

## NET PORTFÖY YATIRIMLARI İLE REEL FAİZ ARASINDAKİ İLİŞKİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ -1992:I - 2005:IV

M.Vedat PAZARLIOĞLU<sup>1</sup>  
Emrah GÜLAY<sup>2</sup>

### Özet

*Ekonomik büyüme, bir ülke ekonomisindeki gelişimin önemli bir göstergesidir. Yatırımlar ekonomik büyümede önemli bir yere sahiptir. Yabancı sermaye yatırımlarının, yatırım yapıldığı ev sahibi ülkenin üretim, istihdam, gelir, fiyat, ödemeler dengesi ve ekonomik gelişmesine olumlu katkıları vardır. İstikrarlı bir büyüme ile yabancı sermaye yatırımlarının gerçekleşebilmesi için ekonomide hızlı ve istikrarlı ekonomik büyümenin sağlanması, düşük ve öngörülebilir enflasyon ve reel faiz oranlarının var olması gerekmektedir.*

*Bu çalışmanın amacı, ülkemize yapılan net yabancı sermaye yatırımlarının reel faiz ile olan ilişkisini ortaya koymaktır. Bu doğrultuda, 1992 yılının birinci çeyreği ile 2005 yılının dördüncü çeyreğini kapsayan dönem için net yabancı portföy yatırımlarının durumunu açıklayan model oluşturulmuştur. Bu çalışmada, reel faiz oranları ile net yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi destekleyen bulgulara ulaşılmış ve yapılan analizde reel faiz oranının üç gecikmeli değeri ile net yabancı portföy yatırımları arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.*

**Anahtar Kelimeler:** Reel Faiz, Net Yabancı Portföy Yatırımları, Sınır Testi

### Abstract

*Economic growth is one of the most important indicator for a country's economic development. Investment plays crucial role in economic growth. Foreign capital investments have various effects on the host country's economics. These effects occur in production, in employment, in income, in price, in balance of payments and in economic development. In order to, ensure stable growth by means of foreign capital investments, fast and stable economic growth, low and predictable real interest rates are needed in terms of economics.*

---

<sup>1</sup> Doç.Dr., DEÜ, İİBF, Ekonometri Bölümü, Buca /İzmir, (vedat.pazarlioglu@deu.edu.tr)

<sup>2</sup> Arş.Gör., DEÜ, SBE, Ekonometri ABD, Tınaztepe-Buca/İzmir, (emrah.gulay@deu.edu.tr)

*This paper investigates the relationship between real interest rates and net foreign portfolio investments in Turkey. In line with this, a model explaining the net foreign portfolio investment for the period between 1992.1 and 2005.4 has been constructed. This study has found out data which support the relationship between interest rates and net foreign portfolio investments. The analysis of the data revealed that there is a significant relationship between third lagged real interest rates and net foreign portfolio investments.*

**Keywords:** Real interest rates, Net foreign portfolio investment, ARDL approach

## 1. Giriş

24 Ocak 1980 kararlarıyla birlikte ekonomik, politik ve sosyal yönden değişim sürecine giren Türkiye'ye karşı yabancı yatırımcılarda başlayan güven oluşumu yabancı sermaye girişini özendirici bir rol oynamıştır. Türkiye, gelişmekte olan ülkeler arasında kişi başına çektiği yatırım tutarı ve yabancı sermaye çekme potansiyeli açısından en ön sırada yer almaktadır. Bunun temelinde, özellikle 1990 yılında uygulanan liberalleşme politikaları, yabancı yatırımların ülkeye çekilebilmesi için girişilen çabalar, sahip olduğu coğrafi konum, çevre pazarlarla olan bağlantısı ve diğer ülkelerle kıyaslandığı zaman gelişmiş bir altyapısının olması yatmaktadır. (Erdikler, 2004).

Ekonomik büyüme ve gelişmeyi bilinçli bir şekilde sağlayabilmek, yoksulluğu ve işsizliği ortadan kaldıracı yeni iş alanları yaratabilmek, eğitim sistemindeki teknolojik alt yapıyı güçlendirerek yetişmiş eleman sıkıntısını önleyebilmek ve düşük olan işgücü fiyatlarını ve hayat standardını yükseltebilmek için yeterli sermaye birikiminin olmaması Türkiye'yi yeni sermaye arayışlarına itmştir(Erdikler, 2004). 1980 yılında uygulanan liberal ekonomik politikalar, kambiyo rejiminin serbestleştirilmesi, ithalatta uygulanagelen kota sisteminin terkedilmesi, yerine gümrük vergilerini giderek azaltan liberal bir dış ticaret politikasının izlenmesi, yabancı sermaye yasasında yapılan iyileştirmeler, 1989 Ağustos ayında 32 sayılı karar'la döviz ve efektif hareketlerdeki kısıtlamaların birçoğunun kaldırılması ve böylece yerleşik olmayanlara da döviz mevduat hesabı açma hakkının tanınması, gayrimenkuller ve aynı haklar üzerindeki blokaj hükmünün kaldırılması<sup>1</sup> ve altın ithalinin serbestleştirilmesi gibi uygulamalar Türkiye'ye yapılan yabancı yatırımların miktarında artışa neden olmuştur(Kula, 2003) Sermaye akımları; ekonomik büyüme, devlet bütçe açığı ve diğer ülkelere göre yurtiçi enflasyon oranındaki değişime karşı duyarlılık göstermektedir.

---

<sup>1</sup> Yabancıların döviz bozdurmaksızın yurtiçinde elde ettikleri gayrimenkullere ve aynı haklara ait gelirlerin, yurtiçinde kullanımı veya yurt dışına transferi serbest bırakılmıştır(Aklan, N.A, 1997: 21–36).

Bu makalede, 1992–2005 dönemi arası Türkiye’deki net yabancı portföy yatırımları ile reel faiz oranları arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada izlenecek aşamalar şu şekildedir: Bölüm 2’de, 1980 yılından beri Türkiye’de gerçekleşen sermaye akımlarına ilişkin genel bir açıklama yapılmıştır. Bölüm 3’te, sermaye akımlarının belirleyicileri ve bunların oluşumu ortaya konulmuştur. Bölüm 4’te, net yabancı portföy yatırımları üzerinde etkili olan değişkenleri belirlemek için inceleme yapılmış ve aynı zamanda net portföy yatırımları ve ilgili ekonomik değişkenler arasındaki dinamiği ortaya koyabilmek için Hata düzeltme modeli kullanılmıştır. Bu çalışmada kullanılan veriler 1992.1 çeyreği ile 2005.4 çeyreği dönemi arasını kapsamaktadır. Bölüm 5 te, sonuçlar ve gelecek araştırmalar için yön verici açıklamalara yer verilmiştir.

## 2. 1980 Sonrası Türkiye’deki Sermaye Akımları

Yabancı yatırımları üç ana kategoride toplamak mümkündür. Birincisi; bir ülkedeki firmayı satın almak veya yeni kurulan bir şirket için kuruluş sermayesini sağlamak yoluyla marka, teknoloji ve işletmecilik gibi “maddi olmayan” varlıkları da beraberinde getirmesine ve yatırımcının yatırımını kendisinin kontrol etmesine imkan sağlayan direkt yabancı yatırımlar(Karlık, 2001), ikincisi; bir ülke borsasında işlem gören hükümet tahvilleri ya da özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senedi gibi menkul değerlerin bir diğer ülke veya ülkelerin kuruluşları tarafından satın alınmasını ifade eden portföy yatırımlarıdır(Bayraktar, 2003). Sonuncusu ise yabancı krediler ve bankalar, şirketler ve devletlerarası para transferini içine alan diğer yabancı yatırımlardır.

