi yardımlar da uluslararası sermaye hareketlerinin önemli bir unsuru haline geldi. ABD "Marshall Planı" adı altında Batı Avrupa'ya yardım gönderdi. Bu yardımın büyüklüğü de 1949-1952 dönemi için ABD GSMH'sinin %4.5'i büyüklüğünde olduğu düşünülmektedir. Bunu takiben diğer gelişmiş ülkeler İkinci Dünya Savaşı'nın tahribatını ortadan kaldırmak amacıyla, az gelişmiş diğer ülkelere yardımlara başladılar ve düşük faizli borç verdiler (Gilpin, 2013: 377).

İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde çok taraflı yardım kuruluşlarının yükselişi de başlamıştır. Bunların arasında Dünya Bankası, Bölgesel Kalkınma Bankası ve Uluslararası Para Fonu bulunmaktadır (Gilpin, 2013: 378).

İkinci Dünya Savaşı sonrası oluşan bu yeni ortamda ABD önderliğinde 1944 yılında Bretton Woods Anlaşması imzalanmıştır. Bu anlaşma çerçevesinde dünya ticaretinin ve finansının istikrarını sağlanabilmesi amacıyla anlaşmaya katılan 44 ülke ile ülke para birimleri değişimi sabit bir kur üzerinden Amerikan Doları esas alınarak saptanmıştır. Amerikan Dolarının da karşılığı altın olarak belirlenmiştir. Bu doğrultuda 1 ons altın 25 Amerikan Dolarına tekabül etmekteydi. Bu anlaşma ile Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu (IMF) da kurulmuş ve 1946 yılında faaliyete başlamışlardır.

Bretton Woods sistemi uluslararası finansal çevrelerin eleştirilerine rağmen uluslararası sermaye hareketlerini kısıtlayıcı nitelik taşımaktadır. Bu niteliğe sanayileşmiş ülkeler bağlı kalmışlardır (Gerek, 1999: 13).

1950’li yıllarda uluslararası sermaye hareketlerinin dünya çapında serbestleşmesi gerekliliği yönündeki görüşler, 1961 yılında Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD)’nin kurulmasıyla daha da güçlenmiştir. Bunun nedeni olarak da OECD’nin üye ülkelerinin sermaye hareketlerinin önündeki engelleri kaldırması ve uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi yönünde kararlar alması ile olmuştur. Ancak 1960’lı yılların ikinci yarısından itibaren yaşanan ödemeler bilançosu dengelerinde yaşanan bozulmalar nedeniyle, bu problemi yaşayan ülkeler kısıtlayıcı önlemler alma yolunu izlemişlerdir. Dolayısıyla 60’lı ve 70’li yıllarda pek çok OECD ülkesinde sermaye hareketleri kontrol altında tutulmuştur (Fernandez, 1996, Calvo vd. 1996).

1970’li yıllar itibari ile yeni teknolojilerde yaşanan emek verimliliği artışının azalması ve hammadde fiyatlarında meydana gelen artışlar gelişmiş ülkelerde firmaların kar oranlarında düşümlere neden olmuştur. Dolayısıyla da yatırımlar ve ekonomik büyüme rakamları düşüş göstermiştir. Bu durum gelişmiş ülkelerdeki yatırımcıları reel yatırımlardan finansal yatırımlar yapmaya yönlendirmiştir. Böylelikle 1970’li yılların ikinci yarısından sonra gelişmiş ülkelerde finansal sisteme akan bu fonlar, gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Diğer taraftan gelişmekte olan ülkelerin içerisinde bulunduğu fon ihtiyacı, gelişmiş ülkelerde oluşan fon fazlalıklarıyla örtüşmesi ve uluslararası likiditenin yüksek olması uluslararası sermayenin hareketliliğini bu dönem için yükseltmiştir. Ayrıca 1970’li yıllarda yaşanan dünya petrol krizi sonrası yükselen “petro dolar” fonlarının uluslararası finansal sisteme yeniden girişi ile gelişmekte olan ülkelere doğru bir sermaye girişi yaratmıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998. S.13). Gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının gelişmiş ülkelere nispeten daha yüksek olması bu ülkelere uluslararası sermayenin girişini hızlandırmıştır. Gelişmekte olan ülkelere yönelen bu fonlar bu dönem için gelişmiş ülkelerdeki bankalardan alınan borçlar aracılığıyla olmuştur (Calvo, vd. 1996).

Gelişmekte olan ülkelere geçmişte uygulanan ve halen uygulanagelen ekonomi politikaları 1980’li yılların başından itibaren dış borçların geri ödenmesinde problemle yaşanmasına neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelere yaşanan kamu açıklarının büyümesi ve bununla birlikte bu ülkelerdeki makro ekonomik bozulmalar bu

ekonomileri dış şoklara karşı hazırlıksız hale getirmiş ve bir takım ekonomik krizlere neden olmuştur. Gelişmekte olan ülke niteliğinde olan Meksika 1982 yılında borçlarını ödeyemeyeceğini ilan etmiş, onu takiben pek çok ülke borç erteleme talebini dile getirmiştir. Söz konusu durum bu ülkelere sermaye girişlerinin kesilmesine neden olmuş ve bu ülkelerce dış kaynak açığının karşılanması ithalatın azaltılması aracılığıyla sağlanmaya çalışılmıştır. Bu yıllara kadar uygulanan ithal ikameci devlet politikaları yaşanan bu krizlerin temel nedeni olarak görülmüştür. Bu ülkelerin borç erteleme taleplerini IMF, ithal ikameci politikalardan uzaklaşarak serbestleşme politikalarının uygulanması şartını öne sürmüştür (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 14).

### 1.3. 1990 – 2000 YILLARI ARASI DÜNYADA ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

1990'lı yıllar uluslararası sermaye anlamında teknolojik ilerlemenin ve iletişimde meydana gelen gelişmelerin oldukça etkili olduğu, bu bağlamda ciddi sıçramaların yaşandığı dönem olarak nitelendirilebilir. Hem dış ticaret hem de sermayenin ülkeler arasındaki hareketliliği internetin bu alanda adaptasyonu ile bankacılık işlemlerinin hızlı ve daha güvenilir hale gelmesine neden olmuştur. Bu durum gelişmekte olan ülkelerde yapısal düzenlemeleri de beraberinde getirmiş ve ülkeler arasında farklılıklar olsa da sermaye hareketlerini kısıtlayıcı faktörlerin azaltılmasıyla sonuçlanmıştır. Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermayede dengeli bir dağılım göstermemiştir. Temel olarak teknolojik ve yapısal gelişmelere entegrasyonu daha iyi sağlayan ülkelere daha fazla sermaye akışının yöneldiği söylenebilir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 15).

Daha önceki dönemlerden farklı olarak doksanlı yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelen uluslararası sermaye, arbitraj kazançlarını artırmayı amaçlamaktaydı. Bu durum gelişmekte olan ülkelere yönelen bu sermayenin niteliğinin, geliş yöntemlerinin ve tüm bunlara bağlı olarak sonuçlarının da önceki dönemlere göre farklı olmasına sebep olmuştur. Bu dönemde sermaye daha seçici, daha akışkan, gittiği ülkede kaldığı süre bağlamında incelendiğinde daha kısa vadeli ve spekülasyon nitelikleri edinmiştir. Bu tür sermaye girişleri, yöneldikleri ülkelerde ulusal paraların aşırı değerlenmesine ve ülke döviz rezervlerinde aşırı birikimlere yol açmıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 16).

1990'lı yıllarda gelişmiş ülkelerde başlayan ekonomik durgunluklar, uluslararası faizlerde meydana gelen düşüşler, gelişmekte olan ülkelerin finansal serbestleşme anlamında yaptıkları yapısal reform ve düzenlemeler, gelişmekte olan ülkelerde geçerli olan faiz oranları ile gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarındaki farklılıklar ve bunlara ek olarak kısa dönemde bu ülkelerde riskin düşük seyrediyor olması, uluslararası sermayeyi bu ülkelere yönlendirmiştir. Özellikle Latin Amerika ülkelerine bu dönemde sermaye girişinde bir artış yaşanmış ve bu ülkelere yönelen sermayenin büyük bir bölümü ABD kaynaklı olmuştur (Kaya, 1998: 16).

1990'lı yılların ilk yarısında gelişmekte olan ülkelere yönelen uluslararası sermaye hareketleri %269 oranında artış göstermiştir. Artan bu sermaye hareketlerini türlerine göre incelediğimizde doğrudan yabancı yatırımların %346, portföy yatırımlarının ise %134 oranında artış göstermiştir. Bu dönemde doğrudan yabancı yatırımların uluslararası sermaye hareketleri içerisinde toplamdan aldığı pay da yükselmiştir. Portföy yatırımları da artmakla birlikte doğrudan yabancı yatırımlara göre daha düşük oranlı bir artış sergilediği için toplam yatırımlar içerisindeki payı bu dönem için düşüş göstermiştir.

Aynı dönemde uluslararası sermayenin dünya üzerinde yöneldiği bölgelerde de değişiklikler olmuştur. Asya ülkeleri 1990'da yaklaşık %44 olan payını, 1995 yılında %50'ye yükseltmiştir. Asya ülkelerine yönelen bu sermayenin büyük miktarı bu ülkelere yönelen doğrudan yabancı yatırımlardan kaynaklanmıştır. 1990 yılında doğrudan yabancı yatırımların yaklaşık %50'si Asya ülkelerine yapıyorken, bu oran 1995 yılında yaklaşık %63 seviyesine yükselmiştir.

Latin Amerika ülkeleri 1990'lı yıllarda portföy yatırımlarının ağırlıklı olarak yöneldiği ülkeler olarak nitelendirilebilir. 1990 yılında uluslararası piyasalarda portföy yatırımlarının yaklaşık %95'i Latin Amerika ülkelerine yönelmekteydi. 1995 yılında ise bu oran büyük bir düşüşle %23'e gerilemiştir. Bu gerilemenin ana nedeni 1994 yılında Meksika'da yaşanan ekonomik kriz olmuştur. Meksika krizi pek çok Latin Amerika ülkesini de etkilemiştir. Meksika'da yaşanan krizin diğer Latin Amerika ülkelerine de sıçraması "tekila etkisi" olarak adlandırılmıştır. Bu krizden Asya ülkeleri ise daha az boyutta etkilenmişlerdir (Kaya, 1998: 18).

Meksika'da 1994 yılında yaşanan bu krizin ardından uluslararası sermaye yöneleceği konum ve sermayesinin niteliği konusunda daha seçici olmaya başlamıştır.

Sermayenin yöneleceği bölgenin ve dahası bu bölge içerisinde yer alan ülkelerin seçiminde daha dikkatli olmuş ve portföy yatırımlarından doğrudan yabancı yatırımlara doğru kaymalar yaşanmıştır. 1995 yılında portföy yatırımlarının yaklaşık %20 oranında azalmış ve doğrudan yabancı yatırımlarda da yaklaşık %24'lük bir artış yaşanmıştır. Bu bağlamda diğer uluslararası yatırımlar içerisinde değerlendirilen sendikasyon kredilerinde de yüksek oranlı artışlar yaşanmıştır. Özellikle Latin Amerika ülkelerindeki portföy yatırımları içerisinde sayılan hisse senedi ve tahvil yoluyla borçlanma maliyetlerinin artmasından dolayı bu ülkelerde sendikasyon kredilerine bir yönelim olmuştur. Sendikasyon kredilerinin büyük çoğunluğunu oluşturduğu bu diğer uluslararası yatırımlar kaleminde 1995 yılında %97'lik bir artış meydana gelmiştir (Kaya, 1998: 20).

1990'lı yılların başında Latin Amerika ülkelerine yönelen bu sermaye sayesinde bu ülkelerin cari açık problemleri kalmamış, bu ülkelerin döviz rezervlerinde artışlar meydana gelmiş, ekonomik büyümenin önündeki engeller azalmıştır. Ancak bu sermaye girişlerinin büyük bir bölümü arbitraj amaçlı olduğu için kısa vadeli ve spekülasyon amaçlı olmuştur. Bu sermaye türünün likiditesi yüksek olduğundan hızlı girişler beraberinde hızlı çıkışları da getirebilmekte ve muhatap ülkenin para ve sermaye piyasaları ile ödemeler bilançosu dengelerinde olumsuzluklar yaratabilmektedir. Yukarıda da belirtildiği gibi 1994 yılında Meksika da başlayan ve diğer Latin Amerika ülkelerine de sıçrayan krizle birlikte, uluslararası kısa vadeli sermaye bu ülkelerden hızlı bir çıkış yaşamıştır (Calvo vd. 1996).

Meksika'da yaşanan bu ekonomik kriz, diğer ülkeler için de model oluşturmuştur. Bu sayede uluslararası sermaye girişleri bir ülke ekonomisi için faydalı bir kaynak olabileceği gibi, yaşanan ekonomik sıkıntıların derinleşmesine de sebep olabilmektedir. Bu durum genişleme, daralma ve kriz döngüsel sürecine neden olmaktadır (Frenkel.1996: 11).

Benzer şekilde 1997 yılında Asya'da yaşanan krizde bunun gibi etkiler yaratmıştır. 1994 Meksika ve 1997 Asya krizlerinin ardından uluslararası sermaye hareketleri içerisinde portföy yatırımlarının payında azalışlar olmuştur.

1990'lı yılların ortasından itibaren gelişmiş ülkeler doğrudan yabancı yatırımlar konusunda atak yapmış ve toplam içerisinde aldıkları payı artırmışlardır. Bu pay artışını hem gelişmiş ülkelerde meydana gelen hem de gelişmekte olan ülkelerde meydana



gelen değişimlere bakarak açıklamak mümkündür. Daha önce de bahsedildiği üzere 1994 Meksika Krizi ve takiben 1997 Uzak Doğu Asya krizi gelişmekte olan ülkelere yönelen uluslararası sermayenin hem büyüklük olarak hem de nitelik olarak yön değiştirmesine sebep olmuştur. Portföy yatırımlarının içerdigi yüksek risk nedeniyle, uluslararası yatırımlarda doğrudan yabancı yatırımlar lehine değişimler yaşanmıştır. Bununla birlikte Avrupa Kıtasında AB'nin, Amerika'da da NAFTA'nın (Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması) kurulması ve işlemeye başlaması bu kıtalara ve içerisinde barındırdıkları gelişmiş ülkelere doğru bir doğrudan yabancı yatırım yönelimine neden olmuştur. 1990'lı yılların sonunda gelişmiş ülkelere yönelik sermaye girişlerindeki artış %80'leri bulmuş ve toplam doğrudan yabancı yatırımların yaklaşık %70'i bu ülkelere yönelmiştir. Buna karşılık olarak gelişmekte olan ülkelere yönelen doğrudan yabancı yatırımların oranında da azalmalar meydana gelmiştir. Bunlara ek olarak var olan firmaların birleşmeleri ve benzer şekilde firmaların el değiştirmesi, tasarruf fazlası bulunan dış yatırımcı konumunda bulunan bu gelişmiş ülkeleri aynı zamanda doğrudan yabancı yatırımlar konusunda alıcı konumuna getirmiştir (Görgün, 2004: 25).

#### 1.4. 2000 SONRASI ve 2008 KÜRESEL EKONOMİK KRİZ DÖNEMİNDE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

2000'li yılların başında gelişmiş ülke ekonomilerinde yavaşlamalar yaşanmıştır. Bu yavaşların önüne geçebilmek ve genel ekonomik performansı artırabilmek amacıyla bu ülkelerin merkez bankaları para politikaları uygulamalarında gevşemeye gitmişlerdir. Başta ABD olmak üzere bu genişletici para politikası uygulamaları diğer gelişmiş ekonomilerde de 2000'li yılların başında kendini göstermiştir. Uygulanan bu genişletici para politikası ise küresel bazda bir likidite artışına neden olmuştur. Bu politika 2004 yılında ABD'nin para politikalarında sıkılaştırmaya gitmesine kadar sürmüştür. Arada geçen bu yaklaşık 4 yıllık dönemde oluşan likidite fazlalığı ise finansal kuruluşların düşük faizle borçlanarak, bu likiditeyi kredi şeklinde piyasaya sunmalarına neden olmuştur. Bu fazla likidite ABD'de konut ipotekli krediler vasıtasıyla piyasaya sürülmüştür. Bu durum özellikle ABD'de konut fiyatlarında ciddi ama yapay artışlara neden olmuştur. 2004'te ABD Merkez Bankası FED'in sıkı para politikası uygulamaya başlaması ile konut piyasasında yaşanan sorunların açığa çıkmasına sebep olmuştur. 2007 yılında finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmalar ile birlikte piyasalardaki risk algılarında bozulmalar meydana gelmiştir. Risk algılarında meydana gelen bu artışlar

reel sektöre de sirayet etmiş ve şirket iflaslarına neden olmuştur. Peşi sıra gelişmekte olan ülkeler de bu durumdan etkilenmeye başlamış ve ABD’de başlayan bu kriz küresel bir boyut kazanmaya başlamıştır (Dağgeçen, 2012: 15).

Daha önceki finansal krizlerde olduğu gibi 2008 ekonomik krizinde, krizin çıktığı ülke olan ABD’den sermaye çıkışı olmadığı gibi bu ülkeye bu dönemde sermaye akımlarında artışlar yaşanmıştır. Krizin derinliğinin en çok hissedildiği ve Lehman Brothers adlı finansal şirketin batışının gerçekleştiği 2008 yılı eylül ayında ABD dolarının diğer para birimleri karşısında değer kazandığı görülmüştür. Bu durumu sermaye akımlarının daha güvenli finansal piyasalara yönelmesi olarak değerlendirip, diğer ülkelerdeki risk algısının daha yüksek olduğunun düşünülmesi ile açıklamak mümkündür. Bu noktada uluslararası sermaye ABD hazine tahvil ve bonolarına yönelmiş ve güvenli liman olarak yine krizin başladığı ABD’yi tercih etmiş ve oraya doğru yönelmiştir (Dağgeçen, 2012: 16).

Bu dönemde bankaların sahip olduğu varlıkların çeşitleri ve ellerinde bulundurdukları bu varlıkların değerlerinin belirlenmesinde yeteri kadar şeffaflık olmadığı anlaşılmıştır. Bu durum, türev finansal ürünlerden oluşan finansal sözleşmelere sahip Lehman Brothers gibi kurumların iflas etmelerinin ardından ortaya çıkan riskin hesaplanabilmesini zorlaştırmış ve risklerin belirlenememesi nedeniyle krizin etki alanı oldukça genişlemiştir. Kriz öncesi likiditenin bol olduğu dönemde verilen kredilerin temelini mortgage kredileri olması ve türev ürünlerin bu kredilere dayandırılarak menkul kıymetleştirilmesi neticesinde sorunlu krediler bir finansal kurumdan diğerine yayılmıştır. Bu kredilerde yaşanan problemler de birbiriyle ilişkili şekilde birçok kurumu etkisi altına almış ve süreç güçlü diye anılan finansal kurumların iflası ile sonuçlanmıştır (Bayrak ve Kanca, 2013: 41).

Finansal piyasalarda türev ürünlerin ve bu ürünlerde kullanılan finansal kaldıraçların kullanılması nedeniyle, kredi derecelendirme kuruluşlarının bu finansal kurumların problemlerini tespitini zorlaştırmıştır. Dolayısı ile kriz ortaya çıkmadan önce kredi derecelendirme kuruluşları bir etkinlik gösterememiş ve dolayısıyla bu kriz giderek büyümüştür. Kredi derecelendirme kuruluşları verdikleri notları ancak kriz başladıktan sonra düşürmüştür. Örnek verilecek olursa başlıca iki derecelendirme kuruluşunun sadece 2007 yılının 2.yarısı ve 2008 yılının ilk yarısında yaklaşık 1.9 trilyon dolarlık mortgage destekli türev ürünün notunu düşürmüştür (Bayrak ve Kanca, 2013: 41).

2008 küresel ekonomik krizin oluşumunda, aşırı değerlenen gayrimenkul fiyatları ve bu fiyatlar üzerinden verilen kredilerle tarihi bir finansal balonun oluşması etkin rol oynamıştır. Ancak krizin bu denli büyümesine ve dalgalar halinde tüm dünyaya sirayet ederek küresel boyut kazanmasına bu kredilere dayanarak yapılan türev işlemlerin yol açtığı söylenebilir.

2008 küresel finansal krizinin ardından 2009 yılında da küresel anlamda sermaye hareketlerinde azalmalar meydana gelmiştir. Ancak bu azalmalar 2010 yılında yeniden artış yönünde gelişmiş ve 2010 yılında küresel ekonomik kriz öncesi seviyesine tekrar ulaşmıştır. 2012 yılı incelendiğinde dünyada en fazla yabancı sermaye çeken bölgenin Doğu Asya ve Pasifik bölgesi olduğu görülmüştür. Bu bölgenin global sermayeden aldığı pay 2012 yılı için %43 düzeyinde olmuştur. Latin Amerika ülkelerinde küresel finansal kriz öncesinde pay %10 düzeyinde iken bu pay 2012 yılında yaklaşık %28 düzeyine yükselmiştir. Kriz sonrasında Latin Amerika ülkelerinin payında önemli ölçüde artış gözlemlenmektedir (Cengiz ve Karacan, 2015: 30).

2008 küresel ekonomik krizinin etkileri oldukça uzun sürmüştür. Dünya ekonomisi kriz öncesi döneme göre daha yavaşlamış bir seyir izlemiştir. 2013 ve 2018 yıllarında kriz öncesi dönem ekonomik performansına yaklaşılmış ancak tekrar yavaşlamalar söz konusu olmuştur. Küresel ekonomik krizin yaşandığı 2008 yılından 2022 yılına kadar geçen zaman zarfında dünya ekonomisinin ortalama büyüme hızı yaklaşık olarak %3.3 olarak gerçekleşmiştir. Küresel kriz öncesindeki 15 yıllık süreçte ise ortalama büyüme oranı %7.7 düzeyinde gerçekleşmiştir. Dolayısı ile 2008 küresel ekonomik krizinin etkileri uzun vadeli olmuştur (Eğilmez, 2002).

2019 yılında Çin'de başlayan ve ardından tüm dünyaya yayılan Covid-19 olarak adlandırılan virüs, 2020 yılı mart ayında Dünya Sağlık Örgütü tarafından pandemi olarak ilan edildi. Bu süreçten sonra Covid-19 Pandemisi olarak adlandırılan bu sağlık krizi, ülkelerin sadece sağlık sistemlerini değil, sosyal ve ekonomik yapılarını da etkiledi. Pandemi süreci ile birlikte virüsün yayılımını engellemeye yönelik alınan tedbirler neticesinde zorunlu kapanmalar yaşandı. Bu durum dünya genelinde tedarik zincirlerinde kopmalara neden oldu. Böylelikle büyük çaplı bir ekonomik problem haline dönüştü. Küresel çapta arz ve talep şoklarının birlikte yaşanması Covid-19 krizinin, 1929 yılında yaşanan büyük buhrandan sonra dünya çapında yaşanan büyük krizler arasında yer almasına neden olmuştur (Küçükbay vd., 2021).

Tedarik zincirlerinde yaşanan aksamalar nedeniyle özellikle imalat sanayiinde maliyetlerde artışlar yaşanmıştır. İmalat alanında dünya çapında ciddi paya sahip olan Çin’de meydana gelen kapanmalar ve ulaşım olanaklarının kısıtlanmasıyla ürünlerinin büyük çoğunluğunu Çin’den tedarik eden firmalar iflasın eşiğine gelmişlerdir. ABD’de şirketlerin yaklaşık %75’i tedarik sıkıntısı yaşadıklarını beyan etmişlerdir. (Cinel, 2020: 132).

Bu dönemde hükümetler ortaya çıkan bu ekonomik sıkıntıları önleyebilmek adına geniş çaplı ekonomik tedbirler almaya başlamışlardır. Bu bağlamda genişletici para ve maliye politikaları ile krizin büyümesi engellenmeye çalışıldı. Bu bağlamda Amerika Merkez Bankası (FED) ve diğer başlıca merkez bankaları faiz oranlarını indirmişler ve parasal genişleme kararı almışlardır (Mercan, 2022: 137).

Covid-19 salgını ile başlayan ekonomik kriz elbette finansal piyasalar üzerinde de olumsuz etkilere neden olmuştur. 2020 yılının şubat ayında salgın henüz pandemi olarak ilan edilmemişken dünyada önde gelen birçok menkul kıymet borsasında ilk tepkiler görülmeye başlanmıştır. Hisse senedi piyasalarında küresel olarak %30 düzeyinde düşüşler görülmüş ve hisse senedi piyasalarının oynaklıklarında artışlar yaşanmıştır.

Dünya sağlık örgütünün 11 Mart 2020 tarihinde Covid-19 virüsünü pandemi olarak ilan etmesiyle dünyadaki birçok borsada bu duruma ilişkin ciddi boyutlu düşüşler gerçekleşmiştir.

**Tablo 1:** Pandemi İlanı İle Dünya Borsalarında Değişim

| Endeksler  | Ülke                              | 11.03.2020 | % Değişim<br>12.03.2020 |
|------------|-----------------------------------|------------|-------------------------|
| MSCI - DM  | Gelişmiş Piyasalar Endeksi        | 1.972      | -9,91                   |
| S & P 500  | ABD                               | 2.741      | -9,51                   |
| NASDAQ     | ABD                               | 7.952      | -9,43                   |
| FTSE 100   | İngiltere                         | 5.877      | -10,87                  |
| DAX        | Almanya                           | 10.439     | -12,24                  |
| CAC 40     | Fransa                            | 4,61       | -12,27                  |
| NIKKEI 225 | Japonya                           | 19.416     | -4,41                   |
| HANG SENG  | Hong Kong                         | 25.232     | -3,66                   |
| MSCI - EM  | Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi | 947        | -6,71                   |
| SHCOMP     | Çin                               | 2.969      | -1,52                   |
| SENSEX     | Hindistan                         | 35.697     | -8,18                   |
| RTSI       | Rusya                             | 1.086      | -11,03                  |
| BIST 100   | Türkiye                           | 1.009      | -7,25                   |

**Kaynak:** Koç ve Karpuz (2022)

Yukarıdaki tabloda pandemi ilanının yapıldığı gün seçilmiş gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsalarında ortaya çıkan tepkiler görülmektedir. Buna göre gelişmiş ülke borsalarını içeren gelişmiş piyasalar endeksi (MSCI-DM) 12 Mart 2020 tarihi itibarıyla %9,91'lik bir düşüş yaşamıştır. Aynı gün için gelişmekte olan piyasalar endeksi (MSCI-EM) de %6,71'lik bir düşüş yaşamıştır. Aynı tarihte Türkiye'de Borsa İstanbul'da da BİST 100 endeksinde %7,25'lik bir düşüş kaydedilmiştir (Koç ve Karpuz, 2022: 78).

Küresel ekonomik kriz ile başlayan, Covid-19 Pandemisi ile devam eden, ekonomiyi canlı tutmak, durgunluğa girmesini engellemek ve krizin etkilerini gidermek amacıyla uygulanan parasal gevşemelerle para arzının artırılarak faiz oranlarının düşük tutulması bu dönemin genel parasal yapısını ifade etmektedir. 2008 krizi ve sonrasında uygulanan bu gevşek parasal politikalar uzunca bir zaman yayılmasına karşın, bu zaman kadar geçerli varsayılan para politikası görüşlerine aykırı bir biçimde enflasyonist bir ortam oluşturmamıştır. Para arzının artırılmasıyla sağlanan ekonomik büyümenin getireceği enflasyon olgusu ortaya çıkmamıştır. Tersine genişletici para politikasının uygulandığı ülkelerde enflasyon düşük düzeylerde kalmıştır.

Bu şaşırtıcı gelişmenin temel nedeni daha önceki dönemlerden farklı olarak teknolojik ilerleme ile birlikte sermaye hareketlerinin tam anlamıyla serbest kalmasından kaynaklanmaktadır. Artırılan para arzı, sermaye hareketleri vasıtasıyla dünyanın herhangi bir yerine herhangi bir kısıtlama olmadan hareket edebilmektedir. Finansal anlamda kazancın yüksek olduğu piyasalara artan bu para arzı yönelmektedir. Gelişmiş ekonomilerde ortaya çıkan para arzındaki artışlar, finansal piyasalar aracılığı ile gelişmekte olan ülke piyasalarına yönelmiştir. Dolayısıyla enflasyon, parasal genişlemeyi uygulayan ülkelerde değil, finansal piyasalar aracılığı ile bu paraların yöneldiği gelişmekte olan ülkelerde görülmüştür.

Ancak bu görüntü 2021 yılının ikinci yarısından sonra değişmeye başlamıştır ve tedarik zincirindeki bozulmalarla bazı emtia fiyatlarında meydana gelen artışlar bu ülkelerde de enflasyonist ortamın oluşmasına neden olmuştur. 2022 yılının başında bu duruma Rusya – Ukrayna Savaşı'nın da eklenmesiyle enflasyonist ortam artan petrol fiyatlarıyla iyiden iyiye kendini göstermeye başlamıştır. Pandemi süreciyle dünya piyasalarına sürülen çok geniş hacimli dolarlar ABD ekonomisine geri dönmeye başlamış ve ABD ekonomisinde ek enflasyonist baskı yaratmıştır. Bu durum karşısında

FED faiz artırımı kararı almış ve piyasadan fazla likiditeyi çekme yönünde politikalar geliştirmiştir (Eğilmez, 2022).

Son dönemde dünyada baskın olan merkez bankalarının uyguladığı sıkı para politikaları ve fazla likiditenin piyasalardan çekilmesi yönünde uyguladıkları politikalar neticesinde özellikle hisse senedi piyasalarında baskılar oluşmuştur. Rezerv para olarak tanımlanan Amerikan Dolarının, konvertibilitesi yüksek paralar karşısındaki değerini gösteren dolar endeksinde (DXY) artışlar oluşmuştur.

## **2. TÜRKİYE'DE YABANCI SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ**

Bir ülkenin ödemeler bilançosu ile uluslararası sermaye hareketleri arasında doğrudan bir bağlantı söz konusudur. Ödemeler bilançosunda cari işlemlerden kaynaklı bir açık ve ülkenin döviz rezervlerinde de yetersizlik var ise cari işlemlerde ortaya çıkan bu açık ancak uluslararası piyasalardan bulunacak bir kaynakla finanse edilebilecektir. Ödemeler bilançosundaki dengesizlik Türkiye için kronikleşmiş bir problem niteliğindedir. İkinci dünya savaşından sonra ülkenin büyüme hedeflerinin, iç kaynaklarla sürdürülemez ölçüde belirlenmiş olması ve bu politikaların izlenmeye devam etmesi dış kaynak kullanımını zorunlu ve süreklilik arz eden bir hale getirmiştir. Ödemeler bilançosundaki bu dengesizliklerin giderilmesi amacıyla doğrudan müdahalelerle sınırlandırıldığı dönemlerde de dış ödemelerle ilgili krizler oluşmuş ve bu krizleri aşmak amacıyla kapsamlı istikrar programları izlenmek durumunda kalınmıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 45).

1950'li yıllardan itibaren Türkiye ekonomisi dış ekonomik dengede ortaya çıkan bozulmaları düzeltebilmek amacıyla dış ticarete müdahale ve kambiyo kontrolü yöntemlerini uygulamıştır. 1960 yıllara gelindiğinde ise yerli üretimi korumak ve ithal malları talebini azaltmak amacıyla izlenen ithal ikameci sanayileşme stratejisi, müdahaleler ile dış dengenin sağlanmasını zorunlu kılmıştır. Yurtdışı sermaye kullanımı ise sadece ithal ikameci sanayileşmenin finansman aracı olarak kullanılmıştır. Dövizle yapılan tüm işlemler merkez bankası kanalıyla yapılabilmekteydi. Sermaye hareketleri de bu bağlamda merkez bankası aracılığıyla mutlak kambiyo denetimi kapsamı altında gerçekleştirilmekteydi. Bu yıllarda dış ticaretin müdahale ile gerçekleştirilmesi ve sermaye hareketlerinin de oluşan cari açıkların finansmanında kullanılması haricinde kalan kısmının denetlenmesi özellikle gelişmekte olan pek çok ülke için yaygın

politikalarıdır. Türkiye de bu dönemde uluslararası genel yaygın bu politikayı benimsemiştir.

1960 yılların sonuna gelindiğinde ise bu politika anlayışı değişmeye başlamış, dışa açık ve dünya ekonomisine entegre olmuş iktisat politikalarının uzun dönemde daha faydalı olacağı görüşü dünya üzerinde kabul görmeye başlamıştır. 1970’li yıllarda ortaya çıkan ve petrol krizi olarak adlandırılan ekonomik kriz ile birlikte bu anlayış daha da yaygınlaşmıştır. Bu krizden çıkış için piyasa ekonomisinin ön plana alındığı, ülkelerin birbirleriyle entegre biçimde hareket ettiği ve rekabetçi yapının sağlandığı ve adına küreselleşme denilen süreç hızlanmıştır. Dünya ekonomisinde ortaya çıkan bu yeni durum, tüm gelişmekte olan ülkeleri etkilediği gibi Türkiye’yi de bu yeni politikalara adaptasyon konusunda zorlamıştır. Türkiye bu sürece geç dahil olan ülkeler arasındadır. Türkiye 1980’li yılların ortasına kadar dış ticaretin önündeki engelleri kaldırmayı ancak sağlayabilmiştir. Sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması ise 1980’li yılların sonunu bulmuştur (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 47).

1980’li yıllarda pek çok gelişmekte olan ülkenin uyguladığı bu yeni ekonomi politikalarını “Washington Kararları” adı verilen bir listede toplamak mümkündür. Bu liste:

- Mali disiplinin sağlanması.
- Kamu harcamalarında sağlık, eğitim ve altyapı yatırımlarına öncelik verilmesi.
- Vergi tabanının genişletilmesi ve marjinal vergi oranlarının kısılması.
- Gerçekçi ve rekabetçi döviz kurları.
- Mülkiyet haklarının korunması
- Devletin piyasalara müdahalesinin önlenmesi
- Ticaretin serbest bırakılması
- Özelleştirmeler
- Doğrudan yabancı yatırımların önündeki engellerin kaldırılması
- Finansal serbestleşmenin sağlanması olarak ifade edilebilir. Bu sıralanan politikalar bu güne değin özellikle gelişmekte olan ülkelerin ve bunların içerisinde Türkiye’nin de uyguladığı ithal ikameci politikaların tam tersini ifade etmektedirler.

80’li yıllarda birçok gelişmekte olan ülke bu politikalara yönelmiştir. Bu politikaların

bu ülkelerde uygulanma dereceleri ve zamanları farklılıklar göstermektedir. Ancak bu ekonomi politikalarındaki değişim küresel bir olgudur (Kutlu ve Eşkinat, 2002: 95).

## 2.1. 1980 – 1990 YILLARI ARASINDA TÜRKİYE’DE YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ

Türkiye 1980 yılına kadar ithal ikameci politikalar izlemiştir. 1978-1980 yılları arasında yaşanan borç krizi ise bu ithal ikameci politikaların yerine ihracatı teşvik etmeye yönelik politikalar izlenmesini zorunlu kılmıştır. Bu yeni politika yaklaşımı uluslararası ticaret, ödemeler bilançosunda sermaye hesabı ve finansal sektöre yönelik reformlar ile hayata geçmiştir. Bu yeni politika uygulamaları bir anda olmamıştır. 1980’li yılların ortalarına kadar cari işlemler hesabının altındaki asgari düzeydeki kontroller haricinde uluslararası ticaret tamamen serbestleştirilmiştir. Böylelikle Türkiye’nin ihracat performansında bir artış meydana gelmiş ve ülkenin uluslararası sermaye piyasalarındaki görünümü iyileşmiş ve kredibilitésinin artmasını sağlamıştır (Cengiz ve Karacan, 2015: 334).

Türkiye’de finansal piyasaların serbestleşmesine yönelik olarak atılan ilk adım, yurtiçi finansın serbestleştirilmesine yönelik olmuştur. 1981 yılında mevduat faizleri önündeki sınırlamalar kaldırılarak faiz oranı serbest bırakılmıştır. Faize yönelik devlet kontrolleri kaldırılarak para piyasası serbest piyasaya dönüştürülmüş ve iç finansal piyasaların derinliğinin artırılması amaçlanmıştır. Faiz oranlarının serbest bırakılması ile birlikte bugüne kadar negatif seyreden reel faiz oranları yükselerek pozitif değerler almaya başlamıştır. Ancak faiz oranlarında uygulanan bu serbestlik sadece mevduat faizlerini kapsamıştır. Kredi faiz oranları ise önceden bildirilen oranlarda uygulanmıştır. Bu durum mevduat ve kredi faiz oranları arasında tutarsızlıklar oluşturması nedeniyle, Türkiye’de faaliyette bulunan bankaların aralarında anlaşarak mevduat faiz oranlarını kredi faiz oranları ile dengeli bir seviyede tutmalarına neden olmuştur. Ancak bu durum piyasada iki farklı faiz oranının oluşması neden olmuş, bu ikincil ve daha yüksek faiz oranını oluşturan kesim ise bankerler olmuştur. Bankerlerin topladıkları birikimlerin boyutundaki artış, o dönem için bankacılık sistemini zorlayacak boyutlara ulaşmıştır.

