

## **Uluslararası Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği**

Sevcan GÜNEŞ  
sgunes@pau.edu.tr

### **The Determinants of International Capital Flows: Case Study of Turkey**

#### **Abstract**

With the liberalization of financial instruments since 1980, the movements of short term capitals have increased. Short-term capital flows are volatile and sensitive to macroeconomic developments, interest rates and real exchange rates. Provided that credibility and political stability, the country will receive more stable and sustainable (long-term) capital flows. In this study, the relationship between the short-term capital flows and the real exchange rate, real interest rate and credibility is first being held on a global basis, and then analyzed econometrically by using Turkey as an example.

**Key Words** : Financial Liberalization, Short Term Capital Flows, Real Exchange Rate and Real Interest Rate Arbitrages.

**JEL Classification Codes** : F32

#### **Özet**

1970'li yıllarda başlayan 1980'li yıllarda hız kazanan finansal liberalleşme; sermaye hareketlerinin yönünü büyük ölçüde değiştirmiştir. Söz konusu değişim sürecinde toplam sermaye hareketlerinin artmasıyla beraber, sermaye hareketleri içinde faiz kur arbitrajına dayanarak yüksek reel getiri elde etmek amacıyla bir ülkeden diğerine kolaylıkla kayabilen spekülatif amaçlı, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ağırlığı da giderek artmıştır. Uluslararası piyasa oyuncularını kısa vadeli sermaye hareketlerine yön verirken faiz ve kur avantajlarının yanı sıra ülkelerin makroekonomik değişkenlerini de dikkate almakta, güvenilirliğini değerlendirmektedir. Bu makroekonomik değişkenlerin volatilitesinde en önemli etkenlerden biri de toplumun istikrar algılamasıdır. Çalışmada faiz ve kur değişkeninin yanı sıra modele dahil edilen Güven endeksi ile de makroekonomik istikrarın portföy yatırımlarına etkisi ölçülmeye çalışılmıştır.

**Anahtar Sözcükler** : Finansal Liberalleşme, Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Faiz ve Kur Arbitraji.



## 1. Sermaye Hareketleri

Dünya, günümüzde hızlı bir değişim süreci içinde bulunmaktadır. Bu değişim sürecinde yaşanan en önemli olgu küreselleşme olarak karşımıza çıkmaktadır. Üç kıtada kurulan serbest ticaret bölgeleri ile bölgesel çapta serbestleşen mal ve sermaye hareketleri, bu akımın ana etkenleridir. Bütün bu yönelimlerin yanı sıra, sermaye ihraç eden gelişmiş ülkelerin ve çok uluslu kuruluşların mevcut durumu koruma ve riskleri asgariye indirme eğilimleri mevcuttur. Risk asgarileştirilmesi isteği, müteşebbisleri doğrudan sermaye yatırımlarına yönelmekte, iş yapacakları alanları belirlemede son derece dikkatli davranmaya sevk etmektedir. Bu istek, serbest piyasa ekonomisinin giderek yaygınlaşması ve ekonomiye devlet müdahalesinin asgarileşmesi olgusu ile birlikte, yabancı sermaye çekilmesi konusunda ciddi bir rekabetin doğuşuna neden olmuştur. Özellikle Doğu Avrupa ve Sovyetler Birliği'ndeki rejim değişiklikleri ve Güney Doğu Asya ülkeleri ile Amerika yarım küresinde oluşan elverişli işbirliği ortamlarıyla, yabancı sermaye tüm kıtalarda büyük rağbet görmeye başlamıştır. Dış yatırımlar konusunda alternatiflerin çoğalması, çok uluslu şirketlere daha seçici olma ve daha fazla avantaj arama imkânı sağlamıştır. Bu nedenlerle hemen hemen tüm ülkelerin yabancı sermaye için cazip paketler hazırladıkları görülmektedir.

Ülkelerin finansal olarak dışa açılmaları özellikle az gelişmiş ülkeler için önemli faydalar sağlayacaktır. Finansal olarak dışa açılmanın doğrudan iki faydası vardır (World Bank, 1997: 23): “Finansal dışa açılmayla gelen yabancı sermaye sonucu yurt içi yatırımlar artacaktır. Ayrıca yabancı sermaye, yurt içi yatırım ve tüketim harcamalarındaki dalgalanmalar sonucu ortaya çıkabilecek riski de ortadan kaldıracaktır. Finansal dışa açılmanın doğrudan faydaları yanında dolaylı olarak da faydaları vardır: Öncelikle yabancı sermaye “bilgi taşması etkisi” (knowledge spillover effect) yaratacak, kaynak dağılımı etkinliğini arttıracak ve gelişmekte olan ülkelerin ulusal finans piyasalarını güçlendirecektir.” Yabancı sermaye, gelişen yeni şartlara bağlı olarak gelişmiş ve sermaye ihraç eden ülkelerin siyasi ve ekonomik desteği, promosyon (tanıtım, özendirme), globalleşme (dışa açılım), çevresel koruma ve insan kaynaklarının geliştirilmesi gibi yararları da beraberinde getirmektedir.

I.M.F. ve Dünya Bankası'nın desteği ile az gelişmiş ülkeler sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları kaldırarak ekonomilerini uluslararası sermaye hareketlerine açmaya başlamışlardır. Finansal serbestleşme, finansal küreselleşme, uluslararası finansal bütünleşme gibi adlarla anılan bu uygulamalar özellikle 1990'lı yıllarda yoğun olarak gözlemlenmiştir. Finansal serbestleşme politikaları bütün ülkelerde homojen bir yapıda değildir. Örneğin Türkiye ve Meksika bütünüyle uluslararası sermaye hareketlerine serbestlik tanıırken, Kore ve Şili'de görece olarak sermaye hareketleri üzerindeki bazı engeller korunmuştur (Kula 2003: 120).

En son O.E.C.D. ve Birleşmiş Milletler verilerine göre, dünyadaki toplam yabancı sermaye stoku halen 1,5 trilyon Amerikan Doları kadardır. Diğer bir deyişle, bütün dünyada 1,5 trilyon Amerikan Doları tutarında yabancı sermaye yatırımı yapılmıştır. Toplam doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının %98'i gelişmiş sanayi ülkelerince yapılmaktadır. Tüm yabancı sermaye yatırımlarının yüzde sekseni Amerika Birleşik Devletleri (A.B.D.), Japonya, Almanya, İngiltere ve Fransa tarafından yapılmaktadır. Bu yatırımların yüzde sekseni yine büyük çoğunluğu gelişmiş ülkelere gitmektedir.