1980’lerde petrol fiyatlarının düşmesi, borç krizinin<sup>2</sup> yarattığı etkilerin sonucu olarak önemli büyüklükteki birkaç bankanın kredi akışını azaltması, kredilerin etkin ve verimli yatırımlarda kullanılmaması gibi sebeplerden dolayı gelişmekte olan ülkeler dış borçlarını geri ödeme sorunu yaşamıştır. Bunun sonucunda, borçlu gelişmekte olan ülkelerde, yabancı sermayeyi gerek doğrudan yabancı yatırımlar gerekse portföy yatırımları olarak çekme çabaları ortaya çıkmıştır(Görgün, T., 2004). Son zamanlarda, gelişmekte olan çeşitli ülkelerde yapılan araştırmalar da büyük miktarlarda sermaye girişleri yaşandığını göstermektedir(Gooptu, 1993). Sermaye girişlerinin büyük bir kısmı portföy yatırımı şeklinde gerçekleşmektedir. Ancak portföy yatırımları, çok kısa sürede likiditeye çevrilip yurtdışına çıkarılabildiğinden dolayı yatırımcılar için en az risk taşıyan yatırım türü iken yatırım yapılan ülke açısından en riskli yatırım türüdür. Çünkü yüksek likidite özelliğine sahip olan bu yatırım kategorisi sermaye çıkışını kolaylaştırdığından, herhangi bir

---

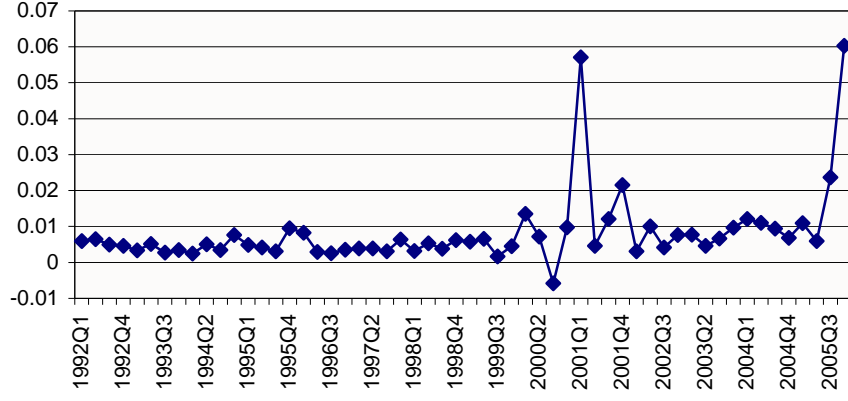
<sup>2</sup> 1980’li yıllarda meydana gelen borç krizlerinin temel özelliği, banka kaynaklı borçların geri ödenmeyişidir(Akkan, N.A, 2002: 1–19).

istikrarsızlık durumunda ülkeden çıkan portföy yatırımları o ülkede finansal krizlere neden olabilmektedir. Türkiye’de de kriz dönemlerinde portföy yatırımlarının giriş ve çıkışlarında büyük miktarlarda değişimin yaşandığını görmekteyiz. Bu nedenle, Türkiye’de istikrar açısından portföy yatırımlarının önemi, diğer yatırım türlerine göre daha büyüktür.

1980 yılından önce uygulanan dışa kapalı, ithal ikameci ve korumacı ekonomi politikaları nedeniyle Türkiye’de yabancı sermaye yatırımlarından beklenen yararlar elde edilememiştir. Ancak, 24 Ocak 1980 ekonomik istikrar kararlarıyla birlikte benimsenen strateji çerçevesinde Türkiye’ye yapılan yabancı sermaye yatırımlarında artışlar kaydedilmiştir. Sermaye hareketlerindeki canlanma özellikle 1989 yılından sonra finansal serbestlik ile iyice göze çarpmaktadır. Yabancı sermaye yatırımlarında meydana gelen artış 1992 yılına kadar devam etmiş ve bu yıldan itibaren meydana gelen ekonomik istikrarsızlıklar ve kötüye giden ekonomi nedeniyle azalma eğilimine girmiştir. 1992 yılında Türkiye’ye girişine izin verilen toplam yabancı sermaye miktarları, bir önceki yıla göre %7.5 azalarak 1.967 milyon dolardan, 1.820 milyon dolara inmiştir. 1993 yılında yeniden artma eğilimine girerek, 2.124 milyon dolara yükselen yabancı sermaye yatırımları, 1994 yılında Türk ekonomisini etkisi altına alan krizler nedeniyle %30.13 oranında azalarak 1.484 milyon dolara düşmüştür. 1994 yılından sonra yabancı sermaye yatırımları tekrar artmaya başlamıştır(Oksay, S., 1998). Nitekim 1995 yılında, %97.91’lik rekor bir artışla 2.938 milyon dolar yabancı sermaye yatırımı gerçekleşmiştir. Toplam yabancı sermaye girişlerindeki değişkenliğe çeşitli faktörler etki etmektedir. Bunlar, enflasyon oranı, reel döviz kuru değerinin düşmesi, aşırı değerlenmiş döviz kuru değeri, devlet harcamaları, devlet bütçe açığı, dış borç faiz oranı, IMF kredisi, ticaret politikaları ve siyasi istikrarsızlık gibi faktörlerdir.

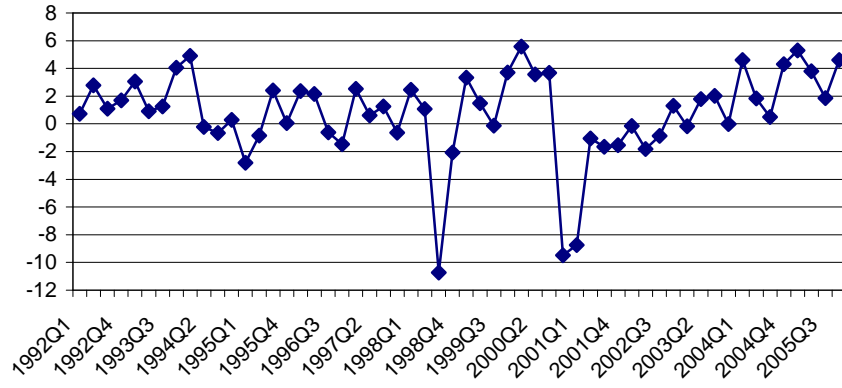
TCMB tarafından yayınlanan ödemeler bilânçosu istatistiklerine bakıldığında, 1991 yılında gerçekleşen körfez savaşı ve 1994 yılında yaşanan ekonomik kriz nedeniyle Türkiye’de negatif olan sermaye hareketleri bu iki yıl dışında artı olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bunun yanında 1998 yılında yaşanan Rusya krizi ile birlikte net sermaye akımında bir azalma gerçekleşmiştir. Bu krizin en belirleyici etkisi ise portföy yatırımları ve diğer uzun vadeli sermaye üzerinde olmuştur(İnsel A. ve Sungur S., 2003).