Türkiye’de finansal serbestleşmenin ilk uygulama alanı bu şekilde adına banker krizi denilen bir süreçle sonuçlanmış ve mevduat faizlerinin belirleyicisi merkez bankası olmuştur. Mevduat faizlerinin tekrar serbestleştirilmesi ancak 1988 yılında sağlanabilmiştir (Turgut, 2010: 237).



Bankaların döviz üzerinden mevduat tutmaları ve döviz üzerinden işlem yapabilmeleri 1984 yılında döviz kuru sisteminin serbestleştirilmesiyle başlamıştır. Bu sayede yerli veya yabancı kişilerin ülke içerisinde tüm döviz işlemlerine serbestlik getirilmiştir. Bu bağlamda herhangi bir döviz cinsi üzerinden borç alacak işlemleri gerçekleştirilmeye başlamış ve tasarrufların döviz cinsinden tutulabilmesinin önünde bir engel kalmamıştır.

1986 yılında ise Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve bugün ki adıyla Borsa İstanbul (BİST) İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) kurulmuştur. 1987 yılında da TCMB piyasalara müdahil olmak amacıyla açık piyasa işlemleri yapmaya başlamış ve kullandığı politika araçlarına bir yenisini eklemiştir (Tanören, 2009: 90).

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine yönelik düzenleme ise 1989 yılında gerçekleştirilmiştir. 32 numaralı kararname, Türk Parası'nın Kıymetini Koruma Kanunu'nda yapılan değişiklikle sermaye hareketlerine yönelik serbestlik sağlanmıştır. Bu kararname ile:

- Döviz bulundurmakla ilgili tüm kısıtlamalar kaldırılmıştır.
- Yurtiçi yerleşiklerin yurtdışından ülkeye döviz transferinin önünde herhangi bir engel kalmamıştır.
- Yabancıların İMKB (BİST)'de kote edilmiş tüm menkul kıymetleri alıp satmaları serbesttir.
- Yurtiçi yerleşiklerin, yurtdışı borsalarda işlem gören menkul kıymetleri alıp satmaları ve bu amaçla yurtdışına döviz transferleri serbestleşmiştir.
- Yurtiçi yerleşiklerin yurtdışına menkul kıymet çıkarmaları, piyasaya sürmeleri ve satmaları serbestleştirilmiştir.
- Yabancı sermayenin satışından veya tasfiyesinden elde edilen gelirler yurtdışına transfer edilebilir.
- Yurtdışından döviz kredisi almak serbestleştirilmiştir.
- Yurtdışı yerleşiklerin Türk Lirası hesap açmaları ve bu hesaplardaki tutarları transfer etmeleri serbestleşmiştir.
- Yurtdışı yerleşiklerin gayrimenkul satın alımları ve bu gayrimenkullerin satışından elde edilen gelirlerin yurtdışına transferi serbestleştirilmiştir.

- Yurtdışı yerleşiklerin döviz alış-satışı, transferi ve yurtdışına Türk Lirası transferleri serbestleştirilmiştir (Tanören, 2009: 92).

1989 yılında başlayan bu finansal liberalizasyon, ülkenin içinde bulunduğu yüksek enflasyon ortamı, liberalizasyonu takiben yapısal düzenlemelerin eksik kalması dönüşümün eksik kalan yönüdür. Sermayenin ülkeye girişinin önündeki engellerin kaldırılmasıyla ülkeye giren sermaye miktarında artışlar yaşanmıştır. Ancak bahsedilen düzenlemelerin zamanında yapılmamasıyla da Türkiye finansal sistemi dış piyasalara bağımlı hale gelmiştir (Cengiz ve Karacan, 2015: 334).

1989 yılında uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki engellerin de kaldırılmasıyla tamamlanan finansal liberalizasyon süreci, yurtiçi mal ve finans piyasalarında gerekli olan istikrar tam anlamıyla gerçekleşmeden devreye alındığından maliyeti ağır olmuştur. Dış şoklara karşı açık hale gelen Türkiye ekonomisi giderek şiddetlenen finansal ve beraberinde reel krizlere açık hale gelmiştir (Yeldan, 2001: 55).

1980’li yıllarda yapılan düzenlemelerin zamanlaması ve uygulaması göz önünde bulundurulduğunda, 80’li yılların ilk yarısında göreceli olarak çok sınırlı ve dalgalı bir uluslararası sermaye hareketinden bahsedilebilir. 80’lerin ikinci yarısı itibari ile ülkeye yönelik sermaye akımlarının boyutunda büyümeler olmuştur. 1980 – 1984 döneminde sermaye girişlerinin yıllık ortalaması yaklaşık 560 milyon dolardır. 1985 – 1989 döneminde ise bu miktar 1,5 milyar dolara yükselmiştir. Uluslararası sermaye girişlerinde 1980’li yıllarda yaşanan bu artış, ekonomide liberalleşmeye başlamanın etkisi olarak gösterilebilir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 48).

## 2.2. 1990 – 2000 DÖNEMİNDE TÜRKİYE’DE YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ

1990’lı yıllara gelindiğinde Türkiye’ye yönelik sermaye hareketlerinin kısa vadeli sermaye hareketlerine dönüştüğü görülmektedir. Finansal serbestliğin sağlanması ile yurtiçine girişi artan uluslararası sermaye, ulusal paranın aşırı değerlenmesine neden olmuştur. Yurtiçi piyasada serbestlikle birlikte bollaşan döviz miktarı Türk Lirasının değerinin artmasına neden olmuştur. Türk lirasında meydana gelen bu değer artışı bankaları yurtdışından borçlanmaya itmiş, yurtdışından sağlanan bu yeni fonlar ya yüksek getirili devlet borçlanma araçlarına yönelmiş ya da yurtiçi piyasaya kredi olarak verilmiştir. Bu durum ara ve nihai mal statüsündeki ithal mallarına olan talebin artmasına neden olurken, aşırı değerlenmiş Türk Lirası ihracatçıların uluslararası

rekabet gücünü düşürmüştür. İthalatta yaşanan artışlar ve ihracatta yaşanan gerilemeler nedeniyle dış ticaret açığı sorunu büyümüştür. 1993 yılında dış ticaret açığı 6,4 milyar dolara yükselmiştir. Bu dış ticaret açığını giderebilmek için ise yine uluslararası sermayeden faydalanılmıştır. Böylelikle uluslararası sermayenin önemi ülke ekonomisi için daha da artmıştır (Tanören, 2009: 94).

Dünya genelinde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinde meydana gelen artışlara paralel olarak 1990'lı yıllarda Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinde de artışlar yaşanmıştır. Sermaye hareketlerindeki bu hacimsel artışın yanı sıra sermaye hareketlerinin farklı yıllardaki hacimlerinde de dalgalanmalar yaşanmıştır. Özellikle 1991 ve 1994 yıllarında önemli kırılmalar yaşanmıştır. Bu yıllarda yabancı sermayenin net değerlerine bakıldığında ülkemize sermaye girişi değil çıkışı yaşanmıştır. Bu iki yılın özeliğine bakılacak olursa; 1991 yılında Türkiye'den kaynaklanmayan Körfez Savaşının yaşanması ülkeden net sermaye çıkışına neden olurken, 1994 yılı için de Türkiye'de yaşanan ulusal ekonomik kriz sebep olarak gösterilebilir (Berksoy ve Saltoğlu. 1998: 49).

1990-1993 döneminde döviz kurlarında uygulanan gizli nominal çapa döviz kuru riskinin düşük seyretmesine neden olmuştur. Ayrıca yurtiçi ve yurtdışı faiz farklarının yüksek olması sebebiyle bankalar yurtdışından borçlanarak elde ettikleri fonları kamuya borç olarak vermişlerdir. Devletin iç borçlanma amacıyla ihraç ettiği senetler bankaların kısa vadeli de olsa buldukları dış kaynaklarla finanse edilmiştir. Bu durum içeride mali piyasalara yönelik yapılması gereken düzenleme gereksinimlerini hafifletmiş ve aslında iç borç stokunun daha da artmasına neden olmuştur. Bu yıllarda merkez bankası parasal genişleme ve fiyat istikrarının kontrolü yerine, finansal piyasaların istikrarını sağlamaya yönelik politikalar uygulamıştır. Reel döviz kurunun istikrarlı seyretmesi için döviz kurlarına açık piyasa işlemlerini kullanarak müdahalelerde bulunmuştur (Babaoğlu, 2005: 81).

Bu yıllarda Türkiye'de doğrudan yabancı yatırımların boyutu oldukça düşük düzeyde kalmış ve GSMH'nin %0.5'ini hiç geçememiştir. Türkiye'nin oldukça dinamik bir imalat sektörü olması ve çokuluslu şirketler için önemli bir üretim üssü olduğu düşünüldüğünde bu düzeydeki doğrudan yabancı yatırımlar düşük kalmıştır. Otomobil sektörü gibi sektörlerde çok uluslu firmaların Türkiye'deki varlıkları beraberinde büyük bir finansal giriş sağlamamıştır (Celasun vd., 1999: 5).

1994 yılına gelindiğinde ise Türkiye büyük bir ekonomik krizle karşılaşmıştır. Bu ekonomik kriz Türkiye'nin kendi iç finansal yapısından ve durumundan kaynaklanmış bir krizdir. Krizin temel nedeni olarak aşırı değerli Türk Lirası ve yüksek reel faiz düzeyi gösterilebilir. Sıcak para olarak nitelendirilen kısa vadeli yabancı sermayenin yüksek faiz getirisi nedeniyle alınmasıyla bollaşan döviz, ulusal paranın aşırı değerlenmesine neden olmuş, bu aşırı değerlenme ile ara malı ve nihai mallar ithalatı artmıştır. Bu durum ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için kullanılmıştır. Fakat bu ekonomik büyüme reel bir ekonomik büyümeden ziyade sanal bir büyüme niteliğinde olmuştur. Uygulanan bu politika nedeniyle cari işlemler açığında oluşan artışlar sermaye ihtiyacını daha da artırmıştır. Bununla birlikte ekonomide reel faiz oranlarının çok yüksek seyretmesi özel sektörün yeni yatırımlar yapmasının önünü kesmiştir (Tanören, 2009: 98).

Tüm bu süreç boyunca kamu kesimi borçlanma gereğinde büyük artışlar yaşanmıştır. 1988 yılında kamu kesimi borçlanma gereği GSMH'nın yaklaşık %5'i düzeyindeyken bu oran 1993 yılında %12 düzeyine yükselmiştir. Kamu kesiminin üzerindeki bu ağır borç yükünü azaltmak amacıyla faiz oranlarında indirime gidilmiştir. Bütçe açıklarının varlığı, enflasyonun yüksek seyretmesi, cari açığa meydana gelen artışlar gibi nedenlerle Türk Lirasına olan güven azalmış ve yabancı sermayede meydana gelen çıkışlarla dövize olan talepte artışlar meydana gelmiştir. Sonuç olarak serbest piyasada döviz kurları yükselmiştir. 1994 yılının başında merkez bankasının uyguladığı resmi kur ile serbest piyasada oluşan kur arasında %23'ün üzerinde bir fark oluşmuştur. Sonuç olarak 1994 yılında 26 Ocakta, 1 Martta ve 17 Martta devalüasyonlar yapılmıştır. 1994 yılının başından Nisan ayına kadar Türk Lirasının dolar karşındaki değer kaybı %172 düzeyine kadar yükselmiştir. Yabancı sermayenin ülkeyi terk etmesi ve bankaların dolara hücum etmesiyle, dolara yönelik aşırı talep oluşmuş ve merkez bankası rezervleri de erimiştir. Özet olarak Türkiye ekonomisi krize sürüklenmiş ve 5 Nisan 1994 tarihinde Türk Lirası bir günde %39 değer kaybetmiş, döviz rezervleri 3 Milyar dolar düzeyine gerilemiş ve enflasyon %106 düzeyine çıkmıştır (Turgut, 2010: 249).

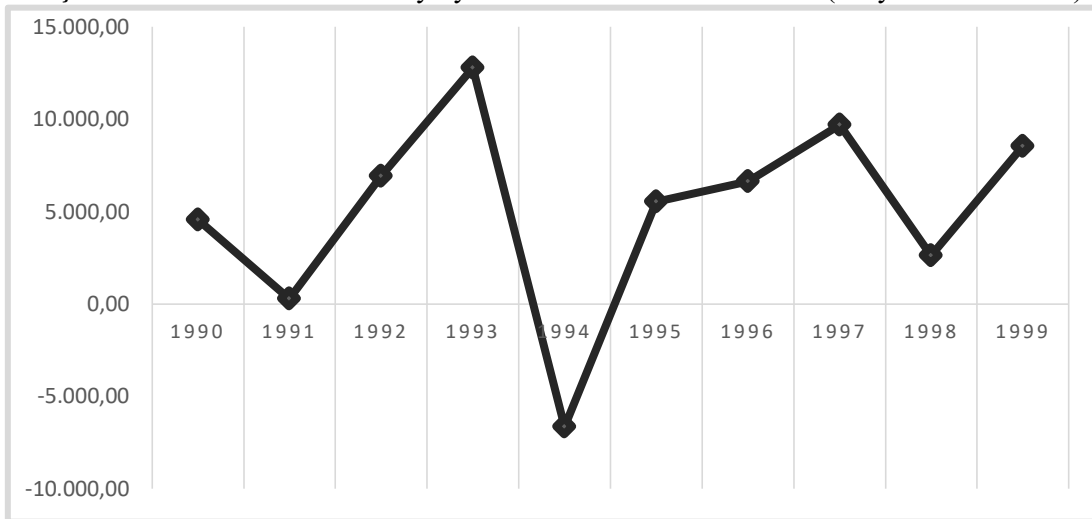
1994 krizinden çıkış, özel sektör borçlanmasıyla birlikte ve nispeten krizden az etkilenen bankacılık sektörüyle tahmin edilenden daha çabuk atlatılmış ve 1995 yılında Türkiye'nin ekonomik büyümesi %8 gibi yüksek bir oranda gerçekleşmiştir. Uluslararası piyasalarda faizlerde meydana gelen düşüşler nedeniyle uluslararası

sermaye için Türkiye'deki faiz oranlarının arbitraj için yüksek seyretmesi ve 1996 ve 1997 yıllarının olumlu uluslararası finansal koşullarıyla cari işlemlerde oluşan açıktan daha fazla miktarda uluslararası sermaye girişi sağlanabilmiştir (Tanören, 2009: 103).

1998 yılında yeni bir para politikası uygulanmaya başlanmıştır. Bu programla merkez bankası rezerv parayı kontrol etmeyi hedeflemiştir. Ancak 1998 yılında Rusya'da başlayan krizle bu programa son verilmiştir. 1999 yılı ile birlikte Rusya'da oluşan krizin etkilerinin ortadan kalkmaya başlamasıyla Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinde yeniden artışlar yaşanmıştır. Özellikle portföy yatırımlarındaki değişim etkili olmuştur. Portföy yatırımları 1998 yılında net olarak yaklaşık -5 Milyar dolarken, 1999 yılında 4 milyar düzeyini aşmıştır. Ancak 1999 yılının Nisan ayında yapılan genel hükümet seçimleri ve ağustos ayında gerçekleşen büyük Marmara depremi gibi nedenlerle mali dengeler bozulmuştur (Babaoğlu, 2005: 84). Bu bozulma Türkiye'yi yeni bir IMF Stand-By anlaşmasına itmiştir.

1999 yılının sonunda Türkiye ile IMF arasında yeni bir Stand-By anlaşmasına gidilmiş, döviz kuru ile enflasyon oranının paralel seyrettiği Türkiye ekonomisinde enflasyonun düşürülebilmesi amacıyla döviz kuru hedeflemesi yapılmıştır. Bu bağlamda 18 ay boyunca döviz kurundaki yıllık artış oranının %20 olacağı ve 18 ayın sonunda dalgalı döviz kuruna geçileceği belirlenmiş ve önceden ilan edilmiştir (Tanören, 2009: 105).

**Şekil 1.** 1990'lı Yıllarda Türkiye'ye Yönelik Yabancı Yatırımlar (Milyon ABD Doları)



**Kaynak:** TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)

Yukarıdaki grafikte 1990'lı yıllarda Türkiye'ye yönelik net sermaye akımları gözlemlenebilmektedir. Grafığe göre 1989'da finansal serbestleşme ile birlikte Türkiye'ye yönelik sermaye akımları başlamıştır. 1990 yılından 1991 yılına

gelindiğinde sermaye akımlarında bir düşüş gözlemlenmektedir. Bu düşüşün nedeni 1991 yılında başlayan Körfez Krizidir. Türkiye için dışsal olan bu düşüşün ardından 1994 yılına kadar geçen sürede sermaye akımlarında artış gözlemlenmektedir. Önceki paragraflarda da bahsedildiği üzere 1994 yılında Türkiye’de yaşanan kriz nedeniyle bu yılda ciddi manada bir sermaye çıkışı yaşanmıştır ve net sermaye hareketleri negatif değer almıştır. Takip eden 1995 yılından 1998 yılına kadar sermaye girişlerinde artış yaşanmıştır. Bu artış küresel anlamda uluslararası piyasalarda oluşan olumlu ortamın Türkiye’ye de yansıdığı ve net sermaye girişleri ile sonuçlandığını göstermektedir. 1998 yılında ise yine bir düşüş yaşanmıştır. Bu düşüşün sebebi olarak da 1997 yılında Asya’da başlayan Asya Krizi ve 1998 yılında Rusya’yı etkileyen kriz gösterilebilir. Bu yıldan sonra net sermaye hareketlerinde tekrar bir artış gözlemlenebilmektedir.

**Tablo 2.** 1990’lı Yıllarda Türkiye’ye Yönelik Yabancı Yatırımlar

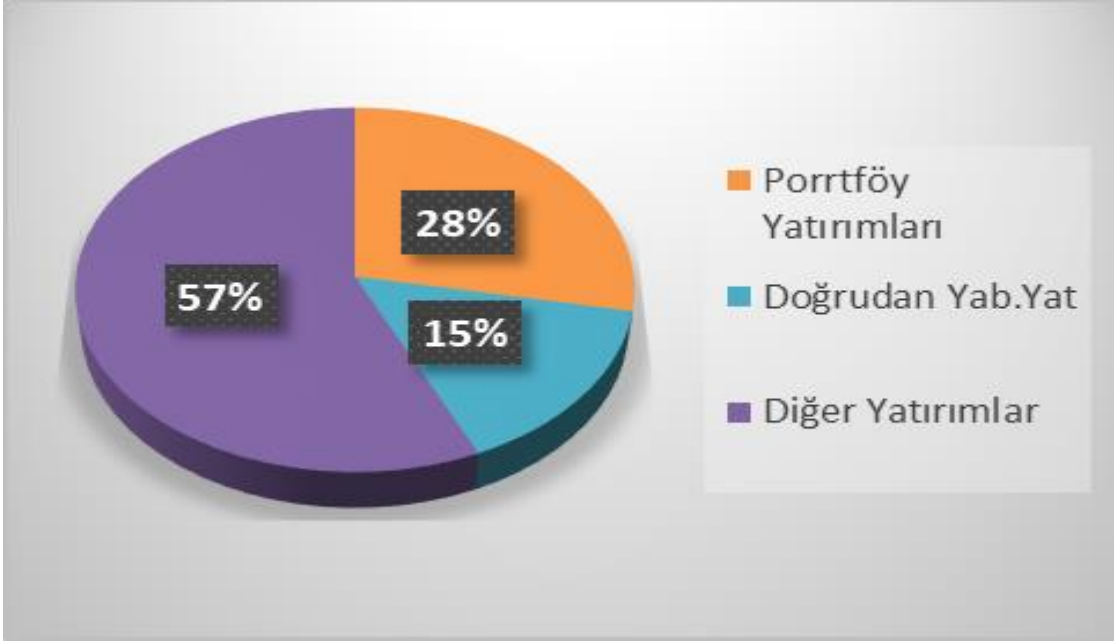
| Yıllar | Portföy Yatırımları | DYY    | Diğer Yatırımlar | Toplam Yatırımlar |
|--------|---------------------|--------|------------------|-------------------|
| 1990   | 681,00              | 684,00 | 3.199,00         | 4.564,00          |
| 1991   | 714,00              | 810,00 | -1.240,00        | 284,00            |
| 1992   | 3.165,00            | 844,00 | 2.896,00         | 6.905,00          |
| 1993   | 4.480,00            | 636,00 | 7.655,00         | 12.771,00         |
| 1994   | 1.123,00            | 608,00 | -8.397,00        | -6.666,00         |
| 1995   | 703,00              | 885,00 | 3.939,00         | 5.527,00          |
| 1996   | 1.950,00            | 722,00 | 3.970,00         | 6.642,00          |
| 1997   | 2.344,00            | 805,00 | 6.531,00         | 9.680,00          |
| 1998   | -5.089,00           | 940,00 | 6.762,00         | 2.613,00          |
| 1999   | 4.188,00            | 783,00 | 3.566,00         | 8.537,00          |

**Kaynak:** TCMB, EVDS

Tablo incelendiğinde 1990’lı yıllarda DYY kısaltması ile gösterilen doğrudan yabancı yatırımların nispeten dalgalanmadan belirli düzeylerde seyrettiği gözlemlenebilmektedir. Bunun aksine portföy yatırımları ve çoğunluğunu bankaların yurtdışı borçlanmalarının oluşturduğu diğer yatırımlar kaleminin oldukça dalgalı bir seyir izledikleri görülmektedir. Toplam yatırımlar sütunu incelendiğinde de yine dalgalı bir seyir görülmektedir. Bu dönem için toplam yatırımlar içerisinde diğer yatırımlar kaleminin ağırlığı hissedilmektedir. Yine portföy yatırımları kalemi de toplam yatırımlar içerisinde önemli bir ağırlığa sahiptir. Ancak doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) toplam yatırımlar içerisinde oldukça düşük ağırlıkta kalmıştır.

Tabloya bakıldığında 1990'lı yıllarda içerisinde 1994 ve 1998 yılları açıklanan sebeplerle sermaye girişlerinin azaldığı yıllar olarak görülmektedir. 1994 yılında portföy yatırımları 1.123 milyon dolar büyüklükte kalmış iken, diğer yatırımlar kalemi yaklaşık 8.400 milyon dolarlık bir sermaye çıkışını işaret etmektedir. Bu nedenle bu yıl toplam yatırımlar da yaklaşık 6,6 milyar dolar açık vermiştir. 1998 yılında ise uluslararası piyasalarda meydana gelen ve Türkiye için dışsal olan nedenlerle sermaye girişinde düşüş yaşanmıştır. Fakat bu yıl meydana gelen düşüşte temel belirleyici kalem 1994 yılının aksine portföy yatırımları olmuş, diğer yatırımlar kaleminde bir önceki yıla göre büyük bir değişim yaşanmamıştır.

**Şekil 2.** 1990'lı Yıllarda Yabancı Sermaye Türlerinin Ortalama Payları



**Kaynak:** TCMB, EVDS

Yukarıdaki grafik 1990'lı yıllarda Türkiye'ye yönelen uluslararası sermayenin türlerini anlamakta yardımcı olacaktır. Bu bağlamda ortalama olarak giren sermayenin %57'si içeriğinde özellikle bankaların yurtdışı borçlanmalarını ifade eden diğer yatırımlardır. %28'i portföy yatırımlarından oluşurken, kalan %15'lik kısım da doğrudan yabancı yatırımlardan oluşmaktadır.

### 2.3. 2000 – 2010 DÖNEMİNDE TÜRKİYE'DE YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ

1999 yılında başlayan yeni ekonomik programla birlikte merkez bankası kamu fonlamasını sonlandıracağını ve daha önceki dönemlerde yaşanan yabancı sermaye girişleri ile Türk Lirasını sterilize etme politikasını uygulamayacağını ilan etmiştir. Böylelikle döviz kurunda yaşanan belirsizlikler ortadan kalkmış, bu durum risk priminin düşmesine neden olarak nominal faiz oranlarında düşüşü sağlamıştır. Bu gelişmeler uluslararası sermayenin Türkiye'ye girişini hızlandırmış bununla birlikte nominal faiz oranlarında oluşan aşağı yönlü hareketler desteklenmiştir. Ancak program enflasyonu düşürmekte faiz oranlarındaki düşüş kadar başarılı olmamıştır. Cari açıkta meydana gelen artışlar beklentileri olumsuz etkilemiş ve 2000 yılının sonbaharında faiz oranlarının yeniden yükselmesine neden olmuştur.

2000 yılında özellikle bankacılık sistemi yüksek oranda vade uyumsuzluğu, likidite ve kur riskine maruz kalmıştır. Türk lirasının reel değerinde meydana gelen artış, maliye politikası uygulamasındaki gevşeklikler, Türkiye için en önemli ithalat



kalemlerinden olan petrol fiyatlarında yaşanan artışlar ve bankacılık sistemindeki zayıflama cari açığın boyutunda meydana gelen aşırı artışlar sermaye hareketlerinde çıkışa neden olmuştur. Yine bu dönemde Amerikan merkez bankası FED'in faiz oranlarında artışa gitmesi genel anlamda gelişmekte olan ülkelerden uluslararası sermayenin çekilmesine neden olmuştur. Tüm bu nedenler 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinin temelini oluşturmaktadır (Babaoğlu, 2005: 85).

22 Kasım 2000 tarihinde patlak veren kriz bankacılık sisteminden kaynaklanan bir finansal krizdir. Açık pozisyonda bulunan bankaların bu açıklarını kapatmaya yönelik hareketleri hem kamu hem de özel bankaların borçlanma arayışına girmelerine neden olmuştur. Türkiye'nin yabancı piyasalardan borçlanma faizi üzerine eklenen risk primlerinin yükselmesi bankaların yurtdışından borçlanmalarını zorlaştırmıştır. Bankalar likidite ihtiyaçları ve bu ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla yüksek faizle borçlanmaya çabaları sonucunda döviz talepleri artmıştır. Bununla beraber yabancı bankaların da ellerinde bulundurdukları devlet iç borçlanma senetlerini satarak Türkiye piyasasından çıkmaya başlamışlardır (Bahar ve Erdoğan, 2011: 10). Bu durum döviz talebinde ciddi manada artışa sebep olmuştur.

Yabancı bankaların henüz vadesi gelmemiş kredilerini geri çekmesi gecelik faiz oranlarında yüksek artışlara neden olmuştur. Kara Çarşamba olarak adlandırılan 22 Kasım 2000 tarihinde birçok banka ve aracı kurum batmış, bu ortamda artan faizler ve ödeme güçlükleri nedeniyle bankalar vadeleri dolmadan vermiş oldukları kredileri geri çağırarak iç piyasanın daha da daralmasına neden olmuşlardır (Eğilmez, 2008: 86).

Kasım krizinde ortaya çıkan dövize yönelik spekülasyon hareketi engellemek amacıyla çok yüksek oranda faiz, döviz rezervlerinden ciddi miktarda kayıp ve 7.5 Milyar dolarlık ek IMF kredisi ile ancak mümkün olabilmiştir. Kasım ayında finansal olarak bu araçları kullanmak oldukça yüksek maliyetliydi. Dolayısıyla bundan sonra oluşabilecek benzeri ataklara karşı ekonominin savunma gücü de oldukça azalmıştı. Kasım krizi bu şekilde atlatılmışken, başbakan ile cumhurbaşkanı arasında cereyan eden siyasi tartışma yeni bir spekülasyon döviz saldırısını 2001 yılının 19 Şubat günü başlattı. Bu tarihte başlayan krize dair bir takım rakamlar verecek olursak, 21 Şubatta bankalar arası gecelik faiz oranı %6200 gibi bir oranı gördü. Bu oran ortalama olarak yaklaşık %4000 düzeyinde gerçekleşti. 16 şubattaki yaklaşık 28 Milyar dolarlık Merkez Bankası döviz rezervi 23 Şubatta yaklaşık 22,5 Milyar dolara geriledi, yani bu süre zarfında 5.5 Milyar dolarlık bir azalış gerçekleşti. Kasım 2000 krizinde döviz talebi büyük ölçüde

yabancılar tarafından oluşturulmuştu, Şubat 2001’de ise yabancıların yanına yerli döviz talebi de eklendi. Özellikle bankacılık sektörünün yoğun döviz talebi oluştu. Bunun üzerine Merkez Bankası 21 Şubat 2001 tarihinde döviz serbest dalgalanmaya bıraktığını ilan etti. Döviz kurunda meydana gelen değişime bakacak olursak; 19 Şubatta Dolar kuru 686.500TL iken bu kur 23 Şubat tarihinde 920.000TL’ye 28 Şubat tarihinde de 960.000TL’ye yükselmişti. Dolar kurundaki TL aleyhine kayıp 10 günde Yaklaşık %40 düzeyinde gerçekleşmiş oldu. Şubat ayında gerçekleşen bu kriz bir döviz krizi idi ve faiz oranlarındaki aşırı artış da bu aşırı döviz talebini ve dolayısıyla krizi engelleyemedi (Uygur, 2001: 23).

Yabancı yatırım kuruluşlarının gelişmekte olan ülkelere yatırım yaparken kullandıkları ve ülke riskini hesapladıkları bir takım rasyolar bulunmaktadır. Bu rasyolar temel olarak gelişmekte olan bu ülkelerin cari açıklarının sürdürülebilir boyutlarda olup olmadığını tespit amacıyla kullanılmaktadır. Bu rasyolar belirlenen oranların üzerine çıktığında, o ülke ekonomisi için kriz sinyali olarak algılanmakta ve yatırımcı kuruluşlar yatırımcılarına o ülkedeki varlıklarını azaltmaları ve/veya boşaltmaları tavsiyesi vermektedirler. Örnek verecek olursak:

$$\lambda = g\kappa$$

Bu denklemde  $\lambda$  terimi ülkenin cari açığının GSYİH’sine oranıdır. Bu oran Türkiye ve Meksika gibi gelişmekte olan ülkeler için daha önce yapılmış çalışmalarda 2,1 düzeyinde bulunmuştur. Bunun anlamı bu ülkede sürdürülebilir bir cari açık GSYİH oranı %2.1 dir. Bu oranın üzerine çıkacak bir cari açık o ülke için sürdürülebilir olmaktan çıkacak ve kriz sinyali olarak algılanacaktır. Bir Goldman-Sachs araştırmasında GS-SCAD (Sustainable Current Account Deficit) adı verilen bu model çerçevesinde Türkiye için %2,1 oranı bulunmuştur. Türkiye’nin cari açık oranını ifade eden bu oranının 2000 yılı için %4.9 oranına çıktığı görülmektedir. Dolayısıyla bu yatırımcı firmalar için 2000 yılında kriz algısının başladığını ifade edebiliriz. Denklemdeki diğer ifadeler bakacak olursak  $g$  ile ifade edilen ekonomik büyüme oranıdır.  $\kappa$  sembolü ile ifade edilen ise yabancıların Türkiye’de tuttıkları aktiflerinin Türkiye GSYİH’sine oranıdır. Burada yabancıların aktiflerinden kastedilen ise yabancıların Türkiye’de yaptıkları portföy yatırımları, yani tahvil, bono, hisse senedi gibi mali varlıkların yanısıra doğrudan yabancı yatırımlarını da kapsamaktadır.  $\kappa$  oranı Türkiye için yaklaşık 0.5 düzeyindedir. Türkiye’nin bu döneme kadar 20 yıllık ortalama büyümesi de yaklaşık %4 düzeyinde olmuştur. o halde:

$$\lambda=(0.04).(0.05)=0.02$$

Sonucuna ulaşmış oluruz. Yani Türkiye için sürdürülebilir cari açık rasyosu %2'dir. Goldman- Sachs raporunda %2.1 olarak açıklanan rakama benzer bir çalışma Deutsche Bank tarafından da yapılmış ve 2000 yılı için Türkiye'ye yönelik kriz tartışmasına yer verilmiştir. Ayrıca Merail Lynch'in 2001 Ocak ayı raporunda da Türkiye'de yabancılar için durumun sürdürülebilir olmadığı duyurulmuştu. Bu raporda Türkiye tahvil ve bonolarını azaltmaları-boşaltmaları tavsiyesi yer almaktaydı. Dolayısıyla Şubat 2001 krizinin oluşumu yabancı yatırımcılar için çok da sürpriz olmamıştır (Uygur, 2001: 26).

2001 krizinin ardından bu krizin yönetimi ve çıkışı amacıyla üç aşamalı bir strateji belirlenmiştir. İlk aşamada dalgalı döviz kuruna geçilmiş ve Merkez Bankasının ödeme sistemlerinin kesintisiz bir biçimde çalışması sağlanması, menkul kıymet ve para piyasalarında istikrarın sağlanması olmuştur. İkinci aşamada bankaların para piyasaları ve mevduat faizleri üzerindeki baskısını ortadan kaldırmak amacıyla, TMSF'ye devredilen bankaların sermaye açıklarını ve kamu bankalarının görev zararlarını karşılamak amacıyla bu açıkları gidermek için devlet tahvili verilmiştir. Verilen bu tahvillerin önemli bir kısmı özel bankalardan TCMB tarafından satın alınmıştır. Böylelikle bankaların likidite ihtiyaçları da kalıcı olarak karşılanmıştır. TMSF bünyesindeki bankaların uluslararası yükümlülükleri de TMSF tarafından karşılanmıştır (BDDK,2010: 32).

BDDK raporlarından elde edilen bilgilere göre, Türk Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı'nın toplam maliyeti 47.2 Milyar dolardır (Uzgören ve Şahin, 2011: 188).

**Tablo 3.** 2001 Krizi Sonrası Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Maliyeti

|  |                |
|--|----------------|
| Kamu Bankalarına Aktarılan Kaynaklar         | 21.9 Milyar \$ |
| Görev zararları için oluşan borç             | 19.2 Milyar \$ |
| Nakit Sermaye Desteği                        | 2.5 Milyar \$  |
| Nakit Dışı Sermaye Desteği                   | 0.2 Milyar \$  |
| TMSF Bankaları İçin Aktarılan Kaynaklar      | 22.5 Milyar \$ |
| Kamu Sektöründen Aktarılan Kaynaklar         | 17.3 Milyar \$ |
| Özel Bankalar                                | 5.2 Milyar \$  |
| Özel Sektörden Aktarılan Kaynaklar           | 7.9 Milyar \$  |
| Özel Sektör Bankalarının Aktarılan Kaynaklar | 2,7 Milyar \$  |
| TMSF'den Aktarılan Kaynaklar                 | 5,2 Milyar \$  |
| TOPLAM                                       | 47.2 Milyar \$ |

**Kaynak:** Uzgören ve Şahin (2011)

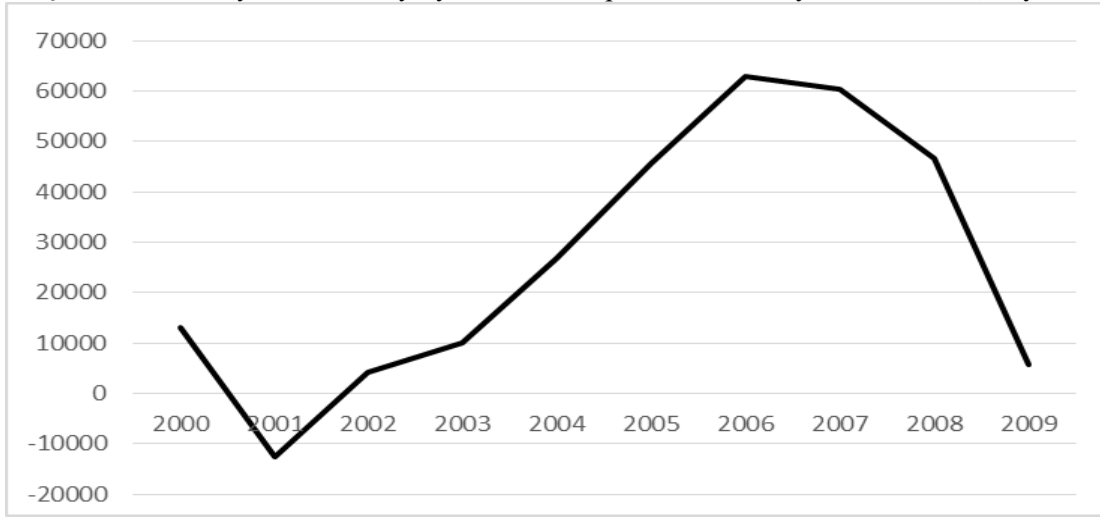
Kriz yönetimi stratejisinin üçüncü aşamasında iç borç takas işlemi gerçekleştirilmiştir. Bu bağlamda hazine tarafından bankacılık sistemi üzerindeki risklerin azaltılması amacıyla, bankaların kısa vadeli riskleri uzun vadeli tahviller ile takas edilmiştir. Bu şekilde vadesi ortalama 5,3 ay olan DİBS'lerden, yenileriyle vadesi ortalama 37.2 aya uzatmıştır. Bu operasyon piyasalarca yoğun kabul görmüş ve finansal istikrara yönelik kaygıları önemli ölçüde azaltmıştır (BDDK,2010: 32).

