

Gelişmekte Olan Piyasalarda Döviz Kuru-Portföy Yatırımları İlişkisi:BRICS Ülkeleri Ve Türkiye Örneği

The Relationship Between Portfolio Investment –Foreign Exchange : BRICS And Turkey

Ahmet ÇİLİNGİRTÜRK

Prof.Dr. Marmara Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, Ekonometri Bölümü,
a.cilingirturk@gmail.com, İstanbul/Türkiye

Müge ÇETİNER

Prof. Dr. İstanbul Kültür Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü,
m.cetiner@iku.edu.tr, İstanbul/Türkiye

ÖZET

Gelişmekte olan ülkeler kalkınmalarını finanse etmek ve böylece gelişmiş ülkelere yetişebilmek için yabancı sermaye ihtiyacında olup özellikle de bunu kısa vadeli portföy girişleriyle sağlama yoluna gitmektedir. Ülkelerin makroekonomik politikaları üzerinde portföy akımlarının döviz kuruna bağımlı değişken olarak etkisinin araştırıldığı bu çalışmada, BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika) ve Türkiye’de portföy girişleri- döviz kuru ilişkisi 2002-2016 dönemi için panel veri seti kullanılarak incelenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Portföy Yatırımları; Döviz Kuru; BRICS

ABSTRACT

For Developing countries to finance their development and to catch up developed countries, foreign capital is needed, especially in the form of short term portfolio flow. Based on the Macroeconomics policies of countries, the effect of the portfolio flow as a dependent variable in relation to the exchange rates was analysed in this study. BRICS (Brazil, Russia, India, China, South Africa) and Turkey's portfolio flow- exchange rate relations was analysed using the panel data set for the period of 2002-2016.

Keywords: Portfolio Investments; Foreign Exchange Rate; BRICS

1. GİRİŞ

Bu çalışmanın temel amacı gelişmekte olan ekonomiler içinde yer alan BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika) ve Türkiye’de portföy girişleri ile döviz kurunun uzun dönemli ilişkisini 2002-2016 dönemini kapsayacak şekilde incelemektir. Söz konusu ülkelerde görülen ortak özellik, finansal kriz yaşanmasının ardından bu piyasa ekonomilerinin aldığı hasarı kısa sürede atlatarak toparlanabilmesidir. Bilindiği üzere gelişmiş piyasalardaki görelilik olarak düşük faiz oranlarına karşın, yüksek risk kabulüyle, getirisini artırma yoluna giden yatırımcılar bunu portföy girişleri ile sağlayabilmektedirler. Burada dikkat edilmesi gereken nokta, ülke riskiyle bağlantılı olarak portföy yapısının, yöneldiği ülkenin gerek ekonomik gerekse siyasi duruşuna duyarlılığının yüksek olması, ayrıca portföy girişlerindeki volatilitenin yarattığı ekonomideki kırılma riski nedeniyle bu türdeki sermaye hareketlerinin yakından izlenmesi gerekliliğidir.

Araştırma beş bölüme ayrılmıştır. İlk bölümde yabancı sermaye hareketleri ile ilgili tanımlamalara yer verilmiş sonraki bölümde benzer çalışmaların özetini içeren literatür taraması, üçüncü bölümde Türkiye ve BRICS ülkelerine yönelik akademik çalışmalar, dördüncü bölümde ise araştırmada kullanılan ekonometrik yöntemin tanıtımı ile veri seti açıklaması ve son bölümde de ampirik sonuçların değerlendirilmesi, genel bir özet ve ileriye dönük olarak geliştirilmesi düşünülen noktalar yer almaktadır.

2. YABANCI SERMAYE HAREKETLERİNE YÖNELİK LİTERATÜR

Yabancı sermaye akımları doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımları olarak iki temel gruba ayrılmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları dendiğinde bir ülkede fabrika, teknoloji gibi sabit varlık yatırımları anlaşılmakta, portföy yatırımları dendiğinde ise, ülkedeki tahvil, bono, hisse senedi gibi menkul kıymet yatırımları kastedilmektedir. Bir başka ifadeyle;

1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar (Foreign Direct Investment-FDI): Direkt olarak diğer bir ülkede yapılan duran varlık yatırımlarıdır.
2. Yabancı Portföy Yatırımları (Foreign Portfolio Investment-FPI): Risk göz önüne alınarak, en yüksek getiriye sağlamak amacıyla diğer bir ülkede hisse senedi, tahvil, bono şeklinde yapılan, doğrudan yabancı yatırımlar dışındaki yatırımlardır.

Yabancı bir ülkedeki bir firmanın hisse senetlerine yapılan yatırımlarda, firmanın toplam ödenmemiş sermayesinin % 10'dan yüksek bir kısmına yatırım yapılması durumunda bu yatırımlar doğrudan yabancı yatırım olarak kabul edilirken, %10'undan daha az bir yatırımın gerçekleştirilmesi durumunda yabancı portföy yatırımı olarak değerlendirilir. Bir başka ifadeyle yabancı portföy yatırımları, bir firmanın toplam ödenmemiş sermayenin %10'undan daha düşük oranda hisse senetlerini, tahvil, gayrimenkul ve doğrudan yatırımların bir parçası olmayan ve ticaret dışında banka kredilerinin satın alınması olarak tanımlanmaktadır (Kaya & Öndeş, 1997). Doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları genel anlamda birbirine benzese de portföy yatırımları doğrudan yabancı yatırımlara kıyasla ülkenin makroekonomik göstergelerine daha fazla bağlı olmaları nedeniyle daha karmaşık bir yapı gösterirler. Doğrudan yabancı yatırımlarını portföy yatırımlarından ayıran en önemli fark, doğrudan yatırım yapan kişi veya firmaların, karar alma ve üretim sürecindeki kontrolüdür.

Uluslararası sermaye piyasalarındaki portföy yatırımcıları uluslararası politik risk, kambiyo kuru riski, bilgi edinebilme riski gibi ek riskleri üstlenir ve sermaye kazancı, faiz ve karpayı geliri gibi getiriler sağlamayı amaçlarlar. Portföy yatırımcıları açısından önemli olan konular arasında; ilgili ülkedeki ekonomik büyüme oranı, döviz kurlarının ve genel makroekonomik istikrarın varlığı, yabancı döviz rezerv düzeylerinin merkez bankası tarafından tutulması, yabancı bankacılık sisteminin genel durumu, tahvil ve hisse senedi piyasasının likiditesi ve faiz oranları sayılabilir. Yabancı sermaye girişlerinde yatırımcılar herhangi bir ülkeye yatırım kararı alırken, ülkedeki istikrar ile ekonomik politikaların tutarlılık ve sürekliliğine göre hareket ederler (Yıldırım, 2003). Sermaye akımları Kısa Vadeli Sermaye, Portföy Yatırımları, Diğer Uzun Vadeli Sermaye, Doğrudan Yatırımlar şeklinde de gruplanabilmektedir. BIST'de işlem gören hisse senetleri, Hazine Müsteşarlığı tarafından yurt içinde ihraç ettiği ve yurt dışı yerleşiklerce alım-satımı yapılan Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS), Genel Hükümet, Bankalar ve Diğer Sektörlerin yurt dışında ihraç ettikleri tahvillerden (yurt içi yerleşiklerce alınan kısmı haricinde) oluşan borç senetleri portföy yatırımlarının içeriğini oluşturmaktadır (TCMB, 2013). Aşağıdaki tablo BRICS ülkeleri ve Türkiye için doğrudan yatırımlar açısından oransal olarak bir fikir vermektedir.