**Şekil 1:** Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri Türleri



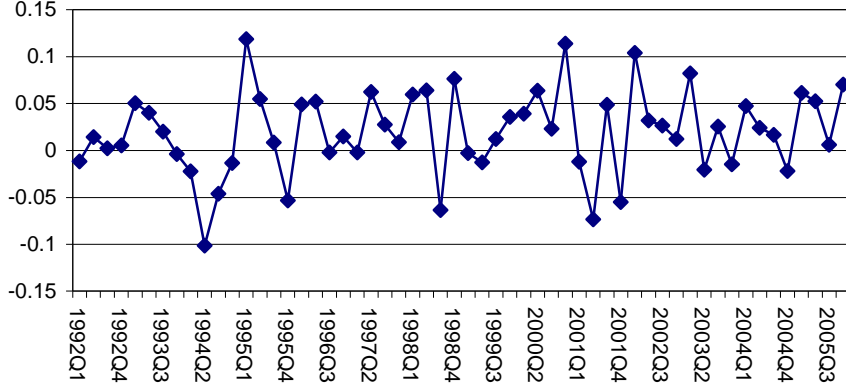
**Direkt Yabancı Yatırımların GSYİH' Ya oranı**

(a)



**Net Yabancı Portföy Yatırımlarının GSYİH' Ya Oranı**

(b)



### Diğer Yatırımların GSYİH' Ya Oranı

(c)

1991 yılında Körfez krizinin, 1994 yılında ekonomik krizin ve 1998 yılında yaşanan Asya ve Rusya krizlerinin etkisiyle Türkiye'den önemli miktarda sermaye çıkışı yaşanmıştır. 1991 yılında Türkiye'den çıkan net sermaye miktarı 2.5 milyar dolar iken bu rakam 1994 yılında 4.3 milyar dolar ve 1998 yılında ise 840 milyon dolardır. 1999 ve 2000 yıllarına gelindiğinde ise sermaye girişlerinde önemli miktarda artışlar göze çarpmaktadır. Bunun yanında 2000 yılının kasım ve 2001 yılının şubat aylarında yaşanan krizlerin etkisiyle Türkiye'den 13.9 milyar dolar civarında sermaye çıkışı gerçekleşmiştir (Kar, M. ve Kara, M.A, 2003). Ayrıca, 1996 yılında yürürlüğe giren Gümrük Birliği ile beraber, Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinde, özellikle de direkt yabancı yatırımlarda beklenen artışlar gerçekleşmemiştir. Hatta 1995 yılında gerçekleşen direkt yabancı yatırım miktarında, 1996, 1997 ve 1999 yıllarına göre düşüş kaydedilmiştir.

Türkiye'de yıllar itibariyle gerçekleşen portföy yatırımları incelendiğinde, 1986–1989 yılları arasında Türkiye'ye giren net portföy yatırımlarının 2.9 milyar civarındayken, 1993 yılında en yüksek seviyesine ulaşarak 3.9 milyar dolara ulaştığı görülmektedir. Fakat, 1994 yılında yaşanan kriz nedeniyle devletin tahvil yoluyla borçlanabilirliğinin azalmasıyla beraber portföy yatırımları %70 oranında azalarak 1.2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 1998 yılına geldiğimizde, Asya ve Rusya krizlerinin etkisi Türkiye'de de oldukça hissedilmiştir. Bu krizlerin ilk aşaması olan Doğu Asya Krizinde, Türkiye'ye yönelik borç verilebilir fonlar arzında bir daralma ortaya çıkmıştır. Yani Türkiye artık daha az miktarda ve daha yüksek faiz ile borçlanmaktadır. Krizin ikinci aşamasında (Rusya krizi ve sonrası) ise faiz ne olursa olsun piyasada borç vermeye istekli kimse kalmamıştır. Aynı zamanda, o yıl en yüksek miktarda

Türkiye'den portföy çıkışı gerçekleşmiştir. Bu miktarın büyük bir kısmı yabancıların menkul kıymetlerdeki çıkışından kaynaklanmıştır. Görüldüğü gibi, portföy yatırımları yıllar itibarıyla istikrarsız bir seyir izlemiş ve bu yatırımlarda meydana gelen dalgalanma diğer yatırım türlerine göre daha yüksek olmuştur.

Ekonomik kırılganlık ve istikrarsızlık durumunda ülkeden dışarıya doğru sermaye çıkışı gerçekleşmektedir. Sermaye çıkışlarının meydana gelmesi, ülkelerin gelişme hızı üzerinde etkili olmaktadır. Ülkelerin yüksek bir gelişme hızı elde edebilmeleri için ya eski tasarruflarını(rezervlerini) kullanmaları ya da yabancı tasarrufları ülkelere çekmeleri gerekmektedir. Bunun için Türkiye'de, ekonomik büyüme ve talebi harekete geçirmek amacıyla sermaye akımlarına destek verilmektedir. Bu doğrultuda, yabancı sermayenin gelişine etki eden faktörlerin ele alınması gereklidir. Bu amaçla, izleyen aşamada yabancı sermaye akımları belirleyicileri ele alınmıştır.

### **3. Yabancı Sermaye Akımlarının Belirleyicileri**

Yabancı sermaye akımlarını ülkelere çeken ya da çıkışı engelleyen çeşitli faktörler vardır. Bu nedenle, yabancı sermaye akımları belirleyicilerinin incelenmesi önem arz etmektedir. Yapılan birçok araştırma, gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere ülkeler arasındaki sermaye akımları üzerindeki “itme” ve “çekme” faktörlerinin önemi üzerinde yoğunlaşmıştır (Fernandez-Arias ve Montiel 1996; Taylor ve Sarno 1997). İtme faktörleri, herhangi bir ülke için dışsal olup, ülkeden dışarıya doğru sermaye akışı için yatırımları teşvik etmektedir. Gelişmiş ülkelerde meydana gelen ekonomik durgunluk, düşük faiz oranları ve politik gerginlikler mevcut sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olan itici faktörlerden bazılarıdır. Çekme faktörü ise riskli yatırımlara karşı iç varlıklar üzerine yüklenen getiri oranıdır. Bir ülkedeki yurtiçi reel faiz ile yabancı paranın yıllık aşınması arasındaki arbitraj, kısa vadeli sermaye hareketlerine ve özellikle de portföy akımlarına karşı uyarıcı etki yapmakla beraber sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesini sağlayan çekici faktörlerin başında gelmektedir. Mosley (2003), risk kavramını üç farklı kategoride ele almaktadır: kredi riski, döviz riski ve enflasyon riskidir. Kredi riski, karşı tarafın yükümlülüğünü yerine getirmemesi durumunda yani taraflardan birinin temerrüde düşmesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Döviz riski, döviz kurunun beklenmedik yönde fiyat değişiminden kaynaklanan risk faktörüdür. Enflasyon riski ise bir yatırımın getirisinin enflasyon oranından az olması anlamına gelmektedir. Bütçe açıkları genellikle ülkelerin döviz ve enflasyon risklerine ilişkin işaret olarak görülmektedir.

Sermaye girişlerindeki artış, ülkedeki faiz oranlarını azaltıcı ve yurtiçi harcamaları arttırıcı bir eğilim gösterir. Ülkeye sermaye girişi sonucu faiz oranlarında meydana gelen azalma, harcamalarda bir artış meydana geliyorsa bu

artışın bir kısmı ticari mallar<sup>3</sup> hesabına bir kısmı ticari olmayan mallar<sup>4</sup> hesabına dâhil olacaktır. Ticarete konu olan mallar üzerindeki harcamanın artması, ticaret açığı hacmini arttıracak ve bu yolla sermaye girişlerinde bir düzen sağlanacaktır(Hernandez ve Corbo, 1996).