Bu kriz öncesi dönemde ve kriz döneminde yabancı sermayenin hareketleri oluşan krizin derinleşmesinde oldukça önemli bir paya sahiptir. Ülkeye gelen uluslararası sermayenin yapısının da burada oldukça büyük rolü bulunmaktadır. Özellikle bankalar tarafından yurtdışından getirilen, faiz arbitrajı amacıyla gelen ve vadesi belli olmayan ama kısaca sıcak para olarak ifade edilen yabancı sermaye Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin derinleşmesine neden olan en önemli faktörler arasındadır. Kriz öncesinde net yabancı sermaye girişleri artışı ve yaklaşık 15 Milyar Dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu giriş yapan tutarın yaklaşık 14 Milyar Dolarlık kısmı borç artıran yabancı sermaye niteliğindedir. Döviz kuru çıpasının tutturulamayacağını ve cari açığı artışı gören yabancı sermaye ülkeyi terk etmiştir. 2000 yılının Kasım ayından 2001 yılının Haziran ayına kadar geçen süre zarfında çıkış yapan net yabancı sermaye miktarı 10 Milyar doların üzerinde olmuştur. Dolayısıyla kriz öncesi dönem giren net yabancı sermaye ve kriz sonrası çıkış yapan net yabancı sermaye miktarı karşılaştırıldığında ekonomi için tolere edilmesi oldukça zor olan bir sermaye hareketi ve borçluluk ile karşı karşıya kalınmıştır (Tanören, 2009: 117).

Krizin ardından yürürlüğe giren güçlü ekonomiye geçiş programı çerçevesinde örtük enflasyon hedeflemesi sistemine geçiş yapılmıştır. Mali disiplinin sağlanması, serbest dalgalı kur rejimine geçilmesi, bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması ve yapısal düzenlemelerin sonuçlandırılması ile TCMB 2 Ocak 2002 tarihi itibari ile örtük enflasyon hedeflemesi sistemine geçmiştir. Tüm bu düzenlemelerin arsından 2004 yılı itibari ile enflasyon 30 yıl aradan sonra ilk kez tek haneli oranlara inmiştir. Bu gelişmeler doğrultusunda Türkiye'nin uluslararası görünümü iyileşmiş ve yabancı sermaye için sağlanan güvenin ardından sermaye hareketleri ülkeye girişinde artışlar kaydetmiştir. 2003 yılında yürürlüğe giren yabancı yatırımlar kanunu ve 2004 yılında kurulan yatırım danışmanlığı konseyi ile doğrudan yabancı yatırımların payının artırılması amaçlanmıştır. Doğrudan yabancı yatırımların artırılmasındaki amaç ise bu yatırım türünün daha istikrarlı bir yapıya sahip olmasıdır (Babaoğlu, 2005: 87).

Bu unsurlar uluslararası sermaye bakımından Türkiye için çekici faktörler olmuştur. Aynı dönemde uluslararası faktörler bakımından itici faktörlerin de devreye girmesiyle Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinde artışlar yaşanmıştır. Artan bu sermaye girişi ile birlikte Merkez Bankası piyasadan döviz satın alarak rezervlerini artırmış buna rağmen Türk Lirası değer kazanmıştır. Bu durum cari işlemler hesabında açık verileceği yönünde kaygıların artmasına neden olsa da enflasyonun düşmesinde etken rol oynamıştır.

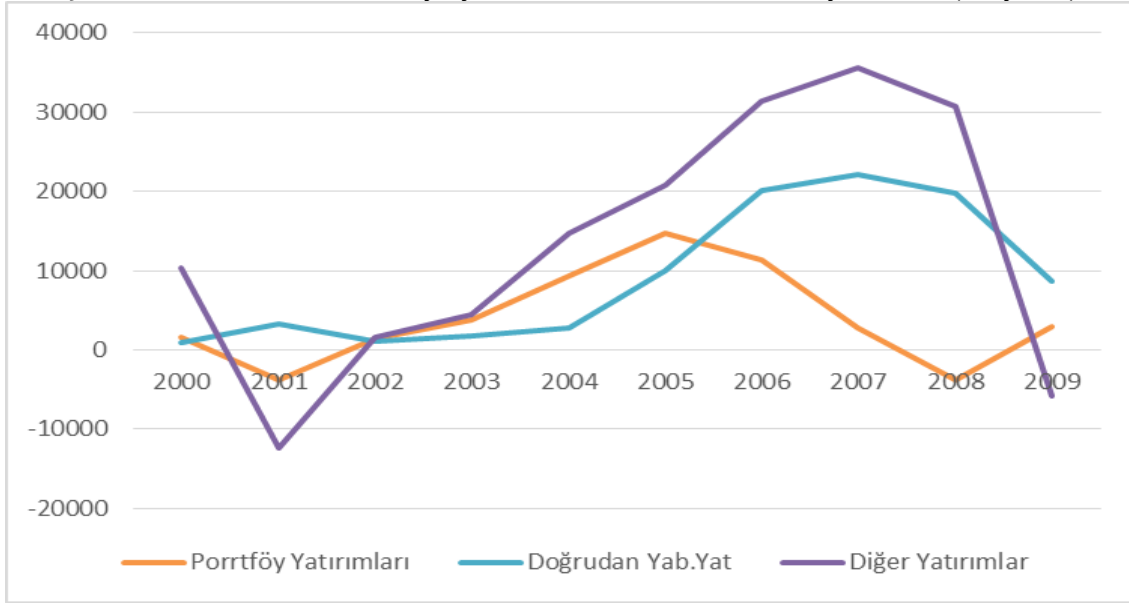
**Şekil 3.** 2000'li yıllarda Türkiye'ye Yönelik Toplam Net Sermaye Hareketleri (Milyon \$)



**Kaynak:** TCMB, EVDS

Yukarıdaki grafiğe bakıldığında Türkiye'nin toplam sermaye hareketlerindeki değişim izlenebilmektedir. 2000 yılı itibari ile pozitif bir düzeyde olan net sermaye hareketleri, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin etkisiyle 2001 yılında negatif değer almıştır. 2001 yılında krizin ardından yürürlüğe giren yapısal düzenlemeler ile birlikte uluslararası sermaye için Türkiye tekrar çekici bir lokasyon haline gelmiş ve global ekonomik krizin yaşandığı 2008 ve onu takip eden 2009 yılına kadar sürekli artış göstermiştir. 2008 yılında ABD'de başlayan ve tüm dünyaya sirayet edip global bir yapıya bürünen küresel ekonomik kriz tüm gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de yabancı sermaye girişlerini düşürmüştür.

**Şekil 4.** 2000’li Yıllarda Türkiye’ye Yönelik Net Yabancı Sermaye Türleri (Milyon \$)



**Kaynak:** TCMB, EVDS

Yukarıda yer alan grafikte 2000’li yıllarda Türkiye’ye giriş yapan yabancı sermaye türlerinin net değerleri ayrı ayrı izlenebilmektedir. Bu yatırım türleri; portföy yatırımları, doğrudan yabancı yatırımlar ve diğer yatırımlardan oluşmaktadır. Üç yatırım türe arasında en az dalgalana ve istikrarlı yapıda olanı doğrudan yabancı yatırımlar olarak göze çarpmaktadır. 2004 yılına kadar yatay bir seyir izleyen doğrudan yabancı yatırımlar, 2003 ve 2004 yıllarında yapılan yapısal düzenlemelerin ardından artış göstermiş ve bu artış 2008 küresel ekonomik krizin yaşandığı 2008 yılına kadar devam etmiştir. 2009 yılı itibari ile global ekonomik krizin etkileri ile düşüş göstermiştir.

Bir diğer yabancı yatırım türü olan portföy yatırımları incelendiğinde, doğrudan yabancı yatırımlara göre daha dalgalı bir seyir izlemiştir. Portföy yatırımların yapısı gereği doğrudan yabancı yatırımlara göre likiditesi daha yüksek yatırımlar olduğu için ülke içi veya ülke dışı gelişmelere bağlı olarak giriş ve çıkışı artabilmektedir. 2001 yılında Türkiye’de yaşanan krizle negatif değer alan portföy yatırımları, 2002 yılı itibari ile tekrar pozitif değerler almış, 2005 yılına kadar artarak artan bir seyirde devam etmiştir. 2005 ile 2008 yılları arasında pozitif olmakla beraber azalan bir seyir izlemiştir. 2008 global ekonomik krizi ile bu yıl tekrar negatif bir değer almış, yani ülkeden net olarak çıkış yaşanmıştır. 2009 yılında ise tekrar pozitif değere dönmüştür.

Üçüncü olarak diğer yatırımlar görülmektedir. Bu yatırımlar ağırlıklı olarak özel ve kamu kurumlarının yurtdışı borçlanmalarını ifade etmektedir. Bu üç yabancı yatırım

içerisinde en çok dalgalanan yatırım türü diğer yatırımlardır. Yurtiçi ve yurtdışı gelişmelere karşı oldukça hassas ve yapısı gereği büyük hareketler içermektedir. İncelendiğinde 2001 yılında net sermaye çıkışı yaratan bu kalem bu yıldan sonra 2008 yılına kadar oldukça büyük bir artış göstermiş ve 2008 küresel ekonomik krizinin ertesi yılı büyük bir düşüş gerçekleşmiştir. Buradaki sermaye miktarı önemli bir büyüklük arz etmektedir. 2008 yılında yaklaşık 30 Milyar \$ net diğer yatırım girişi olmuşken, bu rakam 2009 yılında yaklaşık -6 milyar dolar olmuştur.

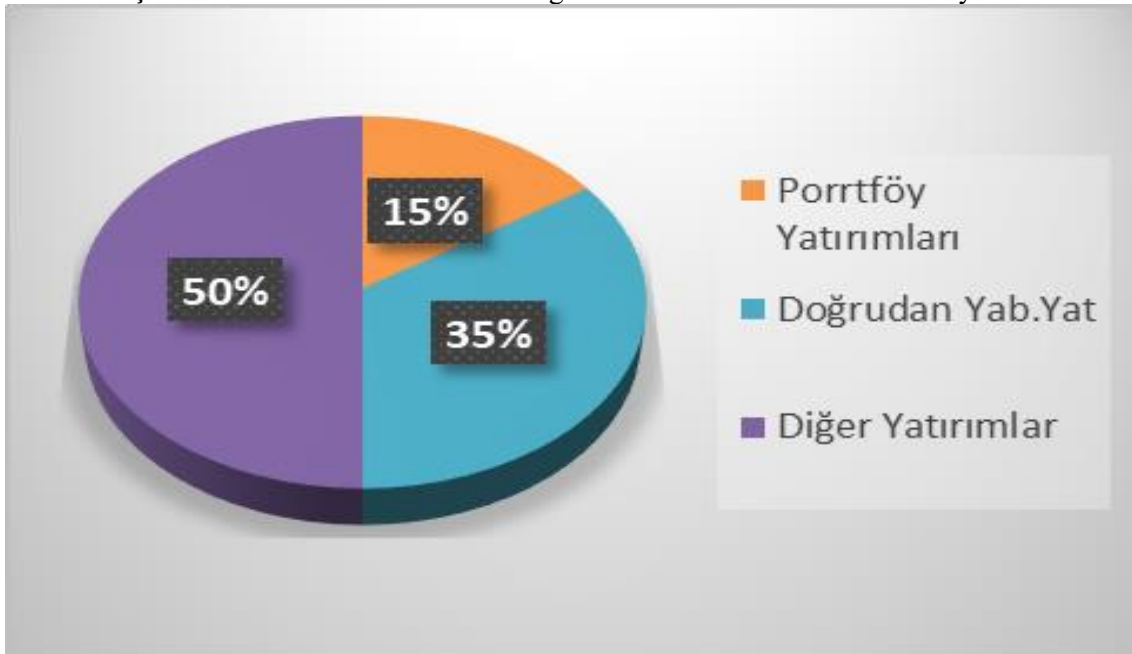
**Tablo 4.** 2000’li Yıllarda Net Yatırımlar (Milyon ABD \$)

| Tarih | Porrtföy Yatırımları | Doğrudan Yabancı Yatırımlar | Diğer Yatırımlar | Toplam Yatırımlar |
|-------|----------------------|-----------------------------|------------------|-------------------|
| 2000  | 1615                 | 982                         | 10389            | 12986             |
| 2001  | -3727                | 3352                        | -12296           | -12671            |
| 2002  | 1503                 | 1082                        | 1603             | 4188              |
| 2003  | 3851                 | 1702                        | 4461             | 10014             |
| 2004  | 9411                 | 2785                        | 14657            | 26853             |
| 2005  | 14670                | 10031                       | 20834            | 45535             |
| 2006  | 11402                | 20185                       | 31334            | 62921             |
| 2007  | 2780                 | 22047                       | 35526            | 60353             |
| 2008  | -3770                | 19851                       | 30625            | 46706             |
| 2009  | 2938                 | 8585                        | -5739            | 5784              |

**Kaynak:** TCMB, EVDS

Yukarıdaki tabloda 2000’li yıllarda yabancı yatırımların türlerine göre yatırım miktarları ve toplam yabancı yatırımlar Milyon \$ cinsinden izlenebilmektedir.

**Şekil 5.** 2000’li Yıllar Ortalama Değerlerine Göre Yabancı Yatırım Payları



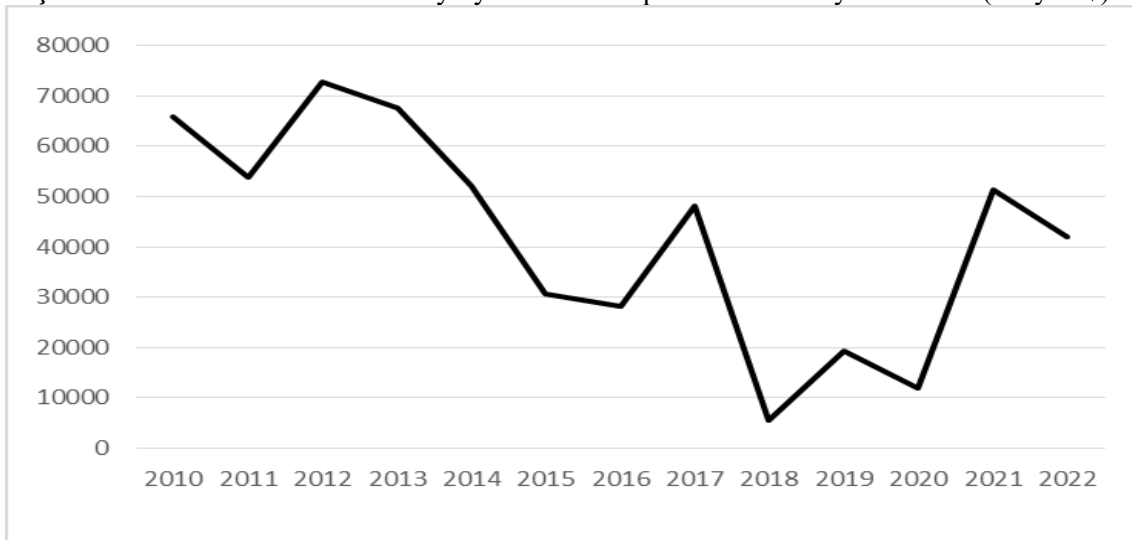
### Kaynak: TCMB, EVDS

Yukarıdaki grafikte ise 2000-2009 yılları arasındaki yabancı yatırımların yıllık ortalama değerleri alınarak, toplam yatırımlar içerisindeki payları görülmektedir. Grafikten de anlaşılacağı üzere toplam yatırımların ortalama olarak %50'si diğer yatırımlar kaleminden oluşmaktadır. Bir diğer önemli payı ise portföy yatırımları oluşturmaktadır. Portföy yatırımlarının payı bu yıllar arasında ortalama olarak %35 düzeyindedir. Son olarak %15 ortalama düzey ile doğrudan yabancı yatırımlar gelmektedir.

#### 2.4. 2010 SONRASI DÖNEMDE TÜRKİYE'DE YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ

Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarında 2009 yılında yaşanan düşüşün ardından 2010 yılından sonra artış göstermeye başlamıştır. Küresel finansal piyasalarda görülen düşük faiz ortamı ve gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algılarında oluşan iyileşmeler nedeniyle uluslararası yatırım kavramının itici faktörleri devreye girmiş ve gelişmekte olan ülkelere doğru yatırımlar artış göstermiştir. Türkiye'de bu uluslararası finansal piyasalara yönelen fonlardan yararlanmışır. Türkiye'nin risk primi diğer gelişmekte olan ülkelerle kıyaslandığında daha fazla düşüş göstermiş ve 2010 yılında, 2006 ve 2007 yılında gerçekleşen rekor düzeydeki yabancı yatırım girişinin de üzerinde bir değer almıştır. 2011 yılında Yunanistan başta olmak üzere Euro bölgesi ekonomilerinin kamu borçlarının sürdürülebilirliğine ilişkin endişelerden dolayı artan belirsizliklerle 2011 yılında Türkiye'de bu durumdan etkilenmiş ve 2010 yılına göre daha düşük bir düzeyde sermaye girişi yaşanmıştır (Karahana ve İpek, 2013: 305).

**Şekil 6.** 2010 ve Sonrasında Türkiye'ye Yönelik Toplam Net Sermaye Akımları (Milyon \$)

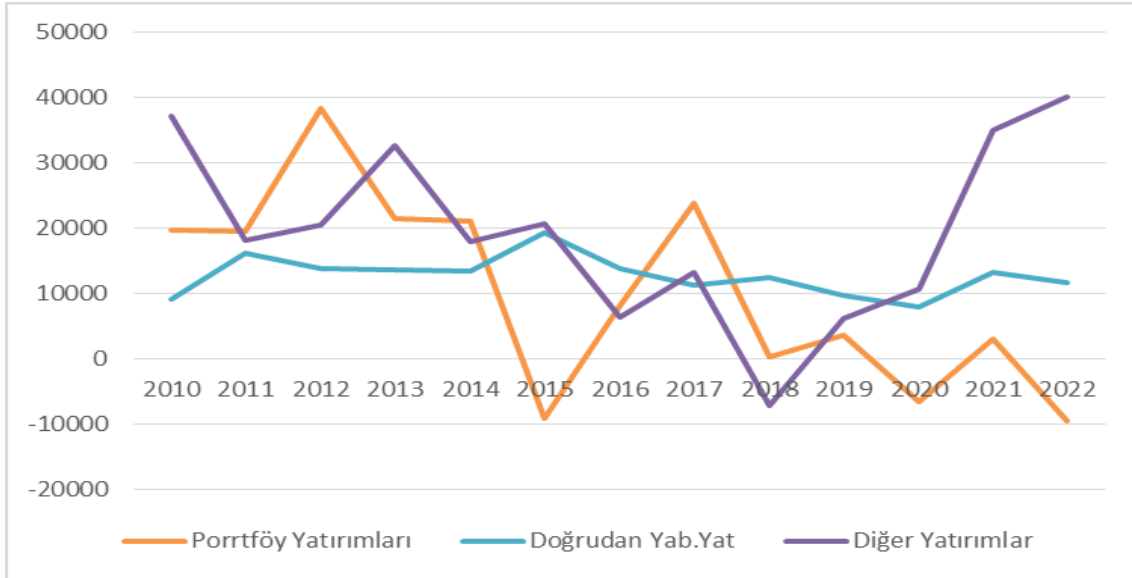




**Kaynak: TCMB, EVDS**

2010 ile 2022 yılları arası Türkiye'ye yönelik toplam net sermaye akımlarını gösteren yukarıdaki grafik incelendiğinde, bu dönem için sermaye hareketlerinin oldukça dalgalı bir seyir izlediği gözlemlenmektedir. 2010 yılından 2011 yılına doğru artış gösteren toplam net sermaye akımları 2012 yılından itibaren düşüşe geçmiştir. 2016 yılından sonra 2017 yılında tekrar artış gösterse de 2018 yılında bu dönem için en düşük düzeyine ulaşmıştır. 2018 yılından sonra 2019 yılında göstermiştir fakat 2020 yılında tekrar düşüş eğilimine girmiştir. 2020 yılı Covid-19 pandemisi nedeniyle dünya genelinde kapanmaların yaşandığı yıldır. Dünya genelinde yaşanan karantina ve kapanmalar nedeniyle ekonomik hareketliliğin oldukça düştüğü bu yılda hem reel sektörde hem de finansal sektörde ciddi duraksamalar yaşanmıştır. Dünya çapında hükümetler ve merkez bankalarınca Covid-19 salgının ekonomik etkilerini giderebilmek için genişletici ekonomi politikaları izlenmiş ve merkez bankalarınca faiz oranlarında yapılan indirimlerle piyasalarda likidite bolluğu oluşturulmuştur. Bunun da etkisiyle 2021 yılında Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinde de bir artış gözlemlenmektedir.

**Şekil 7.** 2010 ve Sonrasında Türkiye'ye Yönelik Net Yabancı Sermaye Türleri (Milyon \$)



**Kaynak: TCMB, EVDS**

Yukarıdaki grafikte 2010 yılı sonrası Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin türlerine göre net değerleri yer almaktadır. Grafik incelendiğinde bu dönem için de diğer dönemlerde olduğu gibi en az dalgalanan ve oldukça istikrarlı seyreden uluslararası yatırım türü doğrudan yabancı yatırımlardır. Ancak daha önceki dönemler göz önünde bulundurulduğunda doğrudan yabancı yatırım miktarında artış yaşandığı da fark edilmektedir. Yine bu dönem için portföy yatırımlarına bakıldığında bu üç yatırım

türü arasında en fazla dalgalanan yatırım türü olduğu dikkati çekmektedir. 2010 yılından sonra 2012 yılına kadar artış sergileyen portföy yatırımları 2013 yılı itibari ile düşüş göstermiş bu düşüş 2015 yılına kadar devam etmiştir. Bu düşüşlerin sebebi olarak 2013 yılında yaşanan ve adına gezi parkı olayları adı verilen siyasi bir gerginliğin ardından 2015 yılında yaşanan hükümete karşı askeri darbe girişiminin bu düşüşlerde payı olabileceği düşünülmelidir. 2016 ve 2017 yılında tekrar artış gösteren portföy yatırımları 2018 yılında tekrar düşüş göstermiştir. 2018 yılının da seçim yılı ve ülkenin başkanlık sistemine dönüşümünün yaşandığı yıl olması nedeniyle yaşanan belirsizlik ortamından kaynaklı bir düşüş olduğu düşünülebilir. Bu yılın ardından portföy yatırımlarının dalgalanması azalmıştır. Pandemi yılı denilebilecek 2020 yılında tekrar negatif bir değer almış, takip eden 2020 yılında küresel likidite genişlemesiyle tekrar pozitif bir değer almış ve bu pozitif değer 2022 yılı itibari ile tekrar negatife dönmüştür. Yine bu dönem için diğer yatırımlar kalemine bakıldığında, 2009 sonrasında oldukça büyük bir artışla 2010 yılında yaklaşık 37 Milyar Dolar düzeyinde gerçekleşen diğer yabancı yatırımlar, 2011 yılında biraz azalmış fakat 2012 ve 2013 yıllarında tekrar artış göstererek 32 Milyar Dolar düzeyine yükselmiştir. 2014 yılından sonra mütemadiyen azalan diğer yatırımlar 2018 yılında negatif değer olarak yaklaşık -7 Milyar Dolar çıkış yaşamıştır. 2018 yılında yaşanan bu net çıkışın ardından diğer yatırımlar kalemi 2022 yılına kadar sürekli bir artış göstermiştir. 2022 yılında yaklaşık 40 Milyar Dolar düzeyine ulaşmıştır.

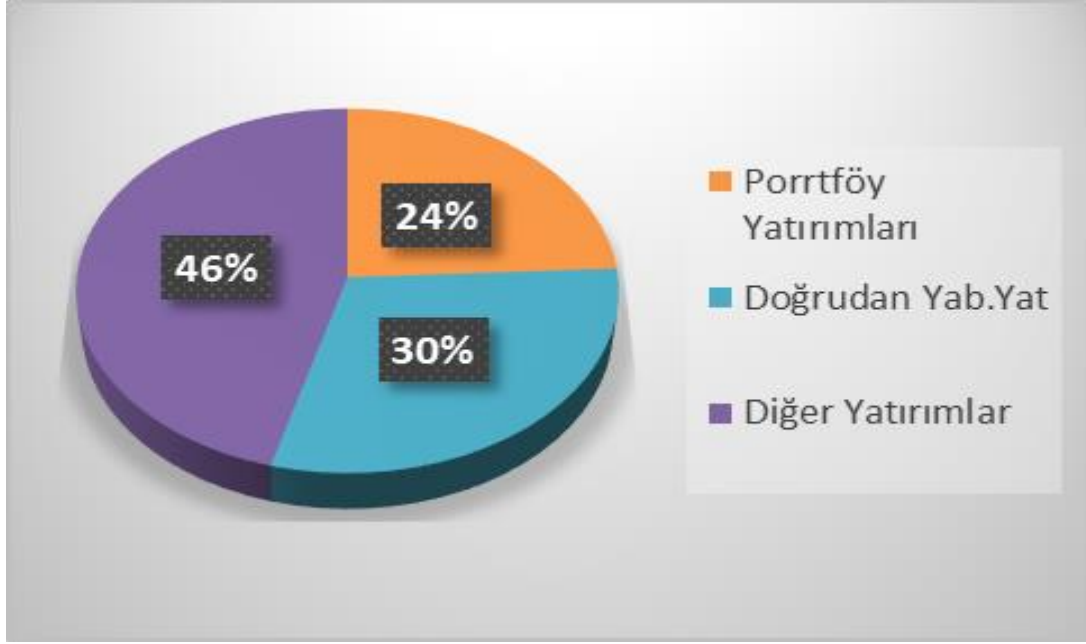
**Tablo 5.** 2010 ve Sonrasında Türkiye'ye Yönelik Net Yabancı Sermaye Türleri (Milyon \$)

| Tarih | Portföy Yatırımları | Doğrudan Yabancı Yatırımlar | Diğer Yatırımlar | Toplam Yatırımlar |
|-------|---------------------|-----------------------------|------------------|-------------------|
| 2010  | 19617               | 9099                        | 37078            | 65794             |
| 2011  | 19516               | 16182                       | 18151            | 53849             |
| 2012  | 38372               | 13744                       | 20554            | 72670             |
| 2013  | 21419               | 13563                       | 32694            | 67676             |
| 2014  | 20962               | 13337                       | 17868            | 52167             |
| 2015  | -9220               | 19263                       | 20564            | 30607             |
| 2016  | 8083                | 13835                       | 6384             | 28302             |
| 2017  | 23857               | 11190                       | 13136            | 48183             |
| 2018  | 176                 | 12505                       | -7145            | 5536              |
| 2019  | 3579                | 9573                        | 6193             | 19345             |
| 2020  | -6662               | 7831                        | 10698            | 11867             |
| 2021  | 3011                | 13262                       | 35022            | 51295             |
| 2022  | -9656               | 11536                       | 40175            | 42055             |

**Kaynak:** TCMB, EVDS

Yukarıdaki tabloda 2010 yılından 2022 yılına kadarki süreçte yabancı yatırımların türlerine göre yatırım miktarları ve toplam yabancı yatırımlar Milyon \$ cinsinden izlenebilmektedir.

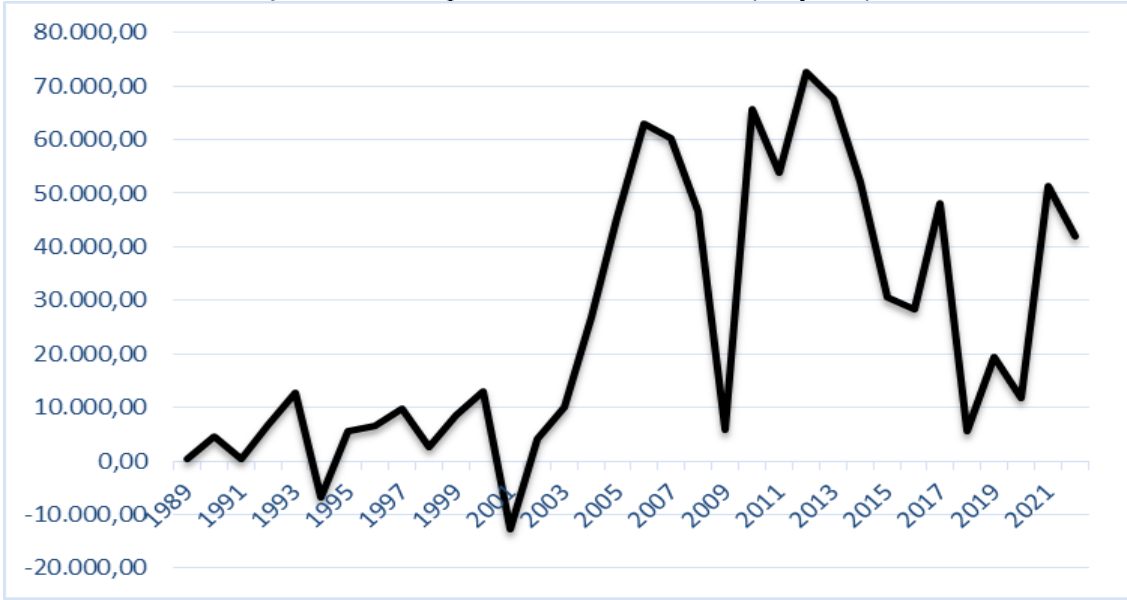
**Şekil 8.** 2010 ve Sonrasında Ortalama Değerlerine Göre Net Yabancı Yatırım Payları



**Kaynak:** TCMB, EVDS

İncelenen dönemin ortalamasıyla yabancı yatırım türlerinin toplam yatırım içerisindeki paylarını gösteren grafik incelendiğinde, incelenen dönemde yine diğer net yatırımların toplam içerisinde %46 ile en yüksek paya sahip olduğu görülmektedir. Ancak diğer net yatırımların payı incelenen 2000 – 2009 dönemine göre az da olsa düşüş göstermiştir. Önceki dönemde %50 olan pay bu dönem için %46'ya gerilemiştir. Toplam Yatırımlar içerisinde ikinci büyük payı alan yabancı yatırım türü %30'luk bir payla doğrudan yabancı yatırımlar olmuştur. 2000-2009 dönemine göre doğrudan yabancı yatırımların payında bir azalma meydana gelmiştir. Portföy yatırımları ise toplam yabancı yatırımlar içerisinde en düşük paya sahiptir.

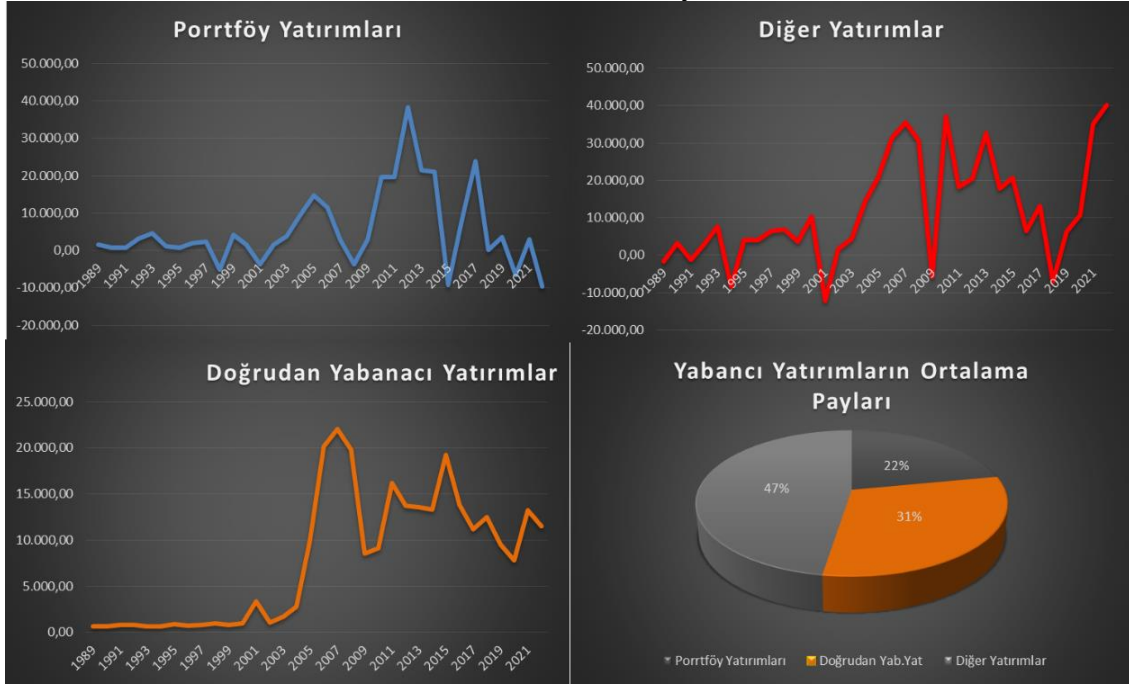
**Şekil 9. Net Toplam Yabancı Yatırımlar (Milyon \$)**



**Kaynak:** TCMB, EVDS

Yukarıdaki grafikte finansal liberalizasyonun sağlandığı 1989 yılından bu yana gerçekleşen toplam yatırımlar gözlemlenmektedir. Temelde yabancı yatırımların miktarının bu süre zarfında arttığını söylemek mümkündür. Ancak bu artış doğrusal bir şekilde gerçekleşmemiş, oldukça dalgalı bir seyir izlemiştir. Dalgalanmalara sebep olan faktörler daha önceki kısımlarda da belirtildiği gibi bazen ülkenin kendi içinden kaynaklanmakta, bazen de ülke dışı faktörlerden kaynaklanmaktadır. 1991 yılında yaşanan düşüş 2001 Körfez Krizi kaynaklı, yani ülke dışı faktörlerden kaynaklanıyorken, 1994 yılında yaşanmış olan kriz ise Türkiye'nin kendi iç ekonomik koşullarından kaynaklanmıştır. 1998 yılında yaşanan düşüş Rusya krizinden kaynaklanıyorken, 2001 yılında yaşanan düşüş Türkiye'nin yine kendi içinden kaynaklanan Kasım 2000 ve takiben Şubat 2001 krizlerinden kaynaklanmıştır. 2008 ve 2009 yıllarında ortaya çıkmış olan düşüş ise 2008 küresel ekonomik krizden kaynaklanmaktadır. Benzer şekilde 2016 ve 2018 yıllarında yaşanan düşüşler de Türkiye'nin kendi iç dinamiklerinden kaynaklanan düşüşlerdir.

**Şekil 10.** Yabancı Yatırım Türlerinin Yıllar İtibari ile Gelişimi (Milyon \$) ve Yabancı Yatırım Türlerinin Ortalama Payları



**Kaynak:** TCMB, EVDS

Yukarıdaki grafik içerisinde 4 ayrı grafik yer almaktadır. Bu grafikler, 1989-2022 yılları arasındaki verileri içermektedir. Portföy yatırımlarının incelenen dönem aralığında oldukça dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. Portföy yatırımları içerisinde barındırdığı yatırım araçları gereği likiditesi nispeten yüksek bir yatırım türüdür. Dolayısı ile ülkeye giriş ve çıkış konusunda oldukça hızlı hareket edebilmektedir. Özellikle son yıllarda yazılım ve iletişim teknolojilerinde meydana gelen teknolojik gelişmeler, portföy yatırımlarına konu yatırım araçlarının kolayca alınıp satılabilmesini, fonların ülkeler arasında oldukça hızlı biçimde hareket edebilmesini sağlamaktadır. Bu nedenle içsel veya dışsal gelişmelere bağlı olarak portföy yatırımlarının hareket kabiliyeti oldukça yüksektir. Bu bağlamda düşünüldüğünde Türkiye'ye yönelik portföy yatırımları içsel veya dışsal olarak krizle ilişkilendirilen yıllarda yoğun bir çıkış yaşamıştır. Bu durum yaşanan finansal kriz ortamının daha da yoğunlaşmasına sebebiyet verebilmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımlar incelendiğinde yine dalgalı bir seyir izlediği, fakat dalgalanmanın şiddetinin portföy yatırımları ve diğer yatırımlar kadar olmadığı görülebilmektedir. Bu durumda yine doğrudan yabancı yatırımların karakteristik özelliğinden kaynaklanmaktadır. Bu yatırım türü gittiği ülkede uzun vadeli kazançlar elde etmek amacıyla yöneldiği için, likiditesi de oldukça düşüktür. Bu nedenle doğrudan

yabancı yatırımlar, özellikle gelişmekte olan ülkelere döviz girdisi sağlayan en tercih edilir yatırım türlerindedir. Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı yatırımların özellikle 2003 yılından itibaren artış gösterdiği, dalgalanmalar olmakla beraber diğer yatırım türlerine göre daha istikrarlı hareket ettiği gözlemlenmektedir.