1980 öncesinde %10–15 düzeyinde bulunan azgelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerin yabancı sermaye yatırımlarından almakta oldukları pay, bugün %20 düzeylerine yükselmiştir. Ancak yüzün üzerinde ülke tarafından bölüşülmek durumunda olan bu pay, çetin bir rekabet meselesi haline gelmiştir. Ülkeler bu rekabette ön sıraları alabilmek ve dış yatırımları kendi saflarına çekebilmek için yabancı sermayeye ilave bazı imkânlar tanımakta ya da yabancı sermaye özel olarak teşvik edilmektedir. Bu teşviklerin başında, yabancı sermayeye altyapısı hazırlanmış arsa, hatta bina tahsis edilmesi, devlet dairelerinde kırtasiyeciliğin azaltılması ve izin keyfiyetinin kaldırılması ile özel vergi muafiyetinin tanınması gelmektedir. Üstelik bu özel teşvikler, esasen var olan istikrarlı ortama, nispeten gelişmiş finans kesimine, enflasyona endeksli faktörlere ya da sermaye için geliştirilmiş koruyucu mekanizmalara (hedging) ve benzeri unsurlara ilaveten tanınmaktadır. Bütün bunların ötesinde, yatırım yapılması düşünülen ülke yönetimlerinin diyaloga açıklığı ve uluslararası camiayla kaynaşma konusundaki kararlılığı, yine yabancı müteşebbisin önem vermektedir.

## **2. Sermaye Transferi Teorisi**

Sermaye transferi teorisinin temelleri Keynes ve Ohlin'in yaptığı araştırmalara dayanmaktadır. Buna göre tipik bir borç verme faaliyeti olan uluslararası sermaye transferi sabit ya da değişken döviz kuru sisteminde gerçekleşebilmektedir.

Uluslararası sermaye transferini bir örnekle açıklanabilir. X ülkesi, Y ülkesine sermaye transferi yapıyor olsun. Bu durumda fonlar X ülkesinden Y ülkesine akacak, X ülkesinde faiz oranı yükselecek ve para arzının azalması ile birlikte fiyatlar düşecektir. Y ülkesinde ise, tam tersine faizler düşecek, fiyatlar artacaktır. Fiyat düzeylerinde gerçekleşen bu değişme sonucu X ülkesinde (sermaye transferi yapan ülke) cari hesap fazlası, Y ülkesinde (sermaye transferi yapılan ülke) ise cari hesap açığı oluşacaktır. Ticaret dengesindeki bu değişmeler sonucunda, fon transferi de tersine dönecektir. Çünkü X ülkesinin ihracat fazlası, fon girişine sebep olurken; Y ülkesinin ithalat artışı fon çıkışına yol açacaktır (Aslan, 1997: 43–47).

Sermaye ihraç eden ülkede ihracat fazlası meydana getiren transfer süreci, ödemeler dengesi dengesizliklerini ayarlama sürecine benzemektedir. Sermaye transferleri, ödemeler dengesi dengesizliklerinin özel bir durumu olup, ödemeler dengesi içinde tek

yanlı bir ödemedir. Eğer uluslararası işlemler, başlangıçta dengede ise, sermaye hareketi otonom işlemlerde dengesizlik yaratmaktadır.

Sermaye Transferi Teorisi, aşağıdaki ana başlıklar altında özetlenebilir (Aslan,1997: 49–50);

- Sermaye ihraç eden ülkelerde ticaret fazlası, sermaye ithal eden ülkelerde ise ticaret açığı olmaktadır.
- Sermaye ihraç eden ülkelerde gelir azalması, sermaye ithal eden ülkelerde ise gelir artışı ile dış denge değişmesi oluşmaktadır.
- Net ticaret hadleri, sermaye transfer eden ülkenin aleyhine, transferi alan ülkenin ise lehine değişmektedir.

Dünyada sermaye transferi iki grupta incelenmektedir. (Legal Information Institue) Bunlar;

Doğrudan Yabancı Yatırımlar (Foreign Direct Investments - FDI): Doğrudan diğer bir ülkedeki varlıkların sahiplerine yapılan fabrika, teknoloji vb. konularda yapılan yatırımlardır.

Yabancı Portföy Yatırımları (Foreign Portfolio Investments - FPI): Riske uygun en yüksek getirinin sağlanması için diğer bir ülkede hisse senedi, tahvil, bono şeklinde yapılan, doğrudan yabancı yatırımlar dışındaki yatırımlardır.

Doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları genel anlamda birbirine benzemekle birlikte aralarında belirgin farklar bulunmaktadır. Portföy yatırımları doğrudan yabancı yatırımlara göre daha karmaşıktır. Çünkü, portföy yatırım kazançları, ülkenin makroekonomik göstergelerine daha fazlı bağlıdır.

### **3. Portföy Yatırımları ve Doğrudan Yatırımlar**

Bir ülkede yerleşik kişi veya kuruluşların ülke sınırlarının dışında servet edinmelerine uluslararası yatırım ya da yabancı sermaye yatırımı denilmektedir. Yabancı ülkede edinilen servetin fiziki bir nitelik taşıması durumunda doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından bahsedildiği yukarıda açıklanmış ve bu yatırım türünün tanımı da verilmişti. Yabancı ülkelerde elde edinilen servetin mali bir nitelik taşıması durumunda ise uluslararası portföy yatırımlarından bahsedilmektedir. Doğrudan yatırımlar dışında, tahvil dışsatımı ya da menkul kıymetler alım satımı portföy yatırımı olarak tanımlanmaktadır (Kepenek ve Yentürk, 2000: 299). Ödemeler dengesi sermaye hareketleri içerisindeki portföy yatırımları, varlıklar ve yükümlülükler olmak üzere iki ana başlıktan oluşmaktadır.

Varlıklar kısmında yurt içi yerleşiklerin dış piyasalardan menkul alım ve satımları gösterilmekte ve varlıkların (-) bakiye vermesi dış piyasalardan alımların satımlardan fazla olduğunu, (+) bakiye vermesi ise satımların alımlardan fazla olduğunu göstermektedir. Yükümlülükler kısmında ise iki alt başlık yer almaktadır. Bunlardan birincisi bankalar, kamu sektörü ve diğer kurumların tahvil ihracı yoluyla borçlandığı miktarlar, diğeri ise yurt dışı yerleşiklerin yurt içi piyasalarda yapmış oldukları menkul kıymet alım satımlarıdır.