Tablo 1: Doğrudan Yatırımlar Açısından BRICS ve Türkiye'nin Dünyadaki Yeri

Milyar ABD Dolar	2005-07	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dünya	1488	1804	1213	1421	1715	1335	1465
BRICS	157	285	201	237	286	266	304
Türkiye	17	20	9	9	16	13	13
BRICS/Dünya %	10.6	15.8	16.6	16.7	16.7	19.9	20.8
Türkiye/Dünya%	1.2	1.1	0.7	0.6	0.9	1	0.9

Kaynak: UNCTAD World Investment Report 2014

Modern portföy teorisi ilkelerine göre, farklı ülkelerdeki sermaye getiri oranları ortalamada eşitlenir. Yatırımcılar farklı ülkelerde yüksek kazanç olasılığı öngördükleri zaman portföylerini uluslararası düzeyde çeşitlendirerek servetlerini çoğaltma yoluna giderler. Finansal piyasaların serbestleştirilmesiyle döviz kuru ve yerel faiz oranları kullanılarak ülkelere kaynak giriş ve çıkışları

mümkün olur. Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal serbestleşme politikalarının ardında yatan temel güdü, bu ülkelere yönelen kısa vadeli sermayenin artması için, gelişmiş ülkelerde izlenen para politikaları sonucundaki düşük faiz oranlarına ek olarak, bir kısım sermayenin getirisi yüksek-riskli düşük faaliyet alanlarına yönelmesidir. Finansal serbestleşme sonrasında kısa vadeli sermaye, faiz ve kur arbitrajına bağlı olarak getiri sağlamak için bir ülkeden diğerine kolaylıkla geçiş yapabilmektedir. Öncelikli olarak giriş çıkış yaptığı ülkelerde döviz kurlarını etkileyen bu hareketler bilindiği üzere yüksek kazanç elde etmenin yanında spekülatif amaçlara da hizmet ederler (Karacan, 2014). Ayrıca gelişmekte olan ülkeler doğrudan yatırımlar veya krediler dışında yurtiçi tasarruflardaki açıklarını portföy hareketleriyle kapatabilmektedir. Borçlanma sonucunda oluşacak faiz yükü aşırı arttığında, portföy yatırımlarıyla sağlanan fonlar, o ülkedeki ödemeler dengesine olumlu anlamda katkı yapmaktadır (Başoğlu, 2000). Burada dikkat edilmesi gereken en önemli nokta ise portföy akımlarındaki talebin kontrol altında tutularak ekonomik büyümenin sağlanması noktasıdır. O halde üzerinde durulması gereken reel ekonomiyi ve finansal piyasaları tam kapasitede çalıştırmaya yönelik politikalar yaratılması, portföy akımlarının ülkeye girişi kolaylaştıracak ve daha uzun süreli kalışını sağlayacak güvenilirlik sağlanmasıdır. Bu noktada ülkelerin bilişim teknolojilerine yönelik yatırımları arttırmaları ve güvenli internet sunucularının varlığı yüksek teknolojinin önemi bir kez daha ortaya çıkmaktadır. Ülkelere portföy girişini motive eden bir başka faktör de ilgili ülkedeki banka temsilcilerinin sayısının artmasıyla asimetrik bilginin en aza indirilmesidir. Ayrıca gerek reel ekonomi, gerekse finansal piyasa gelişimi için önem arz eden portföy akımlarını çekmede iletişim ve bilişim alanında inovasyonlara ağırlık verilmesi unutulmamalıdır (Işık, 2017). Yapılan araştırmalarda elde edilen bulgular portföy akımlarının o ülke parasına ait dinamiklerin belirlenmesinde ve bu akımlar üzerindeki kontrollerin ekonomik ve finansal istikrarın sağlanmasında çok etkili olduğu yönündedir (Ali, Spagnolo, & Spagnolo, 2017).

Portföy yatırımı dendiğinde fon sahiplerinin tahvil ve hisse senedi satın alımı şeklinde yaptığı yatırımlar anlaşılır. IMF tanımlamasına göre ise, portföy yatırımları hisse senetleri, bono ve tahvil gibi borçlanma senetlerine ek olarak para piyasası araçları ile birlikte finansal türevleri de içerir (Kamacı & Konya, 2016). Portföy teorisine göre, yatırımcılar, risk ve gelir dengesini göz önünde bulundurarak sermaye fonlarını menkul değerler arasında paylaşırlar. Yatırımcılar, çeşitlendirme yaparak (portföy oluşturarak) da riski en aza indirmeyi amaçlarlar. Bu türdeki yatırımlarda yatırımcılar, servetleri ile doğru orantılı olarak menkul değerden oluşan yatırım portföylerini risk ve getirilerini göz önünde bulundurarak yapılandırmaktadır. Buradan anlaşıldığı üzere portföy yatırımları global konjunktürdeki dalgalanmalara ve global riskteki değişimlere daha fazla duyarlı olma eğilimindedir. Portföy hareketleri, diğer bileşenler gibi sadece 2003-2007 yılları arasında istikrarlı bir artış göstermiştir. Bu yılları kapsayan dönemde net doğrudan yabancı sermaye girişlerindeki artış, portföy yatırımları ve banka kaynaklı sermaye hareketlerine göre daha büyük çaptadır (Cengiz & Karacan, 2015).

Literatürde portföy yatırımlarına yönelik pek çok araştırma mevcuttur. Bir çalışmada portföy yatırımlarına etki eden faktörler çoklu regresyon modeliyle belirlenmesi amaçlanarak yabancı portföy yatırımlarını 1999-2009 arası on yıllık dönemi boyunca etkileyen değişkenler ve etki dereceleri belirlenmeye çalışılmıştır. Kullanılan değişkenler rezerv, GSYH, cari denge, büyüme hızı, DİBS, enflasyon oranı, İMKB getiri oranı, kriz (2001-2008), ABD 10 yıllık faiz oranı, dünya endekslerinin performansının göstergesi olarak Dow Jones Sanayi endeksi ve gelişmiş ülkelerin (Avusturya, Kanada, Fransa, İtalya, Hollanda, İngiltere, Amerika) büyüme hızlarıdır. Ele alınan dönem boyunca en etkili faktörler İMKB, Dow Jones ve kriz faktörleri olarak bulunmuştur (Yıldız, 2012). Aynı türdeki başka bir araştırmada ise 1980-2003 döneminde ülkemize gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını belirleyen faktörlerin ekonometrik analizi yapılmıştır. Literatürde, doğrudan yabancı sermaye hareketlerini belirleyen faktörleri belirlemek amaçlı yapılan ampirik analizlerde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını belirleyen faktörleri açıklayan, uluslararası net rezervler, reel döviz kuru, gayrisafi milli hasıla, grevlerle kaybolan işgünü sayısı, dışa açıklık oranı, elektrik enerjisi üretim endeksi, işgücü maliyetleri ve yatırım teşvikleri gibi değişkenler kullanılmıştır. Bu değişkenler

arasında istatistiki olarak anlamlı çıkan tahmin sonuçlarına göre; uluslararası net rezervler, gayrisafi milli hasıla, dışa açıklık oranı, elektrik enerjisi üretim endeksi ve yatırım teşvikleriyle doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiş, reel döviz kuru ve işgücü maliyetleri ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasında ise negatif bir ilişki gözlenmiştir. (Kar & Tatlısöz, 2008) Başka benzer bir çalışmada gelişmiş ülkelerce yürütülen genişletici para politikalarının gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarını portföy tercihi ayırımında etkilemesi incelenmiş ve portföy akımlarını belirleyen faktörler araştırılmıştır. (Barlas & Kaya, 2013) Yabancı portföy yatırımlarının belirleyicilerini inceleyen başka bir çalışmada, analiz sonuçları, Türkiye'ye yatırım yapan yabancı portföy yatırımlarının belirleyicilerinin Dış Ticaret Dengesi, Dolar Faiz Oranı, Gayri Safi Yurtiçi Hasıla, Enflasyon, Ticari Açıklık, Finansal Açıklık, İMKB 100 Endeksi, Ekonomik Risk ve Finansal Risk faktörleri olduğunu göstermektedir (Kaya & Öndeş, 1997).

