

Fed Para Politikasına İlişkin Beklentilerin Türkiye'ye Yönelen Portföy Akımları Üzerine Etkisi*

Yasemin Erduman - Zelal Aktaş - Neslihan Kaya Ekşi

Özet

Bu çalışmada, ABD Merkez Bankası Fed'in para politikasına ilişkin piyasa beklentilerinin Türkiye'ye yönelen portföy akımları üzerindeki rolü incelenmektedir. Sermaye akımları üzerinde Fed faiz oranının düzeyinden çok, bu kurumun para politikasının sürpriz olarak tanımlanabilecek kısmının etkili olabileceği hipotezi temel alınmıştır. Çalışmanın bulguları, Fed'in para politikasına ilişkin beklentilerin, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, Türkiye'ye yönelen portföy akımları üzerinde etkili olduğunu göstermektedir.

Oluşturulan asimetrik modele göre, Fed para politikasında sıkılaşma beklentilerinin Türkiye'ye yönelen portföy akımları üzerinde anlamlı bir etkisi vardır; ancak politikada gevşeme beklendiği dönemlerde anlamlı bir etki görülmemektedir. Alt kalemler bazında incelendiğinde, benzer sonuçların hisse senedi ve borçlanma senedi ayırımında da geçerli olduğu gözlenmektedir.

JEL Kodları: E43, F32, G11.

Anahtar kelimeler: Fed politika beklentileri, portföy akımları, iten faktörler, çeken faktörler, gelişmekte olan ülkeler.

* Görüşler yazarlara ait olup, TCMB'yi bağlamamaktadır. İletişim bilgileri:
Yasemin Erduman Yasemin.Barlas@tcmb.gov.tr, Zelal Aktaş Zelal.Kotan@tcmb.gov.tr,
Neslihan Kaya Ekşi Neslihan.Kaya@tcmb.gov.tr

Abstract

In this study, the role of market expectations of the US Federal Reserve's policy moves in determining the level of portfolio investments heading for Turkey is examined. The underlying hypothesis is that surprise actions by the Fed carry far more weight in foreign-investment decisions than simple interest-rate levels. The study's findings indicate that, as is true of other developing economies, investors' predictions of changes in the Fed's future monetary policy affect the flow of portfolio investments to Turkey.

According to the asymmetric model constructed, this pattern is more frequently seen in periods where a monetary tightening is anticipated and is hardly discernible when a loosening of the monetary policy is in the cards. In addition, when the sub-items of the capital account are analyzed, it is observed that similar results come from shares and debt securities.

JEL Codes: E43, F32, G11.

Keywords: Fed policy expectations, portfolio flows, push factors, pull factors, developing countries.

1. Giriş

1990'lı yılların ilk yarısında Latin Amerika ve Güneydoğu Asya'daki gelişmekte olan ülkelerin yüksek miktarlarda sermaye girişlerine sahne olması, araştırmacıları gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) yönelik sermaye akımlarının belirleyicilerini araştırmaya yöneltmiştir. Merak edilen asıl konu ise, sermaye girişlerinin ortak bir küresel Faktörün mü, yoksa bu ülkelere özgü makroekonomik koşulların bir sonucu mu olduğudur. Calvo, Liederman ve Reinhart'ın 1993 yılındaki çalışmaları, sermaye akımlarının belirleyicileri üzerine gelişen geniş iktisadi yazının başlangıcı sayılabilir. Söz konusu yazın, öncelikle gelişmekte olan piyasalara yönelik sermaye hareketlerini etkileyen faktörlerin iyi anlaşılması ve sermaye akımlarının yerel ekonomideki finansal ve makroekonomik istikrar için getirdiği risklerin iyi yönetilmesi konularına odaklanmaktadır.

Uluslararası sermaye akımlarının belirleyicileri iten ve çeken faktörler olarak iki gruba ayrılmaktadır. Küresel likidite, gelişmiş ülkelerin para politikası duruşları ve risk iştahı gibi küresel etkenler "iten" ler olarak nitelendirilirken, ülkelere özgü büyüme potansiyeli, getiri beklentisi, risk algısı gibi etkenler ise "çeken" faktörler olarak adlandırılmaktadır.¹