Diğer yatırımlar kalemi incelendiğinde ise bu grafikte de yine oldukça dalgalı ve dalgalanma boyutlarının oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Portföy yatırımlarına benzer şekilde çoğunlukla kısa vadeli dış borçlanmaları içeren diğer yatırımlar kalemi özellikle bankaların yurtdışından borçlanmalarını içermektedir. İçeriği nedeniyle içsel veya dışsal şoklara son derece duyarlı bir yatırım kalemi niteliğinde olan diğer yatırımlar, grafikten de izlenebileceği gibi iç ve dış şoklarda oldukça fazla düşüşler sergilemiştir. Bu durum yine yaşanan şokun şiddetinin artmasına neden olabilmektedir.

Son olarak toplam yatırımlar içerisinde incelenen bu üç yatırım türünün payları gösterilmektedir. Burada 1989 – 2022 arası dönemin ortalama değerleri alınarak bu grafik oluşturulmuştur. Burada en büyük payı alan yabancı yatırım türü %47 ile diğer yatırımlar olmuştur. Portföy yatırımları %22'lik bir paya sahiptir. Bu iki yatırım türünün toplam yabancı yatırımlar içerisindeki payı yaklaşık %70 düzeyindedir. Bu iki yabancı yatırım türü de kendi içlerinde oldukça dalgalı bir seyir izledikleri ve toplam yabancı yatırımlar içerisindeki payları da yüksek olduğu için, toplam yabancı yatırımların da dalgalı bir seyir izlemesine neden olmaktadır. En istikrarlı yabancı yatırım olan doğrudan yabancı yatırımların payı %31 düzeyindedir.

### **3. PORTFÖY YATIRIMLARI ve SEÇİLMİŞ MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ARASINDAKİ İLİŞKİ**

Portföy yatırımları uluslararası yatırım türleri arasında vadesi kısa olarak tanımlanabilen bir yatırım türüdür. Portföy yatırımları, ülkeye dışarıdan gelen yabancı yatırımların, gittikleri ülkelerin menkul kıymet borsalarında işlem gören hisse senetlerine ve/veya ülkede ihraç edilmiş olan bono ve tahvillere yönelen kısmıdır. Hisse senetleri, bono ve tahviller diğer yatırım türleri arasında likiditesi yüksek olan yatırım araçlarındandır. Yatırımın yapıldığı ülkedeki sermaye piyasalarının gelişmişlik, hacim ve derinliğine göre değişmekle birlikte hızlıca tekrar paraya dönüştürülebilen bu yatırım türü zaman zaman ciddi boyutlara ulaşmakta, girişi ve çıkışıyla söz konusu ülke ekonomisinin farklı dinamiklerini de etkileyebilmektedir. Temelde ülkeler arasında oluşan faiz ve getiri farklılıkları portföy yatırımlarının hareket etmesine neden

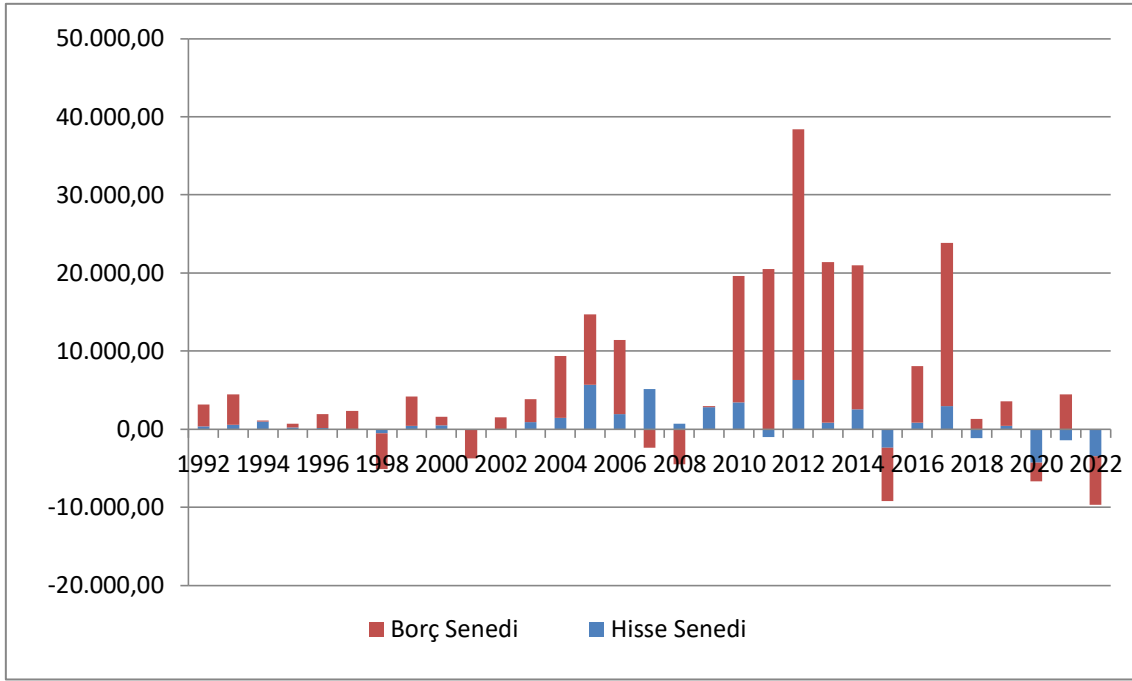
olmaktadır. Bununla beraber global veya yerel olarak ortaya çıkan finansal riskler de bu yatırımların yer ve nitelik değiştirmesine neden olabilmektedir.

Bu hızlı hareket edebilme kabiliyeti özellikle gelişmekte olan ülkelerin ihtiyaç duydukları yabancı tasarrufları ülkelere çekebilmelerinde kolaylık sağlamaktadır. Bu nedenle ilk bölümde de değindiğimiz yabancı sermayeyi çekici faktörler devreye girmektedir. Burada asıl problem ülkeye yönelen bu tür yabancı sermayenin aşırı dalgalanmalar olmadan ülke finansal piyasalarında mümkün olduğunca uzun süre kalmasını sağlamaktır. Bunu sağlarken de ülke ekonomisinin farklı alanlarına zarar vermemesi gerekmektedir. Bu bağlamda portföy yatırımlarının hareketleri neticesinde ülke ekonomisinin diğer dinamiklerinde meydana gelen gelişmeler takip eden başlıklarda incelenecektir.

### 3.1. PORTFÖY YATIRIMLARI ve FİNANSAL PİYASALAR ARASINDAKİ İLİŞKİ

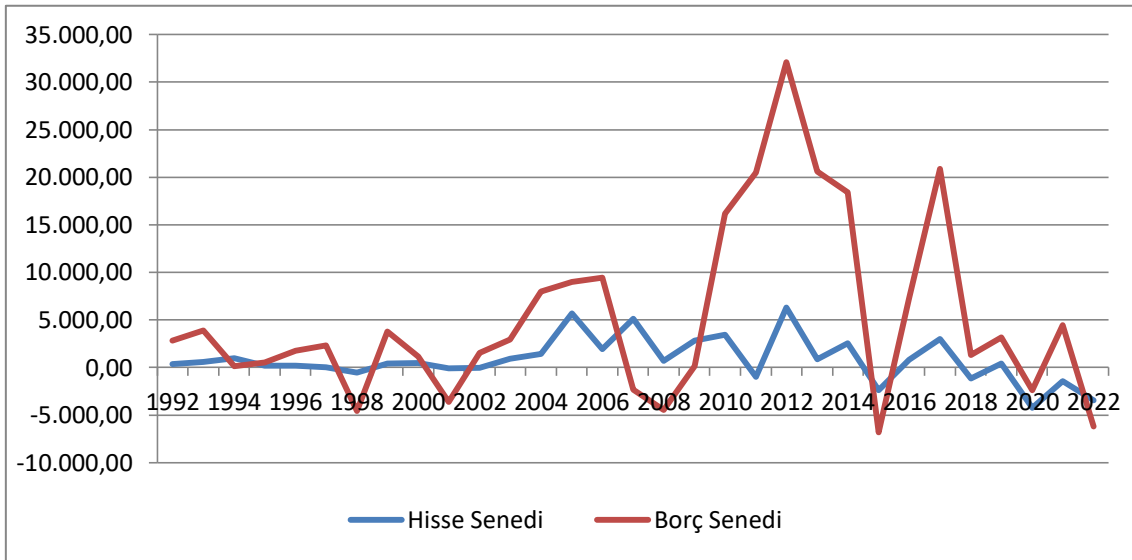
Daha önce de değinildiği gibi portföy yatırımları bir ülkenin finansal piyasalarına giriş yapmaktadır. Bunun için ülke ekonomisine döviz olarak gelen yabancı tasarruflar, ilgili yatırım araçlarını satın alabilmek amacıyla ülke yerli para cinsine dönüştürülmekte ve ardından ilgili sermaye piyasasına yönelmektedirler. Aslında portföy yatırımları ilk etkisini ülkeye girer girmez oluşturmaktadır. Gelen yatırımların büyüklüklerine göre ilk etki döviz piyasasında oluşmaktadır. Dolayısı ile döviz arzında bir artış meydana gelmekte ve arzda meydana gelen bu artışın büyüklüğüne göre de döviz kurlarında diğer faktörler sabitken bir düşüş izlenebilmektedir. Başka bir ifade ile yerli para biriminin değerinde bir artış meydana gelmektedir. İkinci etkiyi ise girdiği diğer piyasada oluşturmaktadır. Hisse senedi piyasasına yönelen bu yabancı fonlar hisse senetlerinin talebinde ve dolayısı ile fiyatlarında artışa neden olmakta, bu piyasanın hacminin artmasını sağlamaktadır.

**Şekil 11.** Yıllar İtibari ile Türkiye’deki Net Portföy Yatırımlarının İçeriği (Milyon\$)



Yukarıdaki grafikte 1992’den 2022 yılına kadar yabancı yatırımcıların yıllık olarak sahip oldukları hisse senetleri ve borç senetlerinin net miktarları izlenebilmektedir. Grafikten de anlaşılacağı üzere Türkiye’ye yönelen portföy yatırımlarının ağırlıklı kısmını faizden faydalanabilmek amacıyla borç senetleri oluşturmaktadır. Hisse senetlerinin portföy yatırımları içerisindeki payı daha sınırlıdır.

**Şekil 12.** Yıllar İtibari ile Türkiye’de Yabancıların Hisse Senedi ve Borç Senedi Net Değişimleri (Milyon\$)



**Kaynak:** TCMB, EVDS



Yukarıdaki grafikte 1992 yılından 2022 yılına kadar geçen zamanda portföy yatırımlarının içeriğini oluşturan, yabancıların sahibi olduğu hisse senetleri ve borç senetlerinin net seyri izlenebilmektedir. Buna göre borç senetlerinin miktarındaki dalgalanmanın çok daha yüksek olduğu görülmektedir. Hisse senetlerinde yaşanan dalgalanma daha sınırlı düzeyde gerçekleşmiştir. Bu grafikte dikkat çeken bir diğer unsur ise özellikle borç senetlerindeki düşüşlerin en yüksek düzeye ulaştığı yıllardır. 1998, 2001, 2008, 2015, 2020 ve 2022 (son bir ayı eksik) yılları net çıkışların yaşandığı yıllar olmuştur. Bu yıllar incelendiğinde daha önceki bölümlerde yer yer değinildiği gibi bazen dış kaynaklı bazen iç kaynaklı kriz yılları olduğu görülebilmektedir.

Portföy yatırımları karakterleri ve içeriği gereği, yatırımcısının riskini düşüren ve içeriğinde doğrudan yabancı yatırımlara göre daha az risk bulduran, yatırım yapılan ülke için ise yüksek riskli bir yabancı yatırım türüdür. Portföy yatırımlarının sahip olduğu yüksek likiditesi, ülke ekonomilerine giriş ve çıkışlarını kolaylaştırmaktadır. Bir ülkede veya küresel piyasalarda oluşabilecek krizler portföy yatırımlarının hızlıca ülkeyi terk etmesine neden olabilmektedir. Yukarıda da değinildiği gibi kriz yıllarında Türkiye’de portföy yatırımları yüksek miktarda sermaye çıkışlarına neden olmuştur. Bu, ülkede krizlerin oluşumuna veya var olan krizlerin daha da derinleşmesine sebep olabilmektedir. Bu nedenle Türkiye için ekonomik istikrarın sağlanmasında portföy yatırımlarının istikrarı büyük önem arz etmektedir (Pazarlıoğlu ve Gülay, 2007: 204).

Kısaca portföy yatırımları şeklinde özellikle gelişmekte olan ülkelere giriş yaptığında bu ülke piyasalarını ve genel ekonomisini olumlu etkilemekte, tersine çıkış yaptığında ise olumsuz bir etki oluşturmaktadır. Portföy yatırımlarının çıkış yaparken piyasalar ve ekonomi üzerinde yarattığı olumsuz etki, giriş yaptığında oluşturduğu olumlu etkiden daha büyük olmakta ve bu durum portföy yatırımlarının yapıldığı ülkeler açısından büyük riskler oluşturmaktadır. (Yıldız, 2012: 24)

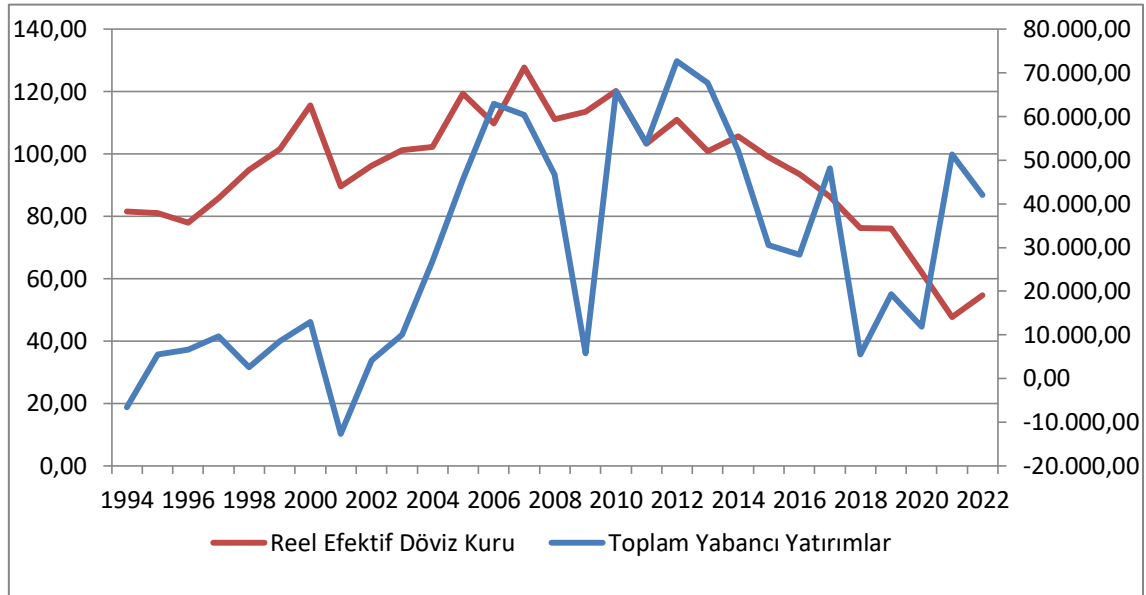
### 3.2. PORTFÖY YATIRIMLARI ile REEL DÖVİZ KURU ARASINDAKİ İLİŞKİ

Reel döviz kuru ile yabancı yatırımlar arasında doğrudan bir ilişki olduğuna yönelik literatürde birçok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalar temelde ülkeye yönelen yabancı yatırımlarla döviz kurlarında yaşanan düşüşler neticesinde reel döviz kurlarının yükseldiği yönündedir. Reel döviz kurlarındaki bu artış yeni sermaye akımlarının ülkeye yönelmesi devam ettikçe sürdürülebilir olacaktır. Ancak, döviz kurlarında

meydana gelen düşüşlerle aşırı değerlenmeye başlayan yerli para, ithalatın artmasına ihracatın ise ülke rekabet gücünün kaybedilmesi neticesinde azalmasına neden olmaktadır. Bu durum cari işlemler hesabında bozulmalara neden olmakta ve sonuç olarak ülkede döviz talebinin tekrar artmasına neden olmakta ve sermaye girişlerinin devamı konusunda şüphelere yol açmaktadır.

Ülkeye yönelen sermaye hareketlerinin türü de reel döviz kuru üzerinde etkili olmaktadır. Uluslararası sermaye türlerinden olan doğrudan yabancı yatırımlar uzun vadeli döviz girişi sağladığından dolayı, ülkeye giriş yaptıklarında reel döviz kuru üzerinde bir etkiye neden olurlar fakat uzun dönem boyunca ülkeden çıkış yapmadıkları için bu reel döviz kurunun istikrarı üzerinde olumsuz bir etkiye neden olmaz. Ancak vadeleri kısa olabilen, kolayca nakde dönüşüp çıkış yapabilen portföy yatırımları gibi yatırımlar ise reel döviz kuru üzerinde daha istikrarsız bir etki bırakmaktadırlar. Portföy yatırımları ile birlikte diğer kısa vadeli yabancı yatırımların, toplam yatırımlar içerisindeki payı arttıkça ülke ekonomisi için riskler de artmaktadır (İnançım, 2005: 32).

**Şekil 13.** Türkiye'ye Yönelik Yabancı Yatırımlar (Milyon \$) ve Reel Efektif Döviz Kuru



**Kaynak:** TCMB EVDS

Yukarıdaki grafikte sol ekseninde reel efektif döviz kuru, sağ ekseninde ise Türkiye'ye yönelik yabancı yatırımların değerleri yer almaktadır. Grafikte görüldüğü kadarıyla reel efektif döviz kuru ile yabancı yatırımlar arasında bir bağlantı olduğunu göstermektedir. Ülkeye döviz girişinin arttığı dönemlerde reel efektif döviz kurunda da artışlar yaşanmaktadır. 1994 yılından 2001 yılına kadar yabancı sermaye girişleri artarken reel kur da artmış, 2001 yılında her ikisinde de kriz nedeniyle bir düşüş

yaşanmıştır. Bu yıldan sonra 2008 küresel ekonomik krizin yaşanmasına kadar geçen sürede yabancı yatırımlar arttıkça reel döviz kuru da yine artış göstermiştir. Reel kurun en üst düzeyine ulaştığı 2007 yılında yabancı yatırımlarda da büyük bir artış gözlemlenmektedir. 2010 ve 2012 yıllarında yabancı yatırım girişinde artışlar yaşansa da 2022 yılına kadar kademeli ve dalgalı bir düşüş gözlemlenmektedir. Benzer bir düşüş reel kur üzerinde de izlenebilmektedir.

Yukarıdaki grafikte Portföy yatırımları, doğrudan yabancı yatırımlar ve diğer yatırımlar kalemlerinin toplamı yer almaktadır. Bu yabancı yatırım türlerinden doğrudan yabancı yatırımlar ve uzun vadeli dış borçların ekonomiye etkileri daha sınırlı olmaktadır. ancak portföy yatırımları daha önce de değinildiği üzere likiditesi yüksek yatırım araçlarından oluştuğundan hızlı bir biçimde ülkeyi terk edebilmektedir. Bu durum bu yatırımlara ev sahipliği yapan ülke için önemli bir risk oluşturmakta, bu yatırımların kriz yıllarında olduğu gibi yüksek miktarda çıkışları ülke ekonomisinin akışını değiştirebilmektedir. Bu durum ülkedeki döviz kuru oynaklığını artırmaktadır (Agarwal, 1997: 218).

### 3.3. PORTFÖY YATIRIMLARI ve REEL FAİZ ORANLARI

Açık bir ekonomide sermaye kontrolleri yoktur ve finansal varlıkların hareketi üzerinde herhangi bir kontrol olmadığında, insanlar daha yüksek reel faiz oranlı varlıklara yönelecektir. İki ülke arasında finansal sermaye akışına izin veren reel faiz oranlarında farklılıklar olduğunda, bu sermaye nispeten daha yüksek reel faiz oranı olan ülkeye ve nispeten daha düşük reel faiz oranı olan ülke dışına çıkacaktır. (Khanacademy.org)

Yabancı yatırımcılar reel faiz oranlarını ve ülke risklerini göz önünde bulundurarak, uluslararası piyasalara göre daha yüksek oranlı bir faiz oranı veren ülkelere fonlarını yönlendirmektedirler. Bunun aksine buldukları ülkede risklerde meydana gelen artışlar ve reel faiz oranlarında meydana gelen düşüşler sonucunda da o ülke ekonomisinden yatırımlarını çekme kararı almaktadırlar (Direkçi ve Kaygusuz, 2013: 39).

Yabancı yatırımcılar için kendi ülkelerinde ortaya çıkan reel getirilerin yükselmesi, yurtdışında yaptıkları yatırımları ve bunların risklerini azaltma eğilimine girmelerine sebep olmakta ve yabancı yatırımların ülkelere geri dönmeleri ile sonuçlanmaktadır. Tersine kendi ülkelerinde meydana gelen reel getiri azalması ve

harici ülkelerde daha yüksek reel faiz getirisi sermayenin reel faiz getirisi yüksek diğer ülkelere yönelmesine sebep olmaktadır. yabancı yatırımlar ile reel faiz oranları arasında hassas bir ilişki bulunmaktadır. Sermaye kontrollerinin olduğu geçmiş dönemlerde uluslararası sermayenin önündeki birtakım engeller reel faiz oranı farklılıklarından kaynaklanan sermaye hareketlerini engellemekteydi. Finansal liberalizasyon ve finans piyasalarının küreselleşmesi ile uluslararası sermayenin önündeki engeller kaldırıldığında reel faiz oranları arasında oluşan farklılıklar ülkeler arasında yoğun sermaye akımlarına yol açmaktadır (Kreicher, 1981: 25).

Direkçi ve Kaygusuz (2013) Türkiye üzerine yaptıkları çalışmalarında reel faiz oranları ile kısa vadeli yabancı sermaye akımları arasında bir nedensellik ilişkisi bulmuşlardır. Bu nedenselliğin yönü ise reel faiz oranlarından kısa vadeli yabancı yatırımlara doğru bulunmuştur.

#### 3.4. PORTFÖY YATIRIMLARI ve FİYAT İSTİKRARI

Uluslararası sermaye hareketlerinin yöneldiği bir ekonomide ortaya çıkan döviz artışı, döviz kurlarında bir düşüşe sebep olabilmekte, bu durumda daha önce de değinildiği gibi dış ticaret dengesinde olumsuzluklara neden olabilmektedir. Ülkede uygulanan döviz kuruna göre merkez bankalarının izleyeceği politikalarla döviz kurundaki bu düşüşe müdahale etmesi söz konusu olabilecektir. Sabit döviz kurunun veya döviz çıpasının uygulandığı bir döviz kuru rejiminde merkez bankası piyasada oluşan bu fazla döviz arzını satın alarak ulusal döviz rezervlerini artıracaktır. Dalgalı döviz kuru rejiminde ise merkez bankası yine açık piyasa işlemlerini (APİ) kullanarak döviz piyasasından döviz satın alarak döviz kurunu dengeli tutmaya çalışacaktır. Bu durumda parasal tabanda genişlemelere neden olacaktır. Parasal tabanda oluşan bu artışlar ise enflasyonist bir baskı oluşturacaktır. Bunun önüne geçmek ve sermaye artışları sonucu ortaya çıkabilecek enflasyonist baskının önüne geçmek amacıyla kamu harcamalarının azaltılması ve/veya vergi oranlarının yükseltilmesi, yeni vergiler alınması şeklinde uygulanacak daraltıcı maliye politikaları ile toplam talep azaltılarak enflasyonist baskıların önüne geçilebilecekti (Aklan, 2002: 44).

Portföy yatırımları ile enflasyon oranı arasındaki bağlantı iki yönlü ortaya çıkmaktadır. Çalışmanın uygulama kısmında etki – tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması analizinden elde edilen sonuçlardan görülebileceği gibi TÜFE de meydana

gelen değişmeler portföy yatırımları üzerinde negatif bir etkiye sahiptir. Benzer şekilde portföy yatırımlarında yaşanan değişimler de enflasyon üzerinde etkiye sahiptir.

Portföy yatırımları daha kısa vadeli yatırımlar olduğu için enflasyonla ilişkisi diğer yabancı yatırımlar kadar kuvvetli olmamaktadır. Literatürdeki bir çok araştırma yabancı yatırım türlerinden özellikle doğrudan yabancı yatırımların enflasyon oranı ile ters yönlü bir ilişki içerisinde olduğunu ifade etmektedir. Yüksek ve belirsiz bir enflasyon oranının varlığı o ülkeye yatırım yapmayı düşünen yabancı yatırımcılar için olumsuz bir gösterge niteliğini taşımaktadır (Aydemir ve Genç, 2015: 36).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'YE YÖNELİK PORTFÖY YATIRIMLARI ve SEÇİLMİŞ MAKEKONOMİK DEĞİŞKENLER İLE İLİŞKİSİNİN TESPİTİ: AMPİRİK UYGULAMA

#### 1. LİTERATÜR TARAMASI

Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile ilgili yabancı ve Türkçe literatürde ampirik çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmaların birçoğu kısa vadeli sermaye hareketlerinin tanımlanmasında portföy yatırımları verisini ampirik çalışmalarında kullanmışlardır. Bu çalışmalardan birisini yapmış olan Arias (1994) çalışmasında Cezayir, Arjantin, Brezilya, Şili, Malezya, Kore, Meksika, Panama, Filipinler, Polonya, Tayland, Uruguay ve Venezüella dan oluşan 13 gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerini incelemiştir. Çalışmasının ampirik kısmında 1990 yılının birinci çeyreği ile 1993 yılının 2. Çeyreği arasındaki 6 çeyreklik dönemde 3 aylık verilerle yukarıda adı geçen 13 gelişmekte olan ülke için panel veri analizi uygulaması yapmıştır. Kullandığı veriler ise portföy yatırımları, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) tahvilleri nominal getirileri, uluslararası geri çıkışlar (outflow), ikincil piyasa açığı, ülke kredibiliteleri ve ülkelerdeki yatırım iklimidir. Çalışmasının neticesinde sermaye girişlerinin sürdürülebilirliği gelişmekte olan ülkelerin politika tasarımları bağlamında önemli bir parametre olarak değerlendirilmelidir önerisinde bulunmaktadır. Çalışmasında sermaye girişlerinin sürdürülebilirliğinin ABD tahvil getirileri gibi dış etmenlere karşı savunmasız olduğunu vurgulamıştır. Bununla birlikte dış etmenlerde meydana gelen şokları iç değişkenlerle yumuşatmanın mümkün olduğunu dile getirmiştir. Ülkelerin kredibilitelerinin sermayenin kendilerine yönelmesi için önemli bir faktör olduğunu söylemiş fakat uluslararası faiz oranlarında meydana gelen dalgalanmaların etki olarak kredi notlarının önüne geçtiğini vurgulamıştır.

Kim (2000), yaptığı çalışmasında Meksika, Şili, Kore ve Malezya'dan oluşan dört ayrı gelişmekte olan ülkeyi farklı zaman periyodlarında ayrı zaman serisi analizlerinde VAR modeli ile ampirik olarak değerlendirmiştir. Çalışmasında kullandığı veriler ise ABD Reel Gayri Safi Yurtiçi Hasılası (GSYİH), ABD Tahvili faiz oranları. Ticaret hadlerini gösterebilmek için petrol fiyatlarını gösterge olarak kullanmıştır. ABD tüketici fiyat endeksi kullandığı bir başka değişkendir. Ülkelerin çıktı düzeylerini göstermesi anlamında Şili ve Kore için reel GSYİH, Meksika ve Malezya için ise sanayi

Üretim endeksini kullanmıştır. Fiyat endekslerini ifade etmek için şili ve Malezya’da tüketici fiyat endeksini, Meksika ve Kore’de toptan eşya fiyat endeksini kullanmıştır. Reel döviz kuru verisini ABD TÜFE’si bazlı hesaplayarak kullanmıştır. Reel Para Stoğu verisini ise M2 olarak kullanmış ve bu veriyi “M1+ Para Benzerleri / Yurtiçi Fiyatlar” şeklinde hesaplamıştır. Çalışmada, gelişmekte olan ülkelere yönelen uluslararası sermayede meydana gelen artışların, büyük ölçüde dışsal faktörler tarafından belirlendiği sonucuna ulaşılmıştır. Bunun nedeni olarak, uluslararası faiz oranlarında yaşanan düşüşler ve resesyona giren gelişmiş ülkeler gösterilmiştir. Yerel faktörlerin göreceli olarak daha az belirleyici olduğu ifade edilmiştir. Çalışmanın bir diğer önemli bulgusu ise incelenen ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin nedenleri arasında çok az farklılık olduğudur.

Reinhart ve Montiel (2001) yılında yaptıkları çalışmalarında 1990 – 1996 yılları arasında, yıllık veriler kullanarak, 15 gelişmekte olan ülke ekonomisine yönelik sermaye hareketlerinin dinamiklerini belirlemeye yönelik bir çalışma yapmışlardır. Bu alışma panel veri analizi ve sabit etkiler modeli çerçevesinde uygulanmıştır. Veri olarak Sermaye hesabının GSYİH’ya oranı, portföy yatırımlarının GSYİH’ya oranı, doğrudan yabancı yatırımların GSYİH’ya oranı, ABD ve Japonya faiz oranları uluslararası faiz oranlarını temsilen alınmış, sterilizasyon ve sermaye kontrol endekslerine ek olarak Meksika Krizi de kukla değişken olarak kullanılmıştır. Çalışmada sermaye hareketlerini belirleyen faktörler arasından itici faktör olarak nitelendirilen faktörlerin daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yabancı faiz oranlarının Latin Amerika ülkelerine yönelen sermaye için daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Japonya faiz oranları Asya lkeleri için daha büyük önem arz ederken, Amerikan faiz oranları da Latin Amerika lkeleri için daha büyük önem arz etmektedir. Meksika krizi sonrası Latin Amerika ülkelerine yönelik sermaye hareketlerinde bir azalma olmasına rağmen, Asya ülkelerine yönelen sermayede bu boyutta bir sorun yaşanmamıştır sonucuna ulaşmışlardır.

Mody vd. (2001) 32 gelişmekte olan ülke için 1990 ve 2000 yılları arasını kapsayan aylık veriler kullanarak, gelişmekte olan ekonomilere yönelik sermaye akımlarının temelleri üzerine bir çalışma yapmışlardır. alışmalarında ele aldıkları lkeler Latin Amerika, Asya, Doğu Avrupa, Orta Doğu, ve Afrika gibi bölgelerde yer almaktadır. alışmalarında kullandıkları değişkenleri ise iki başlıkta toplamışlardır. Bunlar: lkeye özgü faktörler ve küresel faktörlerdir. lkeye özgü faktörler arasındaki

değişkenleri; tüketici fiyat endeksi, yerel kredi hacmi, kısa vadeli borçların rezervlere oranı, sanayi üretim endeksi, kısa vadeli faiz oranı, kredi dereceleri, ithalat rezervler oranı ve yerel borsa endeksi olarak belirlemişlerdir. Küresel faktörleri ele almak için ise ABD büyüme hızı, ABD kısa ve uzun vadeli faiz oranları, gelişmekte olan piyasalar tahvil endeksi ve ABD swap oranlarını değişken olarak kullanmışlardır. Çalışmalarının sonucunda, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinde küresel faktörlerin bir etkisinin bulunduğunu belirtmekle birlikte, asıl belirleyicilerin ülkelere özgü çekici faktörler olduğunu vurgulamışlardır.

Alam ve Quazi (2003) Bangladeş'ten çıkan sermayenin belirleyicileri üzerine bir çalışma yapmışlardır. Çalışmalarında 1973 ile 1999 yılları arasını kapsayan dönemi, yıllık verileri kullanarak incelemişlerdir. Çalışmalarında sermaye çıkışını geniş ölçüm ve banka dışı ölçüm olarak iki şekilde ele almışlardır. Reel yabancı yardım girişi, reel döviz kuru, döviz rezervi, Reel GSYH büyüme hızı, yerel enflasyon, kurumlar vergisi oranı, bütçe açığı serileri ülkenin kendisinden kaynaklanan faktörler olarak ele alınmıştır. ABD faiz oranları ile yerel faiz oranları arasındaki fark da ülke dışı faktör olarak ele alınmıştır. Ayrıca ülkede yaşanan politik çalkantı dönemlerini temsilen kukla değişkenler kullanılmıştır. Çalışmalarının sonucunda, ülkeden çıkan sermayenin belirleyicileri olarak ülke içi faktörleri göstermişlerdir. Ulusal ekonominin sağlıklı olmasının sermaye çıkışlarının önemli ölçüde önüne geçtiğini ifade etmişlerdir.

Balkan vd. (2002) 90'lı yıllarda Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerini tanımlamaya yönelik bir çalışma yapmışlardır. Çalışmaları 1992 ile 2001 yılları arasını kapsamaktadır. Veriler aylık olarak derlenmiş ve kısa vadeli yabancı sermayenin brüt girişi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 100 endeksi, Reel döviz kuru, reel faiz oranı, kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH'ye oranı, Sanayi üretim endeksi, ticarete açıklık derecesi ithalat ve ihracat rakamlarının toplamı, kırılma ise kısa vadeli dış borç stoğunun merkez bankası rezervlerine oranı olarak alınmış ve 1994, 1998 ve 2001 yıllarında yaşanan krizleri temsilen 3 kukla değişken kullanılmıştır. Çalışmanın bulguları olarak, sanayi üretim endeksi ile finansal sermaye girişleri arasında negatif bir ilişki bulunmuş, paranın değer kazanması ve dışa açıklık ise finansal sermaye girişleri arasında pozitif bir ilişki bulunmuş, ayrıca İMKB 100 endeksinin 1ay gecikmeli olarak finansal sermaye girişleri ile pozitif bir ilişki içerisinde olduğu anlaşılmıştır. Faiz oranı ve borçlanma gereğinde meydana gelen artışların finansal sermaye girişleri ile doğru



yönlü bir ilişki içinde olduğu anlaşılmıştır. Ancak bu ilişkinin istatistiki olarak anlamlı olmadığı sonuçlarına ulaşmışlardır.

Berument ve Dinçer (2004) yaptıkları çalışmalarında Türkiye örneğinde, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin ülkenin makroekonomik performansı üzerine etkisini incelemişlerdir. 1992 yılının Ocak ayı ile 2001 yılının Haziran ayını kapsayan dönemi aylık frekansta veriler kullanarak ele almışlardır. Çalışmalarında VAR metodolojisini kullanmışlardır. Çalışmalarında sermaye akımlarını temsilen Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası döviz rezervlerini kullanmışlardır. Makroekonomik göstergelerden birisi olan çıktıyı temsilen sanayi üretim endeksi verisi değişken olarak kullanılmıştır. Fiyatları temsilen, tüketici fiyat endeksi (TÜFE), faiz oranını temsilen TCMB bankalararası gecelik faiz oranı, M2 para arzı ve TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru verileri kullanılmıştır. Çalışmanın sonuç kısmında, gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye akımında meydana gelen artışların kısa dönem için hem para arzını hem de ekonomik büyümeyi artırıcı yönde etkide bulunduğu ortaya koyulmuştur. Sermaye akımındaki artışların fiyatlarda ve faiz oranlarında azaltıcı yönde etkilediği belirtilmiştir. Bununla birlikte ulusal paranın reel değerinde de artış meydana gelmektedir sonucuna değinmişlerdir.

Çulha (2006), Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin belirleyicileri üzerine bi çalışma yapmıştır. Çalışması, 1992 yılının Ocak ile 2005 yılı Aralık dönemleri arasında içermektedir. Aylık veriler kullanılarak SVAR modeli çerçevesinde zaman serisi analizi yapılmıştır. Çulha (1998) çalışmasında veri olarak Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerini portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımlarının toplamı şeklinde almıştır. Çulha (1998) bağımsız değişkenlerini itici ve çekici değişkenler olarak ayırmıştır. İtici değişkenler yabancı sermayenin dışsal bir faktör olarak Türkiye'ye yönelmesine neden olan faktörler olarak tanımlanmış ve 3 aylık ABD hazine bonusu faiz oranı ile ABD sanayi üretim endeksi olarak belirlenmiştir. Çekici faktörler ise sermayenin Türkiye'nin kendi iç faktörleri olarak tanımlanmıştır. Bunlar: Türk hazine bonusu reel faiz oranları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası fiyat endeksi, kamu kesimi bütçe dengesi ve ödemeler bilançosu ana hesaplarından cari işlemler hesabı dengesidir. Çalışma sonuç olarak Türkiye'ye yönelik bu kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin belirleyicilerinin dominant olanlarının çekici faktörler olarak tanımlanan Türkiye'nin kendi iç değişkenlerinin olduğu açıklanmıştır.