1995-2009 dönemine ait bir çalışmada ise ülkemizde reel faiz ve nominal döviz kurunun, kısa vadeli sermaye akımları üzerindeki etkisini belirlemek amaçlı bir model oluşturulmuştur. Ampirik bulgular; reel faizdeki artışla, ülkemize gelen kısa vadeli sermaye akımlarında artış olduğu yönündedir. Yüksek kur yatırımcılar tarafından risk unsuru olarak algılandığından, nominal döviz kuru, kısa vadeli sermaye akımlarını olumsuz yönde etkilemektedir (Erataş & Öztekin, 2010). Benzer bir çalışmada da yurtiçi reel faizlerdeki artışın portföy yatırımları ve doğrudan yatırımları etkilemediği, ancak diğer yatırımları olumsuz etkilediği bulunmuştur. Ayrıca toplam sermaye akımları ile yurtiçi reel faizler arasında negatif ve istatistiki olarak anlamlı olan ilişki sonucunda Türkiye için, sıkı maliye politikaları ile birlikte kamu borcunun azaltılmasının ve dengeli makroekonomik politika uygulamalarının gerekliliğini açıkça ortaya koymaktadır (Babaoğlu, 2005).

Sermaye hareketlerini inceleyen çalışmalarda, doğrudan yatırımlara kıyasla, portföy yatırımlarının çok daha yüksek düzeyde seyrettiği görülmüştür. Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan yüksek reel faiz, düşük döviz kuru politikası portföy yatırımlarını çekici kılmaktadır. Ülkemizde dış açık ve kamu açıkları yabancı sermaye girişleri ile finanse edilmeye çalışılarak bunu gerçekleştirebilmek için, faizlerde artış ve döviz kurunu düşürme yönünde politikalar ortaya atılmıştır. Hükümetler borçlanma dinamiklerini sürdürülebilir kılmak için kısa vadeli sermaye girişlerine yönelir ancak, ülkeden ani sermaye çıkışları söz konusu olduğunda finansman sorunlarının krizlere davetiye çıkarttığı da akıldan çıkartılmamalıdır. 2003-2014 verileri kullanılarak yapılan bir çalışmada Türkiye'de kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kurları arasında çift yönlü ve anlamlı bir nedensellik ilişkisi olduğu görülmüştür. (Karpuz & Kızıltan, 2014) Bu ilişkinin kırılması için reel kurlarda istikrar ve kısa vadeli spekülasyon yatırımların yabancılar açısından artık cazip olmaması sağlanmalıdır. Bu amaçla da döviz getirici kalemlerin istikrara kavuşturulmasının yanında enflasyonun düşürülüp ekonominin kur-enflasyon-faiz girdabından kurtarılması gerekmektedir. Ülkemiz açısından yakın geçmişte bakıldığında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına kıyasla daha dalgalı bir seyir izleyen net portföy yatırımlarında 1994 ve 2001 yıllarında gerileme görülmüş, 2002 yılı sonrasında yeniden artış trendi başlamıştır. Türkiye ekonomisi, büyük ölçülerdeki cari işlemler açığından kaynaklanan yatırımcı duyarlılığındaki ani sapsmalar karşısında savunmasız bir duruma gelmiş ve portföy yatırımları, önce 2006 yılı, ardından da 2008 ve 2011 yıllarında ortaya çıkan global çalkantılardan büyük ölçüde etkilenmiş, ancak 2007, 2009 ve 2012 yıllarında yeniden toparlanma görülmüştür. 2007 ve 2012 yılları itibariyle Türkiye'ye yönelen toplam sermayenin ve bunun bileşenlerinden net doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarının giderek artması beklenmektedir. Bununla birlikte Çin, Brezilya ve Hindistan gibi önemli ölçüde sermaye çeken ülkelerle kıyaslandığında ise ülkemiz yatırımları düşük seviyelerde görülmektedir. 2010 yılında bütün gelişmekte olan ülkelere olan toplam net sermaye girişinin %30'unu Çin tek başına alırken, Türkiye sadece %3.6'da kalmıştır. BRICs ülkelerinin (Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin) toplam payı ise %58 olmuştur (Cengiz & Karacan, 2015).

Bir başka çalışmada ülkemizde net yabancı sermaye yatırımlarının reel faiz ile olan ilişkisi 1992-2005 aralığında incelenmiş olup, reel faiz oranları ile net yabancı portföy yatırımları arasında gerek uzun dönem gerekse kısa dönemde pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca ülkelere

meydana gelen krizlerin net portföy yatırımlarında negatif bir etki yarattığı da gözlenmiştir. Reel faiz oranları, portföy yatırımlarını etkileyen önemli değişkenlerden olup faiz oranlarındaki volatilité gelişmekte olan ülkeler için bir risk taşır. Çalışmadan ekonomik istikrarı sağlamak adına Hazine'nin yurtiçi piyasalardan yüksek oranda borçlanma gereksiniminin azaltılması ve sermaye birikimi gerekir sonucunu çıkarmak mümkündür (Pazarlıoğlu & Gülay, 2007).

Tablo 2: 2001-2014 Döneminde Dünya ve Türkiye'deki Portföy Akımları (Milyon ABD Dolar)

Yıl	Dünya Toplamı	Değişim %	Türkiye'ye Yönelik	Değişim %	Türkiye'den Çıkan	Değişim %
2001	12.719.412		16.901		546	
2002	14.147.778	11.2	18.046	6.7	806	48
2003	19.217.763	35	24.852	37.7	1.948	141
2004	23.484.559	22	38.150	53.5	921	-52.7
2005	26.045.685	10.9	60.412	58.3	718	-22
2006	33.164.405	27.3	76.676	26.9	3.127	335.5
2007	39.307.396	18.5	94.993	23.8	2.006	-35.8
2008	31.058.111	-21	60.456	-26.3	1.955	-2.55
2009	37.561.800	20.9	87.893	45.3	1.922	-1.69
2010	40.637.063	8.1	127.708	45.3	2.227	15.8
2011	39.357.854	3.1	109.222	-14.4	1.748	-21.5
2012	43.630.000	10.8	172.805	58.2	1.321	-24.4
2013	47.822.295	9.6	141.817	-17.9	986	-25.3
2014	48.475.354	1.3	148.804	4.9	1.412	43.2