Gelişmiş ülke para politikaları özelinde Amerikan Merkez Bankası Fed'in yürüttüğü para politikasının küresel ölçekte önemli bir "iten" faktör olduğu ve Fed faiz oranının portföy akımlarının önemli belirleyicilerinden biri olduğu görüşü genel kabul görmektedir. Geleneksel olarak, Fed faizinin düşük seviyelerde olması, portföy akımlarını Gelişmekte Olan Ülkelere (GOÜ) yönelmektedir. 2009 yılında patlak veren küresel finansal kriz sonrası dönemde gelişmiş ülke merkez bankalarının geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına yönelmesiyle, bu politikaların gelişmekte olan ülke portföy akımlarına etkileri araştırılmaya başlanmıştır. Bu çerçevede, Fratzscher, Lo Duca ve Straub (2013), Chen, Mancini-Griffoli ve Sahay (2014), Erduman ve Kaya (2014) Fed'in miktarsal genişleme politikalarının gelişmekte olan ülke portföy akımları üzerinde etkili olduğunu bulmuşlardır.

Gelişmiş ülkelerde politika faiz oranlarının sıfır bandına dayandığı bu dönemde, merkez bankaları beklenti yönetimine sıklıkla başvurmuş, ve gele-

¹ Yazında GOÜlere yönelen sermaye akımları üzerinde iten faktörlerin çeken faktörlerden daha etkili olduğu görüşü yaygındır (Örneğin Fratzscher, 2011). Zira küresel likidite yokluğunda yüksek getiri arayışı ile GOÜlere yönelen sermaye de düşük olmakta, risk iştahı yokluğunda ise güvenli liman tabir edilen gelişmiş ülkelere sermaye dönüşü yaşanmaktadır. Bu çerçevede, küresel koşulların sermayenin GOÜlere yönelimini desteklediği durumlarda, sermayenin GOÜler arasında nasıl dağıldığı ülkelere özgü faktörlerin uluslararası yatırımcılar açısından çekiciliğine bağlı olmaktadır.

cekteki para politikası duruşuna yönelik çeşitli açıklama ve duyurularla piyasaları yönlendirmeye çalışmışlardır. 2013 yılı Mayıs ayında Fed'in varlık alımlarını sonlandıracağına sinyalini vermesinin ardından GOÜlerden yüksek miktarda sermaye çıkışlarının yaşanması, Fed'in gelecekteki faiz patikasına yönelik beklentilerin ne derece önemli olduğunu ortaya koymuştur.

Koepke (2016) GOÜ'lere yönelen akımlar üzerinde Fed'in para politikasının sürpriz olarak tanımlanabilecek kısmının etkili olduğunu savunarak, Fed'in gelecekteki para politikasına dair piyasa beklentilerinin söz konusu ülkelere yönelen portföy akımları üzerindeki etkisini incelemiştir. Koepke, Fed beklentilerinin GOÜ'lere yönelen portföy akımları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkisi olduğu sonucuna varmış, ayrıca oluşturulan asimetrik model vasıtasıyla, GOÜ'ye yönelen akımlar üzerinde sıkı para politikasına ilişkin beklentilerin gevşek para politikasına ilişkin beklentilerden daha fazla etkisinin olduğunu göstermiştir.

Bu çalışmada, Koepke (2016) ile benzer bir yaklaşım benimsenerek, Fed'in para politikasının sürpriz olarak nitelenebilecek kısmının diğer GOÜlerde olduğu gibi Türkiye'ye yönelen portföy akımları üzerinde etkili olup olmadığı araştırılmaktadır. Ayrıca, Fed'in gelecekteki para politikasına dair beklentilerin Türkiye'ye yönelen portföy akımları üzerindeki rolünün, beklentilerin sıkılaşıma ve gevşeme ima ettiği dönemlerde ve hisse senedi ve borçlanma senedi ayırımında değişip değişmediği incelenmek suretiyle literatüre katkı sağlanmaktadır.

Çalışmanın bulguları, Fed'in para politikasına ilişkin beklentilerin, Türkiye'ye yönelen portföy akımları üzerinde anlamlı etkisi olduğunu göstermektedir. Oluşturulan asimetrik modele göre, Fed para politikasında sıkılaşıma beklentilerinin Türkiye'ye yönelen portföy akımları üzerinde anlamlı bir etkisi vardır; politikalarda gevşeme beklendiği dönemlerde ise anlamlı bir etkiden bahsedilememektedir.