Babaoğlu (2005) 1992 birinci çeyreği ile 2005 yılının son çeyreği arasında Türkiye üzerine yaptığı çalışmasında Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarının yönetimi konusunu incelemiştir. Çalışmasında bağımlı değişken olarak ödemeler bilançosu sermaye hesabının alt hesaplarından olan finans hesabı kullanılmıştır. Burada da bankaların döviz varlıkları ve rezerv varlıklar toplamı veri olarak alınmıştır. Çalışmada sermaye akımları kapsamında değerlendirilen bir değişken ise portföy yatırımları değişkenidir ve yine ödemeler bilançosu alt hesaplarından elde edilen seri kullanılmıştır. Doğrudan yabancı yatırımlar kalemi de ödemeler bilançosu finans kalemi alt hesaplarından oluşan bir seri olarak çalışmada yerini almıştır. Çalışmada kullanılan diğer değişkenler ise, 3 aylık ABD Hazine Bonosu faiz oranı, açık faiz paritesi 3 aylık TL Hazine Bonosu faiz oranı, nominal döviz kurunda meydana gelen yüzde değişim, Türkiye sanayi üretim endeksi, ABD sanayi üretim endeksi, reel faiz, nominal döviz kuru yüzde değişimi, reel efektif döviz kuru ve Chicago Borsası oynaklık endeksi şeklindedir. Çalışmanın sonuç kısmında, büyüme oranının kurulan modellerin tamamında önemli bir değişken olarak ortaya çıktığına değinilmiştir. Sermaye girişlerinin devamı için ekonomik büyüme performansının iyi olmasının bir zorunluluk olduğu vurgulanmıştır. Yerli paranın değer kaybetmesi, sermaye akımlarını olumsuz etkilediğine değinilmiştir. Yurtiçi reel faizlerde meydana gelen artışların, doğrudan yabancı yatırımları ve yabancı portföy yatırımlarını etkilemezken diğer yatırımları olumsuz etkilediği gözlenmektedir. Yurtiçi reel faiz ile toplam net sermaye akımları arasında istatistiki olarak anlamlı olan negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu durum ile Türkiye örneğinde dengeli makroekonomik politikaların uygulanmasını, sıkı maliye politikalarını ve kamu borcunun azaltılması gereği ifade edilmiştir.

Ralhan (2006) sermaye hareketlerinin belirleyicilerini tespit etmeye yönelik çalışmasında 1970 ile 1995 yılları arasını yıllık veriler kullanarak 8 gelişmekte olan ülkeyi incelemiştir. Çalışmasında kullandığı değişkenler, sermaye akımları, Londra bankalar arası para piyasası faiz oranı (LIBOR), enflasyon oranı, toplam dış borç, gayri safi yurtiçi hasıla, bütçe açığı, toplam döviz rezervleri ve ithalat ile ihracat toplamının GSYH oranı ile de dışa açıklık rasyosu şeklinde belirlemiştir. Sur metodolojisini uyguladığı çalışmasında ekonominin stabil olması şartı altında, kullanılan sermaye hareketleri belirleyicileri ile sermaye hareketleri arasında istikrarlı ampirik ilişkiler olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Kara (2007) yaptığı çalışmada zaman serisi çalışmada 3 aylık veriler kullanarak 1996 yılının 1. çeyreği ile 2006 yılının 4. çeyreği arasında Türkiye üzerine bir çalışma yapmıştır. Sermaye hareketlerini temsilen ödemeler bilançosu sermaye hesabının GSYH'ya oranını bağımlı değişken olarak belirlemiştir. Türkiye reel faiz oranı, reel efektif döviz kuru, Reel GSYH büyüme hızı, yıllık bütçe dengesi rakamlarının çeyreklik GSYH'lara oranı, kırılma verisi olarak merkezi hükümet açıklarının merkez bankası rezervlerine oranı, ABD reel faiz oranı verileri kullanılmıştır. Çalışmanın sonuç kısmında, Türkiye reel faiz oranlarında meydana gelen artışlar, reel efektif döviz kurunda meydana gelen artışlar ve reel GSYH'da meydana gelen artışların Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin artmasına neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca kırılma oranında meydana gelen artışlar ile ABD reel faiz oranında meydana gelen artışların ise Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin azalmasına neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Pazarlıoğlu ve Gülay (2007) yılında yaptıkları çalışmalarında net portföy yatırımları ile reel faiz oranı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 1992 yılı 1. çeyreği ile 2005 yılı 4. çeyreği arası dönemi 3 aylık veriler kullanarak incelemişlerdir. Çalışmalarında ARDL modelini kullanmışlardır. Çalışmalarında değişken olarak net portföy yatırımlarının GSYH'ya oranı, bütçe açıkları, reel faiz oranı ve incelenen dönem içerisinde yaşanmış olan 1994, 1998, 2000-2001 krizlerini temsilen kukla değişkenler kullanılmıştır. Çalışmalarında sonuç olarak Türkiye'de artan reel faiz oranları sonucunda yabancı portföy yatırımlarının da sürekli artış gösterdiği sonucuna hem kısa hem uzun dönemde ulaşılmıştır.

Net portföy yatırımları ile reel faiz oranı arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmada Güneş (2007), 1992 yılının Ocak ayı ile 2003 yılının aralık ayını kapsayan dönemi aylık veriler kullanarak VAR analizi ile incelemiştir. Çalışmasında portföy yatırımları, dış ticaret hadlerinin ağırlıklandırılması ile TL'ye çevrilmesinin ardından TÜFE'ye oranlanarak reelleştirilmiştir. Faiz oranını temsilen TCMB aylık mevduat faiz oranını kullanmıştır. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Avro'ya geçişten önce döviz rezervlerini 1\$= 1.5DM sepet değerinden tuttuğu için, kur artışı bu sepet değerlerinden hesaplanmıştır. Güven endeksi ekonomik istikrar göstergesi olarak alınmıştır. Kurulan VAR modelinde portföy yatırımlarının sadece kendi içsel gecikmeleri ile anlamlı bir ilişki içerisinde olduğu, sıradan en küçük kareler (SEK) yönteminde ise döviz kuru artışları ile portföy yatırımlarının negatif ilişki içerisinde olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Erataş ve Öztekin (2010) kısa vadeli sermaye akımlarının belirleyicilerini Türkiye örneğinde araştırdıkları çalışmalarında 1995 yılının birinci çeyreği ile 2009 yılının 4. Çeyreği dönemi aralığını 3 aylık verilerle ARDL metodolojisini uygulamışlardır. Çalışmalarında kısa vadeli sermaye hareketleri serisini elde etmek amacıyla, ödemeler dengesi bilançosu finans hesabı altında yer alan portföy yükümlülükleri hesabı, diğer yatırım yükümlülükler kalemi altında yer alan bankalara kısa vadeli kredi hesabı, diğer sektörler kısa vadeli krediler hesabı ve banka mevduatları hesabı değerleri toplanmıştır. Reel faiz oranı ve nominal döviz kuru ise çalışmada kullanılan diğer değişkenlerdir. Çalışma sonucunda değişkenler arasında uzun dönemde ilişki bulunmuştur. Reel faizde meydana gelen artış sonucunda Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye akımları da artış göstermektedir. Döviz kurunun yüksek seyretmesi, yatırımcılar açısından riskin artması olarak algılandığı için, döviz kuru ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasında ters yönlü bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Direkçi ve Kaygusuz (2013), yaptıkları çalışmalarında kısa vadeli sermaye hareketlerinin makro ekonomik değişkenler ile etkileşimini Türkiye örneğinde incelemiştir. Çalışmalarında 1991 yılının 1. çeyreği ile 2012 yılının 4. çeyreği arası dönem, 3 aylık veriler kullanarak incelemiştir. Çalışmalarında ARDL sınır testi ve Toda Yamamoto Granger nedensellik metodolojisini uygulamışlardır. Çalışmalarında kullandıkları değişkenler ise kısa vadeli sermaye hareketleri, Reel GSYH, enflasyon oranı, cari açık ve reel faiz oranıdır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin milli gelir üzerinde etkili olduğu ARDL testi sonucunda ortaya koyulmuştur. Toda Yamamoto granger nedensellik testi sonuçlarına göre milli gelirden kısa vadeli sermaye hareketlerine doğru; reel faiz oranından da kısa vadeli sermaye hareketlerine doğru nedensellikler tespit edilmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketleri, sadece ekonomik istikrarın olduğu dönemlerde ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilemiştir. Türkiye'de faiz oranlarında ortaya çıkan artışlar, kısa vadeli sermayenin de artmasını sağlamaktadır. Yabancı yatırımcıların reel faiz oranlarına göre hareket ettikleri, yerel faiz oranlarının uluslararası faiz oranlarından daha yüksek seyrettiği dönemlerde sermaye girişi sağladıkları tespit edilmiştir. Reel faiz oranlarının düştüğü ve ulusal ekonomide riskin yükseldiği dönemlerde ise ülkeyi terk ettikleri sonuçlarına ulaşılmıştır.

Karpuz ve Kızıltan (2014), reel döviz kuru ile kısa vadeli yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi Türkiye için inceledikleri çalışmalarında, 2003 ocak ayı ile 2014 yılının mart ayı arasını kapsayan dönemde aylık veriler kullanarak Granger Nedensellik analizi yapmışlardır. Çalışmalarında kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerini temsil etmesi amacıyla portföy yatırımlarını, reel efektif döviz kurunu tespit etmek amacıyla da Türkiye TÜFE bazlı reel efektif döviz kurunu kullanmışlardır. Çalışmalarında Türkiye’de kısa vadeli yabancı yatırımların, reel döviz kurlarından etkilendiği, ayrıca kısa vadeli sermaye hareketlerinin kendisinin de yıl içerisinde aldığı değerler kendi değerini etkilemektedir. Bu durumda yabancı yatırımcıların ulusal paranın değer kazanıp kazanmadığına ve kısa vadeli yabancı yatırımların önceki dönemlerde meydana gelen genel seyrine göre yatırım kararı verdiğini ifade etmişlerdir.

Aslan vd. (2014), yaptıkları çalışmalarında reel döviz kuru, ekonomik büyüme ve kısa vadeli sermaye akımları ile ilişkisini incelemişlerdir. Bu amaçla 1998 yılının 1. Çeyreği ile 2011 yılının 4. Çeyreği arası dönemi 3 aylık veriler kullanarak Granger Nedensellik analizi ve etki tepki fonksiyonları ile varyans ayrıştırması analizlerini yapmışlardır. Veri olarak kısa vadeli sermaye hareketleri, GSYH ve reel efektif döviz kurunu kullanmışlardır. Çalışmalarında ampirik olarak, kısa vadeli sermaye hareketleri, GSYH’nın tek yönlü Granger nedeni olduğu, ve kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel efektif döviz kuru arasında iki yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu bulgularına ulaşmışlardır.

## **2. VERİ ve METODOLOJİ**

### **2.1. VERİ**

Türkiye’ye yönelik sermaye hareketlerinin belirlenmesine yönelik olarak yapılacak ekonometrik modellemelerde kullanılacak olan veriler bu kısımda tanıtılacaktır. Veri seti, 2005 yılının ocak ayı ile 2022 yılının kasım ayı arasındaki dönem kapsayan, 202 adet aylık frekansta veriden oluşmaktadır. Bu dönem içerisinde hiçbir değişken için eksik veri bulunmamaktadır.

Çalışmanın temelini oluşturan kısa vadeli sermaye hareketlerini temsilen portföy yatırımları değişkeni kullanılmıştır. Portföy yatırımları değişkeni için Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi aracılığı ile ödemeler bilançosu finans hesabı altında yer alan net portföy yatırımları verisi kullanılmış, bu veri

seçilen aylık dönemler itibariyle modele dahil edilmiştir. Portföy yatırımları verisi ekonometrik analizlerde “port” ifadesi ile gösterilmiştir.

Çalışmada ülke ekonomisindeki fiyat istikrarı göstergesi olarak tüketici fiyat endeksi (TÜFE) serisi kullanılmıştır. Bu seri Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden temin edilmiştir. Endeks bir seri olduğundan dolayı logaritması alınarak kullanılmıştır. Serinin logaritmasının alınmış hali düzey değerlerinde durağan olmadığından birinci farkı alınarak modele dahil edilmiştir. Tüketici fiyat endeksi analizlerde “dlogcpi” ifadesi ile gösterilmiştir.

Kısa vadeli yabancı sermayenin yatırım alanlarının başında menkul kıymetler borsaları olduğu için, Borsa İstanbul 100 Endeksi (BİST) modele dahil edilmiştir. Bu seri yine bir endeks olduğundan dolayı logaritması alınarak kullanılmıştır. Logaritması alınan BİST serisinin düzey değerlerinde durağan olmadığı görülmüş ve birinci farkı alınarak ekonometrik modele dahil edilmiştir. Modellerde “dlogbist” terime ile gösterilmiştir.

Kısa vadeli yabancı sermayenin gittiği ülkede ilgilendiği bir diğer unsur ise faiz oranları olduğundan dolayı reel faiz oranı modele dahil edilmiştir. Reel faiz oranının hesaplanmasında faiz oranı olarak bankaların mevduata uyguladığı ağırlıklı faiz oranı verisi kullanılmıştır. Bu seriye Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi’nden ulaşılmıştır.  $r=[(1+i)/(1+f)]-1$  formülü kullanılarak enflasyonun etkilerinden arındırılmış faiz oranı kullanılmıştır. Enflasyonu temsilen ise yine TCMB EVDS’den elde edilen TÜFE verisinin aylık farkları ile oluşturulan enflasyon serisi kullanılmıştır. Reel faiz oranları düzeyde durağan olduğu için modele herhangi başka bir işleme tabi tutulmadan dahil edilmiş ve “reelint” ifadesi ile gösterilmiştir.

Ülke para biriminin diğer ülke para birimleri karşısında değerinin takibinde kullanılan reel efektif kur verisi de modele dahil edilmiştir. Bu veri TCMB EVDS’den TÜFE bazlı olarak alınmıştır. Logaritması alınan seri bu haliyle düzey değerinde durağan olmadığı için modele birinci farkı alınarak dahil edilmiştir. Reel döviz kuru verisi modelde “dlogrexc” sembolü ile gösterilmiştir.

Serilerde oluşabilecek mevsimsellikleri ortadan kaldırmak amacıyla kukla değişkenler (dummy) kullanılmıştır. Bu amaçla aylık olan seriler için 11 adet kukla değişken kullanılmıştır. Bu kukla değişkenler aylık serilerde her biri bir aya tekabül edecek şekilde 1 değeri verilmiş, geriye kalan 11 ay için 0 değeri verilmiştir.

## 2.2. METODOLOJİ

### 2.2.1. Birim Kök Testleri

Geleneksel tahmin yöntemleri ile yapılan ampirik çalışmalarda, kullanılan değişkenlerin kovaryansı ile ortalamalarının sabit ve zamandan bağımsız olduğu varsayılmaktadır. Durağanlık, incelenen zaman serisinin yine incelenen zaman dilimi içerisinde varyans ve ortalamasının değişmemesi durumudur (Gujarati, 2001).

Ekonometrik analizlerde kullanılacak olan zaman serilerinin durağan olmaları gerekmektedir, durağan olmayan serilerle analiz yapılması durumunda sahte regresyon problemi ortaya çıkabilmektedir (Granger & Newbold, 1974). Durağan olmayan serilerle yapılacak analizler sonucunda, yüksek  $R^2$ , yüksek  $t$  istatistiği ve düşük Durbin – Watson (DW) istatistik değerleri ile sahte, şişkin ve geçersiz test sonuçları elde edilir (Chang ve Ho, 2002).

Zaman serisi analizlerinde kullanılacak olan serilerin durağanlık özellikleri, kullanılacak olan metotlar konusunda belirleyici rol üstlenmektedir. Bu nedenle zaman serisi çalışmasında kullanılacak olan değişkenlerin zaman serisi özelliklerinin belirlenebilmesi amacıyla birim kök testlerinin yapılması gerekmektedir. Serilerde birim kökün varlığını tespit etmek amacıyla kullanılan başlıca testler; Genişletilmiş Dickey & Fuller (ADF) (1981) ve Phillips & Perron'dur (PP) (1988).

Genişletilmiş Dickey & Fuller birim kök testini yapmak için (1) numaralı eşitliği tahmin etmek gerekir.

$$\Delta y_t = \beta_1 + \beta_2 y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \theta \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1)$$

(1) numaralı eşitlikte sabit terim bulunmaktadır. “y” kullanılan değişkenleri  $\Delta$  ise birinci fark operatörünü ifade etmektedir.  $t=1, \dots, T$  zaman endeksini;  $p$ , gecikme uzunluğunu;  $\varepsilon_t$  ise hata terimini ifade etmektedir. ADF birim kök testinin sabit terim ve trend içermesi halinde eşitliğe trend değişkeninin de eklenmesi gerekmektedir.

Phillips Perron (PP) testi gerçekleştirilirken yukarıdaki eşitlikten  $\Delta y_{t-i}$ ,  $i=1,2, \dots$  çıkartılmaktadır. Birim kök testlerine ilişkin  $H_0$  hipotezi  $\theta=0$ ;  $H_1$  hipotezi ise  $\theta < 0$  şeklindedir. ADF ve PP test istatistik değerlerinin mutlak değerlerinin MacKinnon kritik değerlerinden büyük olması durumunda  $H_0$  hipotezi reddedilmekte ve serilerin

durağan olduğu anlaşılmaktadır. Bunun aksine  $H_0$  hipotezi reddedilememekte ve serilerin birim kök barındırdığı sonucuna ulaşılmaktadır.

ADF ve PP birim kök testleri serilerde yapısal kırılmalar olup olmadığını dikkate almayan testlerdir. Ampirik çalışmalarda kullanılacak olan serilerin durağanlık özelliklerini daha iyi analiz edebilmek için yapısal kırılmaları da dikkate almak faydalı olacaktır. Yapısal kırılmaları dikkate alan ilk çalışma Perron (1998) tarafından oluşturulmuştur. Perron (1998) testi yapısal şokların bilindiğini, diğer bir ifadeyle şokların dışsal olarak tespit edildiğini varsaymaktadır. Diğer yandan Christiano (1992) yapısal kırılma noktasının içsel olarak tespit edildiğini varsaymaktadır. Banarjee, Lumsdaine & Stock (1992), Perron & Vogelsang (1992) ve Perron (1997) yapısal testlerin içsel olarak alındığı diğer çalışmalardır. Zivot & Andrews (ZA) (1992), Perron (1989)'un dışsallık varsayımını eleştirerek kırılma noktasının içsel olarak tespit edilmesi gerektiğini ve bu noktanın Perron (1989)'dan farklı olarak önceden bilinmeyeceğini belirtmiştir. ZA birim kök testinde bir kırılmaya izin verilmektedir.

ZA birim kök testi (2),(3) ve (4) numaralı eşitliklerin diğer bir ifadeyle sırasıyla Model A, Model B, ve Model C'nin tahmin edilmesi ile uygulanmaktadır. Model A için alternatif hipotez trend durağandır ve trend fonksiyonunun sabit katsayısında bir değişim olduğunu gösterir. Model B trend fonksiyonunun eğiminde bir değişim olduğunu Model C ise trend fonksiyonunun sabit katsayısında ve trend fonksiyonunun eğiminde bir değişim olduğunu göstermektedir.

$$y_t = \mu^A + \beta_t^A + \alpha^A y_{t-1} + \theta^A DU(\lambda) + \sum_{i=1}^k \theta_i^A \Delta y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$y_t = \mu^B + \beta_t^B + \alpha^B y_{t-1} + \delta^B DT(\lambda) + \sum_{i=1}^k \theta_i^B \Delta y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$y_t = \mu^C + \beta_t^C + \alpha^C y_{t-1} + \delta^C DT(\lambda) + \theta^C DU(\lambda) + \sum_{i=1}^k \theta_i^C \Delta y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4)$$

Model A sabitte meydana gelen yapısal kırılmayı; Model B trendde meydana gelen yapısal kırılmayı, Model C ise hem sabitte hem trendde meydana gelen yapısal kırılmayı dikkate almaktadır. Modellerde yer alan  $t=1,2,\dots,T$  zamanı;  $T_B$  kırılma dönemi olmak üzere  $\lambda=T_B/T$  kırılma noktasını göstermektedir. DU sabit terimde



meydana gelen yapısal kırılmayı gösteren kukla değişkeni ifade etmekte ve  $t > T(\lambda)$  olduğunda  $t-T(\lambda)$  diğer durumlarda 0 değerini almaktadır.

ZA birim kök testi uygulanırken, kırılma dönemine ilişkin kukla değişkenler oluşturulmakta ve  $y_{t-1}$  değişkeninin katsayısının ( $\alpha$ ) en küçük t istatistik değerine sahip olduğu modeldeki tarih olası kırılma dönemi olarak seçilmektedir. Hesaplanan t istatistik değerinin mutlak değer olarak kritik değerden büyük olması durumunda birim kök olduğuna dair sıfır hipotez reddedilmektedir. Böylece analiz edilen zaman serisinin yapısal kırılma ile birlikte durağan olduğuna dair oluşturulan alternatif hipotez kabul edilmektedir.

### 2.2.2. VAR Modeli

VAR modeli değişkenler arasındaki ilişkileri incelemeye yarayan ve şokların sistem üzerindeki etkilerini izlemekte kullanılan bir modeldir. Bu modelin en önemli özelliği model kurulurken modeli kısıtlayan çeşitli varsayımları dikkate almamasıdır. Dolayısıyla model kurulurken iktisat teorilerine bağımlı kalınmamaktadır. Özgen ve Güloğlu (2004)'na göre bu sayede ekonometrik modeller daha doğru tanımlanmakta, yapılan nedensellik testlerinin güvenilirliği artmakta ve değişken seçimi haricinde kalan diğer sorunlar büyük ölçüde azaltılabilmektedir.

Kibritçioğlu (1999)'na göre VAR yaklaşımı kullanılan modellerde, belli bir sayıda değişken seçilmekte ve değişkenler kendi gecikme değerleriyle aynı model içerisinde birlikte değerlendirilmektedir. Seçilmiş bütün değişkenler beraber değerlendirilmekte ve bir bütünlük içerisinde incelenmektedir.

İlk defa Sims (1980) tarafından geliştirilen VAR modelinde, değişkenlerin içsel veya dışsal olması ayırımına karşı çıkılarak, ekonometrik modelde yer alan herhangi bir değişkenin başka bir değişkeni etkileyebileceği ve aynı şekilde diğer değişkenlerden etkilenebileceği ileri sürülmüştür.

VAR modelinde amaç değişkenler arasındaki tek yönlü ilişkiyi ortaya çıkarmaktan ziyade değişkenler arasındaki ileriye ve geriye dönük bağlantıların da ortaya çıkarılmasıdır (Kearney ve Monadjemi, 1990: 197 - 217).

X ve Z gibi iki değişkene sahip basit bir VAR modelini aşağıdaki gibi ifade etmek mümkündür:

$$x_t = a_{10} + \sum_{i=1}^p a_{11i}x_{t-1} + \sum_{i=1}^p a_{12i}z_{t-1} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$z_t = a_{20} + \sum_{i=1}^p a_{21i}x_{t-1} + \sum_{i=1}^p a_{22i}z_{t-1} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Burada  $a_{i0}$  sabit terim ve  $a_{ijk}$  i'inci denklemdaki j'inci değişkenin k gecikmesine ait parametre,  $\varepsilon_{it}$  rassal hata terimi ve gecikme sayısını ifade etmektedir. Sabit terim modele değişkenlerin 0'dan farklı ortalamalara sahip olmaları durumunda dahil edilmektedir. Yukarıdaki (5) ve (6) nolu denklemlerde yer alan VAR modelini;

$$y_t = c + \sum_{i=1}^p A_i y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (7)$$

şeklinde de yazmak mümkündür. İncelenen bu örnek iki değişken içeren basit bir VAR modelini ifade etmektedir. bundan farklı olarak "k" sayıda değişkene sahip bir VAR modelini aşağıda yer alan (7) sayılı denklemden olduğu gibi ifade etmek mümkündür.

$$y_t = c + A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \dots + A_p y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (8)$$

Burada  $y_t$  (kx1) boyutundaki değişken vektörü, c (kx1) boyutundaki sabit terimler vektörü,  $\varepsilon_t$  (kx1) boyutundaki rassal hata terimleri vektörü ve  $A_i$  (kxk) boyutundaki parametre matrisleridir.

VAR modeli gecikme sayısı "p" dikkate alınarak p'inci dereceden VAR modeli olarak adlandırılır ve VAR(p) olarak gösterilir. VAR modelinde bütün değişkenler içsel olarak ele alındığı için araştırmacıların değişkenlerin içsel veya dışsal olmaları ile ilgili olarak herhangi bir karara varmalarına da gerek kalmamaktadır (Davidson ve Mackinnon, 1993:685).

### 2.2.3. Nedensellik Testi

İktisadi teorilerden hareketle aralarında ilişki olduğu beklenen değişkenleri açıklayabilmek amacıyla ampirik testler yapılmaktadır. Bu testlerin başında regresyon analizi yöntemi gelmektedir. regresyon analizi yöntemi değişkenler arasındaki bağımlılık ilişkisini ele almaktadır. Ancak bu durum incelenen değişkenler arasında bir nedensellik ilişkisi olduğunu ifade etmemektedir. Her zaman için, bağımsız değişken olarak seçilen değişkenin bağımlı değişkenin nedeni olacağı anlamına gelmemektedir

(Tarı, 1998:48). Oluşturulan modelde içsel ve dışsal değişkenlerin belirlenmesinde nedensellik analizinin önemi de ortaya çıkmaktadır.

Nedensellik kavramının operasyonel hale gelmesiyle, nedensellik ve dışsallık arasında ilişki kurmaya yönelik çalışmalar artış göstermiştir. Herhangi X ve Y gibi iki değişken arasındaki nedenselliği inceleyen bir çalışmada, X'ten Y'ye doğru bir nedenselliğin bulunması halinde X dışsal, Y ise içsel bir değişken olarak nitelendirilir (Işığışık, 1994: 37)

Nedensellik analizi dışsallıkların belirlenmesi ve hangi değişkenlerin modele dâhil edilebileceği konularında yardımcı olmaktadır. Nedensellik analizi bunun haricinde yapısal ekonometrik modellerden daha üstün değildir. Bunun nedeni, operasyonel olarak nedensellik analizinin zaman serilerine bağlanması, bir değişkenin sonraki dönemlerde alacağı değerlerin, kendi geçmişinden veya yine kendisi ile ilişkili olduğu düşünülen başka bir değişkenin geçmiş değerlerinden öngörebilmek anlamında ifade edilmesidir (Sargenet, 1979: 406).

Ekonometri yaklaşımı ile zaman serisi çözümlemesi yaklaşımlarının birbirlerini tamamlamasına yönelik çalışmalar, nedensellik ilişkilerinin önemini ortaya çıkarmıştır. Bu sayede zaman serisi analizi ile değişkenler arasındaki ilişkiler belirlenmekte ve iktisat teorisine dayandırılarak ekonometrik modeller oluşturulmaktadır. Bu bağlamda herhangi iki X ve Y gibi değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisini araştırmaya yönelik amaçlar aşağıda sıralanmaktadır (Işığışık, 1994: 90).

- Geçmiş verilerden hareketle X ve Y değişkenlerinin gelecekte alabileceği değerlerin öngörülebilmesi.
- Bir değişkenin sadece kendi geçmiş değerleri ile veya bir başka değişkenin geçmiş değerleri ile mi daha iyi öngörülebilmesi.
- Kullanılan ekonometrik modellerde içsel ve dışsal değişkenlerin belirlenmesi.
- Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünün belirlenmesi.
- Değişkenlerden birisinde meydana gelen bir değişimin, diğer değişken üzerinde kaç dönem sonra bir değişime neden olacağına tespiti.
- Dağılımlı gecikme genişliğindeki veya parametrelerde meydana gelen yapısal değişimin belirlenmesi.

#### 2.2.4. Granger Nedensellik Analizi

İki değişkenli zaman serisi analizinde nedensellik incelemesini ilk kez Wiener (1956) tarafından gerçekleştirilmiş olmasına rağmen, Granger'in (1969), Wiener'in (1956) yaptığı tanımlamayı genişleterek büyük bir katkı gerçekleştirmiş olması sebebiyle bu analize "Granger Nedensellik Analizi" adı verilmiştir.

Granger, iki değişkenli otoregresif bir yapının yardımıyla nedensellik kavramının operasyonel boyutta test edilebilir hale getirmiştir. Bu sayede iki değişkenin birbirlerine neden olup olmadıkları incelenebilir hale gelmiştir (Işığışık, 1994: 92).

İki değişkenli bir modelde nedensellik ilişkisi anlamında muhtemel dört sonuç ortaya çıkmaktadır. Bu iki değişkeni X ve Y olarak isimlendirecek olursak; birinci olasılık X değişkeninin Y değişkenindeki değişimlerin nedeni olmasıdır. İkinci olasılık olarak Y değişkeninin X değişkenindeki değişimlerin nedeni olması, üçüncü olasılık incelenen her iki değişken arasında iki yönlü bir ilişkinin olmasıdır. Son olarak elde edilebilecek muhtemel sonuç olarak iki değişken arasında herhangi bir ilişkinin bulunamaması olacaktır.

Granger nedensellik analiz aşağıda yer alan (9) ve (10) numaralı denklemler aracılığıyla incelenebilir:

$$Y_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^m b X_{t-i} + u_i \quad (9)$$

$$X_t = c_0 + \sum_{i=1}^m c_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^m d Y_{t-i} + u_i \quad (10)$$

Yukarıdaki iki denklemde yer alan "a, b, c ve d" sembolleri gecikme katsayılarını, "m" sembolü tüm değişkenler için ortak gecikme derecesini, "u" sembolü ise modeldeki hata terimlerini ifade etmektedir.

Yukarı yer verilen (9) ve (10) numaralı denklemler, her iki eşitlik için ayrı ayrı değerlendirilerek aralarındaki nedensellik ilişkisi incelenir. Granger nedensellik analizinin bu iki eşitliğe göre yapılışı aşağıda ifade edilmiştir.

İlk Aşamada hipotezin kurulması yer almaktadır. Burada X ve Y arasında test edilecek hipotez;

$H_0: \sum_{i=1}^m b_i = 0$  olup,  $X_{t-1}, X_{t-2}, \dots, X_{t-m}$  gecikmeli değerlerin ilişkide yeri olmadığı ve bu nedenle X'ten Y'ye doğru herhangi bir nedenselliğin bulunmadığını,

$H_1: \sum_{i=1}^m b_i \neq 0$  olup,  $X_{t-1}, X_{t-2}, \dots, X_{t-m}$  gecikmeli değerlerin ilişkide yeri olduğu ve bu nedenle X'ten Y'ye doğru bir nedenselliğin bulunduğunu gösterir.

İkinci aşamada, kısıtlamalı ilişkide yer alan hata terimleri karelerinin toplamının bulunması yer almaktadır,

$$Y_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_i Y_{t-i} + u_t \quad (11)$$

(11). denklemde yer alan ilişki tahmin edilerek, bu kısıtlamalı ilişkinin hata terimlerinin toplamı bulunur. Bu ifade  $RSS_R$  olarak ifade edilir.

Üçüncü aşamada, kısıtlamasız ilişkide yer alan hata terimleri karelerinin toplamının bulunması yer almaktadır,

$$Y_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^m b_i X_{t-i} + u_t \quad (12)$$

(12). denklemde yer alan kısıtlamasız ilişki tahmin edilerek, bu modele için hata terimlerinin kareleri toplamı bulunur. Bu ifade  $RSS_{UR}$  olarak ifade edilir.

Dördüncü aşamada,

$$F = \frac{(RSS_R - RSS_{UR})/m}{\frac{RSS_{UR}}{n}/(n - k)} \quad (13)$$

formülü aracılığıyla F istatistik değeri hesaplanır. Bu formülde yer alan sembollerin açıklamaları şunlardır.

$RSS_R$ : Kısıtlamalı ilişkideki hata terimleri kareleri toplamı,

$RSS_{UR}$ : Kısıtlamasız ilişkideki hata terimleri kareleri toplamı,

m: Dışarıda bırakılan gecikmeli değişken sayısı

n: Örnek hacmi

k: Kısıtlamasız regresyon modeldeki tahmin edilen parametre sayısı.

Beşinci aşama ise (13) denklemle hesaplanan F değerinin tablo değeri ile karşılaştırılması ve karar verme aşamasıdır. Buna göre hesaplanmış olan F istatistik

değeri, “m” ve “(n-k)” serbestlik derecesinde, %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerindeki tablo değerlerinden daha büyük olduğunda kurulan  $H_0$  hipotezi reddedilip  $H_1$  hipotezi kabul edilir. Bunun anlamı ise değişkenler arasında nedensellik ilişkisi yoktur hipotezi olan  $H_0$  hipotezinin reddedilip, değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin varlığını ifade eden  $H_1$  hipotezinin kabul edilmesidir.

Seçilecek olan regresyon denkleminin gecikme sayısının ve uygunluğunun belirlenmesinde Akaike Bilgi Kriterinden (AIC) faydalanılmaktadır. AIC değeri, modelde tahmin edilen katsayılar ile modele ait artıkların karelerinin toplamına bağlı olarak değişiklik göstermektedir (Terzi ve Zengin, 2003: 58). Akaike değerinin en küçük olduğu gecikme sayısına ait model, en uygun model olarak seçilir. modeldeki Akaike değerini aşağıda yer alan (14) numaralı denklem yardımıyla hesaplamak mümkündür.

$$AIC = \ln[\sum e_i^2/n] + \frac{2k}{n} \quad (14)$$

Burada:

k: Gecikmeli modeldeki parametre sayısı

n: Gözlem sayısını ifade etmektedir.

### 2.2.5. Etki – Tepki Fonksiyonları ve Varyans Ayrıştırması Analizi

Portföy yatırımlarının belirleyicilerini tespit etmeye yönelik olarak VECM modellerine dayalı etki-tepki ve varyans ayrıştırması analizleri gerçekleştirilecektir. Etki-tepki analizlerinde değişkenlerde meydana gelen bir standart sapmalık şoka kendi ve diğer değişkenlerin gösterdikleri tepki analiz edilecektir. Bu çalışmada değişkenlerin sıralamasının analiz sonuçlarını etkilemediği Koop vd. (1996) ve Pesaran & Shin (1998) tarafından önerilen genelleştirilmiş etki-tepki fonksiyonları (GIRF) kullanılacaktır. Bu yöntemin kullanılmasının nedeni geleneksel etki-tepki analizlerinde kullanılan Cholesky ayrıştırmasının değişkenlerin sıralamasına göre farklı sonuçlar vermesidir. Bir etki-tepki fonksiyonu belirli bir zaman noktasındaki ( $t$ ) şokların bir dinamik sistemde değişkenlerin gelecekteki ( $t+n$ ) değerleri üzerindeki etkisinin zaman profilini ölçmektedir. GIRF (23) numaralı eşitlikte gösterildiği gibi  $t$  döneminde VAR modelinden elde edilen normal dağılıma sahip hata terimlerinden ( $e_t$ )  $j$ . hata terimindeki 1 standart sapmalık şokun  $t+n$  dönemindeki  $x$ 'in beklenen değerleri üzerindeki etkisini ölçmektedir. (Pesaran ve Shin, 1998:19).

$$GIRF_j(n) = \sigma_{jj}^{-1/2} A_n \sum e_j, \quad n = 0,1,2, \dots, \quad (15)$$

Portföy yatırımlarının belirleyicilerini analiz ederken GIRF analizine ilave olarak varyans ayrıştırması analizi gerçekleştirilecektir. Varyans ayrıştırması analizi; değişkenler arasında var olan doğrudan ve dolaylı etkinin belirlenmesinde kullanılmakta olup, değişkenlerden birisinin kendisinde ve diğer değişkenlerden birinde meydana gelen şokların kaynağını yüzde olarak ifade etmektedir.

### 3. AMPİRİK SONUÇLAR

#### 3.1. BİRİM KÖK TESTİ SONUÇLARI

Analizde kullanılan verilere ilişkin Augmented Dickey Fuller (ADF), Phillips Perron(PP) ve Zivot Andrews (ZA) durağanlık analizleri yapılmıştır. Bunlardan ADF ve PP 6 numaralı tabloda, ZA analiz sonuçları ise 7 numaralı tabloda gösterilmiştir.