Kaynak: Işık, A.g.e., s.54

3. TÜRKİYE VE BRICS ÜLKELERİ

2000 yılından sonra 2008'de ortaya çıkan ve Amerika Birleşik Devletlerinde başlayarak tüm dünyaya yayılma gösteren krizle birlikte ekonomilerde genişlemeci para politikaları, düşük faiz oranları, artan işsizlik ve büyümede azalma gözlenmiştir. Buna ek olarak Ortadođu'da çeşitli terör örgütlerinin ortaya çıkmasıyla gerek Avrupa gerekse Ortadođu ülkelerine yönelik mülteci akınının başlaması siyasi risklerde belirgin bir yükseliş görülmüştür. 2013 yılından itibaren ise gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışı başlamışsa da son yıllarda bu ülkelere sermaye çıkışı tersine dönmüştür. ABD merkez bankası FED'in faiz artırımlarını kademeli şekilde yapacağını açıklamasına ek olarak , Avrupa ve Japon merkez bankalarının genişlemeci para politikalarını devam ettirme kararları küresel risk iştahını desteklemiştir. Ayrıca İngiltere'nin Avrupa Birliğinden çıkma kararı ile sonuçlanan "Brexit" referandumu da küresel piyasalarda kısa süreli oynaklık yaratmıştır. Uluslararası finansal piyasaların etkileşimi , literatürde oynaklık yayılımı olarak adlandırılmakta olup, yatırımcıların portföy kararları ve yatırım stratejilerini de etkilemektedir. Bu nedenle yatırımcılar, oynaklık yayılımının olduğu ülke piyasaları arasında çeşitlendirme yoluna gitmemekte olup, yatırım yapmayı tercih etmemektedir. Bir başka ifadeyle literatürdeki çalışmalar uluslararası portföy yatırımcılarının , aralarında oynaklık yayılımının olmadığı ülkelerin hisse senedi piyasalarına yatırım yaparak risklerini azaltıp getirilerini yükseltmeye yönelik tavır aldıklarını göstermektedir (Değirmenci, 2017). Sermaye akımları içinde en önemlileri, tahvil, özkaynak, mevduat sertifikası ve finansman bonusu gibi kısa vadeli portföy yatırımlarıdır. Kısa vadeli sermaye akımları da istikrarsız sıcak para olarak değerlendirilmektedir. Son yıllarda gerçekleşen sermaye akımları da genellikle istikrarsız kısa vadeli ve spekülative akımlar olup ülkeden çıkışları da kolayca gerçekleşebilir olduklarından sürekliliği düşük, değişkenliği yüksek olarak nitelendirilmektedirler.

Uluslararası sermaye girişleri, yükselen piyasa ekonomilerinde ekonomik büyümenin finansmanı ve döviz rezervi birikimi açısından son derece önemli olmakla birlikte, bu tür sermaye girişleri nominal ve reel döviz kurlarının aşırı değerlenmesi, cari açık gibi olumsuz etkilere de yol açabilmektedir. Gelişmekte olan piyasalarda en büyük risklerden biri, sermaye girişlerinin ekonomik sistem tarafından tolere edilmesinde sıkıntılar olması sonucunda aşırı tüketim ve etkin olmayan

yatırım harcamaları ve cari açığın artmasıyla da devaluasyona davetiye çıkarılmasıdır. Sermaye girişlerinde ortaya çıkan olumsuz bir havayla birlikte söz konusu ülkelerde finansal krizler tetiklenmiş olur. Tüm diğer yatırım türlerinde olduğu gibi, portföy yatırımları da gelişmiş piyasalarda cari işlemler dengesizliğini finanse edici olarak rol oynamalarına karşın , gelişmekte olan piyasalarda tam tersi bir işlev görerek cari işlemler dengesizliğine yol açabilmektedir. Bu nedenle finansal sistemin sağlam bir altyapıyla desteklemesi ve sermaye girişlerinin kontrolü kaçınılmaz olmaktadır (Ayhan, 2014). Beklendiği üzere portföy girişlerinin artması nominal döviz kurunun değerlendirilmesine yol açar.

2001 yılında Goldman Sachs yönetim kurulu başkanı, ekonomist Jim O'Neill tarafından hazırlanan "Building Better Global Economic BRIC" adlı raporda 2050' yılına dek Brezilya, Rusya, Çin ve Hindistan'ın dünya ekonomisinin önemli aktörlerinden olacakları öngörülmektedir. BRIC teriminin kullanılması ilgili dört ülkenin baş harflerinin yanısıra İngilizcede tuğla anlamındaki "BRIC" kelimesini çağrıştırıp yeni bir ekonomik siyasal oluşumu tanımlamaktadır. Bu oluşuma 2010 yılında Güney Afrika da eklenerek kelime BRICS haline dönüşmüştür. 2025 yılında G6 ekonomilerinin bir araya gelmesi durumunda ekonomik hacimlerinin, BRICS ülkelerinin toplam ekonomik hacminin yarısından biraz daha fazla olacağı tahmin edilmektedir. BRICS ülkeleri dünya nüfusunun yaklaşık olarak %40'ına ve ekonomisinin de %15'ine sahip olan bu ülkelerin birarada anılmasının ardındaki temel amaç, İkinci Dünya Savaşı ertesinde IMF ile Dünya Bankası merkezli olan küresel finans düzeni içinde daha fazla söz hakkı kazanmaktır (Şerbetçi & Yardımcıoğlu, 2017).

Goldman Sachs'ın 7 Aralık 2011 tarihli "The BRICS 10 Years on: Halfway Through the Great Transformation" başlıklı raporunda BRIC ülkelerindeki yavaşlamanın etkisiyle küresel büyümenin bu onyılıda yüzde 4.3 ile zirvesini kaydedeceği ve 2020'lerde yüzde 3.9'lara gerileyeceği belirtilmektedir. Raporda, BRICS ülkelerinin uzun vadeli ekonomik büyüme oranlarının zirveye ulaştığı tespiti yapılmıştır. Bu ülkelerde çalışma yaşındaki nüfusun artış hızının düşmesiyle daha küçük bir yeni işgücü arzı ortaya çıkacak olup, bu durum, BRICS ülkelerinin potansiyel büyüme oranlarını sınırlayacaktır. En hızlı gelişen yükselen piyasalar arasında kabul edilen BRICS ülkelerinin, 2050 yılında G7 ülkelerinin iki katından bile daha çok üretim kapasitesi olacağına dair öngörülere ek olarak , Türkiye'nin de dahil olduğu onbir ülkenin daha bu sınıflamaya eklenmesi beklenmektedir. Araştırmalara göre, Türkiye, Meksika, Endonezya ve Güney Kore gibi ülkeler, 2050 tarihinde en fazla potansiyel sahibi ve umut vaat eden ülkeler olarak görülmekte ve dolayısıyla Türkiye'nin dünya ekonomisindeki konumu ve BRIC ülkeleriyle olan dış ticareti de giderek daha fazla önem kazanmaktadır (Baytar, 2012). Güney Afrika dışında kalan BRIC ülkeleri ve Türkiye'de (BRIC-T olarak adlandırılmaktadır) doğrudan yatırımların önemini araştırıldığı bir araştırmada, BRIC-T ülkelerinin ekonomik büyümesinde doğrudan yabancı yatırımların varlığının çok önemli olduğu ve bu nedenle söz konusu ülkelerin yabancı sermaye ihraç eden diğer ülkelere bağımlı hale geldiği tespit edilmiştir (Bakırtaş & Gündoğan, 2017).