Gerek portföy yatırımları gerekse de yabancı sermaye yatırımları uluslararası sermaye hareketleri niteliğinde olmakla birlikte aralarında önemli derecede farklar bulunmaktadır. Bunlardan en önemlisi, dolaysız yatırımı yapanın karar alma, yatırım ve üretim sürecini kontrol yetkilerine sahip olmasına karşılık, portföy yatırımlarında yatırımcının yatırım ve üretim üzerinde herhangi bir yetkisinin olmayışıdır. İkinci fark, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında yabancı yatırımcı genellikle sermayesinin yanı sıra üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisini de beraberinde getirmektedir. Portföy yatırımlarında ise yabancı yatırımcının sermayesinden başka bir katkısı yoktur (Çarıkcı, 2001: 209). Doğrudan yabancı sermaye yatırımları göreceli olarak istikrarlı iken portföy yatırımları değişkendir ve likidite krizlerinde geri çekilme, kaçma eğilimindedir. Ulusal firmalar üzerinde mülkiyet ve kontrol pozisyonuna sahip doğrudan yabancı sermaye yatırımcıları kontrolleri altındaki şirket yönetimlerinde etkindir. Bunun yanında yerel firmalar üzerinde kontrol yetkisi olmayan portföy yatırımcıları yönetim kararlarında temsilci bulundurulur fakat kararlar üzerindeki özgürlükleri sınırlıdır. Bu yüzden yönetim ve sahiplik arasındaki temsil yetkisi probleminden dolayı portföy yatırımları doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından daha az etkin bir şekilde yönetilir. Yatırımları üzerinde yönetici olarak etkin olan direk yatırımcılar projeleri üzerindeki olası değişiklikler hakkında portföy yatırımlarına kıyasla daha fazla bilgiye sahiptir. Bu bilgi de doğrudan yatırımlardaki yönetim etkinliğini artıran bir sebeptir (Goldstein, Razin, 2002: 4). Goldstein ve Razin yaptıkları çalışmalarında doğrudan yabancı sermaye yatırımcılarının teknolojik şoklarını ve değişmelerini gözlemleyebileceklerini ve bu değişiklikler karşısında yatırımlarında kullanacakları sermaye girdi seviyesini ayarlayabileceklerini belirtmişlerdir. Portföy yatırımcılarının ise böyle bir şansı yoktur ve onlar kullanacakları sermaye girdi seviyelerini dışsal bir değişken olarak tahmini bir şekilde belirlemektedirler. Bütün bunların sonucunda Goldstein ve Razin yatırım projesinin vade bitimine kadar elde tutulması şartı ile doğrudan yatırımlardan elde edilecek beklenen getirinin portföy yatırımlarından elde edilecek beklenen getiriden daha yüksek olacağını söylemişlerdir. Bu sonuç doğrudan yatırımlardaki yönetim etkinliğinden kaynaklanan bir sonucu yansıtmaktadır. Üçüncü fark, yatırımın anapara ve gelirlerinin geri ödenmesiyle ilgilidir. Portföy yatırımlarında gelir ve amortismanların geri ödenme şartları bellidir. Borç alanlar bakımından tahvil sabit bir döviz borcu niteliğindedir, ekonomik şartlara göre değişime göstermez. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında genellikle belirli bir amortisman yoktur. Transfer edilen karlar işletmenin kazanç durumuna ve hükümetlerin transfer üzerine koydukları kısıtlamalara bağlıdır. Son olarak dördüncü bir fark da yatırımcının kimliğine bağlıdır. Portföy yatırımlarını tasarruf sahibi gerçek kişiler de yapabilir. Oysa

dolaysız yabancı sermaye yatırımlarını yapanların hemen hemen tamamı çok uluslu şirketlerdir (Seyidoğlu, 2000: 264).

Etkinlik ve likidite arasındaki değiş-tokuş durumu doğrudan yatırım akımlarındaki değişkenlik ile portföy yatırımları arasındaki değişkenlik arasında farklılık yaratmaktadır. Yönetim etkinliğinden daha çok düşük fiyatlar tarafından etkilenen yüksek nakit ihtiyacı olan yatırımcılar portföy yatırımlarını tercih edeceklerdir. Benzer şekilde düşük nakit ihtiyacı olan yatırımcılar da doğrudan yatırımları seçeceklerdir. Bu durum gözlemlerle de tutarlıdır. Büyük nakit yedekleri ve finansman güçleri olan çokuluslu şirketlerin beklenen nakit ihtiyacı düşüktür; bunun yanında portföy yatırımcıları ortalama olarak likidite şokları karşısında daha fazla zarar görme olanağına sahiptir. Yatırımcının, bir yatırım projesinde karşılaşılabileceği likidite şoku olasılığının  $\lambda$  kadar olduğunu ve projelerin iki dönem için gerçekleştiğini düşünelim. Doğrudan yatırım projeleri birinci dönemin sonunda satılmak istenirse beklenen getirileri düşecektir. Çünkü alıcılar, proje hakkında kötü izlenim edinecekler ve verimli bir yatırım kararı olmadığını düşüneceklerdir. Bunun dışında dönem sonunda satılmak istenmesi durumunda ise beklenen getiri artacaktır. Sonuç olarak doğrudan yatırımın belli bir likidite şoku ile karşılaşma ihtimali altında bir beklenen getirisi olacaktır. Aynı işlemler portföy yatırımları için de yapıldığında dönem sonunda bu yatırımlardan elde edilecek bir beklenen getiri değeri hesaplanabilir. Bu iki yatırımın beklenen getirileri arasındaki fark, doğrudan yatırımın gerçekleştirilmesi için katlanılması gereken sabit maliyetlerden büyük ise doğrudan yatırım kararı alınacak aksi durumda ise portföy yatırımı yapılacaktır.  $\lambda$ , 1'e doğru yaklaştıkça yatırımcının likidite şoku ile karşılaşma ihtimali artacak, yani yatırımın birinci dönem sonunda satılması gündeme gelecek beklenen getirisi düşerek doğrudan yatırımlardan beklenen getiri ile portföy yatırımlarından beklenen getiri birbirine eşit olacak ve portföy yatırımları artma eğilimi gösterecektir.  $\lambda$ , 0'a yaklaştıkça da doğrudan yatırımlar artacaktır (Goldstein, Razin, 2002: 13–14). Sonuç olarak portföy yatırımlarının erken paraya dönüşme ihtimali yüksek olacaktır ve doğrudan yatırımlarla karşılaştırıldığında yüksek bir volatiliteye sahip olacaktır.

Piyasadaki oyuncular arasındaki şeffaflık (transparency) derecesinin artması, asimetric bilgi ağının azalmasına yol açacak ve yatırımlar arasındaki değiş tokuşu da azaltacaktır. Alıcı ve satıcılar arasında ölçülen sermaye piyasası şeffaflığı (capital market transparency) yüksek olduğu zaman, alıcılar yatırımcıların projelerini satma sebepleri hakkında daha fazla bilgiye sahip olacaklardır. Yatırımcılar da şeffaflık derecesinin yüksek olmasından dolayı farklı alanlardaki yatırımlardan ziyade benzer yatırımlara yöneleceklerdir. Sonuç olarak bu tür ekonomilerde doğrudan yatırımlardaki volatilitenin ile portföy yatırımlarındaki volatilitenin arasındaki farkın daha küçük olması beklenmektedir. Şeffaflığın ikinci çeşidi de yöneticiler ve sahipler arasındaki kurumsal yönetim (corporate-governance) şeffaflığıdır. Bu ölçümün yüksek olması yönetici olarak faaliyet göstermeyen sahiplerin projeleri hakkında daha fazla temel bilgiye sahip olmasını gösterir. Kurumsal yönetim şeffaflığının yüksek olması sonucunda portföy yatırımları ile

doğrudan yatırımların etkinlikleri arasındaki fark yani bu yatırımların etkin bir şekilde yönetilebilmeleri arasındaki fark azalacaktır. Bu şeffaflığın yüksek olduğu ülkelerde de yatırımların volatiliteleri küçük olacaktır. Bu göstergeler, gelişmiş ülkelerde gelişmekte olan ülkelere daha iyi bir durumu ifade etmektedir ve gelişmiş ülkelerdeki yatırımlarda görülen volatiliteler daha düşüktür (Goldstein, Razin: 2002: 27).