1980'lerin sonundan 1990'ların başına kadar olan zaman diliminde, gelişmekte olan ülkeler için önemli sermaye girişleri portföy yatırımları şeklinde gerçekleşmiştir(Pal, 2006). Ülkelerin döviz kurlarında, hisse senedi fiyatlarında ve faiz oranlarında meydana gelen değişiklikler yatırımcıların yatırım kararları üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Yurtiçi harcamalar yükseldiğinde ve cari işlemler açığı arttığında, bankacılık sistemi yoluyla ülkeye giren portföy yatırımları, hisse senedi fiyatlarının azalması, faiz oranlarının düşmesi, bankacılık sektöründeki likidite problemleri veya ülke parasının değerinin azalması gibi durumlarda ülkeyi terk etme eğilimi içerisindedir. Bu durum ülkenin ekonomisini olumsuz yönde etkileyebilir. Bunun yanında, merkez bankasının bu konuda yeteri kadar hızlı hareket etmemesi ve aynı zamanda uluslararası rezerv stoklarının düşük olması dış ödemeler dengesinde bir krize neden olabilir.

Diğer ülkelerde meydana gelen krizlerin yarattığı negatif şoklar- ihraç edilebilir temel malın fiyatındaki düşüş, ithal edilebilir temel malın fiyatındaki yükseliş, uluslararası faiz oranlarındaki şiddetli artış- yabancı yatırımcıların paralarını ülke dışında tutmasına sebep olabilir.

Yabancı portföy yatırımlarının ülkeler için negatif etkilerinin olmasının yanında ekonomistler arasında kabul gören yaygın görüş, bu yatırımların ekonomideki reel sektöre üç yönde yarar sağlayabileceğidir. İlk olarak, portföy yatırımları gelişmekte olan ülkelere borçsuz yabancı yatırım kaynağı sağlayabilir. Gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye miktarı azdır. Bu nedenle bu ülkeler, ekonomik kalkınma çabalarında başarıya ulaşabilmeleri için "tasarruf açığını" ortadan kaldırmak durumundadırlar. Portföy yatırımlarının gelişi de, yatırım oranı değerini arttırmak için yurtiçi tasarrufa eklemeler yapabilir. İkinci olarak, yabancı sermaye girişlerindeki artışın ülkedeki sermaye tahsisi etkinliğini arttıracaktır. Bu görüşe göre, yabancı portföy yatırımları, yabancı doğrudan yatırımlar gibi getirisi düşük olan sermayesi bol ülkelere sermaye akışı için para kaynakları teşvik edebilir. Sermayesi az ülkelere yapılan kaynak akışı, ülkelerin sermaye maliyetini azaltıcı, yatırımları arttırıcı ve belirli bir dönemde,

---

<sup>3</sup> Uluslararası pazarda serbestçe alınabilir ve satılabilir, yani serbestçe ihraç ve ithal edilebilir nitelikteki mal ve hizmetlerdir.

<sup>4</sup> Uluslararası (dış) ticareti serbestçe yapılamayan, yani serbestçe ihraç ya da ithal edilemeyen (fiziksel, bölgesel ya da kota sınırlaması gibi engeller nedeniyle) mal ve hizmetlerdir.



belirli bir miktarda üretim faktörü kullanılarak elde edilen ürün miktarını yükseltici bir etki sağlamaktadır.

Üçüncüsü ve en önemlisi, yabancı portföy yatırımlarının yurtiçi sermaye piyasası aracılığı ile ekonomiyi etkilemesidir. Portföy yatırımlarının yatırım yapılan ülkeye sağladığı en önemli faydalardan biri de yurtiçi hisse senedi piyasasında fiyatları arttırmasıdır. Bu durumun firmanın kur-kar oranı üzerinde bir etkisi vardır(Pal, 2006). Kur-kar oranı, bir hisse senedinin cari piyasa fiyatının vergiden sonra hisse başına düşen net gelirine bölünmesi ile elde edilen oran olarak ifade edilmektedir. Yüksek bir kur-kar oranı düşük bir finansman maliyetini doğurmaktadır. Ülkelerdeki düşük sermaye maliyeti ve canlanan hisse senedi piyasası, yeni hisse senedi ihraçlarını özendirici yönde bir etki yaratabilir. Aynı zamanda, bir ülkedeki yabancı portföy yatırımlarının artması, yurtiçi sermaye piyasalarının likiditesini yükselterek piyasaların etkinliğini arttırmaktadır. Artan piyasa likiditesi beraberinde piyasa derinliği getirerek yatırımların çeşitlenmesini sağlar. Yabancı portföy yatırımları sayesinde ev sahibi ülkedeki sermaye ve kaynakların daha iyi dağılımını sağlamakta, ekonominin daha sağlıklı hale gelmesini kolaylaştırmaktadır.

Sermaye kontrolü etkinliğini test etmek için literatürde birçok yöntem bulunmaktadır. Ancak, sermaye kontrolü için elde edilen veriler ya güvenirsizdir ya da yok denecek kadar az sayıdadır. Birçok ampirik çalışma da bu durumu doğrudan bize yansıtmaktadır(Wesso, 2001).

Yapılan çalışmalar, faiz oranlarında meydana gelen oynaklığın genellikle büyük endüstriyel ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki uluslararası sermaye hareketliliği derecesini arttırdığını göstermektedir (Montiel, 1993). Diğer bir çalışmada, Hermes ve Lensink, 1992; Ajai ve Khan, 2000; bütçe açıkları ve dışarıya yapılan sermaye yatırımı arasında bir ilişkinin var olduğunu yüksek vergi oranları ve fiyat istikrarsızlığına dayanarak ileri sürmüştür.

Sermaye akımlarının belirleyicileri içerisinde yer alan getiri oranının, sermaye akımlarının ülkeye gelmesinde önemli bir etkisi olduğu görülmektedir. Bu oran, gelişmekte olan ülkelerin mali piyasasında, sanayileşmiş ülkelerdeki belli başlı birçok piyasaya göre daha yüksektir. Ülkedeki fırsatları ve yatırım riskini yansıtan kredi notları<sup>5</sup> ve ikincil piyasalardaki borç fiyatları sermaye akımlarını belirlemede önemli bir yere sahiptir. Bunların yanında, aşırı belirlenmiş döviz kuru değeri, sermaye transferi için önemli bir belirleyicidir. Ülke parasında meydana gelen kayıp, yerleşiklerin mevcut paralarını ülke dışında tutması için teşvik edici bir rol oynamaktadır. Buradaki asıl problem döviz kuru dengesini

---

<sup>5</sup> Kredi notunun düşük olması bankadan daha düşük faiz ve daha uygun vade ile kredi alınmasını sağlamaktadır.

belirlemektir. Ayrıca, ülkelerde gerçekleşen yüksek yurtiçi enflasyon oranı, reel iç varlık değerlerini azaltıcı yönde bir etki yapmaktadır.

Sermaye akımları, bir ülkeden diğer ülkelere doğru dışsallıklar doğurmakta ve bir ülkede medya gelen dış kaynaklı kriz diğer ülkelere sıçraya bilmektedir. Bu sebeple, yüksek getiri arzusuyla hareket eden sermaye yatırımlarına, gelişmekte olan ülkelerdeki siyasi ve ekonomik birçok faktör etki edebilmektedir. Ancak, bu etki, dönemler ve bu etkiye neden olan gelişmeler bazında farklılıklar göstermektedir.

#### **4. Uygulama**

Uygulamaya geçmeden önce çalışmada kullanılan model ve veri seti tanıtılmıştır. Ayrıca, araştırma yöntemi açıklanarak analiz sonuçları elde edilmiştir. Son olarak, analizler sonucunda ulaşılan sonuçlar özetlenmekte ve değerlendirilmeler yapılmaktadır.