BRICS ülkelerinin benzer özellikleri özetlenecek olursa bu ülkeler, küresel ekonomik performans ve yüksek kapasite bağlamında gelişmekte olan, dünya ekonomisi için sistemli bir öneme sahip ülkelerdir. Bir başka ifadeyle söz konusu ülkelerin ulusal performansları, hem bölgesel hem de küresel anlamda önemli etkilere sahiptir. BRIC ülkeleri, küresel ekonominin yönetiminde güçlerini geçmişe kıyasla daha fazla kullanabilmektedir (Karakurt, Cilt 12, Yıl 12, Sayı 2, 2016). Gerek bu ülkeler gerekse ülkemiz açısından bir başka ortak özellik de sermaye piyasalarına yabancı yatırımcıların çekilmesine büyük öncelik verilmesidir. Bu hedefe erişmek amacıyla, sermaye piyasalarına erişimi ve işlem koşullarındaki bürokrasiyi azaltmak, mevzuat ve düzenlemeleri olabildiğince basitleştirmek, konuyla ilgili bilgilendirme sağlamaya yönelik olarak, çeşitli finans merkezlerinde seminerler düzenlenmektedir. Yabancı yatırımcıların bu ülke borsalarında kolayca işlem yapmaları için vergi kolaylığı sağlayan düzenlemeler, kayıt süresinin kısaltılması, yerli/yabancı farklılığının yok edilmesi ve diğer elektronik işlemleri teşvik eden düzenlemeler yapılmaktadır (Akbulak, 2008). Son yıllarda portföy yatırımlarında büyük artış gözlenmektedir. Sermaye akımındaki bu artış, birçok ülkede büyüme performansını da yükseltmektedir. Pek çok kalkınmakta

olan ülkenin; sermaye hesabı işlemlerini serbestleştirmesi, kısıtlamaları kaldırması, muhasebe standartlarını geliştirmesinin ardında ancak bu şekilde yabancı yatırımcıların ülke piyasalarına girişinin kolaylaşması yatmaktadır. Türkiye ve BRIC ülkelerinin sermaye piyasalarının entegrasyonunun analiz edildiği bir araştırmada yatırımcıların portföy çeşitlendirmesiyle getirilerini artırma olanakları analiz edilmiştir. Elde edilen sonuç ise, benzer risk gruplarında ve benzer getirileri olan finansal varlıkların bulunduğu bu ülke piyasalarında uzun dönemde kârlılık imkânının olmadığıdır (Bozoklu & Saydam, 2010). Gerek Türkiye gerekse BRICS ülkelerini kapsayan başka bir araştırmada, küresel bütünleşmenin söz konusu ülkelerde daha kırılğan bir ortamın oluşmasına olanak hazırladığı ve bu ülkelerin uluslararası piyasalarla bütünleşme sürecinin daha başarılı olabilmesi için ilgili kurumlarının güçlendirilmesi ve hisse senedi piyasalarına yapılan yatırımların büyüme odaklı üretim ve sanayileşme politikalarına dönüştürülmesinin gereği ortaya çıkmıştır (Helhel, 2017).

Özellikle 1990'lı yıllardan itibaren BRICS ülkelerinde görülen finansal serbestleşme politikalarının sonucu olarak bu ülkelere uluslararası sermaye akışları hem çoğalmış hem de kararsız bir görünüm arz etmiştir. Araştırmalar ödemeler dengesi içinde kısa vadeli sermaye akımlarının ağırlığı arttıkça, ülkenin dışa bağımlılığının da büyüdüğüne ve finansal kriz olasılığına dikkat çekmektedir (Munhoz, Naves de Deus, & Pereira, 2016). Buna ek olarak araştırmalar sermaye akışlarındaki dalgalanmaların, sermaye üzerinde kontrol sağlamaya çalışan BRICS ülkelerinde daha düşük oranlarda olduğunu göstermektedir. 1985-2008 döneminde Türkiye, Brezilya ve Güney Kore'de portföy yatırımları ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen bir çalışmada, Brezilya ve Türkiye için portföy yatırımları, Güney Kore için ise doğrudan yatırımların büyüme daha çok katkı sağladığı, ayrıca Granger nedensellik testine göre, Brezilya'da portföy yatırımlarının yanı sıra doğrudan yabancı sermaye ve krizlerden büyüme doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi bulunduğu tespit edilmiştir. Güney Kore'de ise portföy yatırımları ile ekonomik krizler arasında çift yönlü nedensellik ilişkisine rastlanmıştır. Ayrıca portföy yatırımları ve kriz değişkeninden ekonomik büyüme doğru tek yönlü nedensellik olduğu bulunmuştur. Ülkemizde ise portföy yatırımları ve krizlerin ekonomik büyüme tek yönlü etkilediği tespit edilmiştir. Çalışmada incelenen üç ülkede eşbütünleşme testi sonuçlarına göre portföy yatırımlarının gelir seviyelerini olumlu anlamda etkilediği, buna karşın ekonomik krizlerin ise büyüme sürecini olumsuz olarak etkilediği gözlenmiştir (Sever, Özdemir, & Mızırak, Kasım 2010).

Bir araştırma, Kırılğan Beşli olarak sınıflandırılan Brezilya, Endonezya, Güney Afrika, Hindistan ve Türkiye'de hisse senedi piyasa endeksleri arasındaki kısa ve uzun dönem ilişkileri ortaya koymak amaçlı 2000-2013 dönemi haftalık verilerini içermektedir. Bu dönem içinde ilgili ülkelerin sermaye piyasaları arasında uzun dönemli bir denge ilişkisinin geçerli olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada kırılğan beşli ülkeleri arasında geçerli olduğu bulunan eşbütünleşme ilişkisinin, ülkelerin hisse senedi piyasaları arasında uluslararası portföy çeşitlendirmesi ve arbitraj ile fazladan getiri sağlama olasılığı bulunmadığı görülmüştür (Akel, 2015). Başka bir araştırma BRICS ülkelerinde yabancı portföy yatırımları ile ilgili ülkelerin borsa endeksleri arasındaki ilişkiyi incelemiş ve portföy yatırımlarının borsa endeksi üzerindeki etkilerine bakıldığında Brezilya, Hindistan, Güney Afrika'da ilgili değişkenler arasında çeşitli derecelerde pozitif bir ilişki olduğu Çin ile Rusya içinse söz konusu değişkenler arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır (Bhatia & IKishor, 2015).

Türkiye ekonomisinde sermaye hareketleri ile reel ve finansal göstergeler arasındaki etkileşimi on yıllık dönemde inceleyen bir araştırmada portföy yatırımları tüketim, özel ve toplam yatırımlar, ulusal tasarruflar, para arzı, M2Y, Merkez Bankası parası, reel ve nominal kur artış oranları ve enflasyon oranları ile arasında nedensellik ilişkileri bulunmuştur. Portföy yatırımlarına neden olan değişkenlerin, resmi rezervler ve Merkez Bankası parası olduğu bulunmuştur. Merkez bankası parası ile kısa vadeli sermaye hareketleri ve portföy yatırımları arasında karşılıklı nedensellik ilişkisi olup, kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarının resmi rezervler ile tek yönlü ve Merkez Bankası parası ile karşılıklı nedensellik ilişkileri gözlenmiştir. Buna göre, sermaye hareketlerinin serbestleştiği Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, bir yandan cari açıkların kapatılması diğer yandan da şoklara

karşı korunmak amacıyla merkez bankalarının rezervlerini yüksek tutma zorunluluğu ülkeye daha fazla sermaye girişini zorunlu kılmaktadır. Bu bulgulara ek olarak, portföy yatırımları ile cari işlemler açığı arasındaki ilişki, portföy yatırımlarındaki artışın cari açığı artırdığını göstermektedir. Bunun nedeni, sermaye girişinin yol açtığı ithalat artışı şeklinde açıklanabilir (İnsel & Sungur, 2003). Benzer şekilde 1990-2011 döneminde, Brezilya, Çin, Hindistan, Rusya, Meksika, Endonezya ve Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı yatırımları etkileyen faktörlerin panel veri analizi ile incelendiği başka bir çalışmada, doğrudan yabancı yatırımların potansiyel belirleyicileri olarak piyasa büyüklüğü, ekonomik istikrar, işgücü maliyeti, ülkenin dışa açıklığı, döviz kuru ve sermaye birikimi değişkenleri kullanılmıştır. Analiz sonucunda, ev sahibi ülkelerin piyasa büyüklüğünün, dışa açıklığının ve ekonomik istikrarının doğrudan yabancı yatırımları etkilediği tespit edilmiştir (Arık, Akay, & Zambak, 2013).