2. Para Politikası Sürprizi

Bu çalışmada, portföy akımları üzerinde Fed faiz oranının seviyesinden ziyade, Fed'in para politikasının sürpriz olarak tanımlanabilecek kısmının etkili olabileceği savı benimsenmektedir. Bu yaklaşım, piyasa ve politika faiz oranları arasındaki ilişkiye odaklanan iktisadi yazında, para politikasının beklenti kanalından çalıştığını ortaya koyan çok sayıda ampirik çalışmaya dayanmaktadır (Kuttner, 2001; Gürkaynak, 2005; Gürkaynak, Sack ve Swanson, 2006; Bernanke ve Kuttner, 2005; Hamilton 2008). Sözü edilen yaklaşıma göre, politika faiz oranındaki değişimin finansal piyasa faiz oranları üzerinde ne kadar etki ettiği, bu politika oranı değişiminin piyasa tarafından ne ölçüde

öngörülebildiğine ve gelecekteki politika görünümünü nasıl etkilediğine bağlıdır.

Bu çerçevede, para politikası açısından sürpriz niteliği, piyasanın para politikasına dair beklentilerinin fiyatlamaya ne ölçüde yansıdığı ile ilgili olmaktadır. Sözelimi, eğer Fed'in gelecekte para politikasını sıkılaştıracağına ilişkin beklentiler piyasanın fiyatlamasına yansımış ise, ancak beklentilerin ötesinde bir sıkılaştırma sinyali vermesi durumunda portföy akımlarının olumsuz etkilenmesi beklenir. Öte yandan, faizlerin piyasada fiyatlanandan daha az artacağı sinyali vermesi durumunda, portföy akımları üzerinde olumlu bir etki oluşturması beklenir.

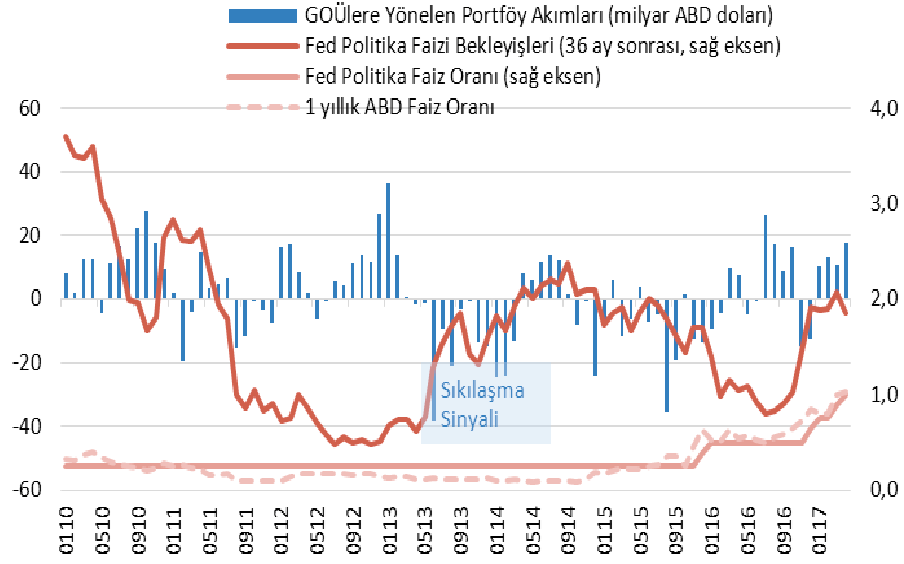
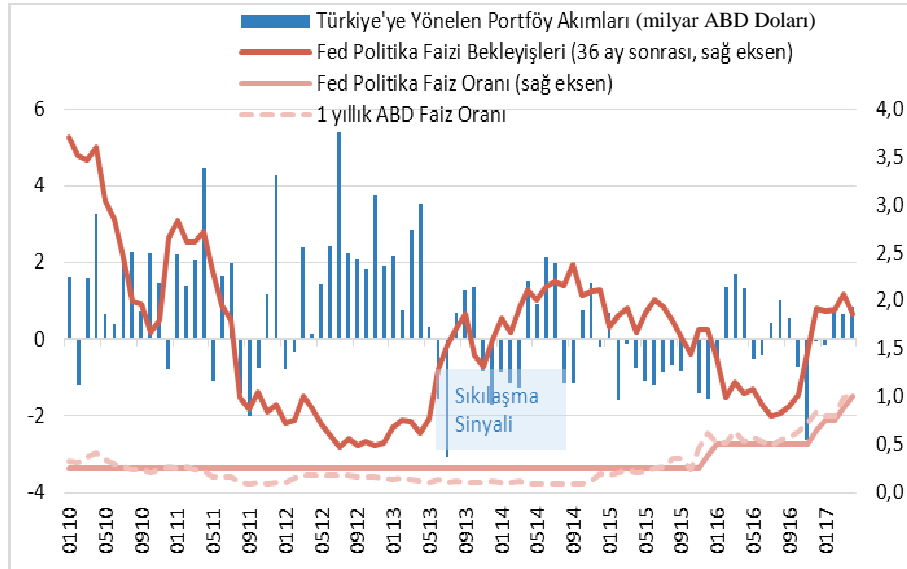
Fed'in varlık alımlarını sonlandırma sinyalini verdiği 2013 yılı Mayıs ayı sonrasında GOÜ'lerden yüksek miktarda portföy çıkışı gözlenmesi beklentilerin rolünü ortaya koyan çarpıcı bir örnek teşkil etmektedir. Bu çıkışı, Fed'in bu dönemde gevşek para politikası uygulamasına devam etmesine karşın, gelecekte para politikasında sıkılaştırma sinyali vermesi tetiklemiştir. Şekil 1'de GOÜ'lere yönelen portföy akımları milyar ABD doları olarak verilmiştir. Aynı şekilde, beklenen ve gerçekleşen Fed faiz oranları ile ABD piyasa faiz oranları da yer almaktadır.