#### **4. 1980 Sonrasında Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri**

Türkiye, 24 Ocak Ekonomik İstikrar Tedbirleri ile başlayan dışa açılma ve ekonomik serbestleşme süreciyle beraber, gerek dış ticaret gerekse sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamaları kaldırmaya yönelik önemli adımlar atmıştır. Bu adımlar sonucu dış ticaret hacmindeki önemli artışlar, sermaye hareketlerinde de kendisini göstermiştir (Erdilek, 1988: 23). 1989 yılında yürürlüğe konulan 32 Sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Karar ile beraber bu artış daha çok portföy yatırımları ve kısa vadeli yatırımlarda görülmüş ve bu yatırımlar doğrudan yatırımlara göre çok daha yüksek seviyelere çıkmıştır (Öniş, 1994: 15).

1980 sonrası Türkiye'de sermaye hareketlerinin gelişimini dış ödemeler dengesi açısından incelediğimizde iki nokta dikkati çekmektedir. Bunlardan birincisi sermaye hareketleri sayısal olarak artmış, ikincisi ise 1980 öncesinde olmayan, uygulama alanı bulunmayan sermaye giriş ve çıkış biçimleri kullanılmaya başlanmıştır (Kepenek ve Yentürk, 2000: 296). Ödemeler dengesinde kullanılan sermaye biçimleri ise; Doğrudan Yatırımlar, Portföy Yatırımları, Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleridir.

Türkiye'ye yönelen yabancı sermaye özellikle 1990'lı yıllarda dalgalanmalar göstermiş, önemli ve güvenilir fon miktarları sağlayamamıştır. Portföy yatırımları ve kısa vadeli borç alımlarının hacmi arttıkça Türkiye, aniden tersyüz edilebilen sermaye çeşitleriyle yüz yüze gelmiş ve bu iki tür sermaye giriş ve çıkışları da benzer özellikler göstermişlerdir (Kar&Kara, 2001: 30).

#### **5. Türkiye'de Portföy Yatırımları**

Portföy yatırımları ülkemize 1986 yılında gelmeye başlamış ve 1989 yılında yürürlüğe konulan 32 sayılı Karar ile beraber bu yatırımların hacminde de önemli artışlar olmuştur. 1990 sonrası ülkeye gelen portföy yatırımlarının miktarı Çizelge 1'de görülmektedir. 1986–1989 yılları arasında ülkemize giren net portföy yatırımları 2,9 milyar Amerikan Doları civarındayken 1993 yılında en yüksek seviyesine ulaşarak 3,9 milyar Amerikan Doları olmuştur. Bu artışın 3,7 milyar Amerikan Dolarlık bölümü kamu açıklarını kapatmaya yönelik, kamu ağırlıklı tahvil borçlanmasından kaynaklanmaktadır. 1994 kriziyle, özellikle devlet tahvil yoluyla borçlanabilirliğinin azalmasıyla beraber portföy yatırımları yaklaşık %70 oranında azalmış ve 1,2 milyar Amerikan Doları



olmuştur. Ülkemizden en yüksek miktarda portföy yatırımlarındaki çıkış ise; Asya ve Rusya krizlerinin etkisiyle 1998 yılında yaşanmış ve bu çıkış net, 6,7 milyar Amerikan Doları civarında gerçekleşmiştir. Bu miktarın büyük kısmı ise 4,5 milyar Amerikan Doları ile yabancıların menkul kıymetlerdeki çıkışından kaynaklanmıştır. Ülkemize giren net portföy yatırımları 1999 yılında 3,4 milyar Amerikan Doları; 2000 yılında ise 1 milyar Amerikan Doları civarında olmuştur. 2001 yılında ise Türkiye'de yaşanan finansal krizin etkisiyle yaklaşık 4,5 milyar Amerikan Doları civarında portföy yatırımlarında çıkış yaşanmış ve bunun büyük bir kısmı da yine yabancı yatırımcıların menkul kıymetlerdeki çıkışından kaynaklanmıştır. Portföy yatırımları yıllar itibariyle Türkiye'de istikrarsız bir seyir izlemiş ve bu yatırımların dalgalanması, doğrudan yatırımlara göre daha yüksek olmuştur.

**Tablo: 1**  
**Türkiye'ye Yönelik Portföy Yatırımları**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>Portföy Yatırımları</b>	547	623	2.411	3.917	1.158	237	570	1.634	-6.711	3.429	1.022	-4.515
<b>Varlıklar</b>	-134	-91	-754	-563	35	-46	-1.380	-710	-1.622	-759	-593	-788
<b>Yükümlülükler</b>	681	714	3.165	4.480	1.123	703	1.950	2.344	-5.089	4.188	1.615	-3.727
<b>Tahvil İhracı Yoluyla Borçlanmalar</b>	592	567	2.806	3.727	99	386	1.331	1.774	-579	3.220	6.252	96
<b>Menkul Değerler</b>	89	147	359	753	1.024	317	619	570	-4.510	968	-4.637	-3.823

*Kaynak: T.C.M.B., Ödemeler dengesi istatistikleri.*

## 6. Ekonometrik Model

Arbitraj kazancı sağlayabilmek için ülkeler arasında sermaye hareketleri olur. Bu arbitraj gelirin kaynağı ülkeler arasındaki faiz farklılıklarıdır. Teknolojik gelişmelerle para transferinin de hızlanması bu işlemleri kolaylaştırmıştır. Portföy Denge Teorisi bu hareketleri açıklamada etkindir. Bu teoriye göre yatırımcılar hisse senedi ve bonoları arasında karar verirken beklenen getiri ve risklerini de analiz ederler. Uluslararası piyasalar dikkate alındığında döviz kurlarındaki değişimler de dikkate alınır. Yatırım projeleri içerisinde aynı riski taşıyan beklenen en yüksek getiriye sahip yatırım alternatifleri tercih edilir. Yatırımcı riski minimize etmek için portföy çeşitlemesine gitmelidir. Dolayısıyla yatırımcı ülke içinde olabilecek krizlerden minimum düzede etkilenmek için portföy çeşitlenmesinde yabancı ülke varlıklarını da tutar. Dolayısıyla dış ülkelerdeki faiz oranı değişimleri yatırım kompozisyonunu değiştirir. Örneğin bir ülkedeki risk aynı kalırken faiz oranındaki artış yatırımcıların o ülke varlıklarını daha fazla tutma isteğine neden olur. Yatırım kompozisyonunu değiştirirler (Yılmazkuday: 2002: 5).