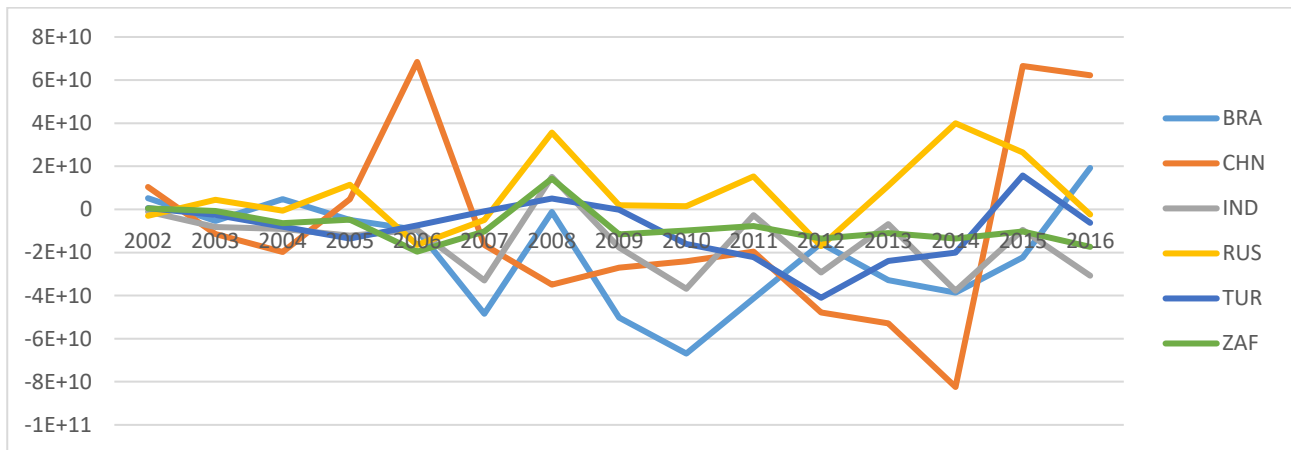
BRIC ülkelerinden Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin hisse senedi fiyatları ile döviz kuru ve petrol fiyatları arasındaki ilişkinin incelendiği bir başka çalışmada Brezilya, Hindistan ve Çin'de döviz kurları ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur (Gay, 2008).

4. PANEL EŞBÜTÜNLEME ANALİZİ VE BULGULAR

Çalışmanın amacı kırılgan BRIC-T ülkelerinde uzun dönem net portföy akımları ve ulusal dolar kuru arasındaki ilişkiyi incelemektir. Bu ülkelerin yabancı sermaye giriş ve çıkışlarına çok hassas olduğu çalışmanın önceki bölümlerinde anlatılmıştır. Ortak ve ayrılan özelliklerinin belirlenmesi amacı ile panel veri düzenlenmiştir. Veri 2002-2016 yıllarına ait 15 yıllık düşük frekansta düzenlenmiştir. Yıllık veri toplanmasının iki önemli sebebi vardır. İlki uluslararası sermaye hareketlerinin orta ve uzun vadeli olmasıdır. Ancak diğer önemli sebep ayrıca çalışmanın kısıtı olup, ilgili ülkelerde ortak olarak daha yüksek frekansta veriye ulaşma zorluğudur. Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika ve Türkiye'nin net sermaye akımları değişim oranları (NPCR) ve ulusal para biriminin Dolar kuru değişim oranının logaritması (LERCR) veri olarak kullanılmıştır. Bunun sebebi ilgili çalışmalarda sadece logaritma kullanıldığında düzeyde durağanlık gözlenememesi ve sonrasında birinci farklara yönelmesidir. Halbuki borsa getiri formülü olarak bu işlemin düzenli olarak kullanılması yaygındır.

Tablo 3: Logaritmik Döviz Kuru Değişim Oranı ve Net Portföy Akımı Özet İstatistikleri

Ülkeler	LERCR		Net Portföy Akımı	
	Ortalama	StdSapma	Ortalama	StdSapma
BRA	0,014	0,196	-2,05E+10	2,48E+10
CHN	-0,016	0,031	-8,28E+09	4,44E+10
IND	0,023	0,087	-1,53E+10	1,52E+10
RUS	0,062	0,167	6,89E+09	1,68E+10
TUR	0,097	0,229	-9,39E+09	1,39E+10
ZAF	0,047	0,231	-8,13E+09	8,26E+09
Genel	0,038	0,173	-9,12E+09	2,45E+10



Şekil 1: Ülkelere göre net portföy akımları

Her iki göstergenin durağanlığı Levin-Lin-Chu ile sınanmıştır. Bu sınamalarda panel ortalaması dahil edilmiş, trend hariç tutulmuştur. (A., Lin, & Chu, 2002) Birim kök olduğuna dair sıfır hipotezinin reddedilmesi, değişkenlerin durağan olduğunu göstermektedir. Aynı zamanda optimum gecikme seviyeleri ADF regresyon modeli ile Akaike Bilgi Kriterine göre belirlenmiştir. Döviz kuru göstergesinde 0,33 ve net sermaye akımı göstergesinde ise 0,17 olarak ortaya çıktıklarından 2 ve 4 aylık gecikmelere denk gelmekte olduğundan, bu durumda maksimum gecikme uzunluğu bir yıl olarak tercih edilmiştir. Düzey seviyede net portföy akımında birim kök olmaması nedeni ile logaritması alınmadan basit değişim oranı olarak kullanılmıştır.