Benzer durum, Türkiye'ye yönelen portföy akımlarında da gözlenmiştir. Şekil 2'de Türkiye'ye yönelen portföy akımları milyar ABD doları olarak, yine beklenen ve gerçekleşen Fed ve ABD piyasa faiz oranları ile birlikte görülmektedir. Şekil 1 ve Şekil 2'de, 2010 Ocak (0110 şeklinde gösterilmiştir) ile 2017 Nisan arasındaki dönemde GOÜ'lerdeki ve Türkiye'deki portföy akımlarının ne kadar benzer olduğu dikkat çekicidir.

2013 Mayıs ayından sonra Fed para politikasının nasıl normalleşeceği, gelecekteki politika faiz patikası, sıkılaştırma adımlarının zamanlaması ve büyüklüğü geliştirmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları açısından önem kazanmıştır.

Chen, Mancini-Griffoli ve Sahay (2014) politika sürprizlerini iki gruba ayırmıştır. Bunlardan ilki gelecekteki politika faiz oranı ve patikasına yönelik sinyal şokudur. İkincisi ise uzun vadeli tahvil getirilerini etkilemeye yönelik (getiri eğrisinin uzun ucu) piyasa şokudur. Söz konusu çalışmada, Fed para politikasının GOÜ'lere yayılma (spillover) etkisinin, açıklamaların para politikasına ilişkin olduğu durumlarda daha fazla olduğu gösterilmektedir.

Bu çalışmada, Fed para politikasının gelecekteki patikasına dair beklentiler, 36 ay vadeli Fed Fund Futures kontratlarının değişimi olarak hesaplanmaktadır.

Şekil 1. GOÜlere Yönelen Portföy Akımları**Şekil 2. Türkiye'ye Yönelen Portföy Akımları**

36 ay vadeli kontratların seçilme nedeni, para politikasına yönelik açıklamaların gelecekteki farklı zaman dilimleri (yakın ya da uzun dönem) için farklı sürprizler ima edebilmesidir.

Üst üste yapılan politika açıklamalarının birbirinin etkisini azaltmadan sayısallaştırılması için mümkün olan en uzun vadeli beklentilerin kullanılmasında fayda vardır. Hesaplanan değişimlerin, yapılan açıklama ile piyasa beklentilerinin ötesinde bir sinyal içermediği zaman sıfır olması beklenir. Eğer değişim sıfırdan farklı ise, piyasa tarafından öngörülemeyen bir politika sürprizinden bahsedilmektedir.

3. Veri ve Yöntem

Öncelikle, Fed para politikası beklentilerinin Türkiye'ye yönelik toplam portföy akımları üzerindeki etkisi Model 1 ile tahmin edilmektedir:

$$Akım_t = \alpha_0 + \alpha_1 Akım_{t-1} + \beta Fed_{beklentiler_t} + \gamma İten faktörler_t + \delta Çeken faktörler_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Burada $Akım_t$, t zamanında Türkiye'ye yönelik toplam portföy akımlarını ifade etmektedir. $Fed_{beklentiler}$ değişkeni, 3 yıl sonrasına ilişkin Fed politika faizi vadeli işlem oranlarının aylık değişimi şeklinde hesaplanmaktadır. Modelde kullanılan iten faktörlerden birisi Fed ve ECB bilanço büyüklükleri toplamı şeklinde tanımlanmış küresel likidite değişkenidir. Diğerleri ise gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısını ölçen JP Morgan Oynaklık Endeksi değişkenleridir.