Yabancı sermaye bütün bu yararları sağlarken, muhakkak bunların karşılığında kârlı bir operasyon beklemektedir. Her ticari faaliyet türü gibi, yabancı sermaye yatırımı için de, en temel güdü kârdır. Portföy yatırımlarında kârı belirleyen en temel makroekonomik değişkenler faiz oranları ve döviz kurlarıdır. Tabii ki bu makroekonomik değişkenlerin volatilitesinde en önemli etkenlerden biri de toplumun istikrar algılamasıdır. Güven endeksi ile de makroekonomik istikrar ölçülmeye çalışılmaktadır.

Modelde Portföy Yatırımlarının (PY); faiz oranlarındaki (FO), döviz kurlarındaki (DK) değişimler ve güven endeksinden (GE) etkilendiği düşünülmektedir.

$$PY = \beta_1 FO + \beta_2 DK + \beta_3 GE + u$$

Bu modelle ilgili veri setimiz şu şekildedir:

	Reel portföy	Lnreel portföy	Faiz	Reel faiz	İndeks	Sepet	Lnsepet	Aylık Kur Değişimi
1992-1	0.026743966	0.558889396	0.7224		0.0953	0.001038118	0.092477496	0.051787965
1992-2	0.018662285	0.522908974	0.7171	0.0073	0.0944	0.00109188	0.092982411	0.061348747
1992-3	0.006826331	0.42233724	0.7171	0.0169	0.0967	0.001158865	0.093577816	0.056997479
1992-4	0.012161311	0.480084474	0.7395	0.0397	0.0974	0.001224918	0.094132139	0.051960087
1992-5	0.009295081	0.453207038	0.7449	0.0551	0.0982	0.001288564	0.094638691	0.041478407
1992-6	0.007473718	0.431397768	0.7474	0.0598	0.0959	0.001342012	0.095045104	0.037316432
1992-7	0.009425402	0.454599351	0.7473	0.0439	0.0981	0.001392091	0.095411474	0.034639076
1992-8	0.011152063	0.471420956	0.7411	0.0134	0.1002	0.001440312	0.095752	0.027743953
1992-9	0.016454626	0.510319176	0.7389	-0.0011	0.1007	0.001480272	0.096025661	0.030294477
1992-10	0.010594966	0.466296407	0.7381	0.0060	0.1006	0.001525116	0.096324108	0.034990931
1992-11	0.00646439	0.416889368	0.7418	0.0269	0.099	0.001578481	0.096668034	0.029824928
1992-12	0.010274132	0.463221438	0.7424	0.0258	0.0962	0.001625559	0.096961922	0.031644487
1993-1	0.015289058	0.502972248	0.742	0.0114	0.098	0.001677	0.097273467	0.031383188
1993-2	0.015094599	0.501692206	0.7446	0.0099	0.1015	0.001729629	0.097582475	0.034182973
1993-3	0.020550418	0.532546638	0.7402	0.0141	0.1042	0.001788753	0.097918593	0.034442196
1993-4	0.013595467	0.491232155	0.7403	0.0356	0.106	0.001850362	0.098257216	0.041585033
1993-5	0.016308434	0.509426747	0.7457	0.0334	0.1079	0.001927309	0.098664652	0.041280464
1993-6	0.008430598	0.443445279	0.7459	0.0387	0.1042	0.002006869	0.099069164	0.044065415
1993-7	0.026889194	0.55943096	0.7453	0.0147	0.0998	0.002095303	0.099500385	0.044479524
1993-8	0.025007316	0.55217535	0.7455	0.0246	0.1032	0.002188501	0.099935572	0.042811517
1993-9	0.068423422	0.652830028	0.7452	0.0220	0.1039	0.002282194	0.100354777	0.049584943
1993-10	0.015090935	0.501667929	0.746	0.0265	0.103	0.002395357	0.100838725	0.049451498
1993-11	0.015174998	0.502223428	0.7468	-0.0013	0.0997	0.002513811	0.101321401	0.048523321
1993-12	0.037069943	0.591539158	0.7476	0.0333	0.1005	0.002635789	0.101795229	0.070510087
1994-1	0.019367717	0.526619269	0.7807	0.0122	0.0949	0.002821639	0.102476582	0.168982757
1994-2	0.022748478	0.542708332	0.9498	-0.0214	0.0755	0.003298447	0.104037921	0.176842271
1994-3	0.012584123	0.483502105	0.969	-0.0041	0.0684	0.003881752	0.105666269	0.559750984
1994-4	0.005548842	0.401617439	1.1718	-0.2308	0.0644	0.006054566	0.110111531	0.063120399
1994-5	0.005356595	0.398091352	1.2131	0.0113	0.0616	0.006436733	0.110723615	-0.055361209
1994-6	0.011487807	0.474387134	1.2529	0.0855	0.0675	0.006080388	0.110154088	-0.004295702
1994-7	0.011132205	0.471242734	1.1605	0.0880	0.0821	0.006054268	0.110111039	0.024538691
1994-8	0.004748294	0.386037051	0.969	0.0535	0.095	0.006202832	0.110353463	0.074907753
1994-9	0.011258866	0.472374103	0.9807	0.0277	0.1012	0.006667472	0.111075812	0.038929544
1994-10	0.014703857	0.49906949	0.9608	0.0113	0.0996	0.006927034	0.111457721	0.03432408
1994-11	0.006048212	0.410234772	0.9525	0.0154	0.1	0.007164798	0.111795202	0.019564404
1994-12	0.019434499	0.526963487	0.9556	-0.0039	0.0987	0.007304973	0.111988957	0.087229185
1995-1	0.006419057	0.416185636	1.009	0.0006	0.0948	0.00794218	0.112825281	0.030461784
1995-2	0.010879551	0.468947009	1.0068	0.0136	0.0966	0.008184113	0.113125351	0.051117195
1995-3	0.007165041	0.427179881	0.9597	0.0187	0.1033	0.008602461	0.113623887	0.02314002
1995-4	0.006348073	0.415073639	0.9151	0.0368	0.1087	0.008801523	0.113852651	0.008904096
1995-5	0.010804619	0.468255884	0.9081	0.0589	0.1085	0.008879892	0.113941298	0.004571736
1995-6	0.010697815	0.467262461	0.9109	0.0631	0.1087	0.008920489	0.113986911	0.033876208
1995-7	0.015185271	0.502291106	0.8679	0.0484	0.1101	0.009222681	0.114320061	0.029603495
1995-8	0.007734237	0.434824191	0.8644	0.0427	0.115	0.009495705	0.114611799	0.016130374
1995-9	0.019543451	0.527522534	0.8648	0.0244	0.1099	0.009648874	0.114771816	0.064755678
1995-10	0.027812654	0.562807618	0.8658	0.0283	0.1089	0.010273693	0.115399269	0.047546635