##### **4.1 Model ve Veriler**

Yapılan araştırmalar, uluslararası sermaye akımlarının içsel veya dışsal olmasına göre farklılık gösterdiğini ortaya koymuştur(Wesso, 2001). Eğer yurtiçi ekonomisi açısından sermaye akımları dışsal bir davranış gösteriyorsa, bu akımların uluslararası finansal değişkenlerdeki değişimler ve ülkenin piyasa algılarındaki değişimlerden kaynaklandığını söyleyebiliriz. O zaman, politika karar vericilerinin sermaye akımlarının oynaklığı konusundaki endişeleri yerindedir. Ülkede izlenen döviz kuru politikalarına bağlı olarak, sermaye akımlarının değişkenliği, döviz kuru değişkenliğine veya resmi rezervlerde değişimlere yol açabilir. Bu iki sonuç istenmeyen bir duruma yol açabilir. Çünkü böyle bir durum, ülke içinde parasal ayarlamaların yapılmasını gerektirmektedir. Eğer sermaye akımları içsel bir davranış gösterseydi, sermaye akımlarının davranışının analiz edilmesi tam olarak doğru olmayacak ve meydana gelen şokların yapısına göre değişiklik gösterecektir.

Bu çalışmada, sermaye akımları içerisinde önemli bir yere sahip olan ve özellikle de gelişmekte olan ülkeler açısından tehdit oluşturan portföy yatırımlarının reel faiz ile olan ilişkisi belirlenmeye çalışılmıştır. Bu amaçla, kullanılan veriler 1992.1 ile 2005.4 dönemleri arasında kapsamaktadır. 1992 yılını başlangıç yılı olarak seçmemizin nedeni Türkiye’de sermaye akımlarındaki canlanmanın özellikle 1989 yılında yaşanan finansal serbestlik ile iyice göze çarpmasıdır. Modelde yer alan değişkenler incelendiğimizde, devlet bütçe açıklarının sermaye piyasasından finansmanı, reel faiz oranlarının yükselmesine hem de finansman piyasalarında istikrarsızlığa neden olduğundan dolayı aşağıdaki modele bağımsız değişken olarak dâhil edilmiştir.

Çalışmada ele alınan model:

$$NPY = f (RF, DBA, D) \quad (1)$$

NPY değişkeni, Türkiye’de gerçekleşen net portföy yatırımlarının Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya oranını göstermektedir. Türkiye’de gerçekleşen net portföy yatırımları, ödemeler dengesi bilânçosunda finans hesabı altında yer alan portföy yükümlülükler ile portföy varlıkları kalemlerinin toplamı alınarak oluşturulmuştur. Portföy yükümlülükleri, yabancıların Türkiye’de yapmış olduğu yatırımları temsil ederken, portföy varlıkları hesabı ise bizim yurtdışında yapmış olduğumuz yatırımları temsil etmektedir. D, Türkiye’de meydana gelen krizlere ilişkin kukla değişkenini temsil etmektedir(1994, 1998, 2000-2001 krizleri). DBA değişkeni devlet bütçe açıklarını, mevduat faiz oranlarından enflasyon oranlarının çıkarılmasıyla elde edilen RF değişkeni ise reel faiz oranını göstermektedir. Burada enflasyon oranı olarak tüketici fiyat endeksindeki yıllık değişim oranı temel alınmıştır. Çalışmamızda ele alınan değişkenlere ilişkin veriler için, Türkiye Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi ve Türkiye İstatistik Kurumuna ait istatistik veri tabanından alınmıştır.

#### 4.2 ARDL ve Sınır Testi

Zaman serileri değişkenleri arasındaki uzun dönem eşbütünleşme ilişkisinin varlığını test etmek için birçok metod bulunmaktadır. En yaygın olarak kullanılan Engle ve Granger(1987) testi, Johansen ve Johansen-Juselius’a dayanan maximum likelihood testi ve Phillips ve Hansen’nin(1990) değişikliye uğrayan Olağan En Küçük Kareler(OLS) işlemidir. Tüm bu metodlar, sistemdeki değişkenlerin düzeyde durağan olmayıp aynı dereceden bütünleşik olmasını gerektirmektedir. Bu problemlerden ötürü, son zamanlarda geliştirilen eşbütünleşmeye ARDL(Autoregressive distributed lag) modeli yaklaşımı oldukça popüler hale gelmiştir.

ARDL modeli yaklaşımı, başlangıçta Peseran ve Shin(1999) tarafından ele alınmış daha sonra Peseran ve arkadaşlarının(2001) yaptıkları çalışmalar sonucu geliştirilmiştir. Bu yaklaşım diğer eşbütünleşme metodlarıyla karşılaştırıldığında birçok avantajlara sahiptir. Temel avantajı, elimizdeki serilerin I(0), I(1) veya parçalı bütünleşik olup olmadığına bakmaksızın uygulanabilir olmasıdır(Peseran ve Peseran 1997). Bu yaklaşımın diğer bir avantajı ise, küçük örneklemelerde sağlam ve etkin sonuçlar ile birlikte uzun dönem katsayılarının tutarlı ve yansız olmasını sağlamasıdır. Ayrıca, dinamik hata düzeltme modeli(ECM) ARDL’den elde edilebilir böylece kısa dönem dinamikleri ile uzun dönem dengesi, uzun dönem bilgisini kaybetmeden bütünleşir.

### ARDL(Autoregressive Distributed Lag) Modeli Gösterimi

ARDL modelini aşağıdaki gibi yazabiliriz.

$$\Phi(L,p)y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^k \beta_i(L,q_i)x_{it} + u_t \quad (2)$$

Burada;

$$\Phi(L,p) = 1 - \Phi_1 L^1 - \Phi_2 L^2 + \dots - \Phi_p L^p$$

$$\beta_i(L,q_i) = \beta_{i0} L^0 + \beta_{i1} L^1 + \beta_{i2} L^2 + \dots + \beta_{iq} L^q, \quad i=1,2,\dots,k,$$

olarak gösterilir. Aynı zamanda,  $\alpha_0$  sabit katsayı;  $Y_T$  bağımlı değişken;  $X_T$  açıklayıcı değişken ve  $L$  gecikme operatörüdür.

$$y_t = \mu + \sum_{i=1}^k \beta_i x_{it} + \varepsilon_t \quad (3)$$

Uzun dönem ilişkiyi veren katsayıların tahmini için, denklemi aşağıdaki gibi yazabiliriz.

$$\hat{\mu} = \frac{\alpha_0}{1 - (\Phi_1 + \Phi_2 + \dots + \Phi_p)} \quad (4)$$

$$\hat{\beta} = \frac{\beta_{i0} + \beta_{i1} + \beta_{i2} + \dots + \beta_{iq}}{1 - (\Phi_1 + \Phi_2 + \dots + \Phi_q)}, \quad i=1,2,\dots,K \quad (5)$$

Değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkiyi ortaya koyan hata düzeltme denklemi aşağıdaki şekilde yazılabilir.

$$\begin{aligned} \Delta Y_t &= \alpha_0 + \sum_{i=1}^k \beta_{i1} \Delta X_{it} - \sum_{i=1}^{\hat{p}-1} \Phi_{i1} \Delta y_{t-j} - \sum_{i=1}^k \sum_{j=1}^{\hat{q}-1} \beta_{ij} \Delta X_{it-j} \\ &= -\Phi(1, \hat{p}) ECM_{t-1} + u_t \end{aligned} \quad (6)$$

$$ECM_{t-1} = y_t - \sum_{i=1}^k \hat{\beta}_i \Delta X_{it} \quad (7)$$

$ECM_{t-1}$ , hata düzeltme terimidir. Burada hata düzeltme terimi katsayısı  $\Phi(1, \hat{p})$  uzun döneme doğru uyarılama hızıdır. Bu ARDL modeli gösterimi herhangi çokdeğişkenli örnekler için genelleştirilebilir. Bizim çalışmamızda,

portföy yatırımları ile reel faiz arasındaki kısa dönem ve uzun dönem ilişkileri incelenmiştir.