**Tablo 6.** ADF ve PP Birim Kök Analizi Sonuçları Tablosu

| Değişkenler      | ADF           | PP            | Durağanlık Derecesi |
|------------------|---------------|---------------|---------------------|
| <i>port</i>      | -10,27 (0)*** | -10,49 (5)*** | I (0)               |
| <i>dport</i>     | 13,18(2)***   | 68,84(609)*** |                     |
| <i>logcpi</i>    | 2,75 (0)      | 4,25 (8)      | I (1)               |
| <i>dlogcpi</i>   | -4,33 (2)***  | -6,12(0)***   |                     |
| <i>logbist</i>   | 1,20 (0)      | 1,14 (1)      | I (1)               |
| <i>dlogbist</i>  | -13,57 (0)*** | -13,57 (1)*** |                     |
| <i>reelexc</i>   | 0,62 (4)      | -0,61 (15)    | I (1)               |
| <i>dreelexc</i>  | -9,31(3)***   | -11,27(22)*** |                     |
| <i>reelint</i>   | -12,87 (0)*** | -12,86 (1)*** | I (0)               |
| <i>dreeilint</i> | 11,66(4)***   | 90,21(44)***  |                     |

Tabloda \*\*\*, \*\*, \*, ADF ve PP birim kök testlerinde serilerin birim kök taşıdığı sıfır hipotezinin sırasıyla %1, %5, %10 anlamlılık düzeyinde reddedildiğini göstermektedir. Tabloda parantez içerisinde yer alan değerler gecikme uzunluklarını ifade etmektedir. Bu değerler Genişletilmiş Dickey-Fuller Testi için Akaike Bilgi Kriteri (AIC), Schwarz Bayesian Kriteri (SBC), Hannan-Quinn kriterlerince belirlenmiştir. Phillips Perron Testinde gecikme uzunluklarının tespitinde ise Newey-West metodu kullanılmıştır.

Yukarıdaki tabloya (6) göre ADF ve PP birim kök testlerinden elde edilen sonuçlara göre *pyy*, *logtufe*, *logbist* verileri için birim kök varlığını sınavan 0 hipotezi

seviye değerlerinde reddedilememiş bu nedenle bu serilerin 1. farkları alınmıştır. Farkları alındığında bu serilerin tamamı için kurulan birim kök vardır 0 hipotezi reddedilmiştir. Bu nedenle bahsi geçen bu verilerin 1. farklarında durağan oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Geriye kalan *reelfaiz* ve *logrek* verileri için yapılan ADF ve PP birim kök testi sonuçlarına göre, bu verilerin düzey değerinde birim kök vardır olarak kurulan 0 hipotezi reddedilmiştir. Bu nedenle söz konusu bu değişkenlerin düzey değerlerinde durağan oldukları sonucuna ulaşılmıştır.

**Tablo 7.** Zivot-Andrews Durağanlık Analizi Sonuçları Tablosu

| Değişken        | Model A   | Kırılma Noktası | Model B   | Kırılma Noktası | Model C   | Kırılma Noktası | Durağanlık Derecesi |
|-----------------|-----------|-----------------|-----------|-----------------|-----------|-----------------|---------------------|
| <i>port</i>     | -11,32*** | 2010:03         | -10,99*** | 2012:11         | -11,30*** | 2010:03         | I (0)               |
| <i>dport</i>    | -9,66***  | 2018:10         | -9,53***  | 2018:09         | -9,67***  | 2020:02         |                     |
| <i>logcpi</i>   | -1,19     | 2020:03         | -2,25     | 2020:03         | -2,34     | 2020:03         | I (1)               |
| <i>dlogcpi</i>  | -4,86*    | 2020:02         | -6,04***  | 2020:02         | -6,11***  | 2019:11         |                     |
| <i>logbist</i>  | -0,93     | 2020:03         | -2,62     | 2020:03         | -3,12     | 2020:02         | I (1)               |
| <i>dLogbist</i> | -13,93*** | 2019:11         | -14,37*** | 2020:02         | -14,45*** | 2020:02         |                     |
| <i>reelint</i>  | -13,80*** | 2009:03         | -13,63*** | 2011:04         | -13,86*** | 2018:12         | I (0)               |
| <i>dreelint</i> | -11,82*** | 2012:08         | 11,82***  | 2012:08         | 11,82***  | 2012:08         |                     |
| <i>logrexc</i>  | -3,31     | 2018:03         | -4,48**   | 2016:02         | -4,49     | 2015:10         | I (1)               |
| <i>dlogrexc</i> | -9,66***  | 2018:10         | -9,53***  | 2018:09         | -9,67***  | 2020:02         |                     |

\*\*\* ZA birim kök testinde birim kökün olduğuna dair 0 hipotezinin sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde reddedildiğini göstermektedir. \*\* ZA birim kök testi sonucunda birim kökün olduğuna dair 0 hipotezinin sırasıyla %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde reddedildiğini göstermektedir.

Yukarıdaki tabloya (7) göre *reelint* ve *port* serileri haricindeki tüm serilerin düzey seviyesinde A,B ve C modellerinde durağanlığın olduğunu öne süren 0 hipotezi reddedilememektedir. Yani bu iki seri dışında kalan tüm veriler düzey seviyesinde durağan değillerdir. *Reelint* ve *port* serilerinde ise durağanlığın olduğunu öne süren 0 hipotezi reddedilmiştir, yani *reelint* ve *port* serileri düzeyde durağan olarak bulunmuştur. *Logcpi*, *logbist*, *logrexc* serilerinin 1. Farkları alındığında A,B ve C modellerinin tümünde durağanlığın olduğunu öne süren 0 hipotezi reddedilmiştir. Yani bu serilerin 1. farklarında durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır.



### 3.2. VAR GRANGER NEDENSELLİK ANALİZİ SONUÇLARI

Kurulan VAR modeline ait granger nedensellik analizi sonuçları aşağıda yer alan tablolarda takip edilebilir.

**Tablo 8.** Bağımlı Değişken Portföy Yatırımları olduğunda VAR Granger Nedensellik Sonuçları

| Bağımlı Değişken: port |          |          |
|------------------------|----------|----------|
| Bağımsız Değişkenler   | Ki-Kare  | Olasılık |
| logcpi                 | 3,169105 | 0.2050   |
| logbist                | 3,608465 | 0.1646   |
| logrexc                | 11,57176 | 0.0031   |
| reelint                | 1,608138 | 0.4475   |

Tablo 8 incelendiğinde tablonun alt kısmında yer alan bağımsız değişkenlerden, logrexc ile ifade edilen reel kur verisinin nedeni olmadığı yönündeki  $H_0$  hipotezi reddedilmektedir. Bir başka deyişle reel efektif kur portföy yatırımlarının nedenidir. Diğer bağımsız değişkenler için kurulan  $H_0$  hipotezi ise reddedilememektedir. Yani reel efektif kur (reelexc) dışında kalan diğer bağımsız değişkenler bağımlı değişken olan portföy yatırımlarının nedeni değildir.

**Tablo 9.** Bağımlı Değişken TÜFE olduğunda VAR Granger Nedensellik Sonuçları

| Bağımlı Değişken: dlogcpi |          |          |
|---------------------------|----------|----------|
| Bağımsız Değişkenler      | Ki-Kare  | Olasılık |
| port                      | 1,143522 | 0.2050   |
| dlogbist                  | 23,71380 | 0.0000   |
| dlogrexc                  | 60,59415 | 0.0000   |
| reelint                   | 0.565124 | 0.7538   |

Tablo 9'da yer alan sonuçlar değerlendirildiğinde bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişken olan (dlogcpi) tüketici fiyat endeksinin (TÜFE) nedeni olmadığı yönünde kurulan  $H_0$  hipotezi; BİST endeksi (dlogbist) ve Reel Efektif Kur (dlogrexc) için reddedilmektedir. Yani bu iki değişken tüketici fiyat endeksinin nedenidirler. Geriye kalan portföy yatırımları( port) ve reel faiz oranları (reelint) verisi için kurulan

$H_0$  hipotezi reddedilememektedir. Yani geriye kalan bu iki bağımsız değişken bağımlı değişken olan TÜFE'nin nedeni değildir.

**Tablo 10.** Bağımlı Değişken BİST olduğunda VAR Granger Nedensellik Sonuçları

| Bağımlı Değişken: dlogbist |          |          |
|----------------------------|----------|----------|
| Bağımsız Değişkenler       | Ki-Kare  | Olasılık |
| port                       | 0.036623 | 0.9819   |
| dlogcpi                    | 3.211506 | 0.2007   |
| dlogrexc                   | 1.387706 | 0.4996   |
| reelint                    | 0.307386 | 0.8575   |

Tablo 10 incelendiğinde, bağımsız değişkenler için, bağımlı değişken olan BİST'in nedeni değildir olarak kurulan boş hipotez reddedilememektedir. Yani bağımsız değişkenler, bağımlı değişken olan BİST100 endeksinin nedeni değildir.

**Tablo 11.** Bağımlı Değişken Reel Efektif Kur olduğunda VAR Granger Nedensellik Sonuçları

| Bağımlı Değişken: dlogrexc |          |          |
|----------------------------|----------|----------|
| Bağımsız Değişkenler       | Ki-Kare  | Olasılık |
| port                       | 2.112160 | 0.3478   |
| dlogcpi                    | 8.237522 | 0.0163   |
| dlogbist                   | 7.411769 | 0.0246   |
| reelint                    | 2.346764 | 0.3093   |

Tablo 11 incelendiğinde TÜFE (dlogcpi) ve BİST100 (dlogbist), reel efektif döviz kurunun (dlogrexc) nedeni değildir olarak kurulan boş hipotez reddedilmektedir. Yani TÜFE (dlogcpi) ve BİST100 endeksi (dlogbist) reel efektif kurun (dlogrexc) nedeni olarak görünmektedirler. Diğer bağımsız değişkenler için kurulan boş hipotezler ise reddedilememektedir. Yani diğer bağımsız değişkenler reel efektif kurun nedeni değildir.

**Tablo 12.** Bağımlı Değişken Reel Faiz olduğunda VAR Granger Nedensellik Sonuçları

| Bağımlı Değişken: reelint |          |          |
|---------------------------|----------|----------|
| Bağımsız Değişkenler      | Ki-Kare  | Olasılık |
| port                      | 1.949251 | 0.3773   |
| dlogcpi                   | 5.297854 | 0.0707   |
| dlogbist                  | 3.756903 | 0.1528   |
| dlogrexc                  | 3.008997 | 0.2221   |

Tablo 12 incelendiğinde TÜFE (dlogcpi) bağımsız değişkeni Reel Faizin nedeni değildir olarak kurulan boş hipotez reddedilmektedir. Yani TÜFE, Reel Faiz değişkeninin nedeni olarak görünmektedir. Diğer bağımsız değişkenler için kurulan, Reel Faizin nedeni değildir olarak kurulan boş hipotezler reddedilememektedir. Yani TÜFE değişkeni haricinde kalan değişkenler, reel faizin nedeni değildirlerdir.

### 3.3. TANILAYICI İSTATİSTİKLER

#### 3.3.1. Değişen Varyans Otokorelasyon ve Model Spesifikasyon Test Sonuçları

**Tablo 13.** Tanılayıcı Test İstatistikleri Sonuç Tablosu

| DİAGNOSTİK TESTLER  |                       |                         |                           |
|---------------------|-----------------------|-------------------------|---------------------------|
| Bağımlı Değişkenler | DEĞİŞEN VARYANS TESTİ | OTOKORELASYON TESTİ     | MODEL SPESİFİKASYON TESTİ |
|                     | Breusch-Pagan-Godfrey | Breusch-Godfrey LM Test | Ramsey Reset Test         |
| <i>port</i>         | 0,6612<br>(0,9560)    | 17,51<br>(0,0002)       | 0,6531<br>(0,4199)        |
| <i>dlogbist</i>     | 4,5074<br>(0,3417)    | 0,4341<br>(0,8049)      | 4,6685<br>(0,0319)        |
| <i>dlogcpi</i>      | 6,9318<br>(0,1395)    | 59,9186<br>(0,0000)     | 1,7563<br>(0,1865)        |
| <i>reelint</i>      | 10,7573<br>(0,0294)   | 1,4444<br>(0,4857)      | 16,1930<br>(0,0001)       |
| <i>dlogrexc</i>     | 36,3190<br>(0,0000)   | 23,9049<br>(0,0000)     | 5,8982<br>(0,0160)        |

Portföy yatırımlarının (*port*) bağımlı değişken, tüketici fiyat endeksi (*dlogcpi*), borsa İstanbul 100 endeksi (*dlogbist*), reel faiz oranı (*reelint*), reel efektif döviz kuru (*dlogrexc*) verilerinin bağımsız değişken olarak kullanıldığı model için Breusch – Pagan – Godfrey Heteroscedasticity testi uygulanmış ve sonuçları yukarıdaki tabloda gösterilmiştir. Buna göre F istatistik değeri (0.6612), F olasılık değeri 0,05’den büyük olduğu için (0.9560), modelde değişen varyans yoktur olarak kurulan  $H_0$  hipotezi reddedilememektedir. Sonuç olarak kurulan bu modelde değişen varyans problemine rastlanmamıştır.

İkinci olarak aynı model için yapılan Breusch Godfrey LM testi sonuçları gösterilmektedir. Buna göre tabloda yer alan F istatistik değeri (15,5100), F olasılık değerinden (0,0002) daha büyük olduğu için, birinci sıra otokorelasyon yoktur olarak kurulan  $H_0$  hipotezi kabul edilecektir. Buna göre kurulan bu modelde otokorelasyon yoktur sonucuna ulaşılmıştır.

Aynı model için üçüncü olarak Ramsey Reset Test sonuçları değerlendirildiğinde F istatistik değerleri olasılık değerlerinden büyük olduğundan ve olasılık değerleri 0.05’den daha büyük olduğu için, modelde ihmal edilmiş değişken bulunmamaktadır şeklinde kurulan  $H_0$  hipotezleri kabul edilmiş ve model spesifikasyonlarının doğru olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Borsa İstanbul 100 endeksinin (*dlogbist*) bağımlı değişken, portföy yatırımları (*port*), tüketici fiyat endeksi (*dlogcpi*), reel faiz oranı (*reelint*), reel efektif döviz kuru (*dlogrexc*) verilerinin bağımsız değişken olarak kullanıldığı model için Breusch – Pagan – Godfrey Heteroscedasticity testi uygulanmış ve sonuçları yukarıdaki tabloda gösterilmiştir. Buna göre F istatistik değeri (4,5074), F olasılık değeri 0,05’den büyük olduğu için (0.3417), modelde değişen varyans yoktur olarak kurulan  $H_0$  hipotezi reddedilememektedir. Sonuç olarak kurulan bu modelde değişen varyans problemine rastlanmamıştır.

Borsa İstanbul 100 endeksinin (*dlogbist*) bağımlı değişken olarak kullanıldığı modelde ikinci olarak yapılan Breusch Godfrey LM testi sonuçları gösterilmektedir. Buna göre tabloda yer alan F istatistik değeri (0,4341), F olasılık değerinden (0,8049) daha büyük olduğu için, birinci sıra otokorelasyon yoktur olarak kurulan  $H_0$  hipotezi kabul edilecektir. Buna göre kurulan bu modelde otokorelasyon yoktur sonucuna ulaşılmıştır.

Aynı model için yapılan üçüncü tanılayıcı istatistik olan Ramsey Reset Test sonuçları değerlendirildiğinde F istatistik değerleri olasılık değerlerinden büyük olduğundan ve olasılık değerleri 0.05'den daha büyük olduğu için, modelde ihmal edilmiş değişken bulunmamaktadır şeklinde kurulan  $H_0$  hipotezleri kabul edilmiş ve model spesifikasyonlarının doğru olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tüketici fiyat endeksinin (*dlogcpi*) bağımlı değişken olarak kullanıldığı; portföy yatırımları (*port*), borsa İstanbul 100 endeksi (*dlogbist*), reel faiz oranı (*reelint*) ve reel efektif döviz kuru (*dlogrexc*) serilerinin bağımsız değişken olarak kullanıldığı model için Breusch – Pagan – Godfrey Heteroscedasticity testi uygulanmış ve sonuçları yukarıdaki tabloda gösterilmiştir. Buna göre F istatistik değeri (6,9318), F olasılık değeri 0,05'den büyük olduğu için (0,1395), modelde değişen varyans yoktur olarak kurulan  $H_0$  hipotezi reddedilememektedir. Sonuç olarak kurulan bu modelde değişen varyans problemine rastlanmamıştır.

Aynı model için ikinci olarak yapılan Breusch Godfrey LM testi sonuçları gösterilmektedir. Buna göre tabloda yer alan F istatistik değeri (59,9186), F olasılık değerinden (0,0000) daha küçük olduğu için, birinci sıra otokorelasyon yoktur olarak kurulan  $H_0$  hipotezi reddedilecektir. Buna göre kurulan bu modelde otokorelasyon vardır sonucuna ulaşılmıştır.

Aynı model için yapılan üçüncü tanılayıcı istatistik olan Ramsey Reset Test sonuçları değerlendirildiğinde F istatistik değerleri olasılık değerlerinden büyük olduğundan ve olasılık değerleri 0.05'den daha büyük olduğu için, modelde ihmal edilmiş değişken bulunmamaktadır şeklinde kurulan  $H_0$  hipotezleri kabul edilmiş ve model spesifikasyonlarının doğru olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Reel faiz verisinin (*reelint*) bağımlı değişken olarak kullanıldığı; portföy yatırımları (*port*), borsa İstanbul 100 endeksi (*dlogbist*), tüketici fiyat endeksi (*dlogcpi*) ve reel efektif döviz kuru (*dlogrexc*) değişkenlerinin bağımsız değişken olarak kullanıldığı model için Breusch – Pagan – Godfrey Heteroscedasticity testi uygulanmış ve sonuçları yukarıdaki tabloda gösterilmiştir. Buna göre F istatistik değeri (10,7573), F olasılık değeri 0,05'den büyük olduğu için (0,0294), modelde değişen varyans yoktur olarak kurulan  $H_0$  hipotezi reddedilememektedir. Sonuç olarak kurulan bu modelde değişen varyans problemine rastlanmamıştır.

Reel faiz verisinin (*reelint*) bağımlı değişken olarak kullanıldığı modelde ikinci olarak yapılan Breusch Godfrey LM testi sonuçları gösterilmektedir. Buna göre tabloda yer alan F istatistik değeri (1,4444), F olasılık değerinden (0,5857) daha büyük olduğu için, birinci sıra otokorelasyon yoktur olarak kurulan  $H_0$  hipotezi kabul edilecektir. Buna göre kurulan bu modelde otokorelasyon yoktur sonucuna ulaşılmıştır.

Aynı model için yapılan üçüncü tanılayıcı istatistik olan Ramsey Reset Test sonuçları değerlendirildiğinde F istatistik değerleri olasılık değerlerinden büyük olduğundan ve olasılık değerleri 0.05'den daha büyük olduğu için, modelde ihmal edilmiş değişken bulunmamaktadır şeklinde kurulan  $H_0$  hipotezleri kabul edilmiş ve model spesifikasyonlarının doğru olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Reel efektif döviz kuru (*dlogrexc*) değişkeninin bağımlı değişken olarak kullanıldığı, portföy yatırımları (*port*), BİST100 (*dlogbist*), tüketici fiyat endeksi (*dlogcpi*) ve reel faiz oranı (*reelint*) değişkenlerinin bağımsız değişken olarak kullanıldığı model için Breusch – Pagan – Godfrey Heteroscedasticity testi uygulanmış ve sonuçları yukarıdaki tabloda gösterilmiştir. Buna göre F istatistik değeri (36,3190), F olasılık değeri 0,05'den küçük olduğu için (0.0000), modelde değişen varyans yoktur olarak kurulan  $H_0$  hipotezi reddedilmiştir. Sonuç olarak kurulan bu modelde değişen varyans problemi bulunmamaktadır.

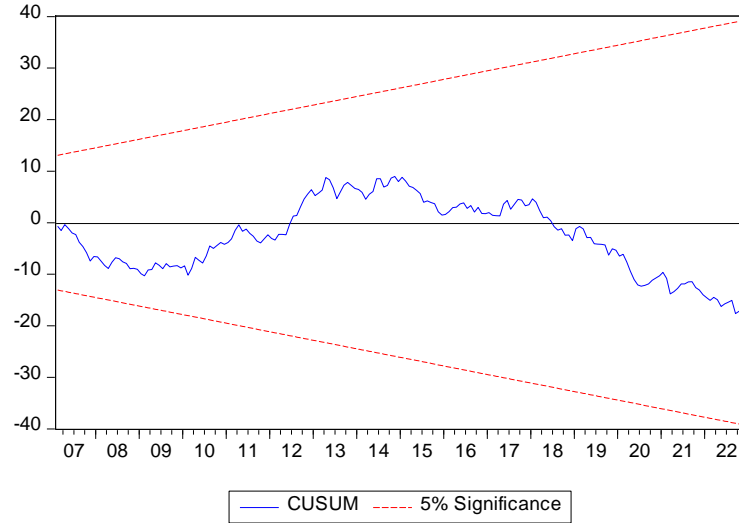
Aynı model için ikinci olarak yapılan Breusch Godfrey LM testi sonuçları gösterilmektedir. Buna göre tabloda yer alan F istatistik değeri (23,9049), F olasılık değerinden (0,0000) daha küçük olduğu için, birinci sıra otokorelasyon yoktur olarak kurulan  $H_0$  hipotezi reddedilecektir. Buna göre kurulan bu modelde otokorelasyon vardır sonucuna ulaşılmıştır.

Aynı model için yapılan üçüncü tanılayıcı istatistik olan Ramsey Reset Test sonuçları değerlendirildiğinde F istatistik değerleri olasılık değerlerinden büyük olduğundan ve olasılık değerleri 0.05'den daha büyük olduğu için, modelde ihmal edilmiş değişken bulunmamaktadır şeklinde kurulan  $H_0$  hipotezleri kabul edilmiş ve model spesifikasyonlarının doğru olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

### **3.3.2. Yapısal kırılma Test Sonuçları**

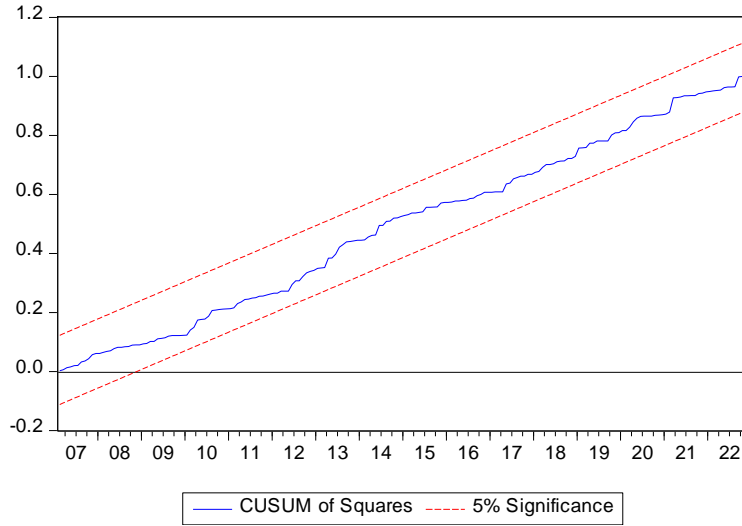
Modellere ve incelendiği döneme ilişkin yapısal kırılmaların varlığını tespit etmeye yönelik olarak kümülatif ardışık kırılmalar testi (CUSUM) ve ardışık kalıntıların kareleri (Cusum SQ) yöntemleri uygulanmıştır.

**Şekil 14.** Bağımlı değişkenin portföy yatırımları olduğu modele ilişkin Cusum grafiği



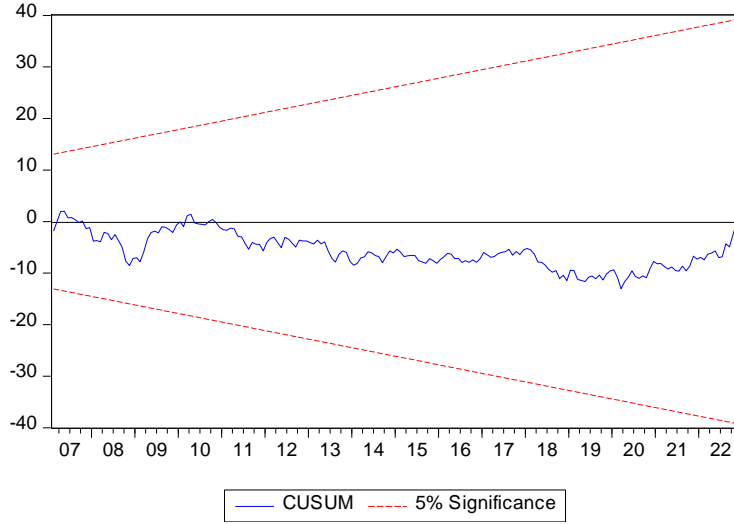
Şekil 14 incelendiğinde kurulan modelde %5 anlamlılık düzeyinde yapısal kırılma yoktur olarak kurulan  $H_0$  hipotezi kabul edilmektedir. Bir başka deyişle portföy yatırımlarının bağımlı değişken olarak kullanıldığı ve diğer değişkenlerin bağımsız değişken olarak kullanıldığı bu modelde kümülatif ardışık kırılmalar testi (CUSUM) sonucunda yapısal kırılma olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

**Şekil 15.** Bağımlı değişkenin portföy yatırımları olduğu modelde Cusum SQ grafiği



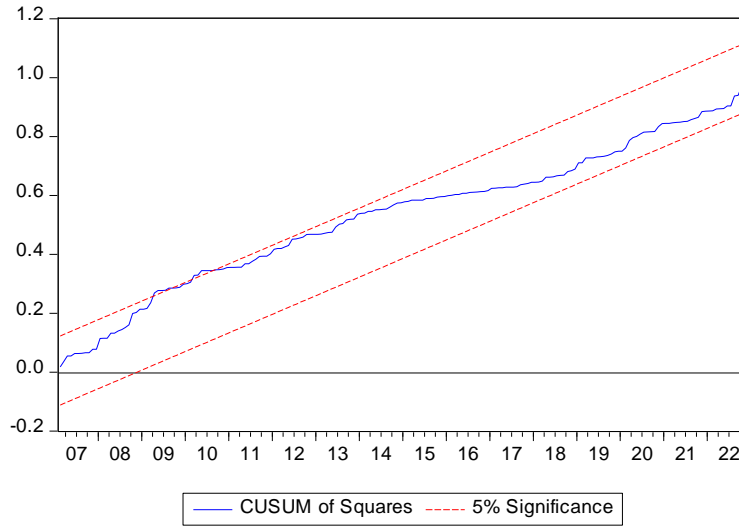
Şekil 15’de kurulan modelde %5 anlamlılık düzeyinde yapısal kırılma yoktur olarak kurulan  $H_0$  hipotezi kabul edilmektedir. Yani ardışık kalıntıların kareleri (Cusum SQ) yöntemine göre de aynı model için yapısal kırılmaya rastlanmamıştır.

**Şekil 16.** Bağımlı değişkenin BİST 100 endeksi olduğu modelde Cusum grafiği



Yukarıdaki Şekil 16 incelendiğinde kurulan modelde %5 anlamlılık düzeyinde yapısal kırılma yoktur olarak kurulan  $H_0$  hipotezi kabul edilmektedir. BİST 100 endeksinin bağımlı değişken olarak kullanıldığı ve diğer değişkenlerin bağımsız değişken olarak kullanıldığı bu modelde kümülatif ardışık kırılmalar testi (CUSUM) sonucunda yapısal kırılma olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

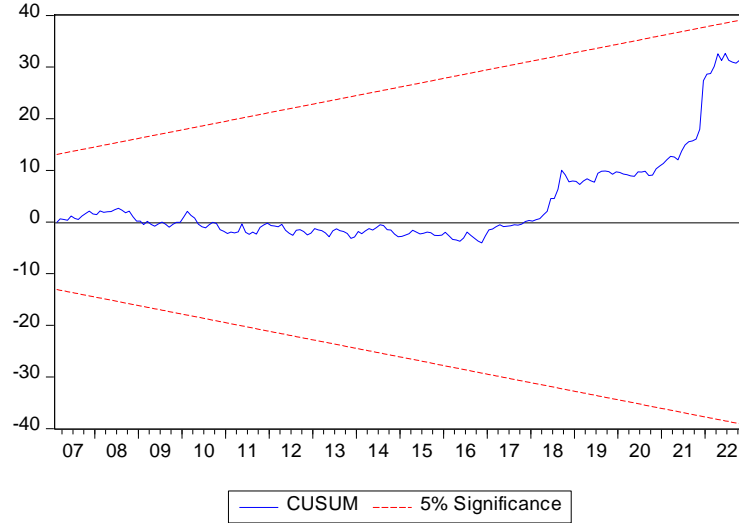
**Şekil 17.** Bağımlı değişkenin BİST 100 endeksi olduğu modelde Cusum SQ grafiği



Şekil 17’de kurulan modelde %5 anlamlılık düzeyinde yapısal kırılma yoktur olarak kurulan  $H_0$  hipotezi reddedilmektedir. Yani BİST 100 endeksinin bağımlı değişken olduğu model için ardışık kalıntıların kareleri (Cusum SQ) yöntemine göre 2009 ve 2010 yıllarında %5 anlam düzeyine temas vardır. Anlam olarak bu sınırı aşmamış olursa da bu dönem için yapısal bir kırılmadan bahsedilebilir.

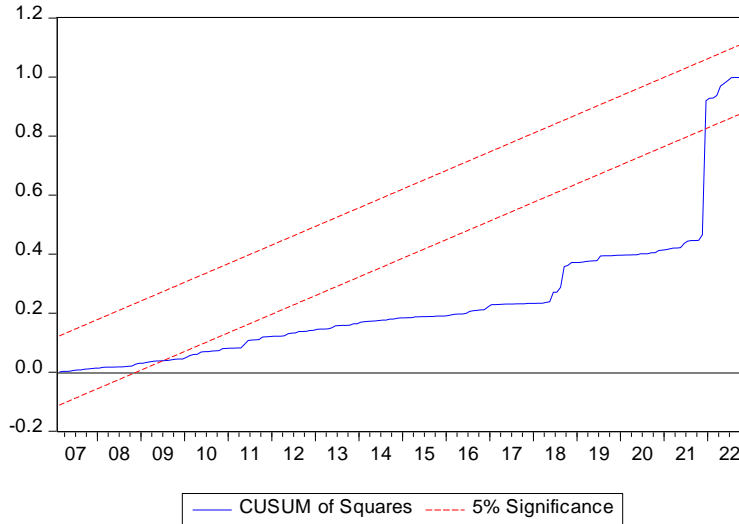
**Şekil 18.** Bağımlı değişkenin TÜFE endeksi olduğu modelde Cusum grafiği





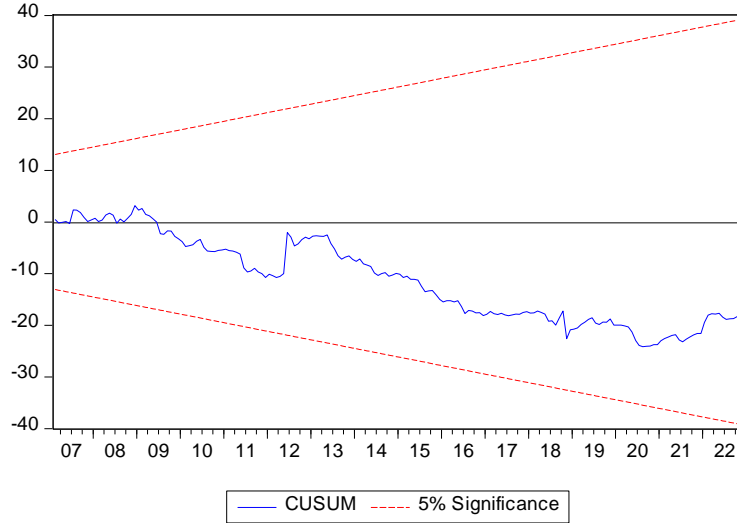
Şekil 18’de kurulan modelde %5 anlamlılık düzeyinde yapısal kırılma yoktur olarak kurulan  $H_0$  hipotezi kabul edilmektedir. Yani bağımlı değişkenin tüketici fiyat endeksi olduğu model için kümülatif ardışık kırılmalar testi (CUSUM) sonucunda yapısal kırılma olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

**Şekil 19.** Bağımlı değişkenin TÜFE endeksi olduğu modelde Cusum SQ grafiği



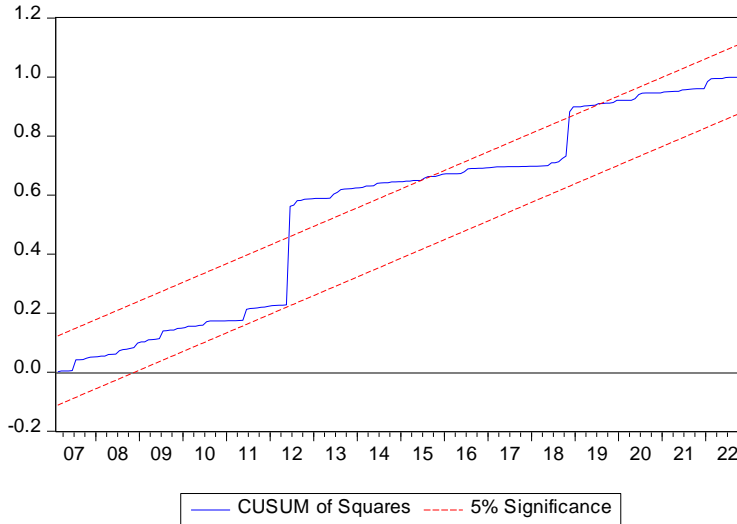
Yukarıda yer alan Şekil 19 incelendiğinde kurulan modelde %5 anlamlılık düzeyinde yapısal kırılma yoktur olarak kurulan  $H_0$  hipotezi reddedilmektedir. Tüketici fiyat endeksinin bağımlı değişken olduğu bu aynı model için yapılan ardışık kalıntıların kareleri (Cusum SQ) testi sonucuna göre 2009 yılında başlayan yapısal kırılma 2022 yılında tekrar %5 anlam düzeyi sınırları içerisine girebilmiştir.

**Şekil 20.** Bağımlı değişkenin reel faiz olduğu modelde Cusum grafiği



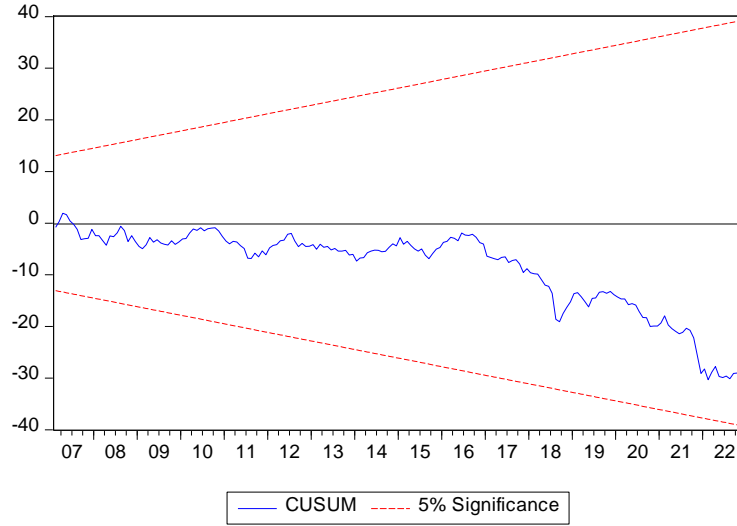
Yukarıda yer alan Şekil 20 incelendiğinde kurulan modelde %5 anlamlılık düzeyinde yapısal kırılma yoktur olarak kurulan  $H_0$  hipotezi kabul edilmektedir. Bir başka ifade ile bağımlı değişkenin reel faiz oranları olduğu modelde kümülatif ardışık kırılmalar testi (CUSUM) sonucunda yapısal kırılma olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

**Şekil 21.** Bağımlı değişkenin reel faiz olduğu modelde Cusum SQ grafiği



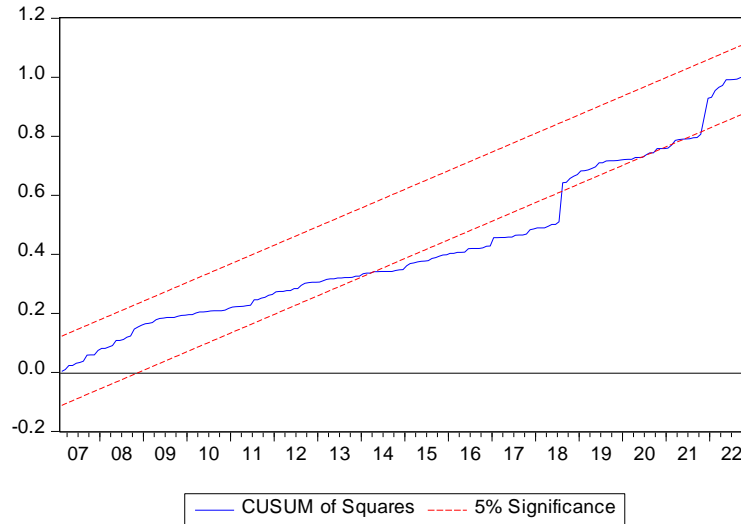
Şekil 21’de Aynı model için kurulan modelde yapılan ardışık kalıntıların kareleri (Cusum SQ) testi sonucuna göre %5 anlamlılık düzeyinde yapısal kırılma yoktur olarak kurulan  $H_0$  hipotezi reddedilmektedir. Grafiğe göre 2012 ile 2016 yılları arası ile 2019 yılı başlarında yapısal kırılmalar gerçekleşmiştir.