Uluslararası Sermaye Hareketleri  
Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği

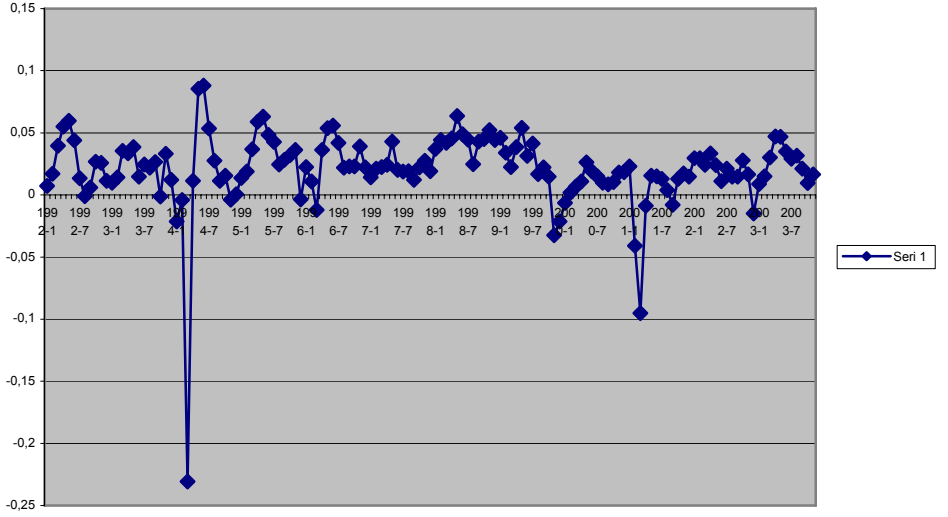
1995-11	0.00952156	0.455614376	0.9025	0.0319	0.1053	0.010762173	0.115863778	0.073095405
1995-12	0.022457726	0.541421977	0.9232	0.0362	0.1049	0.011548838	0.116569252	0.059005983
1996-1	0.024085021	0.548417522	0.9315	-0.0035	0.1002	0.012230289	0.117142559	0.055782522
1996-2	0.023527679	0.546076265	0.9367	0.0225	0.0986	0.012912525	0.117685381	0.06292368
1996-3	0.023514989	0.546022312	0.9267	0.0107	0.1069	0.013725029	0.118295614	0.055449054
1996-4	0.007013187	0.425037726	0.9181	-0.0120	0.1061	0.014486068	0.118835278	0.044982701
1996-5	0.031118095	0.574037457	0.9162	0.0362	0.1051	0.015137691	0.119275281	0.04047573
1996-6	0.005925925	0.408192181	0.9157	0.0538	0.102	0.0157504	0.119672061	0.045205477
1996-7	0.02542845	0.55384537	0.9245	0.0557	0.1	0.016462404	0.120114196	0.03503324
1996-8	0.011944896	0.478288917	0.9278	0.0420	0.102	0.017039136	0.120458532	0.038777118
1996-9	0.014469048	0.497459681	0.9324	0.0219	0.1017	0.017699864	0.120838973	0.046037681
1996-10	0.02697015	0.559731579	0.9304	0.0228	0.1026	0.018514725	0.121289067	0.057187879
1996-11	0.016374664	0.509832033	0.9372	0.0228	0.1006	0.019573543	0.121845192	0.049443614
1996-12	0.038875599	0.596295187	0.9377	0.0392	0.1001	0.02054133	0.122327793	0.054543251
1997-1	0.036765798	0.590715311	0.9132	0.0221	0.1003	0.02166172	0.12285887	0.04107151
1997-2	0.039577554	0.598084723	0.9033	0.0143	0.1041	0.0225514	0.123261375	0.040983412
1997-3	0.027131284	0.560327255	0.9011	0.0212	0.1058	0.023475633	0.123663034	0.044451391
1997-4	0.035806957	0.58807273	0.8996	0.0224	0.1069	0.024519158	0.124097951	0.048285342
1997-5	0.069354293	0.654181315	0.8995	0.0241	0.1038	0.025703074	0.12456951	0.045403037
1997-6	0.032214957	0.577501594	0.9053	0.0430	0.1055	0.026870071	0.125013535	0.045821397
1997-7	0.05170893	0.624821558	0.9263	0.0201	0.1086	0.028101296	0.125461561	0.052274731
1997-8	0.043650543	0.607880081	0.9619	0.0189	0.1094	0.029570283	0.125971103	0.055068133
1997-9	0.072087122	0.658046051	0.9622	0.0191	0.1105	0.031198664	0.126507156	0.053541265
1997-10	0.05126964	0.623968386	0.9612	0.0122	0.1065	0.03286908	0.127028728	0.05940904
1997-11	0.037703607	0.593234086	0.9646	0.0222	0.0968	0.0348218	0.12760584	0.054334529
1997-12	0.086461096	0.676227965	0.9656	0.0275	0.0962	0.036713826	0.128134938	0.050368668
1998-1	0.035502328	0.587218336	0.9637	0.0190	0.0928	0.038563053	0.12862635	0.055204975
1998-2	0.069781305	0.654795122	0.96	0.0372	0.0956	0.040691925	0.1291637	0.051440461
1998-3	0.039279317	0.59732832	0.969	0.0442	0.1005	0.042785136	0.129665311	0.044406706
1998-4	0.061628496	0.642370945	0.961	0.0421	0.1014	0.044685083	0.130099801	0.03758842
1998-5	0.056344802	0.633407509	0.9567	0.0456	0.1032	0.046364725	0.130468793	0.030846384
1998-6	0.054703536	0.630451345	0.9285	0.0635	0.0964	0.047794909	0.130772595	0.026700216
1998-7	0.090484818	0.680776717	0.8382	0.0489	0.0908	0.049071043	0.131036095	0.023739232
1998-8	0.141140257	0.725233922	0.8705	0.0446	0.0881	0.050235952	0.131270713	0.027348711
1998-9	0.085897486	0.675573966	0.9153	0.0247	0.0863	0.051609841	0.131540527	0.031462107
1998-10	0.05514965	0.631263549	0.9312	0.0431	0.079	0.053233595	0.131850301	0.043960335
1998-11	0.099250187	0.69002289	0.9477	0.0450	0.0675	0.055573762	0.132280516	0.045433136
1998-12	0.090550869	0.680849687	0.955	0.0522	0.0664	0.058098652	0.132724828	0.043867083
1999-1	0.041332135	0.602422538	0.9455	0.0442	0.0709	0.060647271	0.13315415	0.044397949
1999-2	0.06597523	0.649186447	0.9273	0.0462	0.0805	0.063339885	0.133588556	0.041759312
1999-3	0.053907422	0.628985326	0.9072	0.0341	0.0859	0.065984915	0.133997665	0.044890372
1999-4	0.056821036	0.63424917	0.9049	0.0223	0.0919	0.068947002	0.134436785	0.03779559
1999-5	0.096029718	0.68672428	0.9104	0.0385	0.0894	0.071552895	0.134807773	0.033276851
1999-6	0.087763106	0.67772263	0.9172	0.0542	0.0878	0.07393395	0.135135125	0.031923365
1999-7	0.0467067	0.614647273	0.9171	0.0313	0.0878	0.07629417	0.135449369	0.032190983
1999-8	0.097748837	0.68849864	0.9215	0.0414	0.0858	0.078750155	0.135766206	0.036822205
1999-9	0.064516734	0.646950973	0.8806	0.0168	0.0899	0.081649909	0.136127811	0.03928398
1999-10	0.067570762	0.651576047	0.8377	0.0222	0.0911	0.084857443	0.136513131	0.04574167
1999-11	0.072892919	0.65915766	0.722	0.0147	0.0922	0.088738964	0.136960394	0.05212748
1999-12	0.05619419	0.633139846	0.4673	-0.0324	0.0933	0.093364702	0.137468537	0.035685278
2000-1	0.051771031	0.624941584	0.3741	-0.0213	0.0981	0.096669448	0.137811917	0.020565193
2000-2	0.077649508	0.66547903	0.3891	-0.0063	0.1019	0.098685029	0.138022736	0.021438602
2000-3	0.046771231	0.614785339	0.374	0.0019	0.1088	0.100800698	0.138234856	0.018959441
2000-4	0.04817237	0.617737072	0.3864	0.0068	0.1105	0.102711823	0.138422676	0.016756637
2000-5	0.054589349	0.630242388	0.36	0.0108	0.111	0.104432927	0.138588854	0.017578595