Küresel likiditede artışın portföy akımlarını artırıcı etkide bulunması beklenir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik oynaklık endeksinde artışın ise, küresel risk iştahında azalış ima etmesi dolayısıyla, portföy akımlarını azaltıcı etkide bulunması beklenir.

Modele dahil edilen çeken faktörler ise; birinci olarak Türkiye'ye yönelik risk algısının bir ölçütü olan kredi temerrüt takası (CDS) oranı, ikinci olarak Türkiye'nin göreceli getirisinin bir ölçütü olan Türkiye ile gelişmekte olan ülkelerin ortalama faiz oranının farkıdır. Üçüncü ve dördüncü olarak Türkiye'ye ilişkin politik ve finansal risk göstergeleri de dikkate alınmıştır. Türkiye'ye ilişkin CDS oranında artışın, ülke risklilik görünümünde bozulma ima etmesi dolayısıyla, portföy akımlarını azaltıcı etkide bulunması beklenir. Türkiye ile GOÜ getiri farkında artışın, Türkiye'nin çekiciliğini artırması dolayısıyla, portföy akımlarını artırıcı etkide bulunması beklenir.

Politik ve finansal risk göstergeleri PRS Group's International Country Risk Guide'dan (ICRG) alınmakta olup, alanları ile ilgili sırasıyla 12 ve 5 alt

bileşenden oluşmaktadır.^{2,3} Bu göstergelerde artış, ilgili alanlara dair riskte düşüşü ifade etmektedir. Dolayısıyla politik ve finansal risk göstergelerinde azalışın, ülke risklilik görünümünde bozulma ima etmesi dolayısıyla, portföy akımlarını azaltıcı etkide bulunmaları beklenir.

Hisse senedi akımları için kurulan modele, alternatif olarak borsa performansının bir ölçütü olan GOÜlere ilişkin Morgan Stanley Capital International (MSCI) endeksi de eklenmiştir. MSCI endeksinde artışın, getiri beklentisinde artış ima etmesi dolayısıyla, portföy akımlarını artırıcı etkide bulunması beklenir.

İkinci olarak, Fed para politikası beklentilerindeki değişimlerin Türkiye'ye yönelen akımlar üzerindeki etkisinin simetrik olup olmadığının test edilmesi amacıyla, Fed beklentileri ile etkileşimli iki kukla değişken eklenerek Model 1 genişletilmektedir:

$$Akım_t = \alpha_0 + \alpha_1 Akım_{t-1} + \beta_1 D_1 Fed_{beklentiler_t} + \beta_2 D_2 Fed_{beklentiler_t} + \gamma İten faktörler_t + \delta Çeken faktörler_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

Kukla değişken değerleri şöyle tanımlanmıştır;

$$D_1 = \begin{cases} Fed_{beklentiler} > 0 \text{ ise } 1 \\ Fed_{beklentiler} < 0 \text{ ise } 0 \end{cases} ; D_2 = \begin{cases} Fed_{beklentiler} < 0 \text{ ise } 1 \\ Fed_{beklentiler} > 0 \text{ ise } 0 \end{cases}$$

Bu asimetrik modelde D₁ kukla değişkeni, para politikasına ilişkin beklentilerin sıkılaşıma yönünde değiştiği dönemleri, D₂ kukla değişkeni ise gevşeme yönünde değiştiği dönemleri yakalamaktadır. Model 2 ile Fed'in sıkılaşıma ve gevşeme sinyallerinin Türkiye'ye yönelen portföy akımlarını farklı etkileyip etkilemediği araştırılmaktadır.

Üçüncü aşamada ise, Model 2 portföy akımlarının alt kalemleri olan hisse ve borçlanma senedi ayırımında tahmin edilmektedir. Akım verileri TCMB'den, diğer değişkenler ise Bloomberg ve ICRG'den alınmıştır. Veriler aylık olup, işlemler ve tahminler Ocak 2010 Ocak – Nisan 2017 dönemini kapsamaktadır.

² Politik risk değişkeni, hükümetin istikrarı, sosyoekonomik koşullar, yatırım profili, iç çatışma, dış çatışma, yolsuzluk, siyasette askerin etkisi, dini çatışmalar, hukuk ve düzen, etnik çatışmalar, demokratik sorumluluk ve bürokratik kalite ölçütlerinden oluşmaktadır. Bu değişkeni kullanmanın avantajı, kurumsal yönetime dair benzer içerikli göstergeler genellikle yıllık bazda yayımlanırken, bu değişkenin aylık bazda yayınlanmasıdır.