Portföy akımları belirleyicilerine ilişkin modelimizi aşağıdaki gibi kurabiliriz.

$$NPY_t = \alpha_0 + \alpha_1 DBA_t + \alpha_2 RF_t + \alpha_3 D_t + e_t \quad (8)$$

Burada,  $\alpha_0$  sabit terim,  $e_t$  hata terimidir.  $\alpha_1$  katsayısının ve  $\alpha_2$  katsayısının pozitif olması ve krizlerin net yabancı portföy yatırımlarına etkisi negatif olacağından  $\alpha_3$  katsayısının negatif işaretli olması beklenmektedir.

Değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığını belirleyebilmek için aşağıdaki kısıtlanmamış hata düzeltme modeline dayanan test bizim örneğimize aşağıdaki gibi uyarlanmaktadır.

$$\begin{aligned} \Delta NPY_t = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m a_{1i} \Delta NPY_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{2i} \Delta DBA_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{3i} \Delta RF_{t-i} \\ & + a_4 NPY_{t-1} + a_5 DBA_{t-1} + a_6 RF_{t-1} + a_7 D_t + u_t \end{aligned} \quad (9)$$

Burada eşbütünleşme ilişkisi ( $H_0: a_4 = a_5 = a_6 = a_7$ ) hipotezinin test edilmesi yoluyla yapılmaktadır. Herhangi bir anlamlılık düzeyi için hesaplanan F istatistiği Pesaran vd. (2001) çalışmasında verilen alt ve üst değerlerin dışında kaldığında değişkenlerin bütünleşme derecelerini hesaba katmaksızın kesin bir yorum yapılabilmektedir. F istatistiğinin değerinin üst kritik değer üzerinde olması seriler arasında bir eşbütünleşme ilişkisinin olduğunu, altında olması ise seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olmadığını göstermektedir. F istatistiğinin alt ve üst kritik değerlerin arasına düşmesi halinde ise kesin bir yorum yapılamamakta, bu durumda serilerin bütünleşme derecelerini hesaba katan diğer yöntemlere başvurulması zorunlu olmaktadır.

Sınır testi yönteminin uygulanması sırasında ilk olarak yapılması gereken denklemde “m” olarak ifade edilen gecikme uzunluğunun belirlenmesidir. Bu işlemde genel olarak ADF birim kök testinde olduğu gibi AIC veya SC kullanılarak yapılmaktadır. Aynı zamanda testin doğru sonuç verebilmesi için hata terimleri serisinde otokorelasyon olmaması gerekmektedir.

Değişkenler arasında uzun dönem ilişkisi gecikmesi dağıtılmış otoregresif model (autoregressive distributed lag: ARDL) yöntemiyle incelenmiştir. Kullanılan ARDL modeli aşağıdaki şekilde gösterilir.

$$\begin{aligned}
NPY &= a_0 + \sum_{i=1}^m a_{1i} NPY_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{2i} RF_{t-i} \\
&= + \sum_{i=0}^m a_{3i} DBA_{t-i} + a_4 D_t + u_t
\end{aligned} \tag{10}$$

ARDL modelinde gecikme uzunlukları AIC veya SC bilgi kriterleri kullanılarak belirlenir. Bu yöntem çerçevesinde ilk önce belirlenen en büyük gecikme uzunluğu üzerinden net yabancı portföy yatırımlarının sadece kendi gecikmeli değerlerine göre regresyon gerçekleştirilir ve en küçük AIC veya SC değerine sahip olan gecikme sayısı seçilir. Daha sonra bağımlı değişkenin seçilen gecikme katsayısı sabit tutulup birinci bağımsız değişken modele ilave edilerek olası tüm gecikmeleri ile regresyon modelleri oluşturulur ve en küçük AIC veya SC değeri dikkate alınarak bağımsız değişkenin gecikme sayısı belirlenir. Daha sonra aynı işlem diğer bağımsız değişkenlerimiz içinde gerçekleştirilip en uygun gecikme sayıları belirlenir.

Değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkisi ise ARDL yaklaşımına dayalı bir hata düzeltme modeli ile araştırılmıştır. Bu model

$$\begin{aligned}
\Delta NPY_t &= a_0 + a_1 EC_{t-1} + \sum_{i=1}^m a_{2i} \Delta NPY_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{3i} \Delta DBA_{t-i} \\
&= + \sum_{i=0}^m a_{4i} \Delta RF_{t-i} + a_5 D_t + u_t
\end{aligned} \tag{11}$$

ifade edilmektedir. Buradaki  $EC_{t-1}$  değişkeni denklem (10)'dan elde edilen hata terimleri serisinin bir dönem gecikmeli değeridir. Bu değişkenin katsayısı kısa dönemdeki dengesizliğin ne kadarının uzun dönemde düzeltilileceğini gösterir. Bu katsayının işaretinin negatif olması beklenir.

(11) numaralı modeldeki gecikme uzunlukları da AIC veya SC vasıtasıyla ve uzun dönem ilişkisinin araştırılması sırasında kullanılan aynı yöntemle belirlenmektedir.

### 4.3 Değişkenlerin Durağanlıklarının Araştırılması

**Tablo 1:** Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Düzyde ADF	Birinci Farklar ADF	Bütünleşme Dereceleri
NPY	-4.831(0) <sup>a***</sup>	-8.999(1) <sup>a***</sup>	I(0)
	-4.789(0) <sup>b***</sup>	-8.944(1) <sup>b***</sup>	
RF	-2.233(1) <sup>a</sup>	-12.625(0) <sup>a***</sup>	I(1)
	-2.450(1) <sup>b</sup>	-12.499(0) <sup>b***</sup>	
DBA	-2.968(1) <sup>a**</sup>	-4.260(6) <sup>a***</sup>	I(0)
	-6.663(0) <sup>b***</sup>	-13.082(0) <sup>b***</sup>	

Not: \*\*\*=%1 anlamlılık düzeyini, \*\*=%5 anlamlılık düzeyini ve \*=%10 anlamlılık düzeyini, a: Trendsiz, b: Trendli modeli temsil etmektedir. Trendsiz modelde ADF testi için kritik değer %1=-3.565, %5=-2.919 ve %10=-2.597 dir. Trendli modelde ADF testi için kritik değer %1=-4.148, %5=-3.50 ve %10=-3.179 dur.

Birim kök testi sonuçlarına göre NPY ve DBA değişkeni düzeyde durağan iken, RF değişkeni birinci farkı alındığında durağan hale gelmektedir. Bu durumda, reel faiz değişkeni birinci dereceden bütünleşik olarak bulunmuştur. Böylece modelimizde sol taraf I(0) iken sağ taraf I(0) ve I(1) olarak gerçekleşmiştir. Değişkenlerimizin aynı dereceden bütünleşik olmamasından dolayı Engle ve Granger ve Johansen ve Juselius tarafından önerilen eşbütünleşme testleri uygulanamamaktadır. Bu yüzden portföy yatırımları ile bağımsız değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisinin varlığı ARDL modeli yaklaşımı kullanılarak incelenmiştir.

### 4.4 Model ve Sonuçlar

Çalışmada, ilk olarak ele alınan değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin var olup olmadığı araştırılarak gecikme uzunlukları Tablo 2'deki gibi bulunmuştur. Gecikme uzunluğu maksimum 8 olarak alınıp her bir gecikme uzunluğunda hata teriminde ardışık bağımlılık bulunup bulunmadığı araştırılmıştır.