**Şekil 22.** Bağımlı değişkenin reel efektif döviz kuru olduğu modelde Cusum grafiği



Şekil 22 incelendiğinde kurulan modelde %5 anlamlılık düzeyinde yapısal kırılma yoktur olarak kurulan  $H_0$  hipotezi kabul edilmektedir. Yani bağımlı değişkenin reel efektif döviz kuru olarak kullanıldığı bu model için kümülatif ardışık kırılmalar testi (CUSUM) sonucunda yapısal kırılma olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

**Şekil 23.** Bağımlı değişkenin reel efektif döviz kuru olduğu modelde Cusum SQ grafiği



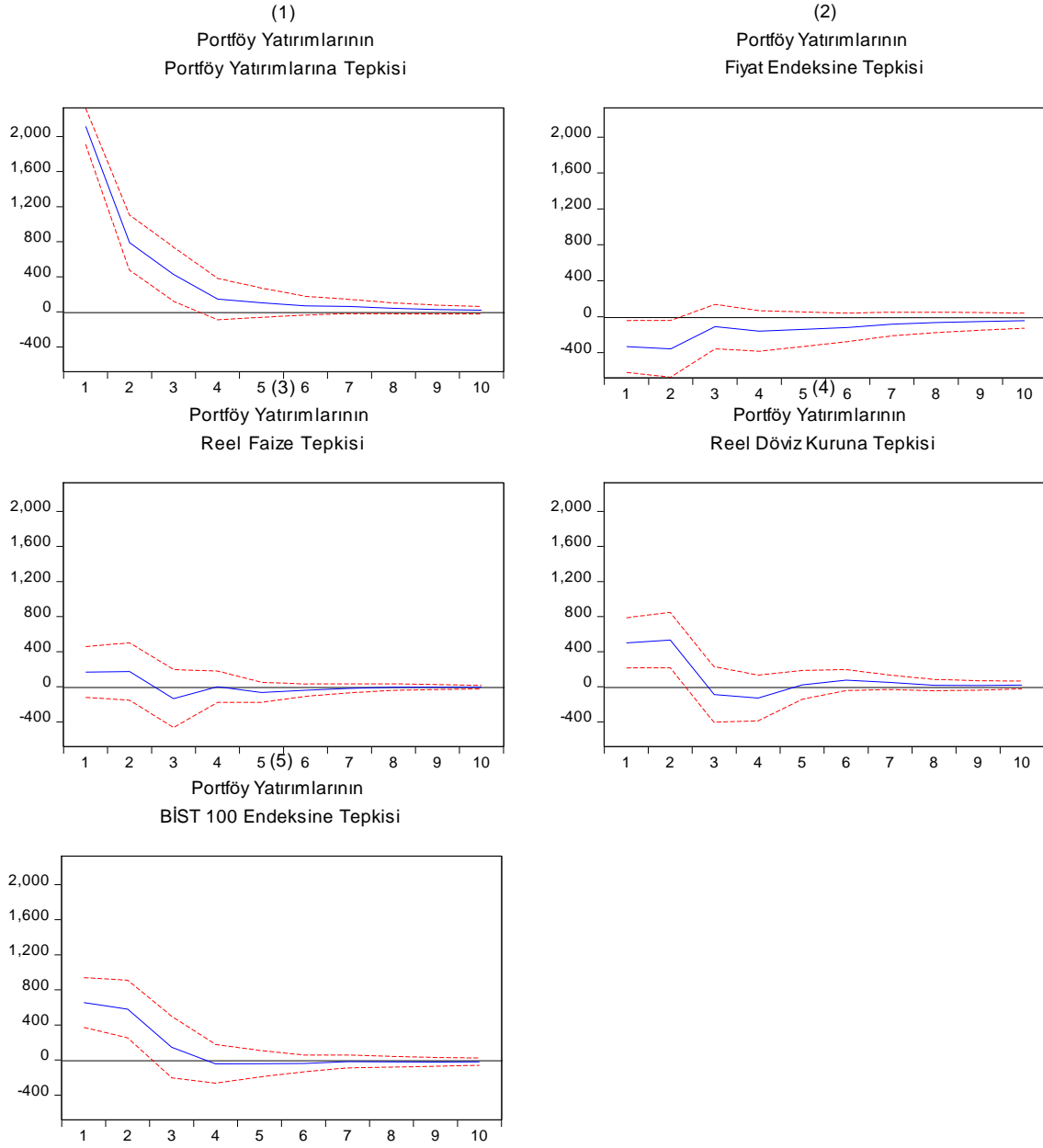
Yukarıdaki grafik incelendiğinde reel efektif döviz kurunun bağımlı değişken olduğu modelde, ardışık kalıntıların kareleri (Cusum SQ) testi sonucuna göre %5 anlamlılık düzeyinde yapısal kırılma yoktur olarak kurulan  $H_0$  hipotezi reddedilmektedir. Grafiğe göre 2014 il 2018 yılları arasında yapısal kırılma gözlemlenmektedir.

### 3.4. GENELLEŞTİRİLMİŞ ETKİ – TEPKİ FONKSİYONLARI

Çalışmada kullanılan değişkenlerin arasındaki dinamik ilişkilerin belirlenebilmesi amacıyla Genelleştirilmiş Etki – Tepki Fonksiyonu analizleri yapılmıştır. Genelleştirilmiş etki tepki fonksiyonunda, geleneksel etki tepki fonksiyonunun aksine değişkenlerin sıralamasının herhangi bir önemi yoktur ve analizi etkilememektedir. Bu nedenle çalışmada genelleştirilmiş etki – tepki fonksiyonu analizi kullanılmıştır.

İlk olarak portföy yatırımlarının (port) bağımlı değişken olarak kullanıldığı model için genelleştirilmiş etki – tepki fonksiyonu analizi yapılmıştır. Bu modelde yer alan bağımsız değişkenlerin her birinde ve portföy yatırımları değişkenin kendisinde meydana gelen bir standart sapmalık Şok sonucunda portföy yatırımları verisinin göstermiş olduğu tepki aşağıda Grafik (1)'de yer almaktadır.

**Şekil 24.** Portföy Yatırımlarının Kendisinde ve Diğer Değişkenlerde Meydana Gelen Bir Standart Sapmalı Şoka Verdiği Tepkiler.



Yukarıda yer alan Şekil 24'te, Etki - Tepki analizi grafiklerinin ilkinde portföy yatırımlarının kendisinde meydana gelen bir standart sapmalı şok sonucu ortaya çıkan etki on dönem boyunca gözlemlenmektedir. Buna göre (1) numaralı panelde portföy yatırımları bu şoka başlangıçta pozitif tepki göstermiş, ancak bu pozitif tepki 4. döneme kadar azalan bir seyir izlemiştir. 4. Dönem itibariyle de yatay eksene paralel ve çok düşük değerlerde negatif bir tepki göstermiştir.

Şekil 24'ün ikinci panelinde, TÜFE'de (*dlogtufe*) meydana gelen bir standart sapmalı şok sonucunda portföy yatırımları ilk iki dönem negatif ve sabit bir şekilde

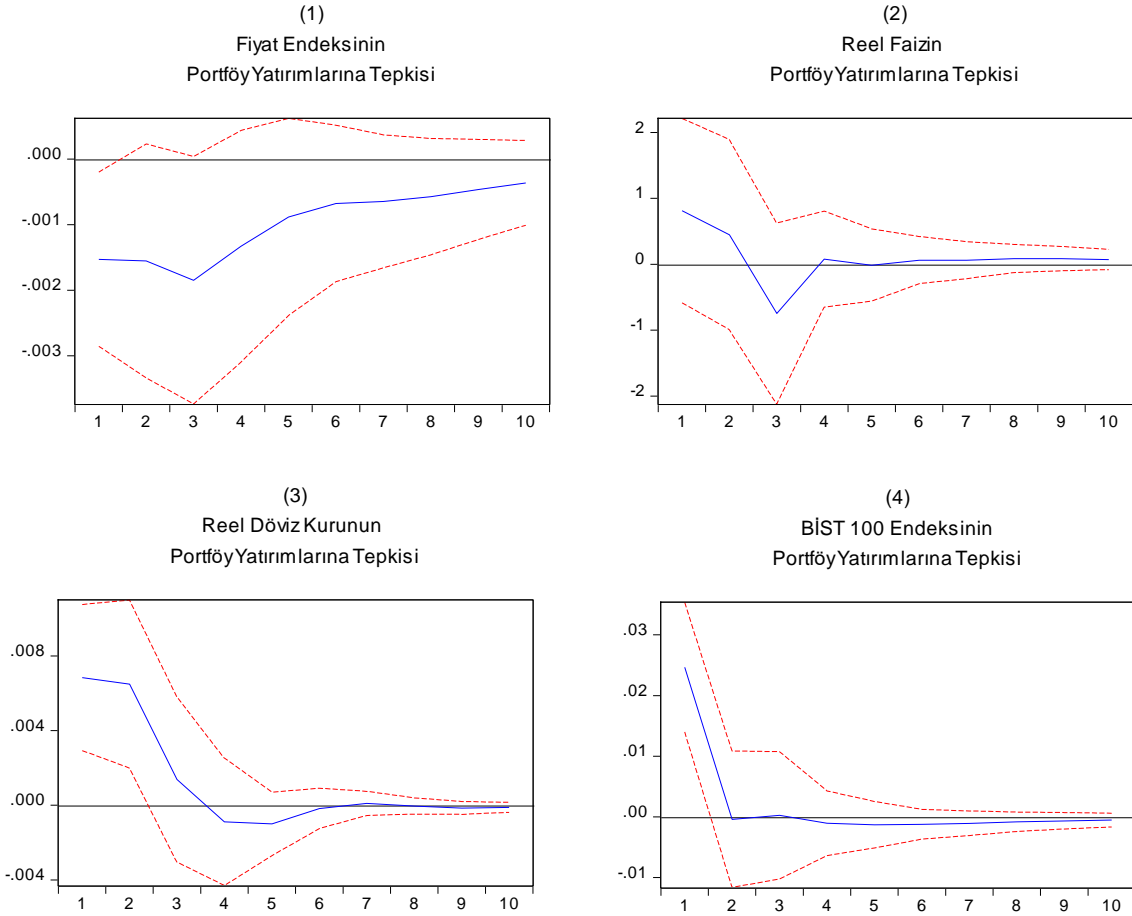
etkilenmiş, 3. Dönemde bu negatif etki azalmış ve bu dönemden sonra negatif etki 10. Döneme kadar giderek azalarak yatay eksene yaklaşmıştır.

Şeklin (3) numaralı panelinde, Reel faiz serisinde (*reelint*) oluşan bir standart sapmalık şok sonucunda portföy yatırımları orijin etrafında hareket etmiştir. Bu hareket ilk iki dönem pozitif iken 3. Dönemde negatif bir etkiye dönüşmüştür. 4. Dönem ve sonrasında ise etki ortadan kalkmıştır.

Reel efektif döviz kuru serisine (*reelexc*) uygulanan bir standart sapmalık şok sonucunda, şeklin (4) numaralı panelinde ilk dönem portföy yatırımları belirgin bir şekilde pozitif etkilenmiştir. 3. Dönem itibariyle bu negatife dönüşmüş ve 4. Dönemden sonra etkisini yitirmiştir.

Şekil 24'ün (5) numaralı son panelinde, Borsa İstanbul 100 endeksi (*dlogbist*) verisinde meydana gelen bir standart sapmalık şok, çok belirgin bir şekilde portföy yatırımları üzerinde pozitif bir etkiye neden olmuştur. Bu belirgin etki azalarak da olsa 4. Döneme kadar kendisini göstermiştir. 4. Dönemden sonra bu etki ortadan kaybolmuştur.

**Şekil 25.** Portföy Yatırımlarında Meydana Gelen Bir Standart Sapmalılık Şoka Bağımsız Değişkenlerin Verdiği Tepkiler



Yukarıda yer alan Şekil 25'te, modelde portföy yatırımlarında meydana gelen bir standart sapmalılık şok sonucunda diğer değişkenlerde meydana gelen tepkiler izlenmektedir. Grafiğin 1 numaralı panelinde portföy yatırımlarında meydana gelen bir standart sapmalılık şok sonucu TÜFE'nin verdiği tepki görülmektedir. Buna göre portföy yatırımlarında (*port*) meydana gelen bir standart sapmalılık şok sonucunda TÜFE (*dlogcpi*) bu durumdan negatif etlenmektedir. Bu negatif etki ilk 3 dönem artmış, 3. Dönemden itibaren ise azalmıştır. Ancak negatif etkideki bu azalış takip eden dönemler boyunca portföy yatırımlarının TÜFE üzerindeki etkisini hep negatif düzeyde tutmuştur.

Grafiğin 2 numaralı panelinde yine portföy yatırımlarında (*port*) meydana gelen bir standart sapmalılık şok sonucunda reel faiz oranlarının (*rellint*) bu duruma tepkisi izlenmektedir. Buna göre reel faiz oranları ilk dönemde bu durumdan pozitif etkilenmiş, 2. Dönemde bu pozitif etki azalmakla birlikte devam etmiş ancak 3. Dönemde negatif bir etki ortaya çıkmıştır. 4. Dönem itibari ile de etki ortadan kaybolmuştur.

Grafiğin 3 numaralı panelinde portföy yatırımları değişkeninde (*port*) meydana gelen bir birimlik standart sapma sonucu reel döviz kurundaki (*dlogrexc*) değişim görülmektedir. Buna göre portföy yatırımları bariz bir şekilde reel döviz kurunda ilk 3 dönem pozitif bir tepki oluşturmaktadır. Bu pozitif tepki 3. Döneme kadar azalarak devam etmekte, 4. Dönem itibariyle az da olsa negatif bir seyir izleyerek, bu dönemden sonra kaybolmaktadır.

Grafiğin 4 numaralı panelinde portföy yatırımlarının (*port*), Borsa İstanbul 100 Endeksi (*dlogbist*) üzerindeki etkisi gözlemlenmektedir. Bu grafikte de çok keskin bir tepki söz konudur. Buna göre ilk dönem çok yüksek bir pozitif tepki oluşurken, 2. Dönem itibariyle bu tepki 0 düzeyine düşmüş ve bu dönemden sonra herhangi bir tepkide bulunmamıştır.

### 3.5. VARYANS AYRIŞTIRMASI ANALİZİ

Çalışmada analiz edilen beş değişken için kurulan ayrı modellerde bağımlı değişkenlerde meydana gelen değişimlerin kaynaklarını incelemek amacıyla varyans ayrıştırması analizi aşağıdaki tablolarda aktarılmıştır.

**Tablo 14.** Portföy Yatırımları Varyans Ayrıştırma Tablosu

| Portföy Yatırımları (PORT) İçin Varyans Ayrıştırması |          |          |          |          |          |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|
| Periyod  | PORT     | DLOGCPI  | REELINT  | DLOGREXC | DLOGBIST |
| 1  | 100.0000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2  | 95.58652 | 1.064027 | 0.146745 | 1.682041 | 1.520666 |
| 3  | 94.33505 | 1.048904 | 0.688050 | 2.376804 | 1.551192 |
| 4  | 93.24280 | 1.374971 | 0.687896 | 3.124695 | 1.569639 |
| 5  | 92.78506 | 1.641450 | 0.810233 | 3.123362 | 1.639899 |
| 6  | 92.44566 | 1.847393 | 0.858996 | 3.130233 | 1.717722 |
| 7  | 92.31492 | 1.937499 | 0.873301 | 3.129977 | 1.744302 |
| 8  | 92.24010 | 1.994407 | 0.875384 | 3.127229 | 1.762884 |
| 9  | 92.18277 | 2.036604 | 0.876843 | 3.125283 | 1.778496 |
| 10   | 92.13902 | 2.067530 | 0.878316 | 3.123857 | 1.791273 |



Yukarıda yer alan tablo 14’de portföy yatırımları için varyans ayrıştırması görülmektedir. On dönem için yapılan analizden anlaşılmaktadır ki portföy yatırımlarında meydana gelen değişimlerin büyük kısmı portföy yatırımlarının kendisinden kaynaklanmaktadır. Portföy yatırımlarında meydana gelen değişim dönemler itibariyle incelendiğinde, portföy yatırımlarının kendisinde meydana gelen değişim, toplam değişimin 2. Dönem itibariyle %95,58 oranında etkilerken bu oran 10. Döneme kadar %92 düzeyine kadar düşmüştür. Portföy yatırımlarında meydana gelen değişime TÜFE’nin etkisi ise 2. Dönemde yaklaşık %1 düzeyindeyken bu etki dönemler itibariyle artmış ve 9 ve 10. Dönem sonunda yaklaşık %2 düzeyinde gerçekleşmiştir. Reel faiz oranlarının portföy yatırımları üzerindeki etki daha sınırlı düzeyde oluşmuştur. 2. Dönem itibari ile portföy yatırımlarında meydana gelen değişimin yaklaşık %0.1 ini açıklarken bu oran 2. Dönem itibari ile %0.68 düzeyine yükselmiş takip eden dönemlerde yükselmeye devam ederek 10. Dönem itibariyle %0.87 düzeyine erişmiştir. Reel efektif döviz kuru bağımsız değişkenler içerisinde portföy yatırımlarındaki değişime en büyük katkısı olan bağımsız değişkendir. 2. Dönemde %1.68 olan etkisi, 2. Dönemde %2.37’ye yükselmiş bu etki 3. Dönemde %3.12 olduktan sonra 10. Döneme kadar %3.12 olan düzeyini korumuştur. Borsa İstanbul 100 endeksinin portföy yatırımları üzerindeki etkisi ise 2. Dönem itibariyle %1.52 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu etki de ufak artışlarla 10.dönemde %1.79 düzeyine ulaşmıştır.

**Tablo 15.** Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) Varyans Ayrıştırma Tablosu

| Tüketici Fiyat Endeksi İçin (DLOGCPI) Varyans Ayrıştırması |          |          |          |          |          |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|
| Periyod  | PORT     | DLOGCPI  | REELINT  | DLOGREXC | DLOGBIST |
| 1  | 2.467804 | 97.53220 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2  | 2.859848 | 78.28723 | 0.175394 | 12.95499 | 5.722536 |
| 3  | 4.127128 | 73.15971 | 0.340715 | 14.44358 | 7.928873 |
| 4  | 4.714323 | 72.46161 | 0.320120 | 13.59079 | 8.913159 |
| 5  | 4.868199 | 72.06831 | 0.319332 | 13.03510 | 9.709062 |
| 6  | 4.907526 | 71.73847 | 0.363642 | 12.63165 | 10.35871 |
| 7  | 4.976444 | 71.43803 | 0.410659 | 12.44060 | 10.73426 |
| 8  | 5.049236 | 71.26773 | 0.430725 | 12.31232 | 10.93999 |
| 9  | 5.098004 | 71.17765 | 0.439706 | 12.21817 | 11.06647 |
| 10   | 5.125193 | 71.12032 | 0.446549 | 12.15425 | 11.15369 |

Yukarıdaki tabloda (15) TÜFE’de meydana gelen değişimin kendisi ve diğer değişkenler tarafından ne kadar açıklandığı izlenmektedir. Buna göre TÜFE’de meydana gelen değişimin büyük kısmı yine TÜFE değişkeninin kendisinden kaynaklanmaktadır. 1. Dönem itibariyle ortaya çıkan değişimin %97.53’lük kısmı TÜFE’den kaynaklanmaktadır. Bu dönem için geriye kalan %2.47’lik kısmı ise portföy yatırımlarından kaynaklanmaktadır. 10. Döneme kadar TÜFE’nin kendinde meydana gelen değişimi açıklama oranı yaklaşık %71 düzeyine kadar gerilemektedir. Yani dönemler ilerledikçe diğer değişkenlerin TÜFE üzerindeki etkisi giderek artmaktadır. Portföy yatırımlarının TÜFE’deki değişimi açıklama düzeyi biraz önce de değinildiği gibi 1. Dönem itibariyle %2.47 düzeyinde iken 10. Döneme kadar bu oran %5.12 düzeyine yükselmiştir. Reel faiz oranlarının payı ise oldukça düşük düzeyde kalmıştır. 2.dönem itibariyle %0.17 düzeyinde bir etki söz konusu iken bu etki 10. Dönem sonunda %0.44 düzeyine ulaşmıştır. Ancak TÜFE üzerinde etkisi sınırlı kalmıştır. Reel efektif döviz kuru ise TÜFE’de meydana gelen değişimleri, TÜFE’nin kendisinden sonra en çok etkileyen değişken statüsündedir. İkinci dönemde %12.95 olan etki 3. Dönemde %14.44’e yükselmiştir. 6. Dönemden itibaren düşen bu etki yine de gücünü kaybetmemiş ve 10.dönem sonunda %12.15 düzeyinde gerçekleşmiştir. Borsa İstanbul 100 endeksinin TÜFE üzerindeki etkisi de oldukça yüksek düzeydedir. 2. Dönemde %5.72 olan açıklama oranı, 10.dönem itibari ile %11.15 düzeyinde gerçekleşmiştir.

**Tablo 16.** BİST 100 Endeksi Varyans Ayrıştırma Tablosu

| BIST 100 Endeksi Varyans Ayrıştırması |          |          |          |          |          |
|---------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Periyod                               | PORT     | DLOGCPI  | REELINT  | DLOGREXC | DLOGBIST |
| 1                                     | 9.589289 | 0.027695 | 0.624708 | 4.259629 | 85.49868 |
| 2                                     | 9.479798 | 0.182679 | 0.760745 | 4.476990 | 85.09979 |
| 3                                     | 9.359748 | 0.641133 | 0.848137 | 4.495208 | 84.65577 |
| 4                                     | 9.326315 | 0.986773 | 0.848335 | 4.471172 | 84.36741 |
| 5                                     | 9.313696 | 1.217699 | 0.860610 | 4.465038 | 84.14296 |
| 6                                     | 9.312565 | 1.362934 | 0.863352 | 4.464798 | 83.99635 |
| 7                                     | 9.316057 | 1.449288 | 0.864672 | 4.460395 | 83.90959 |
| 8                                     | 9.316998 | 1.507938 | 0.865230 | 4.456475 | 83.85336 |
| 9                                     | 9.317255 | 1.547813 | 0.865937 | 4.454082 | 83.81491 |
| 10                                    | 9.317460 | 1.574371 | 0.866502 | 4.452777 | 83.78889 |

Yukarıdaki tabloda (16), Borsa İstanbul 100 endeksinde (BİST) meydana gelen değişimlerin kaynakları incelendiğinde, en büyük pay tüm dönemler boyunca %85 ile %83 gibi bir aralıkla yine BİST'in kendisinden kaynaklanmaktadır. Portföy yatırımlarının da oldukça yüksek ve tutarlı bir biçimde BİST üzerinde etkisi bulunmaktadır. Bu etki tüm dönemlerde yaklaşık %9.5 düzeyinde olmuştur. Reel efektif kur da yine BİST üzerinde azımsanmayacak ve yine tutarlı bir etkiye sahiptir. Tüm dönemler itibariyle reel efektif döviz kurunun BİST üzerindeki etkisi yaklaşık olarak %4.4 düzeyinde gerçekleşmiştir. TÜFE'nin bist üzerindeki etkisi sınırlı düzeydedir ve bu etki ilk dönemlerde %0.2 düzeyindeyken son dönemlerde yaklaşık %1.5 düzeyinde gerçekleşmiştir. Benzer şekilde reel faiz oranları da BİST üzerinde sınırlı bir etkiye sahiptir. Bu etki incelenen dönemler boyunca yaklaşık %0.8 düzeyinde seyretmektedir.

**Tablo 17.** Reel Faiz Varyans Ayırıştırma Tablosu

| Reel Faiz Varyans Ayırıştırması |          |          |          |          |          |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Periyod                         | PORT     | DLOGCPI  | REELINT  | DLOGREXC | DLOGBIST |
| 1                               | 0.634409 | 0.932867 | 98.43272 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2                               | 0.810279 | 1.144577 | 96.76589 | 1.279230 | 2.03E-05 |
| 3                               | 1.276376 | 2.713850 | 92.57343 | 2.143309 | 1.293037 |
| 4                               | 1.270740 | 2.982387 | 91.77926 | 2.537123 | 1.430488 |
| 5                               | 1.265228 | 3.226398 | 91.38872 | 2.532630 | 1.587020 |
| 6                               | 1.265393 | 3.381448 | 91.16086 | 2.527695 | 1.664600 |
| 7                               | 1.265785 | 3.506725 | 90.96498 | 2.528983 | 1.733531 |
| 8                               | 1.270568 | 3.583659 | 90.83955 | 2.534632 | 1.771589 |
| 9                               | 1.275701 | 3.630816 | 90.76426 | 2.535478 | 1.793741 |
| 10                              | 1.279568 | 3.661198 | 90.71704 | 2.534789 | 1.807404 |

Tablo 17'de reel faizde meydana gelen değişimlerin kaynağı incelendiğinde yaklaşık olarak çok büyük kısmı kendisi tarafından belirlenmektedir. Bu oran ilk dönem itibari ile %98 iken son dönemde %90 seviyesine gerilemiştir. Kendisi haricinde değişimin yaklaşık %1.2'si portföy yatırımlarından yaklaşık %3.5'i TÜFE'den, %2,5'i

reel efektif döviz kuru tarafından ve yaklaşık %1.7'lik kısmı da Borsa İstanbul 100 endeksi tarafından kaynaklanmaktadır.

**Tablo 18.** Reel Efektif Döviz Kuru Varyans Ayrıştırma Tablosu

| Reel Efektif Döviz Kuru Varyans Ayrıştırması |          |          |          |          |          |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|
| Periyod                                      | PORT     | DLOGCPI  | REELINT  | DLOGREXC | DLOGBIST |
| 1  | 5.603596 | 6.774906 | 0.176385 | 87.44511 | 0.000000 |
| 2  | 8.388967 | 6.174885 | 0.150789 | 82.57322 | 2.712134 |
| 3  | 8.059835 | 6.875025 | 1.213289 | 80.24619 | 3.605664 |
| 4  | 7.905729 | 6.801430 | 1.370750 | 80.31565 | 3.606444 |
| 5  | 7.982203 | 6.799356 | 1.385126 | 80.21168 | 3.621635 |
| 6  | 7.964675 | 6.782333 | 1.404025 | 80.23548 | 3.613486 |
| 7  | 7.961623 | 6.798390 | 1.403574 | 80.21367 | 3.622744 |
| 8  | 7.957925 | 6.812245 | 1.407851 | 80.19011 | 3.631867 |
| 9  | 7.958430 | 6.815826 | 1.408514 | 80.18381 | 3.633420 |
| 10   | 7.959399 | 6.817148 | 1.408473 | 80.18124 | 3.633736 |

Son olarak yukarıda yer alan 18 numaralı tabloda reel efektif kurda meydana gelen değişimlerin kaynakları incelenebilmektedir. Buna göre reel efektif döviz kurunda meydana gelen değişimlerin yaklaşık %80 gibi yüksek oranlı kısmı yine kendisinden kaynaklanmaktadır. Ortaya çıkan değişimlerin yaklaşık %8'i tutarlı bir biçimde portföy yatırımlarından kaynaklanmaktadır. Reel efektif döviz kurundaki değişimlerin %7'ye yakın bir kısmı ise TÜFE'den kaynaklanmaktadır. Değişimlerde BİST 100'ün payı ise yaklaşık olarak %3.5 düzeyinde olmuştur. Reel efektif kurdaki değişimlere en sınırlı etki bu değişkenler içerisinde yaklaşık %1.4'lük bir düzeyle reel faiz oranlarından kaynaklanmıştır.

## SONUÇ

1970’li yıllardan sonra öncelikle gelişmiş ülkelerde ve takiben 1980’li ve 1990’lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde uygulamaya koyulan finansal liberalizasyon ile sermayenin uluslararası dolaşımında büyük boyutlu artışlar yaşanmıştır. Bu döneme kadar kontrol altında tutulan ve müdahaleci yaklaşımlarla sınırlandırılan uluslararası sermaye hareketleri serbestleşmeye başlamıştır. Elbette bu süreç birdenbire tam anlamıyla bir serbestlik anlamına gelmemektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için bu dönüşüm süreci kademeli bir şekilde gerçekleşmiş ve günümüze kadar geniş bir kapsama ulaşmıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin yaşadıkları kaynak problemleri onları, uluslararası sermayeden kendilerine finansal kaynak sağlama, ekonomik durgunluktan kurtulma, ekonomik büyümenin sağlanabilmesi ve büyüme oranlarının artırılabilmesi gibi amaçlarla uluslararası sermayenin önündeki engellerin kaldırmalarına neden olmuştur.

Finansal serbestleşme genel olarak piyasa ekonomisinin her alanda işlerliğini artırmak olarak tanımlanabilir. Bu amaçla uluslararası sermayenin giriş ve çıkışlarının serbest bırakılması, faiz oranlarının serbest bırakılarak ekonomik otoritelerce değil piyasa kanalıyla belirlenmesi, ülke içinde var olan para ve sermaye piyasalarının yabancılar için de kullanılabilir hale getirilmesi gibi birçok finansal serbestleşme uygulaması gelişmekte olan ülkeler tarafından yürürlüğe konulmuştur. Böylelikle gelişmiş ekonomilerin bünyesinde bulunan büyük miktarda atıl fonlar, yüksek getiri potansiyeli bulunan gelişmekte olan ülkelere doğru yönelmiştir.

Bu gelişmelerle beraber telekomünikasyon teknolojisinde yaşanan gelişmeler neticesinde uluslararası fonların yönetimini kolaylaştırmış ve günümüze doğru yaklaştıkça bu fonların hareket kabiliyetlerini artırmıştır. Böylelikle bu piyasalarda işlem yapan kişi ve kurumlar fonlarını piyasaların mevzuatlarına uyacak şekilde anlık olarak hareket ettirebilmektedirler. Bu durum bu piyasalarda yatırımcı olanlar için olumlu bir gelişme ve arbitraj geliri elde etme imkanını artırıyor iken, sermayenin yöneldiği ve çıkış yaptığı ülke açısından finansal dalgalanmalara neden olabilmektedir. Bireysel anlamda uluslararası yatırımcılar için olumlu olan bu gelişmeler, bu yatırımcıların birlikte hareket ettikleri piyasalar için olumsuz durumlar oluşturabilmektedir.

Uluslararası sermayenin hareket etmesinde iki tip faktör rol oynamaktadır. Bunlar itici ve çekici faktörlerdir. İtici faktörler sermaye fazlası bulunan ülkeden kaynaklanan, sermayenin bu ülkelere çıkışına neden olan faktörlerdir. Çekici faktörler ise fon ihtiyacı duyan ülkelere kaynaklanan faktörlerdir. Temelde her iki faktör getiri farklılıklarına dayanmakta ve uluslararası sermaye getirinin yüksek olduğu alana doğru yönelmektedir. Ancak sadece yüksek getiri uluslararası sermayenin bir ülkeye yönelmesi için yeterli değildir. Bunun yanında o ülke için ekonomik, siyasi ve hukuki riskler de yabancı yatırımcılar tarafından göz önünde bulundurulmaktadır.

Uluslararası sermayeyi itici faktörlerin başında faiz oranları gelmektedir. Uluslararası piyasalara fon arz etme kabiliyeti olan ülkelere faiz oranlarının düşük olması, hatta Covid-19 pandemi döneminde birçok gelişmiş ekonomide olduğu gibi “0” faiz uygulanması fonları iten sebeplerin başında gelmektedir. Bunun yanı sıra ülkelerin içinde buldukları ekonomik konjonktür de sermaye hareketlerine sebep olmakta, konjonktür dalgalanmalarının dip yaptığı yani ekonomik durgunluğun yaşandığı dönemlerde sermaye bu ülkelere çıkış yapmaktadır. Teknolojik gelişmeler de itici faktörler arasında sayılmaktadır. Özellikle portföy yatırımlarının gelişen teknoloji ile anlık müdahalelere açık olması yatırımcılar açısından cazip bir hal almış ve bu yatırım türünün artmasına neden olmuştur.

Uluslararası yabancı sermayeyi çekici faktörler ise ulusal faiz oranları, ödemeler dengesi pozisyonları, ülkede uygulanan döviz kuru rejimi ve döviz kurunun istikrarı, fiyat istikrarı, tasarruf ve söz konusu ülkelere ortaya çıkan sermaye açığı ve en nihayetinde ekonomik büyüme oranları olarak sıralanabilirler. Ulusal faiz oranları sermaye ihraç eden ülkelere geçerli olan faiz oranlarından yüksekse, ödemeler bilançosu açık veriyorsa, döviz kuru serbest ve istikrarlı bir seyir izliyorsa, ülkede tasarruflar yatırım talebini karşılayamayacak düzeydeyse ve ekonomik büyüme performansı ve potansiyeli yüksek bir ülke ise yabancı yatırımlar için çekici bir ülkedir.

Uluslararası sermaye hareketleri sadece finansal piyasaları değil, ilgili ülkelerin makroekonomik diğer unsurları üzerine de etkili olmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik yapıları ve büyüklükleri uluslararası fonlar neticesinde önemli ölçüde etkilenebilmektedir. Bu fonlardan ilk etapta elbette ülke para biriminin değeri üzerinde bir etkiye sahip olmaktadırlar. Uluslararası fonların yoğun bir biçimde gelişmekte olan bir ülke ekonomisine yöneldiği düşünüldüğünde; ilk etki bu ülke para biriminin değerlendirilmesi şeklinde ortaya çıkacaktır. Ulusal para birimine olan talep

artacak, piyasalarda bollaşan dövizle birlikte döviz kurlarında düşüşler yaşanacak ve ülke para birimi değer kazanacaktır. İlk etapta bu durum sakıncalı gibi görünmese de o ülke için ithal malları fiyatlarını düşürecek, ihracat yapan firmaların rekabet güçlerinin azalmasına neden olacak ve nihayetinde de ödemeler bilançosunun cari açık problemiyle karşılaşmasına sebep olacaktır. Bu tip sonuçlarla karşılaşmamak adına sermaye girişlerinin yoğun biçimde yaşandığı dönemlerde bu ülke merkez bankaları ulusal para biriminin aşırı değerlenmesinin önüne geçmeye çalışabilmektedir. Bunun için piyasadaki fazladan dövizini satın alarak döviz rezervlerini artırmaktadırlar.

Dünyada sermaye hareketlerinin gelişimi geçmişten bugüne izlendiğinde, sanayi devrimi ile artan sermaye hareketleri artışını birinci dünya savaşına kadar sürdürmüş, birinci dünya savaşından sonra 1929 yılında büyük buhranla düşüşe geçen sermaye hareketleri bu dönemde neredeyse tamamen özel fonlardan oluşurken ikinci dünya savaşı sonrası resmi fonlarda da artışlar yaşanmıştır. Bretton Woods sistemi ile uluslararası sermaye hareketleri sınırlanmıştır. 1960'lı yılların ikinci yarısından sonra ve 1970 li yıllarda ülkelerin ödemeler bilançolarında yaşanan bozulmalardan dolayı pek çok ülke tarafından sermaye hareketleri kontrol altında tutulmuştur. 1970'li yılların sonundan itibaren, 1970'li yıllarda yaşanan dünya petrol krizi sonrası oluşan petrodolar fonları geliştirmekte olan ülkelere yönelmeye başladı. 1980'li yıllara kadar geliştirmekte olan ülkelerde uygulanan ithal ikameci politikalar neticesinde ortaya ekonomik krizler çıkmıştır. IMF, krizden çıkış için borç erteleme talebinde bulunan ülkelere finansal serbestleşme şartını öne sürmüş ve geliştirmekte olan ülkeler uluslararası finansal piyasalara entegre olmaya başlamışlardır. 1990'lı yıllar ise sermaye hareketlerinin ciddi manada sıçrama yaptığı yıllar olarak belirtilebilir. Uluslararası finansal sisteme adapte olan geliştirmekte olan ülkeler dış şoklara açık hale gelmişler ve bu yıllarda birçoğunda ekonomik kriz baş göstermiştir. 20. Yüzyıl boyunca uluslararası finansal entegrasyon, başlangıcında ve sonunda yüksek sermaye hareketlerinin olduğu, orta döneminde tersine durağan bir dönem içeren bir "U" eğrisi şeklinde düşünülebilir.