## Sevcan GÜNEŞ

2000-6	0.044520999	0.609854607	0.3689	0.0263	0.1056	0.106268711	0.138763113	0.014888991
2000-7	0.075034942	0.662053899	0.3514	0.0190	0.1026	0.107850945	0.138910905	0.012676715
2000-8	0.104071609	0.69476643	0.3219	0.0150	0.1011	0.109218141	0.139036875	0.013439962
2000-9	0.072383942	0.658456958	0.4023	0.0099	0.1008	0.110686029	0.13917038	0.0114483
2000-10	0.103368265	0.694088309	0.3969	0.0086	0.0987	0.111953195	0.139284213	0.010103065
2000-11	0.147882156	0.729900081	0.401	0.0103	0.0925	0.113084266	0.139384736	0.009144662
2000-12	0.084266203	0.673656596	0.4564	0.0180	0.0799	0.114118383	0.139475767	0.010245468
2001-1	0.069835933	0.654873376	0.4521	0.0184	0.0774	0.11528758	0.139577701	0.092355703
2001-2	0.13894526	0.723666513	0.5388	0.0228	0.0687	0.125935045	0.140461066	0.300546422
2001-3	0.044935986	0.610782403	0.7769	-0.0408	0.0616	0.163784372	0.143088911	0.240567566
2001-4	0.065286255	0.648136662	0.6843	-0.0951	0.0655	0.20318558	0.145244601	-0.070065812
2001-5	0.077114362	0.664787464	0.62	-0.0087	0.0795	0.188949217	0.144518187	0.061823562
2001-6	0.101003625	0.69177415	0.6069	0.0154	0.0801	0.200630731	0.145118064	0.089416923
2001-7	0.081264258	0.670029138	0.6006	0.0149	0.079	0.218570514	0.145974491	0.080163063
2001-8	0.09837636	0.689138563	0.6139	0.0128	0.0814	0.236091795	0.146745611	0.055340549
2001-9	0.061229558	0.641721514	0.666	0.0039	0.0767	0.249157245	0.147284246	0.086161864
2001-10	0.091363452	0.681743062	0.6503	-0.0080	0.077	0.270625098	0.148110748	-0.05688066
2001-11	0.0911749	0.681536473	0.6252	0.0129	0.0858	0.255231764	0.147525124	-0.045058884
2001-12	0.10824838	0.698701349	0.625	0.0172	0.0888	0.243731305	0.147064068	-0.059488839
2002-1	0.065158911	0.647941416	0.616	0.0146	0.0944	0.229232013	0.14645075	-0.020536459
2002-2	0.092965291	0.68348113	0.6143	0.0296	0.0965	0.224524399	0.146243248	0.007580479
2002-3	0.045180729	0.611325575	0.5832	0.0296	0.1036	0.226226402	0.146318766	-0.024972789
2002-4	0.048159039	0.617709393	0.5271	0.0241	0.1053	0.220576897	0.146065867	0.069515654
2002-5	0.073233605	0.65962395	0.4967	0.0336	0.1093	0.235910445	0.146737926	0.115527476
2002-6	0.09396018	0.684545617	0.5204	0.0239	0.1011	0.263164583	0.1478312	0.103960548
2002-7	0.121461551	0.710218285	0.527	0.0111	0.0992	0.290523317	0.148820242	-0.015264473
2002-8	0.084628179	0.674085239	0.5313	0.0212	0.1004	0.286088632	0.14866642	0.006321389
2002-9	0.046661002	0.614549383	0.5334	0.0146	0.1008	0.287897109	0.148729435	0.002535047
2002-10	0.120150701	0.709133189	0.5383	0.0148	0.1031	0.288626942	0.148754754	-0.017622801
2002-11	0.089948411	0.680182139	0.4959	0.0278	0.1079	0.283540527	0.148576954	-0.004777427
2002-12	0.099698104	0.690473176	0.4819	0.0164	0.1023	0.282185933	0.148529066	0.064126531
2003-1	0.083390205	0.672611595	0.4855	-0.0148	0.1013	0.300281538	0.149150609	-0.012488015
2003-2	0.064614696	0.647102696	0.4855	0.0089	0.0936	0.296531617	0.149024942	0.020722729
2003-3	0.046061569	0.613256404	0.4889	0.0150	0.0912	0.302676562	0.149230052	-0.015491329
2003-4	0.068995455	0.653662573	0.486	0.0302	0.1038	0.2979877	0.149073926	-0.058230548
2003-5	0.064334125	0.64666753	0.4534	0.0471	0.1086	0.280635713	0.148473978	-0.040962297
2003-6	0.063004265	0.644578752	0.4273	0.0469	0.1081	0.269140229	0.148055729	-0.027825683
2003-7	0.091552313	0.681949563	0.4121	0.0350	0.107	0.261651218	0.147773528	-0.008743761
2003-8	0.058802962	0.637677732	0.3819	0.0291	0.1066	0.259363403	0.147685705	-0.016842752
2003-9	0.055913371	0.632638864	0.343	0.0318	0.1061	0.254995009	0.147515843	0.057823563
2003-10	0.054042839	0.629236214	0.2923	0.0210	0.1084	0.269739729	0.148077979	0.034113402
2003-11	0.041248468	0.602219906	0.2913	0.0095	0.1069	0.278941469	0.148413423	-0.00571296
2003-12	0.083104423	0.672268302	0.2859	0.0166	0.1077	0.277347888	0.14835613	-1