**Tablo 2:** Sınır Testi İçin Gecikme Sayısının Tespiti

m	AIC	$\chi_{BG}^2$
1	5.254	21.557*
<b>2</b>	<b>5.142</b>	<b>3.669</b>
3	5.225	4.742***
4	5.270	10.386*
5	5.369	7.104**
6	5.478	6.097**
7	5.444	12.919*
8	5.293	25.788*

Not: m, (9) numaralı denklemdaki gecikme sayısıdır.  $\chi_{BG}^2$  Breusch-Godfrey ardaşık bağımlılık sınaması istatistiğidir. \*, \*\* ve \*\*\* işaretleri, sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde hata terimi arasında ardaşık bağımlılığı göstermektedir.

Tablo 2 de görüldüğü gibi en küçük AIC değeri 2 gecikme için söz konusudur. Bu gecikme sayısında hata teriminde %10, %5 ve %1 için ardaşık bağımlılık da yoktur. Bu nedenle sınır testi 2 gecikmeli model için yapılmıştır.

Tablo 3'te (9) numaralı denklemin 2 gecikme ile tahmin edilmesinden sonra ( $H_0: a_4 = a_5 = a_6 = a_7$ ) hipotezini sınamak için hesaplanan F değeri ile Pesaran vd. (2001)'den alınan kritik değerler yer almaktadır. Bu kritik değerler 3 bağımsız değişken ve yüzde 5 anlamlılık düzeyi için geçerlidir. Tabloda, hesaplanan F istatistiğinin üst kritik değerden büyük olduğu görülmektedir. Bunun anlamı ele aldığımız üç değişken arasında uzun dönemli bir eşbütünleşme ilişkisinin mevcut olduğudur.

**Tablo 3:** Sınır Testinde Hesaplanan F istatistiğinin Kritik Değerlerle Karşılaştırılması

k	F istatistiği	%5 anlamlılık düzeyindeki kritik değer	
		Alt sınır	Üst sınır
3	5.660	2.86	4.01

Not: k, (9) numaralı denklemdaki bağımsız değişken sayı sayısıdır. Kritik değerler Pesaran vd. (2001:300)'deki Tablo CI(iii)'ten alınmıştır.

Uzun dönemli bir ilişkinin varlığını tespit ettikten sonra Tablo 4'te değişkenler arasındaki uzun dönem katsayıları belirlenmiştir. 10 numaralı denklemdaki model yardımı ile maksimum gecikme sayısının 8 alındığı işlem sonunda net yabancı portföy yatırımının gayri safi yurtiçi hasıladaki oranını veren değişkenin 1, reel faiz oranı değişkeninin 3 ve devlet bütçe açıkları değişkeninin



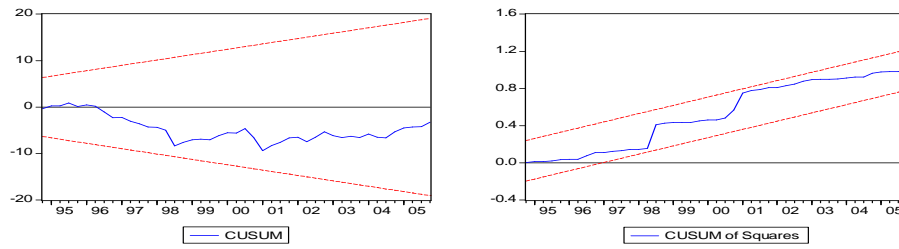
0 gecikme ile tahmin edilmesi gerektiği sonucuna varılmıştır. Burada kukla değişkeninin de gecikmeli değeri 0 dır. Tahmin edilecek model ARDL(1,3,0,0) modelidir.

**Tablo 4:** ARDL(1,3,0,0) ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları

Değişkenler	Katsayı	t istatistiği
Sabit	-1.785	2.141
NPY(-1)	0.217	1.719
DBA	0.0185	0.570
RF	-0.070	1.213
RF(-1)	-0.068	1.074
RF(-2)	0.023	0.390
RF(-3)	0.184	3.076
KUKLA1	-3.020	3.212

Tablodaki sonuçlar net portföy yatırımları ile reel faiz oranının 3 gecikmeli değeri arasında uzun dönemde anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Faiz oranının katsayısı pozitif işaretli ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu arada net portföy yatırımları ile devlet bütçe açıkları arasında da anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Ancak katsayı işareti beklentilerimiz doğrultusunda bulunmuştur. Krizlere ilişkin kukla değişkenimiz istatistiksel açıdan anlamlı olmakla beraber kriz döneminde net portföy yatırımlarının azaldığını görmekteyiz. Uzun dönem katsayılarının istikrarlılık testlerine baktığımızda CUSUM ve CUSUM Q grafiğimizin her ikisinin de bant arasında kaldığını yani parametrelerimizin %5 anlamlılık düzeyinde istikrarlı olduğunu söyleyebiliriz.

**Şekil 2:** CUSUM VE CUSUM Q Grafikleri



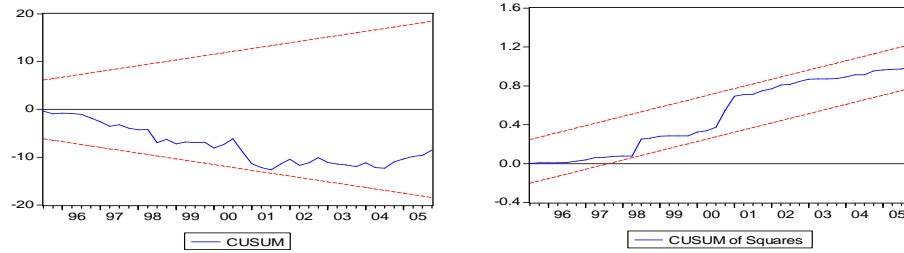
Uzun dönem ilişkisi belirlendikten sonra kısa dönem ilişkisi(Hata düzeltme modeli) ele alınmıştır. Denklem (11) yardımı ile her bir değişkenin maksimum 8 gecikmesi alınarak ARDL modeli belirlenmiş ve Tablo 5'te kısa döneme ilişkin katsayılar elde edilmiştir. Bu işlem sonucunda elde edilen model ARDL(2,3,0,0) modelidir.

**Tablo 5:** ARDL(2,3,0,0) ve Hesaplanan Kısa Dönem Katsayıları

Değişkenler	Katsayı	t istatistiği
Sabit	0.138	0.298
NPY(-1)	0.419	2.375
NPY(-2)	-0.155	1.320
DBA	0.026	1.031
RF	-0.068	1.258
RF(-1)	-0.061	0.980
RF(-2)	0.043	0.675
RF(-3)	0.166	3.140
KUKLA1	-0.513	0.562
ECT <sub>-1</sub>	-1.195	4.975

Hata düzeltme modelinde hata teriminin işareti beklenildiği gibi negatif ve istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Bu değer birden büyük olması, Narayan ve Smyth (2006) çalışmalarında ifade ettiği gibi, sistemin dalgalanarak dengeye geldiğini belirtmektedir ve bu dalgalanma uzun dönemde her seferinde azalarak dengeye dönüşü sağlayacaktır. Net portföy yatırımı ile reel faiz oranının 3 gecikmeli değeri arasında kısa dönemde pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Devlet bütçe açıkları ile net portföy yatırımları arasında kısa dönemde anlamlı bir ilişkiye rastlanamamış ancak katsayı işareti beklenildiği gibi bulunmuştur. Ayrıca, krizlerin kısa dönemde gerçekleşen net portföy yatırımlarını azaltıcı etki yaptığını görmekteyiz fakat bu katsayı istatistiksel açıdan anlamlı bulunamamıştır. Kısa dönem parametrelerinin istikrarlık grafiğine baktığımızda parametrelerin iki bant arasında kaldığını ve %5 anlamlılık düzeyinde istikrarlı olduğunu söyleyebiliriz.