Tablo 4: Levin-Lin-Chu Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Düzeltilmemiş t	Düzeltilmiş t	p-değeri	AIC gecikme
Log Döviz kuru değişimi	-11,7615	-8,8521	0,0000	0,33
Net portföy akımı	-6,774	-3,2203	0,0006	0,17
Log Net portföy akımı	-7,2505	-4,0678	0,0000	0,17

Genelleştirilmiş EKK ile döviz kuru göstergesinin net portföy akımı değişim oranına etkisi tesadüfi etki modelinde ve EKK ile sabit etki modellerinde tahmin edilmektedir. Tablo 5’de özet sonuçlar yer almaktadır. Tahmin modeli genel olarak Denklem (1)’de olduğu şekilde varsayılır. Burada v_i panele özgü hata terimleri iken, ϵ_{it} normal dağılmış özellikleri bilinen artıklardır.

$$NPCR_{it} = \alpha + LERCR_{it}\beta + v_i + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$(y_{it} - \bar{y}_i) = (x_{it} - \bar{x}_i)\beta + (\epsilon_{it} - \bar{\epsilon}_i) \quad (2)$$

$$(y_{it} - \theta\bar{y}_i) = (1 - \theta)\alpha + (x_{it} - \theta\bar{x}_i)\beta + \{(1 - \theta)v_i + (\epsilon_{it} - \theta\bar{\epsilon}_i)\} \quad (3)$$

Denklem (2) sabit etki modeli olup, Denklem (3) tesadüfi etki modelidir. Sabit etki modeli ayrıca gruplar içi tahminci olarak bilinmektedir. Burada θ hata terimi σ_v^2 ve artıkların σ_ϵ^2 varyanslarının bir fonksiyonudur. Her iki tahmin modeli de birim özel hata terimleri ile açıklayıcı değişken arasında ilişki olmaması varsayımına ihtiyaç duymaktadır. Testlere ilişkin anlamlılıklar (p-değeri) parantez içlerinde verilmiştir.

Tablo 5: Tesadüfi ve Sabit Etki Modelleri

	Tesadüfi Etki	Sabit Etki
R ² grup içi		0,0004
R ² grup arası		0,1440
R ² genel		0,0021
Cor(Xβ, v _i)=0	Wald $\chi^2=0,09$ (0,7676)	F=0,03 (0,8550)
θ	0,3564	
α	-9,29E+9 (0,018)	-9,23E+9 (0,001)
β	4,36E+9 (0,768)	2,74E+9 (0,855)
ρ	0,0861	0,1297
σ_v^2	7,314E+9	9,198E+9
σ_ϵ^2	2,382E+10	2,382E+10
Breusch-Pagan LM/F	1,86 (0,0863)	2,22 (0,0596)
Hausman χ^2		0,51 (0,4764)

Sabit etki panel regresyon modeli, tesadüfi etki modeline göre Hausman sınaması ile tercih edilmiştir. Bu modelde ülkeye özgü ortalama net portföy akımı mevcuttur. Buna rağmen modele göre döviz kurundaki değişimler net portföy akımındaki değişimlerin sadece % 0,2’sini açıklamaktadır.

Pedroni panel veride değişkenler arası uzun dönem ilişkiyi sınamak için yedi test istatistiğinden oluşan bir süreç önermektedir. Bunların dördü her bir panel için olup, diğer üçü ise paneller arası sınamaktadır. (Pedroni, 1999) Bu sınamalar değişkenler arası eşbütünlemenin olmadığı varsayımına dayanmaktadır. İncelenecek model trend ve ortalama olup olmadığına göre seçilir. Ortalama ve trend bileşenlerinin olduğu eşbütünleme denklemi aşağıdaki şekilde yazılmaktadır (Şak, 2015).

$$Y_{it} = \mu_i + \delta_t t + \sum_{j=1}^k \beta_{ji} X_{ji,t} + e_{it} \text{ ve } \hat{e}_{it} = \rho_i \hat{e}_{i,t-1} + u_{it} \quad (4)$$

Modelde k gecikme değerli doğrusal yapı zaman birimine özgü trend katsayısı δ_t ve birim özel ortalama μ_i içermektedir. Hata terimleri tahmini \widehat{e}_{it} otoregresif modelden elde edilmektedir. Bu modelde otokorelasyon katsayısı için $\rho_i = 1$ şeklinde hipotezler kurulur. Maksimum gecikme seviyesi $k=2$ HQ kriterine göre belirlenmiştir. Bu testler ile uzun dönem ilişki incelemede ortalama etkisi giderilmiştir.

Tablo 6: DOLS Regresyon Tahminleri ve Pedroni Eşbütünleme Testleri

DOLS	BRA	CHN	IND	RUS	TUR	ZAF
β	-1,61E+11	3,34E+11	7,42E+11	2,53E+10	7,90E+11	3,06E+11
t istatistiği	-3,826	5,334	3,111	0,114	7,634	3,527
İstatistikler	v	rho	t	ADF	PDOLS	
Panel	1,182	-1,943	-2,551	-0,0997	β	3,40E+11
Gurup		-0,6191	-2,112	0,4032	t	6,489

Bu istatistikler normal dağılmakta olup eşbütünleme olmadığı sıfır hipotezi varsayımını temsil etmektedirler. Dolayısı ile normal dağılım kritik değerine göre yorumlanırlar. Perron tipi t istatistiği ve Phillips-Perron tipi rho istatistiğine dayalı bulgular döviz kuru ile net sermaye akımı arasında her bir panelde uzun dönem ilişki olduğunu ortaya çıkarmaktadır. Ayrıca grup t istatistiği ülkelerarası eşbütünleme olduğunu ortaya koymaktadır. Ancak diğer istatistiklere göre eşbütünleme ilişkisi olmadığı ret edilmemektedir. Testlerin sadece üç tanesi uzun dönem eşbütünleme ilişkisinin varlığına işaret etmektedir.

Her bir ülke için dinamik sıradan en küçük kareler (DOLS) ve gurup ortalamalarına dayalı panel sıradan en küçük kareler (PDOLS) tahminleri verilmiştir. Katsayı (β) döviz kuru değişim oranının net portföy akımı üzerindeki etkisini göstermektedir. Rusya haricinde diğer bütün ülkelerde anlamlı etki belirlenmiştir. Brezilya haricinde ulusal para birimi değer kaybettikçe net sermaye akışı artmaktadır. Brezilya'da ise durum tersidir. Tüm paneller dikkate alındığında yine anlamlı bir etki belirlenmiştir.

5. SONUÇ

Ülkemizde son yirmi yıllık tarihsel süreç içinde Merkez Bankası 2001 krizinin hemen ardından döviz kurunun çapa olarak kullanımına son vererek ve dalgalı kur rejimine geçmiştir. Böylece Merkez Bankası döviz kurunun piyasadaki arz ve talebe göre belirlenerek ani dalgalanmalar dışında döviz kuruna müdahale edilmeyeceği açıklanmıştır. Örtük enflasyon hedeflemesine geçilmesi ve diğer reformların ardından Türkiye'de enflasyon uzun bir aradan sonra 2004 yılında ilk kez tek haneli rakamlara inmiş ve uluslararası arenada ülkemizin görünümü iyileşmiştir. Yabancı yatırımcıların güveni yeniden sağlanarak sermaye akımlarının girişi hız kazanmıştır. Özellikle 2013'den sonra Türkiye ve BRICS ülkeleri gibi gelişmekte olan ekonomilerin cari açık, yüksek enflasyon, düşük büyüme hızları gibi yapısal kırılganlıkları nedeniyle gerek para gerekse sermaye piyasalarında dalgalanmalar baş göstermiştir. Kısa vadeli bir sermaye girişi olarak görülen ve spekülasyona çok açık değişken bir sermaye bileşenine sahip olan portföy yatırımları da, gelişmekte olan ülkelerin sermaye yetersizliği problemini çözme konusunda oldukça riskli bir yol olmaktadır.

Bu çalışmanın amacı kırılgan BRIC-T ülkelerinde uzun dönemdeki net portföy akımları ile ulusal dolar kuru arasındaki ilişkiyi incelemek olarak özetlenebilir. Söz konusu ülkeler yabancı sermaye giriş ve çıkışlarına çok hassastır ve analizde panel veri düzenlenerek incelenmiş olup, veri seti 2002-2016 yıllarına ait 15 yıllık süreçte ve düşük frekansta düzenlenmiştir.