³ Finansal risk değişkeni yabancı dış borç / GSYİH, yabancı dış borç servisi / mal ve hizmet ihracatı, cari açık / mal ve hizmet ihracatı, rezervler / ithalat, kur istikrarı bileşenlerinden oluşmaktadır. Bu değişkeni kullanmanın avantajı, ülkenin dış kırılganlığına dair göstergelerin bir bileşimi olmasıdır.

4. Bulgular

Türkiye'ye yönelen portföy akımları üzerinde Fed politikasının rolünü daha iyi anlamak üzere Model 1 üç farklı para politikası değişkeni kullanılarak tahmin edilmiştir. Bunlar Fed para politikası faiz oranının düzeyi, 1 yıllık ABD piyasa faiz oranının değişimi ve son olarak Fed para politikasına dair beklentiler olup, elde edilen bulgular sırasıyla Model 1.1, Model 1.2 ve Model 1.3'te sunulmuştur ve sonuçlar Tablo 1'de yer almaktadır.⁴

Tablo 1. Simetrik Model Sonuçları

Bağımlı değişken: Akım(t)

	Model 1.1		Model 1.2		Model 1.3	
	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık
Sabit terim	-28,374**	0,000	-27,833**	0,000	-29,216**	0,000
Akım (t-1)	0,050	0,608	0,042	0,665	-0,016	0,878
D(Ln(Küresel likidite))	0,168*	0,074	0,157*	0,076	0,144*	0,090
Küresel risk iştahı	-0,099	0,151	-0,109*	0,080	-0,148**	0,017
Fed politika faiz oranı	-0,163	0,847	-	-	-	-
D(1 yıllık ABD piyasa faizi)	-	-	-1,379	0,606	-	-
Fed beklentiler	-	-	-	-	-0,905*	0,096
TR – GOÜ faiz farkı	0,322**	0,024	0,330**	0,019	0,306**	0,022
D(CDS)	-0,030**	0,000	-0,029**	0,000	-0,032**	0,000
TR finansal koşullar	0,148**	0,032	0,136**	0,025	0,141**	0,000
TR politik koşullar	0,450**	0,000	0,451**	0,000	0,481**	0,000
Gözlem sayısı	87		87		87	
Düzeltilmiş R ²	0,506		0,511		0,528	

* ve ** sırasıyla yüzde 90 ve yüzde 95 güven düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade eder.

Model 1'in bu farklı tahminlerinde Fed para politikası değişkenlerinin portföy akımları üzerindeki etkisinin simetrik olduğu varsayılmaktadır. Tablo 1'den görüldüğü üzere, Model 1.1'de Fed politika faiz oranı, Model 1.2'de ise 1 yıllık ABD piyasa faiz oranının değişimi istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Şekil 1 ve 2'de de görüldüğü gibi, analiz döneminde söz konusu faiz oranlarının neredeyse sabit olduğu göz önüne alındığında, Fed politika faiz oranı ve 1 yıllık ABD piyasa faiz oranının değişiminin Türkiye'ye yönelen portföy akımları üzerinde etkili olmaması beklenen bir sonuçtur. Buna karşın, Model 1.3'te yer alan Fed faiz oranı beklentilerinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bu bulgu, incelenen dönemde faiz oranlarından

⁴ Değişkenler modellere durağan olacak şekilde dönüşümleri yapılarak koyulmuştur.

ziyade, gelecekteki faiz patikasına ilişkin beklentilerin Türkiye'ye yönelik portföy akımları üzerinde etkili olduğu savını desteklemektedir. Diğer bir deyişle, faiz kanalı beklentiler üzerinden çalışmaktadır.

Model 1.3'e ait bulgulara daha detaylı olarak bakılacak olursa, portföy akımlarının gecikmeli değeri dışındaki tüm değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlı ve beklenen işarete sahip olduğu görülmektedir. Buna göre küresel likiditenin artması, Türkiye ile GOÜ getirileri arasındaki farkın yükselmesi, finansal ve politik koşullarda iyileşme Türkiye'ye yönelik portföy akımlarını artırıcı etkide bulunmaktadır. Öte yandan, küresel oynaklığın artması (risk iştahında bozulma), Fed faiz oranı beklentilerinin yükselmesi ve Türkiye'ye dair risklilik algısının bozulması (CDS oranının artması) Türkiye'ye yönelik portföy akımlarında azalışa neden olmaktadır.