**Şekil 3:** CUSUM VE CUSUM Q Grafikleri



## 5. Sonuç

Sermaye akımlarının Türkiye ekonomisine olan etkileri uzun zamandır tartışılan bir konudur. Sermaye akımları içersinde portföy yatırımları, yatırım yapılan ülke açısından en riskli yatırım türüdür. Gerek ilgili teoriler ve konuya ilişkin yapılan çalışmalar gerekse ekonomik göstergeler portföy yatırımlarının ülkelere giriş ve çıkışında reel faiz oranlarının önemli olduğunu belirtmekte ve reel faiz oranlarındaki artışın ülkelere giren portföy yatırımlarını arttırdığını savunmaktadır. Bu arada meydana gelen krizlerin o ülkedeki sermaye akımlarını olumsuz yönde etkilediği ve kriz dönemlerinde ülkelere yabancı sermaye çıkışı yönünde bir eğilim olduğu görülmektedir.

Türkiye için yapılan analizler sonucunda ilgili teorilerin ve bu konu ile ilgili yapılan çalışmaların savunduğu görüşleri destekleyen bulgular elde edilmiştir. 1992.1 ve 2005.4 dönemine ait çeyrek gözlemler ile yapılan analizlerde reel faiz oranları ile net yabancı portföy yatırımları arasında gerek uzun dönem gerekse kısa dönemde pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca ülkelerde meydana gelen krizlerin net portföy yatırımlarında negatif bir etki yarattığı gözlenmiştir.

Reel faiz oranlarının, portföy yatırımlarını etkileyen önemli bir değişken olduğu bilinmektedir. Reel faiz oranlarında meydana gelen oynaklık gerek Türkiye gerekse gelişmekte olan ülkeler için bir risk taşımaktadır. Türkiye’de genellikle ekonomik istikrarsızlığın iki nedeni bulunmaktadır. Bunlardan ilki, Hazine’nin yurtiçi piyasalardan yüksek oranda borçlanma gereksiniminin bulunması, diğeri ise sermaye birikiminin yetersiz olmasıdır. Bunun sonucu olarak, reel faizler yüksek değerlere ulaşmış, reel yatırımlar istenilen düzeyde gerçekleşmemiş ve istikrarlı bir ekonomik büyüme sağlanamamıştır.

Türkiye’de artan reel faiz oranları sonucu olarak portföy yatırımlarının giderek arttığını görmekteyiz. Bu durumun olumlu yanları olduğu gibi olumsuz yönleri de bulunmaktadır. Reel faiz, yapısı gereği bir noktadan sonra düşmekte oldukça zorluk çekmektedir. Bu noktada, enflasyon oranını yüksek tutarak reel faiz oranlarını düşürme yanlıları bulunmakta fakat bu tür bir uygulamanın da aslında yürümeyeceği açık olarak görülmektedir. Çünkü reel faiz oranları sadece nominal faizin türevi değildir. Reel faiz, daha çok ülke riskinin bir göstergesidir. Bu riskin azaltılması ancak ekonomik istikrar paketlerinin başarılı bir şekilde uygulanmasıyla mümkündür. Bununla birlikte, Hazine kısa vadede tahvil arz fazlasını emebilecek kapasitede olmalı, TCMB ise piyasada oluşabilecek kısa vadeli dengesizliklere bağımsız olarak müdahale edebilmelidir.

## KAYNAKÇA

Ahlquist, J.S (2006), Economic Policy, Institutions, and Capital Flows: Portfolio and Direct Investment Flows in Developing Countries, International Studies Quaterly, 681-704.

Aklan, N.A. (1997), Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları”, Dış Ticaret Müsteşarlığı Dış Ticaret Dergisi, Vol:2, No:6, pp. 21-36.

Aklan, N.A. (2002), Dış Borçlanma Gelişmekte Olan Ülkeler için Etkin Bir Finansman Yönetimi midir?, Dış Ticaret Müsteşarlığı Dış Ticaret Dergisi, Vol:7, No:25, pp. 1-19.

Ayvaz, Y.Y v.d (2006), Tabancı Sermaye Yatırımlarının Verimlilik ve Kalkınmaya Etkilerinin Ekonometrik İncelemesi, Yönetim ve Ekonomi, Cilt:13, Sayı:1.

Bayraktar, F. (2003), Dünyada ve Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, Türkiye Kalınma Bankası A.S Araştırma Raporları.

Carbo, V. ve Hernandez L. (1996), Macroeconomic Adjustment To Capital Inflows: Lessons From Recent Latin American And East Asian Experience, The World Bank Research Observer, vol. 11, no.1, 61-85.

Erdikler, Ş. (2004), Türkiye’de Yabancı Sermaye Hareketleri, Türkiye İktisat Kongresi, Büyüme Stratejileri Çalışma Grubu Raporu .

Gooptu, S.(1993), Portfolio Investment Flows To Developing Countries, Discussion Paper, no:228, Washington D.C: World Bank.

Görgün, T. (2004), Doğrudan Yabancı Yatırımların Tarihsel Gelişimi Çerçevesinde Yatırımların Geliştirilmesinin Etkin Kurumsal Yapılanmaları, Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Merkezi (<http://www.igeme.org.tr/tur/haber/uzmantez/tugrulgorgun.pdf>).

Hacıoğlu, F. (2004), An ARDL Model Of Aggregate Tourism Demand For Turkey, Global Business and Economics Review, 614-624.

<http://www.citibank.com.tr/consumer/invest/tr/sozluk.htm#>

[http://www.turmob.org.tr/turmob/basin/21-03-2001\(1\).htm](http://www.turmob.org.tr/turmob/basin/21-03-2001(1).htm)

<http://www.forex-az.info/4/faq/id-4/>

İnandım, Ş. (2005), Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü-Uzmanlık Tezi.

İnsel A. ve Sungur S.(2003), Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni.

Kar, M. ve Kara, M.A.(2003), Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler, Dış Ticaret Dergisi.

Kula, F. (2003), Uluslar arası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler, C.Ü İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 4, Sayı 2.

Oksay, S. (1998), Çokuluslu Şirketler Teorileri Çerçevesinde, Yabancı Sermaye Yatırımlarının İncelenerek, Değerlendirilmesi, Dış Ticaret Müsteşarlığı Dergisi, sayı 8.

Mallick, H ve Agarwal, S.(2000), Financial Liberalisation and Economic Growth In India: A Long-Run Analysis, Discussion Paper (<http://iegingdia.org/disppap.htm>).

Narayan, P.K., Smyth, R. (2006), What Determines Migration Flows From Low-Income To High-Income Countries? An Empirical Investigation Of Fiji-US Migration 1972-2001. Contemporary Economic Policy. Vol. 24, No.2, pp. 332-342.

Pal, P. (2006), Foreign Portfolio Investment, Stock Market and Economic Development: A Case Study of India, Annual Conference on Development and Change Mission, 18-20.

Pesaran, M.H v.d (2001), Bounds Testing Approaches To The Analysis Of Level Relationships, Journal Of Applied Econometrics, 289-326.

Wesso, G.R (2001), The Dynamics of Capital Flows in South Africa: An Empirical Investigation, South African Reserve Bank-Quarterly Bulletin, 59-76.