2000'li yıllarda uygulanan genişletici politikalar piyasalarda likiditeyi artırmış ve uluslararası fonlarda artışlara neden olmuştur. Ancak 2007 yılında ABD'de başlayan mortgage krizi etkisini artırarak tüm dünyaya yayılmış ve küresel bir kriz haline gelmiştir. 2008 küresel ekonomik krizinin etkileri oldukça uzun sürmüş ve kriz öncesi finansal hareketlilikler kriz sonrasında tam manasıyla eski haline dönmemiştir. 2019 yılında Çin'de başlayan Covid-19 salgınının 2020 yılının mart ayında tüm dünyayı

etkileyen bir pandemi olarak tanımlanması sonucu dünya genelinde kapanmalar yaşanmış ve bu yeni durum finansal piyasalarda da oldukça büyük dalgalanmalara neden olmuştur.

Türkiye’de sermaye hareketleri incelendiğinde 1980’li yıllara kadar resmi sermaye transferlerinin ağırlık olduğu bir ortam söz konusudur. 1989 yılında uluslararası sermayenin önündeki engellerin yasal olarak kaldırılmasıyla Türkiye de uluslararası finansal sisteme entegre olmuştur. Bu entegrasyonla birlikte artan fon hareketliliği, ekonomik altyapıdaki uyumsuzluklarla birlikte 1994 yılında bir ekonomik krizle birleşmiş ve Türkiye Ekonomisi bu durumdan oldukça olumsuz etkilenmiştir. 1997 yılında uzak doğuda, 1998 yılında ise Rusya’da yaşanan ekonomik krizlerden etkilenmiştir. Finansal sistemin uluslararası sisteme entegre olması, yurtdışında yaşanan ekonomik risklerin içselleştirilmesine, yani ülke içinde riskin artmasına neden olmuştur. 2000 yılı Kasım ayında ve 2001 yılı Şubat ayında yaşanan ekonomik kriz sonucunda da Türkiye ekonomisinden ciddi manada yabancı fon çıkışı yaşanmıştır. 2008 küresel ekonomik krize kadar tekrar artan fon girişleri, bu yol ortaya çıkan küresel ekonomik kriz nedeniyle tekrar azalmıştır. 2009 yılından sonra küresel krizin etkilerinin hafiflemesi ile fon girişleri tekrar artmaya başlamış ancak bu sürekli ve istikrarlı bir seyir izlememiştir. 2020 yılında Covid – 19 pandemisi nedeniyle fon akışında daralmalar yaşanmıştır. Türkiye’ye yönelen yabancı fonlar genel itibari ile izlendiğinde hem içsel hem dışsal faktörler nedeniyle dalgalı bir seyir izlemiştir.

Bu tez çalışmasında kısa vadeli hareketler sergileyen portföy yatırımları incelenmiştir. Portföy yatırımları yurtdışı yerleşiklerin sahip oldukları hisse senedi ve borç senetlerinden oluşmaktadır. Portföy yatırımları karakteristik yapısı nedeniyle, gelişmiş finansal sistemler ve teknoloji ile oldukça likit bir yatırım türüdür. Yani ülkeye giriş ve çıkışları oldukça kolay ve hızlı gerçekleşebilmektedir. Portföy yatırımlarının hareket kabiliyetindeki bu yükseklik diğer makroekonomik değişkenlerle arasındaki ilişkiyi de etkileyebilmektedir. Bu amaçla Türkiye’ye yönelik portföy yatırımlarının belirleyicilerinin tespiti için ampirik bir çalışma yapılmıştır.

Çalışmanın ampirik uygulama kısmında, 2005 ve 2022 yılları arasını kapsayan dönem için aylık veriler kullanılarak bir zaman serisi analizi yapılmıştır. Portföy yatırımları ile reel döviz kuru, reel faiz oranları, tüketici fiyat endeksi ve Borsa İstanbul 100 endeksi arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu bağlamda öncelikle serilerin durağanlıkları test edilmiş ve durağanlık düzeylerine bağlı olarak VAR modeli



geliştirilerek Granger Nedensellik analizi yapılmıştır. Bu analiz sonucunda reel döviz kurunun portföy yatırımlarının nedeni olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Modelde kullanılan diğer değişkenler ise portföy yatırımlarının nedeni değildir. Granger nedensellik analizi sonucu elde edilen diğer bulgular ise; BİST 100 endeksi ve Reel Döviz Kuru, tüketici fiyat endeksinin nedenidir. Hiçbir değişken BİST 100'ün nedeni değildir, tüketici fiyat endeksi ve BİST 100 reel döviz kurunun nedenidir ve son olarak tüketici fiyat endeksi reel faizlerin nedenidir sonuçları elde edilmiştir.

Granger nedensellik testinin ardından genelleştirilmiş etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması analizi yapılmıştır. Genelleştirilmiş etki tepki fonksiyonları sonuçlarına göre, reel faiz oranları, reel döviz kuru ve BİST 100 endeksinde meydana gelen bir standart sapmalılık şok sonucunda portföy yatırımları bu durumdan tüm değişkenler için ilk 3 dönem pozitif etkilenmiştir. TÜFE'den ise negatif yönlü etkilenmiştir. Bunlara ek olarak portföy yatırımlarında meydana gelen bir standart sapmalılık şok sonucunda diğer değişkenlerin tepkileri de incelenmiştir. Buna göre TÜFE bu duruma negatif bir tepki göstermiş ve bu tepki azalarak 10 dönem boyunca devam etmiş diğer değişkenler ise ilk dönem itibari ile pozitif tepki vermişlerdir.

Varyans ayrıştırması analizinde ise portföy yatırımlarının en büyük belirleyicisi yine kendisi çıkmış takiben reel döviz kuru ve BİST 100 endeksi diğer ağırlıklı belirleyicileri olmuştur. TÜFE'de sırasıyla reel döviz kuru, BİST 100 endeksi ve portföy yatırımları ağırlıklı belirleyiciler olarak bulunmuştur. BİST 100 için yapılan varyans ayrıştırması sonucuna göre kendisinden sonra en büyük ağırlık portföy yatırımlarında olmuştur. Benzer şekilde reel döviz kuru için yapılan varyans ayrıştırmasında da kendisinden sonra ağırlıklı belirleyici olarak portföy yatırımları bulunmuştur.

Çalışmanın bu kısmından sonra tanılayıcı istatistikler yapılmıştır ve bu testlerle değişen varyans, otokorelasyon ve model spesifikasyon hatalarının olup olmadığı tespit edilmiştir. Ardından kümülatif ardışık kırılmalar (CUSUM) ve ardışık kalıntıların kareleri (CUSUM SQ) testleri yapılmıştır. Bu testlerin sonucuna göre portföy yatırımlarının bağımsız değişken olarak ele alındığı modelde tüm sonuçlar menfi çıkmıştır.

Portföy yatırımları özellikle günümüz gelişmiş finansal sistemlerinde oldukça önem arz eden yatırım türleri arasındadır. Özellikle Türkiye'nin de içinde bulunduğu

gelişmekte olan ülke kategorisinde bulunan ülkeler için fon ihtiyacının karşılanmasında diğer uluslararası yatırım türlerine göre oldukça hızlı ve pratik bir yatırım türüdür. Gelişmekte olan ülkelerin sundukları yüksek getiri imkanları nedeniyle uluslararası portföy yatırımları bu ülkelere yönelmektedir. İçinde barındırdığı tahvil, bono ve hisse senedi gibi menkul kıymetler değerleri ikincil piyasalarda sürekli güncel kalmaktadır. Bu nedenle portföy yatırımları bu değerler ve getiri potansiyelleri üzerinden hareket etmektedir. Portföy yatırımlarının bir ülkeye giriş amacı getiri sağlamaktır ve bu yatırımlar hedefledikleri getiri tutarını elde ettiklerinde veya başka piyasalarda alternatif getirilerin daha yüksek olduğunu gördüklerinde ülkeden çıkış yapacaklardır. Ayrıca ulusal veya uluslararası oluşan riskler sonucunda oldukça kolay bir şekilde ülkeyi terk edebilme kabiliyeti olan portföy yatırımları sermaye piyasaları tam olarak gelişmemiş ve sığ olan ülkeler için büyük riskler oluşturabilmekte ve var olan istikrarsızlıkların büyümesini tetikleyebilmektedirler. Piyasa derinliğinin olmadığı, işlem hacimlerinin sınırlı olduğu ülkelere yönelen portföy yatırımları, o ülkede piyasa dengelerini bozabilmektedirler. Bu nedenle portföy yatırımlarının ülkede kalış sürelerini uzatabilmek ve ani giriş çıkışları engellemek amacıyla daha istikrarlı bir hale getirici yapısal düzenlemeler sağlanmalıdır.

## KAYNAKÇA

- Agarwal, R. N. (1997). Foreign Portfolio Investment In Some Developing Countries: A Study of Determinants and Macroeconomic Impact. *Indian Economic Review, New Series*, 32(2), 217-229.
- Ağır H. (2010). *Türkiye’de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi*. Ankara: BDDK Kitapları No:8,
- Aklan Nejla Adanur, (2002). Uluslararası Sermaye Akımları Etkileri, Strelizasyon Politikası ve Değişen Yapısı, *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(7)
- Alam M. I. & Quazi M. R. (2003). Determinants of Capital Flight: An Econometric Case Study of Bangladesh. *International Review of Applied Economics*. 17(1), 85-103
- Alp A. (2000), *Finansın Uluslararasılaşması, Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme*, İstanbul: Yapı Kredi Yayınları.
- Arias E. F. (1994). The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull. *Policy Research Working Paper* 1312
- Aslan N., Terzi N. ve Siampan E. (2014). Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme ve Reel Döviz Kuru ile İlişkisi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 5(10), 15-31.
- Aydemir O. ve Genç E. (2015). Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri, Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kapsamında Bir Analiz, Türkiye Örneği, *Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 2 (2), 17-41.
- Babaoğlu D. (2005), *Sermaye Akımlarının Yönetimi: Türkiye’ye İlişkin Bir Değerlendirme*. (Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi) Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Bahar O. ve Erdoğan E. (2011). 1994 ve 2000 Krizleri Sonrasında Türkiye’de Uygulanan Finansal Regülasyon Politikaları. *Muğla Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 27.
- Balkan, E. B. & Yeldan, A. E. (2002). Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in the Post-1990 Turkish Economy. *International Development Economics Associates, Session at METU International Conferance on Economics*, VI, , September, 2002 Ankara.
- Banarjee, L., Lumsdaine R. L. & Stock J. (1992) Recursive and Sequential Tests of the Unit-Root and Trend-Break Hypotheses: Theory and International Evidence, *Journal of Business & Economic Statistics*, 10(3), 271-287.
- Bayrak M. ve Kanca O. C. (2013). 2008 yılı Küresel Ekonomi Krizinin Türkiye’nin Temel Makro Ekonomik Değişkenleri Üzerine Etkisi, *Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 50(576). 39-54.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), (2010). *Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi*, Çalışma Tebliği, Gözden Geçirilmiş 3. Baskı.
- Berksoy T. ve Burak S. (1998), *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası, No:58.
- Berument H. & Dinçer N. N. (2004). Do Capital Flows Improve Macroeconomic Performance in Emerging Markets? The Turkish Experience. *Emerging Markets Finance and Trade*, 40(4), 20-32.
- Bulutoglu K. (1970), *100 Soruda Türkiye’de Yabancı Sermaye*, İstanbul: Gerçek Yayınevi.
- Calvo G. A., Leiderman L., & Reinhart C. M. (1996), Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s, *Journal of Economic Perspectives*, 10(2), 123-129.

- Cardoso E. & Goldfajn I. (1998). Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls, *IMF Econ Rev* 45, 161-202
- Celasun O., Denizer C. & He D. (1999). Capital Flows, Macroeconomic Management, and The Financial System: The Turkish Case, 1989-97. *World Bank, Policy Research Working Paper, No. 2141*.
- Cengiz V. ve Karacan R. (2015), Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Sonuçları, *International Journal of Economic and Administrative Studies*, 8(15), 327-344.
- Chang, T. & Ho, Y. H. (2002). A Note on Testing “Tax-and-Spend, Spend-and-Tax or Fiscal Synchronization: The Case of China. *Journal of Economic Development*, 27(1), 151-160
- Christiano, L. J. (1992) Searching for Break in GNP. *Journal of Economic and Business Statistics*. 10, 237-249.
- Çiğerci İ. ve Gökce C. (2014) Finansal İstikrarın Sağlanmasında Finansal Regülasyon: Seçilmiş AB Ülkeleri ve Türkiye Uygulaması, *International Conferance on Eurasian Economies 1-3 July 2014 Skopje, Macedonia* pp:1-8
- Cinel E. A. (2020). Covid-19’un Küresel Makroekonomik Etkileri ve Beklentiler, *Politik Ekonomik Kuram*, 4 (1). 124-140.
- Cooper G. (2008), *The Origin Of Financial Crises: Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy*, Petersfield: Harriman House.
- Corbo V. & Hernandez L. (1994). Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows: Latin American Style Versus East Asian Style, *World Bank Policy Research Working Paper 1377*.
- Çetin M. Ş. (2008). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Olası Etkileri*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi) Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Isparta.
- Çolpan V. (2001). *Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Finansal Sermaye Hareketleri ve Krizler*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi) T.C. Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı.
- Çulha, A. A. (2006) A Structural VAR Analysis of the Determinants of Capital Flows in to Turkey, *Central Bank Review* 2, 11-35.
- Dağgeçen, A. C. (2012), *Küresel Finansal Kriz Öncesi ve Sonrasında Gelişmekte Olan Ülke Döviz Kurları Arasındaki İlişki*, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi) Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Darıcı, B. (2012). Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası. Türkiye Analizi, *Türkiye Bankalar Birliği Finansal İstikrar Raporu*.
- Dasgupta D. & Ratha D. (2000), What Factors Appear to Drive Private Capital Flows to Developing Countries? And How Does Official Lending Respond?, *The World Bank Policy Research Working Paper 2392*.
- Davidson, R., MacKinnon J.G., (1995). Estimation and Inference in Econometrics *Econometrica* 6 (5),
- Delice, G., Doğan, D. Ve Uzun, M., (2003), Finansal Regülasyon ve Piyasa Disiplini, *C.Ü. İİBF Dergisi*, 5(1), 101-130.
- Dickey D. A. & Fuller W. A. (1981). Likelihood Ratio Statisticsfor Autoregressive Time Series With a Unit Root. *Econometrica*, 49, 1057-1072
- Direkçi T. B. ve Kaygusuz S. (2013). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenler ile Olan Etkileşimi: Türkiye Örneği. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 5(9), 28-42.

- Durgan S. (2016) *Türkiye'nin Doğrudan Yabancı Yatırım Potansiyelinin Çekim Modeli Kullanılarak Belirlenmesi*, (Yayımlanmış Uzmanlık Tezi), Ankara: T.C. Kalkınma Bakanlığı, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü.
- Eğilmez M. (2008). *Küresel Finans Krizi*, İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Eğilmez M. (2022). *Küresel Krizin ve Salgınların Biçimlendirdiği Yeni Dünya Ekonomisi*, <https://www.mahfiegilmez.com/2022/06/kuresel-krizin-ve-salgnlarn.html> (Erişim Tarihi: 20.12.2022).
- Engle R. F. & Granger C.W.J. (1987). Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing. *Econometrica*, 55, 251-276.
- Er S. (2011). Finansal Krizleri Önleme Aracı Olarak Finansal Sektörün Regülasyonu, Mortgage Krizi ve Türkiye. *Maliye Dergisi*, 160, 307-327.
- Erataş F. ve Öztekin D. (2010). Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Belirleyicileri: Türkiye Örneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2 (2), 57-64.
- Erçel G. (1990), Türkiye'de İç ve Dış Faiz İlişkilerinde Gelişmeler. *Maliye Yazıları*, 22,
- Esen O. (1998), Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 9(30), 59-70.
- Eser K. A. (2012). *Finansal Serbestleşme Sürecinde Artan Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri: Türkiye Ekonomisine Etkileri, Riskler ve Politika Araçları*. (Yayımlanmamış Mesleki Yeterlilik Tezi), T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, Ankara.
- Fernandez A. E. (1996), The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull?. *Journal of Development Economics*, 48, 389-418.
- Frenkel R. (1996), Az Gelişmiş Ülkelerde Finansal Liberalleşme Deneyimleri, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 11(127), 4-12.
- Fisher B. & Reisen H. (1992). Towards Capital Account Convertibility, *OECD Development Centre, Policy Brief No.4*
- Gerek S. (1999). *Finansal Küreselleşme ve Türkiye*. Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları; No:1095, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları; No:149
- Gilpin R. (2013). *Uluslararası İlişkilerin Ekonomi Polisiği*, (Çev: M. Duran). Ankara: Kripto Basım Yayın Dağıtım.
- Goldstein M. & Woglom G. (1991). Market Based Fiscal Discipline in Monetary Unions: Evidence From the U.S. Municipal Bond Market, *IMF Working Papers, Working Paper No. 1991/089*
- Görgün T. (2004). *Doğrudan Yabancı Yatırımların Tarihsel Gelişimi Çerçevesinde Yatırımların Geliştirilmesinin Etkin Kurumsal Yapılanmaları*, (Yayımlanmamış Uzmanlık Tezi), Ankara: T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi,
- Granger, C.W.J., (1969). Investigating Causal Relations By Econometric Models and Cross-Spectral Methods. *Econometrica*, 37(3), 424-438.
- Granger, C.W.J. & Newbold, P. (1974). Spurious Regressions in Economics. *Journal of Econometrics*, 2(2), 111-120
- Gujarati, D. (2001). *Temel Ekonometri*, İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Güneş S. (2007). Uluslararası Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği. *Sosyo Ekonomi*, 1(070101), 11-32.
- Güney A. ve Halil T. (2017). Faiz Oranı Paritesi Yaklaşımı Üzerine Bir Değerlendirme. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 9(16), 35-48.

- Hepsağ A. (2009). Finansal Liberalizasyon Politikalarının Geçerliliğinin McKinnon Tamamlayıcılık Hipotezi Çerçevesinde Sınanması: Türkiye Örneği, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 3(1),63-80.
- Işığışok E. (1994). *Zaman Serilerinde Nedensellik Çözümlemesi*. Bursa: Uludağ Üniversitesi Yayınevi.
- İnandım Ş. (2005). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği*. (Yayımlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- İnsel A. ve Nesrin S. (2003) Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerinde Etkileri: Türkiye Örneği – 1989:III -1999 IV, *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni 2003/8*.
- Johansen, S. (1988). Statistical Analysis of Cointegration Vectors. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12, (2-3), 231-254.
- Johansen, S. & Juselius K. (1990). Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration-with Applications to the Demand for Money. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52, 169-210
- Kara S. U. (2007). *The Determinants of Capital Flows: The Turkish Evidence*, (Unpublished Master Thesis) Ortadoğu Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Karahan Ö. ve İpek E. (2013). Türkiye'ye Yönelik Sermaye Akımlarının Hacim ve Kompozisyonundaki Gelişmeler, *Yönetim ve Ekonomi Araştırma Dergisi*, 21, 299-316.
- Karpuz F.ve Kızıltan A. (2014). Türkiye'de Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar ile Reel Döviz Kuru Arasındaki İlişki. *EKEV Akademi Dergisi* 18,(60), 197-210.
- Kaya Y. T. (1998), *Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği*, (Yayımlanmamış Uzmanlık Tezi), T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Yayın No: DPT:2487, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü Ekonomik Modeller Dairesi Ankara.
- Kazgan G. (1998). *Ekonomide Dışa Açık Büyüme*. İstanbul: Altın Kitaplar.
- Kearney, C. & Monadjemi, M., (1990). Fiscal Policy And Current Account Performance: International Evidence On The Twin Deficits. *Journal of Macroeconomics*, 12(2),197-219.
- Keskin N. (2008). *Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İzmir.
- Keyder N. (1998). *Para Teori Politika Uygulama*, Ankara: Bizim Büro Basımevi.
- Real Interest Rates and International Capital Flows, (n.d.). Retrieved January 01, 2023 from: <https://www.khanacademy.org/economics-finance-domain/ap-macroeconomics/ap-open-economy-international-trade-and-finance/real-interest-rates-and-international-capital-flows-new/a/real-interest-rates-and-international-capital-flows>.
- Kibritçioğlu, A. (1998). İktisadi Büyümenin Belirleyicileri ve Yeni Büyüme Modellerinde Beşeri Sermayenin Yeri. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 53(1-4), 207-230.
- Kim, Y. (2000). Causes of Capital Flows in Developing Countries. *Journal of International Money and Finance*, 19 (2000), 235-253.
- Koç Y. D. ve Karpuz E. (2022). Covid-19 Pandemisinin Finansal Piyasalar Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği, *Uluslararası Afro-Avrasya Araştırmaları Dergisi*, 7(14), 77-89.

- Koop G., Pesaran, H. & Potter S. M. (1996). Impulse Response Analysis in Nonlinear Multivariate Models. *Journals of Econometrics*, 74, 119-147
- Kula F. (2003). Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler, *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 4(2), 141-154.
- Kutlu E. ve Eşkinat R. (2002). *Dünya Ekonomisi*, Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Eğitim Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yayın No:150.
- Küçükbay F., Uysal D. ve Çırak A. N. (2021). Covid-19 Salgının Dünya Ekonomisi Üzerindeki Etkisinin Değerlendirilmesi, *Aksaray Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13(4), 15-20.
- Kreischer L. L. (1981). International Portfolio Capital Flows and Real Rates of Interest, *The Review of Economics and Statistics*, 63(1), 20-28.
- Malkiel B. G. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 59-82.
- McKinnon R. I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*, Washington DC: The Brooking Institution.
- Mercan G. (2022). Covid-19 Salgınının Dünya ve Türkiye Ekonomisine Etkileri: 2008 Krizi ile Kısa Bir Mukayese, *Necmettin Erbakan Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 4(2), 132-143.
- Mishkin F. S. (2002). *The Economics of Money Banking and Financial Markets*, Boston: Addison Wesley.
- Mody, A., Mark P. T. & Jung Y. K. (2001). Modelling Fundamentals for Forecasting Capital Flows to Emerging Markets, *International Journal of Finance and Economics, Int. J.Fin. Econ.* 6, 201-216.
- Obstfeld M. & Taylor A. M. (2002). Globalization and Capital Markets, *NBER Working Paper Series*, 8846.
- Özgen F. B. ve Güloğlu B. (2004). Türkiye’de İç Borçların İktisadi Etkilerinin VAR Tekniğiyle Analizi. *METU Studies in Development* 31, 93-114.
- Pazarlıoğlu M. V. ve Gülay E. (2007). Net Portföy Yatırımları ile Reel Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği -1992:I – 2005:IV. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9(2), 201-221.
- Perron P. (1989). The Great Crash, The Oil Price Shock, and the Unit Root Hypothesis. *Econometrica*, 57, 1361-1401.
- Perron P. & Vogelsang, T. J. (1992). Nonstationarity and Level Shifts with and Application to Purchasing Power Parity. *Journal of Business and Economic Statistics*, 10, 301-320.
- Perron P. (1997). Further Evidence on Breaking Trend Functions in Macroeconomic Variables. *Journal of Econometrics*, 80 (2), 355-385.
- Pesaran H. H. & Shin Y. (1998). Generalized Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models. *Economics Letters*, 58, 17-29
- Phillips, P. C. B. & Perron P. (1988). Testing for a Unit Root in Time Series Regressions. *Biometrika*, 75, 335-346.
- Reinhart C. & Montiel P. (2001). The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the 1990s. *MPRA Paper No. 7577*.
- Ralhan M. (2006). Determinants of Capital Flows: A Cross-Country Analysis. *University of Victoria Department of Economics, Econometric Working Paper, EWP0601*.
- Seyidoğlu H. (2007). *Uluslararası İktisat, Teori Politika ve Uygulama*, İstanbul: Güzem Can Yayınları, No:22.

- Schularick M. (2006). A Tale of Two “Globalizations”: Capital Flows From Rich the Poor In Two Eras of Global Finance. *International Journal of Finance and Economics*, 11, 339-354.
- Shaw E.S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.
- Sims, C.A. (1980). Macroeconomics and Reality. *Econometrica*, 48(1), 1-48.
- Şimşek M. (1995). Türkiye’deki Yabancı Sermayenin Yurtiçi Tasarruflar Üzerindeki Etkisi: Ampirik Bir Yaklaşım, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 12, 25-37.
- Tanören, D. (2009). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri: Türkiye Örneği*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), T.C. Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Anabilim Dalı, Adana.
- Tarı, R. (1996). Ekonometri. Kocaeli: *Kocaeli Üniversitesi Yayınları No:172*.
- Terzi H. ve Zengin H. (2003). *Temel Ekonometri Teori ve Uygulama*. Trabzon: Derya Kitabevi Yayınları.
- Tezcanlı M. V. (1994). *Uluslararası Sermaye Yatırımlarında Portföy Yatırımları ve Türkiye*, İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları.
- Turgut M. (2010). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ulusal Ekonomiye Etkileri*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), T.C. Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans ve Bankacılık Doktora Programı, İstanbul
- Türker İ. D. (2010). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Makroekonomik Etkileri*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Mustafa Kemal Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Elektronik Veri Dağıtım Sistemi Verileri (EVDS), (b.t.). Aralık 20, 2022, <https://evds2.tcmb.gov.tr/>
- UNCTAD Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı, Konferansı, (b.t.). Aralık 15, 2022, <https://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=96740>
- Uygur E. (2001). Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, *Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni*, 2001(1).
- Uzgören E. ve Şahin G. (2011). Türk Bankacılık Sektöründeki Mevduat Bankalarının Yeniden Yapılandırma Uygulamaları Sonrası Finansal Etkinlik ve Verimlilik Değişimleri, *TİSK Akademi*, 2011 / II, 184-219.
- Uzunoglu S., Alkin K. ve Gürlesel, F. (1995), *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makro Ekonomik Etkileri ve Türkiye*, İstanbul: İMKB Yayınları.
- Williamson J. & Molly M. (2002). *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme* (Çev: Delice G.), Ankara: Liberte Yayınları.
- Yay T., Yay G. G. ve Yılmaz E. (2001). *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayın No: 2001-47.
- Yeldan, E. (2001). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, İstanbul: İletişim Yayınları.
- Yentürk N. (1997). Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerine Etkileri, *Ekonomik Yaklaşım*, 8(27), 131-156.
- Yıldız A. (2012). Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 26(1), 23-37.
- Zivot E. & Andrews D. W. K. (1992). Further Evidence on the Great Crash, the Oil-Price Shock, and the Unit Root Hypothesis. *Journal of Business & Economic Statistics*, 10, 251-270.



## EKLER

### Ek 1: Varyans Analizi Tablosu

| Vector Autoregression Estimates              |                                      |                                      |                                      |                                      |                                      |
|--|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| Date: 03/16/23 Time: 09:50                   |                                      |                                      |                                      |                                      |                                      |
| Sample (adjusted): 2005M04 2022M11           |                                      |                                      |                                      |                                      |                                      |
| Included observations: 212 after adjustments |                                      |                                      |                                      |                                      |                                      |
| Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ] |                                      |                                      |                                      |                                      |                                      |
|  | PORT                                 | DLOGCPI                              | REELINT                              | DLOGREXC                             | DLOGBIST                             |
| PORT(-1)                                     | 0.267759<br>(0.07587)<br>[ 3.52917]  | -2.73E-07<br>(3.5E-07)<br>[-0.77697] | 8.62E-05<br>(0.00037)<br>[ 0.23431]  | 1.50E-06<br>(1.0E-06)<br>[ 1.44197]  | -8.32E-07<br>(2.9E-06)<br>[-0.28969] |
| PORT(-2)                                     | 0.097587<br>(0.07477)<br>[ 1.30514]  | -2.21E-07<br>(3.5E-07)<br>[-0.63929] | -0.000445<br>(0.00036)<br>[-1.22737] | 2.33E-07<br>(1.0E-06)<br>[ 0.22679]  | -5.54E-07<br>(2.8E-06)<br>[-0.19554] |
| DLOGCPI(-1)                                  | -17311.93<br>(16132.7)<br>[-1.07310] | 0.494958<br>(0.07472)<br>[ 6.62394]  | -13.16615<br>(78.1851)<br>[-0.16840] | 0.629561<br>(0.22145)<br>[ 2.84290]  | 0.199071<br>(0.61075)<br>[ 0.32595]  |
| DLOGCPI(-2)                                  | -7468.139<br>(15427.1)<br>[-0.48409] | 0.179090<br>(0.07145)<br>[ 2.50635]  | -114.2888<br>(74.7657)<br>[-1.52863] | -0.321043<br>(0.21176)<br>[-1.51604] | 0.592522<br>(0.58404)<br>[ 1.01453]  |
| REELINT(-1)                                  | 9.844103<br>(15.1075)<br>[ 0.65160]  | 5.78E-05<br>(7.0E-05)<br>[ 0.82584]  | 0.023742<br>(0.07322)<br>[ 0.32427]  | -8.55E-05<br>(0.00021)<br>[-0.41241] | 0.000365<br>(0.00057)<br>[ 0.63871]  |
| REELINT(-2)                                  | -13.15601<br>(15.1068)<br>[-0.87087] | 1.36E-05<br>(7.0E-05)<br>[ 0.19406]  | 0.046039<br>(0.07321)<br>[ 0.62883]  | 0.000277<br>(0.00021)<br>[ 1.33514]  | 0.000245<br>(0.00057)<br>[ 0.42770]  |
| DLOGREXC(-1)                                 | 9652.798<br>(5643.50)<br>[ 1.71043]  | -0.196058<br>(0.02614)<br>[-7.50049] | 41.23379<br>(27.3506)<br>[ 1.50760]  | 0.395715<br>(0.07747)<br>[ 5.10816]  | -0.186181<br>(0.21365)<br>[-0.87143] |
| DLOGREXC(-2)                                 | -16835.60<br>(5300.24)<br>[-3.17638] | 0.067041<br>(0.02455)<br>[ 2.73085]  | 24.82811<br>(25.6870)<br>[ 0.96656]  | -0.261758<br>(0.07276)<br>[-3.59779] | 0.167137<br>(0.20066)<br>[ 0.83295]  |
| DLOGBIST(-1)                                 | 3632.706<br>(2053.01)<br>[ 1.76945]  | 0.041515<br>(0.00951)<br>[ 4.36584]  | 0.426297<br>(9.94968)<br>[ 0.04285]  | 0.074085<br>(0.02818)<br>[ 2.62887]  | 0.079514<br>(0.07772)<br>[ 1.02304]  |
| DLOGBIST(-2)                                 | -432.4102<br>(2267.07)<br>[-0.19073] | 0.024621<br>(0.01050)<br>[ 2.34476]  | -18.76600<br>(10.9871)<br>[-1.70800] | -0.019577<br>(0.03112)<br>[-0.62908] | 0.086512<br>(0.08583)<br>[ 1.00798]  |
| C  | 1007.098<br>(594.557)<br>[ 1.69386]  | 0.002217<br>(0.00275)<br>[ 0.80499]  | 12.72455<br>(2.88145)<br>[ 4.41601]  | -0.015084<br>(0.00816)<br>[-1.84825] | 0.015139<br>(0.02251)<br>[ 0.67259]  |
| DUM1   | 796.2891<br>(753.121)<br>[ 1.05732]  | 0.004204<br>(0.00349)<br>[ 1.20523]  | -6.109075<br>(3.64991)<br>[-1.67376] | 0.020843<br>(0.01034)<br>[ 2.01612]  | -0.011200<br>(0.02851)<br>[-0.39281] |

|   |            |            |            |            |            |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|
| DUM2                                    | -817.9554  | -0.003878  | -3.678293  | 0.000319   | -0.036559  |
|   | (776.618)  | (0.00360)  | (3.76379)  | (0.01066)  | (0.02940)  |
|   | [-1.05323] | [-1.07806] | [-0.97728] | [ 0.02992] | [-1.24347] |
| DUM3                                    | -782.0364  | 0.001832   | -4.583666  | -0.002379  | -0.021252  |
|   | (733.190)  | (0.00340)  | (3.55332)  | (0.01006)  | (0.02776)  |
|   | [-1.06662] | [ 0.53932] | [-1.28997] | [-0.23638] | [-0.76565] |
| DUM4                                    | 1039.139   | 0.002469   | -6.914314  | 0.018603   | 0.010012   |
|   | (743.699)  | (0.00344)  | (3.60425)  | (0.01021)  | (0.02815)  |
|   | [ 1.39726] | [ 0.71673] | [-1.91838] | [ 1.82224] | [ 0.35561] |
| DUM5                                    | -1335.232  | -0.001761  | -5.132216  | -0.011279  | -0.038565  |
|   | (757.412)  | (0.00351)  | (3.67071)  | (0.01040)  | (0.02867)  |
|   | [-1.76289] | [-0.50200] | [-1.39815] | [-1.08488] | [-1.34494] |
| DUM6                                    | 252.6966   | -0.007040  | 5.540832   | 0.006935   | -0.033448  |
|   | (728.541)  | (0.00337)  | (3.53079)  | (0.01000)  | (0.02758)  |
|   | [ 0.34685] | [-2.08618] | [ 1.56929] | [ 0.69343] | [-1.21271] |
| DUM7                                    | -23.78073  | -0.003420  | 1.166497   | 0.019621   | 0.019427   |
|   | (756.030)  | (0.00350)  | (3.66401)  | (0.01038)  | (0.02862)  |
|   | [-0.03145] | [-0.97673] | [ 0.31837] | [ 1.89063] | [ 0.67875] |
| DUM8                                    | -1328.340  | -0.000811  | -3.157119  | -0.013213  | -0.028248  |
|   | (774.489)  | (0.00359)  | (3.75347)  | (0.01063)  | (0.02932)  |
|   | [-1.71512] | [-0.22612] | [-0.84112] | [-1.24283] | [-0.96340] |
| DUM9                                    | -201.7540  | 0.002766   | -5.852270  | 0.011742   | -0.007139  |
|   | (757.944)  | (0.00351)  | (3.67329)  | (0.01040)  | (0.02869)  |
|   | [-0.26619] | [ 0.78777] | [-1.59320] | [ 1.12863] | [-0.24880] |
| DUM10                                   | 6.605306   | 0.010852   | -9.029458  | 0.009494   | -0.005692  |
|   | (765.316)  | (0.00354)  | (3.70902)  | (0.01051)  | (0.02897)  |
|   | [ 0.00863] | [ 3.06136] | [-2.43446] | [ 0.90373] | [-0.19645] |
| DUM11                                   | -81.20129  | -0.003407  | -9.164626  | -0.001364  | -0.003619  |
|   | (767.951)  | (0.00356)  | (3.72179)  | (0.01054)  | (0.02907)  |
|   | [-0.10574] | [-0.95790] | [-2.46243] | [-0.12935] | [-0.12447] |
| R-squared                               | 0.275266   | 0.637143   | 0.199489   | 0.330812   | 0.091401   |
| Adj. R-squared                          | 0.190905   | 0.594906   | 0.106308   | 0.252917   | -0.014362  |
| Sum sq. resids                          | 8.38E+08   | 0.017972   | 19675.67   | 0.157846   | 1.200625   |
| S.E. equation                           | 2105.309   | 0.009751   | 10.20314   | 0.028899   | 0.079703   |
| F-statistic                             | 3.262968   | 15.08484   | 2.140878   | 4.246906   | 0.864208   |
| Log likelihood                          | -1910.912  | 692.9935   | -781.0534  | 462.6738   | 247.6019   |
| Akaike AIC                              | 18.24445   | -6.320694  | 7.585410   | -4.147866  | -2.118886  |
| Schwarz SC                              | 18.60861   | -5.956536  | 7.949568   | -3.783708  | -1.754728  |
| Mean dependent                          | 736.5094   | 0.010724   | 7.543139   | -0.003192  | 0.014006   |
| S.D. dependent                          | 2340.540   | 0.015321   | 10.79294   | 0.033435   | 0.079136   |
| Determinant resid covariance (dof adj.) |            | 0.166575   |            |            |            |
| Determinant resid covariance            |            | 0.093808   |            |            |            |
| Log likelihood                          |            | -1253.225  |            |            |            |
| Akaike information criterion            |            | 12.90779   |            |            |            |
| Schwarz criterion                       |            | 14.72858   |            |            |            |
| Number of coefficients                  |            | 115        |            |            |            |