Fed beklentilerinin sıkılaşma ve gevşeme ima ettiği dönemlerin ayrıştırıldığı Model 2'ye ilişkin sonuçlar Tablo 2'de sunulmuştur.

Tablo 2. Asimetrik Model Sonuçları

Bağımlı değişken: Akım(t)

	Model 2	
	Katsayı	Olasılık
Sabit terim	-29,138**	0,000
Akım (t-1)	-0,018	0,857
D(Ln(Küresel likidite))	0,150*	0,085
Küresel risk iştahı	-0,143**	0,029
D1*Fed beklentiler	-1,911*	0,056
D2*Fed beklentiler	-0,008	0,993
TR – GOÜ faiz farkı	0,303**	0,028
D(CDS)	-0,030**	0,000
TR finansal koşullar	0,143**	0,016
TR sosyal koşullar	0,480**	0,000
Gözlem sayısı	87	
Düzeltilmiş R ²	0,501	

Bu asimetrik modele ilişkin tahmin bulgularına göre, GOÜ'ler ile benzer sonuçların Türkiye için de geçerli olduğu anlaşılmaktadır. Beklentilerin Fed para politikasında sıkılaşma ima ettiği dönemlerde, beklentiler Türkiye'ye yönelik akımlar üzerinde anlamlı bir etkiye sahip iken; gevşeme ima ettiği

dönemlerde, beklentilerin anlamlı bir etkisi görülmemektedir. Buna göre, Fed'in para politikasını sıkılaştıracağına ilişkin beklentiler güçlendiğinde, Türkiye'ye yönelen portföy akımlarını azaltıcı etkide bulunmaktadır. Model 2'de diğer açıklayıcı değişkenler olarak kullanılan iten ve çeken faktörler de istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

Son olarak, hisse senedi ve borçlanma senedi ayırımında Fed beklentilerinin akımlar üzerindeki asimetrik etkilerini incelemek üzere Model 3 ve Model 4 tahmin edilmiştir. Toplam portföy akımları için elde edilen sonuçların alt kalemler bazında da geçerli olduğu söylemek mümkündür. Elde edilen bulgular, hem hisse senedi hem de borçlanma senedi akımlarına ilişkin modelde, beklentilerin Fed para politikasında sıkılaşma ima ettiği dönemlerde, beklentilerin akımlar üzerindeki etkisinin anlamlı olduğuna, gevşeme ima ettiği dönemlerde ise beklentilerin anlamlı etkisi olmadığına işaret etmektedir, Tahmin sonuçları Tablo 3 ve Tablo 4'te sunulmaktadır.

Tablo 3. Hisse Senedi Akımları Model Sonuçları

Bağımlı değişken: Hisse senedi akımları (t)

	Model 3	
	Katsayı	Olasılık
Sabit terim	-2,544**	0,247
Hisse senedi akım (t-1)	-0,151*	0,084
Hisse senedi akım (t-2)	0,009	0,917
Hisse senedi akım (t-3)	0,327**	0,001
D(Ln(Küresel likidite))	0,059**	0,005
Küresel risk iştahı	-0,061**	0,008
D1*Fed beklentiler	-0,860**	0,015
D2*Fed beklentiler	0,135	0,491
TR – GOÜ faiz farkı	0,061	0,327
D(CDS)	-0,009**	0,030
D(GOÜ MSCI)	0,003*	0,064
TR finansal koşullar	0,008	0,710
TR politik koşullar	0,056*	0,068
Gözlem sayısı	86	
Düzeltilmiş R ²	0,465	

* ve ** sırasıyla yüzde 90 ve yüzde 95 güven düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade eder.

Tablo 3'te yer alan Model 3'e GOÜlere ilişkin MSCI endeksi de açıklayıcı değişken olarak eklenmiştir. Söz konusu modelde Türkiye ile GOÜ getirileri arasındaki fark ve finansal koşullar istatistiksel olarak anlamlı bulunmazken, diğer değişkenlere ilişkin katsayılar anlamlı ve beklenen işarettedir. Öte yandan Model 4'te küresel risk iştahının anlamlı etkisi bulunamamış, diğer değişkenlerin ise DİBS akımları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve beklenen yönlü etkileri bulunmuştur.