Türkiye ve BRICS ülkeleri kapsamında bu çalışmada elde edilen sonuçlarda, portföy girişlerinin bağımlı değişken olması durumunda, bağımsız değişken olan döviz kurunun etkilendiğini göstermektedir. Uluslararası yatırım fonlarının emerging marketleri takip ettikleri ve para piyasaları ile sermaye piyasaları arasında tercih yaparak yatırım yaptıkları söylenebilir. Uzun dönem düşük de olsa bir ilişki olması dünya konjonktürüne göre bu tercihin aynı dönemlerde bu piyasalarda etki

yarattığı söylenebilir. Dolayısı ülkeye nakit akışı sağlamak için döviz kurlarına odaklanmak yerine uzun vadede genel büyüme trendinin yakalanması gerektiği açıktır.

KAYNAKÇA

- Akbulak, S. (2008). BRICs Ülkeleri ile Güney Kore Ekonomilerine ve Sermaye Piyasalarına İlişkin Temel Göstergeler ve Kısa Değerlendirmeler. Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu.
- Akel, V. (2015). Kırılgan Beşli Ülkelerinin Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Eşbütünleşme Analizi. Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 11(24), 75-96.
- Ali, F. M., Spagnolo, F., & Spagnolo, N. (2017). Portfolio Flows and the US Dollar-Yen Exchange Rate. *Empir Econ*(52), 179-189.
- Arık, Ş., Akay, B., & Zambak, M. (2013). Doğrudan Yabancı Yatırımları Belirleyen Faktörler: Yükselen Piyasalar Örneği*. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 97-106.
- Ayhan, D. (2014). BRICS-T Ülkelerine Yönelik Portföy Yatırımlarının Cari Açık Üzerindeki Etkisi: Dinamik Panel Veri Analizi. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt 7, Sayı 1, 67.
- Babaoğlu, D. (2005). Sermaye Akımlarının Yönetimi: Türkiye'ye İlişkin Bir Değerlendirme. TCMB.
- Bakırtaş, T., & Gündoğan, H. (2017). BRIC-T Ülkelerinde Doğrudan Yabancı Yatırım ile Ekonomik Büyüme İlişkisi: Panel Nedensellik. *V. A. Economics (Dü.) içinde Eskişehir*.
- Barlas, Y., & Kaya, N. (2013). Parasal Genişleme Politikalarının Gelişmekte Olan Ülke Portföy Akımları Kompozisyonuna Etkisi. TCMB.
- Başoğlu, U. (2000). Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(4), 89-98.
- Baytar, R. A. (2012). Türkiye Ve BRIC Ülkeleri Arasındaki Ticaret Hacminin Belirleyicileri: Panel Çekim Modeli Analizi. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*(21), 403-424.
- Bhatia, A., & IKishor, N. (2015). Linkages of Foreign Portfolio Investments and Stock Market Indices: Evidence from BRICS Nations. *Journal of Poverty, Investment and Development*, 19, 20.
- Bozoklu, Ş., & Saydam, İ. M. (2010). BRIC Ülkeleri ve Türkiye Arasındaki Sermaye Piyasaları Entegrasyonunun Parametrik ve Parametrik Olmayan Eşbütünleşme Testleri ile Analizi. *Maliye Dergisi*(159), 416-429.
- Cengiz, V., & Karacan, R. (2015). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Sonuçları. *International Journal of Economic and Administrative Studies*(15), 336.
- Değirmenci, N. (2017). Finansal Piyasalar Arasındaki Oynaklık Yayılımı: Literatür Araştırması. *The Journal of Academic Social Science*(47), 161-179.
- Erataş, F., & Öztekin, D. (2010). Kısa vadeli Sermaye Akımlarının Belirleyicileri: Türkiye Örneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2), 57-63.
- Gay, R. (2008). Effect of Macroeconomic Variables of Stock Market Returns for Four Emerging Economies: Brazil, Russia, India and China. *International Business and Economics Research Journal*, 7(3), 1-8.
- Helhel, Y. (2017). Küreselleşme ve Finansal Gelişme Arasındaki Etkileşimin Türkiye ve BRICS Ülkeleri için İncelenmesi. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9(20), 174.
- İnsel, A., & Sungur, N. (2003). Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği 1989-1999. *Türkiye Ekonomi Kurumu*.

- Işık, N. (2017). Uluslararası Portföy Akımlarının Çekim Modeli ile Analizi: Türkiye Örneği. Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 35(2), 51-70.
- Kamacı, A., & Konya, S. (2016). Kırılgan Beşli Ülkelerinde Portföy Yatırımları ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin Analizi. Bilgi(33), 136-155.
- Kar, M., & Tatlısöz, F. (2008). Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi. KMU İİBF Dergisi, 17-23.
- Karacan, R. (2014). Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye'de Ekonomik Krizler Sermaye Hareketleri ve ABD Doları Arasındaki İlişki. Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi, 7(33), 771.
- Karakurt, B. (Cilt 12, Yıl 12, Sayı 2, 2016). KÜRESEL KRİZİN ETKİLERİNİ AZALTMADA MALİ YÖNETİŞİMİN ROLÜ:BRICS Ülkeleri Örneği. Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 197.
- Karpuz, F., & Kızıltan, A. (2014). Türkiye'de Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar ile Reel Döviz Kuru Arasındaki İlişki. Ekev Akademi Dergisi, Yıl18, Sayı 60(60), 197-210.
- Kaya, A., & Öndeş, T. (1997). Türkiye'de Yabancı Portföy Yatırımlarının Belirleyicileri. IMKB Dergisi, 13(52), 21.
- Levin, A., Lin, C. F., Chu, C. S. J. (2002). Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties. Journal of Econometrics, 108(1), 1-24.
- Munhoz, V. d., Naves de Deus, L., & Pereira, V. (2016). Capital Flows to BRICS Countries During 2000-2010. Brazilian Keynesian Review, 2(2), 230.
- Pazarlıoğlu, M., & Gülay, E. (2007). Net portföy Yatırımları ile Reel Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği 1992-2005. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 9(2), 201-220.
- Pedroni, P. 1999. Critical values for cointegration tests in heterogeneous panels with multiple regressors. Oxford Bulletin of Economics and Statistics 61: 653-670.
- Şerbetçi, A., & Yardımcıoğlu, M. (2017). Yükselen Piyasa Ekonomileri ve BRICS, MIST ve Kırılgan Beşli Ülke Gruplarının Değerlendirilmesi. Journal of Social & Humanities Sciences Research, 4(2), 105-122.
- Sever, E., Özdemir, Z., & Mızırak, Z. (Kasım 2010). Finansal Globalleşme, Krizler ve Ekonomik Büyüme: Yükselen Piyasa Ekonomileri Örneğinde Bir İnceleme. Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Cilt 2, Sayı 3, 2(3), 45-62.
- Şak, N. (2015). Panel Eşbütünleme Analizi. In: STATA ile panel veri modelleri, Ed: Güriş, S., Der Yayınları, İstanbul, 269-280.
- TCMB. (2013). Uluslararası Yatırım Pozisyonu Raporu.
- Yıldırım, H. (2003). Yabancı Sermaye Ve A.B.D.'ye Yönelik Portföy Yatırımları. İŞGÜÇ - Endüstri İlişkileri ve İnsan Kaynakları Dergisi, 5(2), 1-6.
- Yıldız, A. (2012). Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 26(1), 23-37.