Tablo 4. DİBS Akımları Model Sonuçları

Bağımlı değişken: DİBS akımları (t)

	Model 4	
	Katsayı	Olasılık
Sabit terim	-31,541**	0
DİBS akımları (t-1)	0,026	0,812
DİBS akımları (t-2)	-0,203*	0,051
D(Ln(Küresel likidite))	0,193*	0,039
Küresel risk iştahı	-0,114	0,179
D1*Fed beklentiler	-1,765*	0,1
D2*Fed beklentiler	0,467	0,644
TR – GOÜ faiz farkı	0,321**	0,046
D(CDS)	-0,014*	0,064
TR finansal koşullar	0,202**	0,013
TR politik koşullar	0,480**	0
Gözlem sayısı	86	
Düzeltilmiş R ²	0,38	

* ve ** sırasıyla yüzde 90 ve yüzde 95 güven düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade eder.

5. Sonuç

İktisadi yazında ABD faizleri, uluslararası sermaye akımlarının önemli belirleyicilerinden biri olarak ortaya konulmaktadır. ABD faizlerinin düşük seviyelerde olması, sermaye akımlarını geliştirmekte olan ülkelere yönelen, başlıca iten faktörlerden biri olarak değerlendirilmektedir. Bu çalışmada ise, geliştirmekte olan ülkelere yönelen akımlar üzerinde asıl belirleyici olanın Fed'in para politikasının sürpriz olarak tanımlanabilecek kısmı olduğu savından hareket edilmektedir. Bu çerçevede, Fed faiz oranının seviyesinden ziyade,

Fed'in gelecekteki faiz patikasına dair beklentilerin Türkiye'ye yönelen portföy akımları üzerindeki rolü incelenmektedir.

Çalışmanın bulguları, Fed'in para politikasına dair beklentilerin, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, Türkiye'ye yönelen portföy akımları üzerinde anlamlı etkisi olduğunu göstermektedir. Asimetrik model sonuçları, beklentilerin Fed para politikasında sıkılaştırma ima ettiği dönemlerde, beklentilerin Türkiye'ye yönelen portföy akımları üzerinde anlamlı etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Beklentilerin gevşeme ima ettiği dönemlerde ise anlamlı bir etki görülmemektedir. Alt kalemler bazında incelendiğinde, benzer sonuçların hisse senedi ve borçlanma senedi ayırımında da geçerli olduğu gözlenmektedir.

İçinde bulunduğumuz bu dönemde Fed'in para politikasında sıkılaştırma döngüsüne girdiği göz önüne alındığında, Türkiye'ye yönelen portföy akımlarının önemli belirleyicilerinden biri, diğer GOÜ'lerde de olduğu gibi, sıkılaştırma adımlarının beklenenden daha hızlı veya daha yavaş gerçekleşmesi olacaktır.

Kaynakça

- Bernanke, B. ve K. N. Kuttner, (2005), "What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?," *Journal of Finance*, 60 (3), ss. 1221-1257.
- Calvo, A.G., L. Leiderman, ve C. M. Reinhart, (1993), "Capital Inflows to Latin America: The Role of External Factors," *IMF Staff Papers*, No: 108/51.
- Chen, J., T. Mancini-Griffoli, ve R. Sahay, (2014), "Spillovers from United States Monetary Policy on Emerging Markets: Different This Time?," *IMF Working Paper*, No: 14/240.
- Erduman Y. ve N. Kaya, (2014), "Determinants of Bond Flows to Emerging Markets: How Do They Change Over Time?," *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği*, No:14/28.
- Fratzscher, M., (2011), "Capital Flows, Push versus Pull Factors and the Global Financial Crisis," *CEPR Discussion Paper*, No: 8496.

- Fratzscher, M, M. Lo Duca, ve R. Straub, (2013), "On the International Spillovers of US Quantitative Easing," *ECB Working Paper*, No: 1557.
- Gürkaynak, R.S., (2005), "Using Federal Funds Futures Contracts for Monetary Policy Analysis," *Board of Governors of the Federal Reserve System Paper*.
- Gürkaynak, R.S., B. Sack, and E. Swanson, (2006), "Market-Based Measures of Monetary Policy Expectations," *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, No: 2006-04.
- Hamilton, J.D., (2008), "Assessing Monetary Policy Effects Using Daily Federal Funds Futures Contracts," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, July/August 2008, ss. 377-393
- Koepke, R., (2016), "Fed Policy Expectations and Portfolio Flows to Emerging Markets," *IIF Working Paper*, September.
- Kuttner, K. N., (2001), "Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence from the Fed Funds Futures Market," *Journal of Monetary Economics*, 47, ss. 523–544.