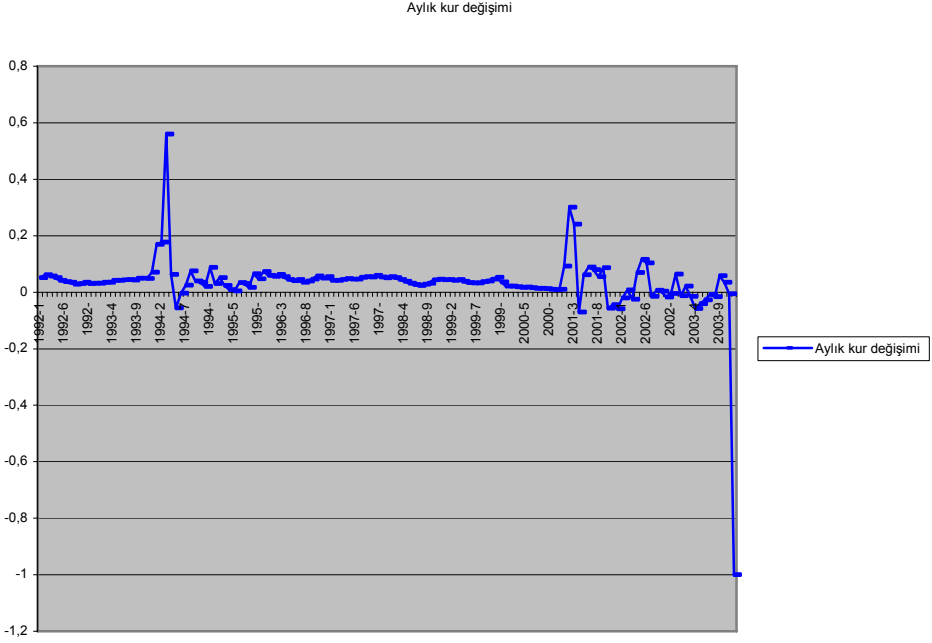
### *Reel Faiz*

Merkez Bankasının aylık TL mevduat faiz oranları alınmıştır. Daha sonra tefe aylık artışlarından arındırılarak reel faiz elde edilmiştir.



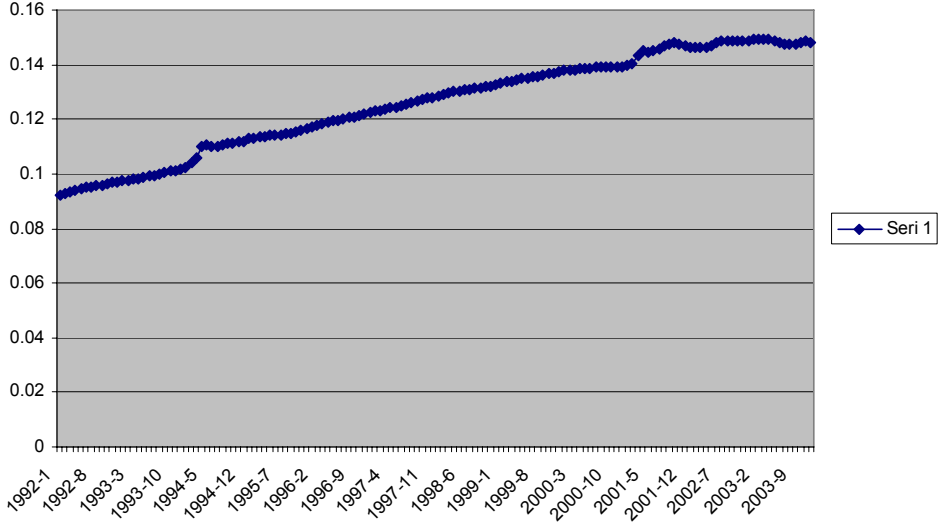
## Döviz Kuru

EURO'ya geçişten önce TCMB döviz rezervlerini 1\$+1,5 DM sepet değerinden tuttuğu için kur artışını bu sepet türünden bulup daha sonra aylık kur artışı elde edildi.



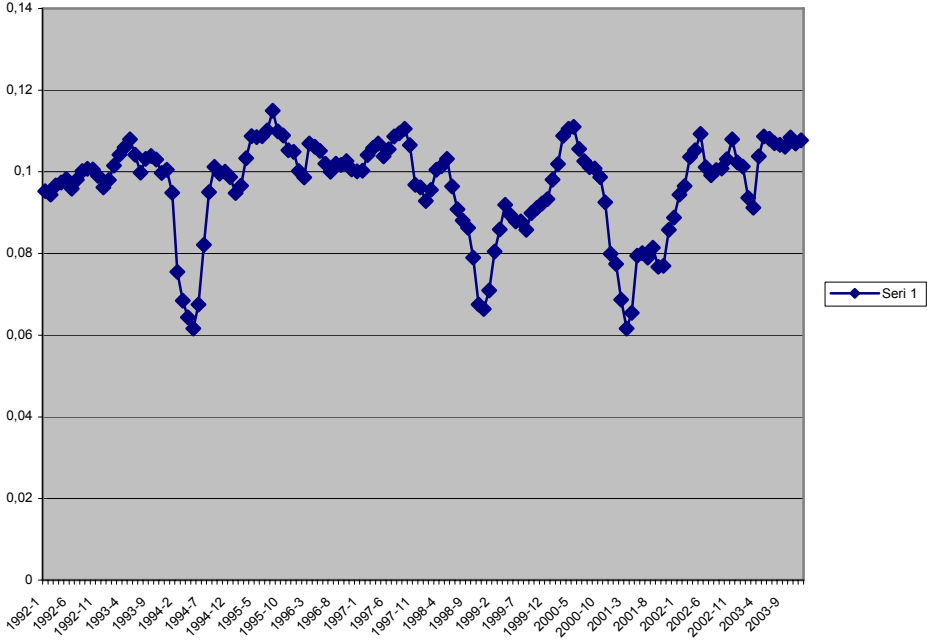
*Reel Portfoy*

TCMB verileri ile elde edilen portfoy girişleri dış ticaret hadleri ile ağırlıklandırılarak TL'ye çevrilmiş daha sonra TÜFE 'ye bölünerek reelleştirilmiştir.



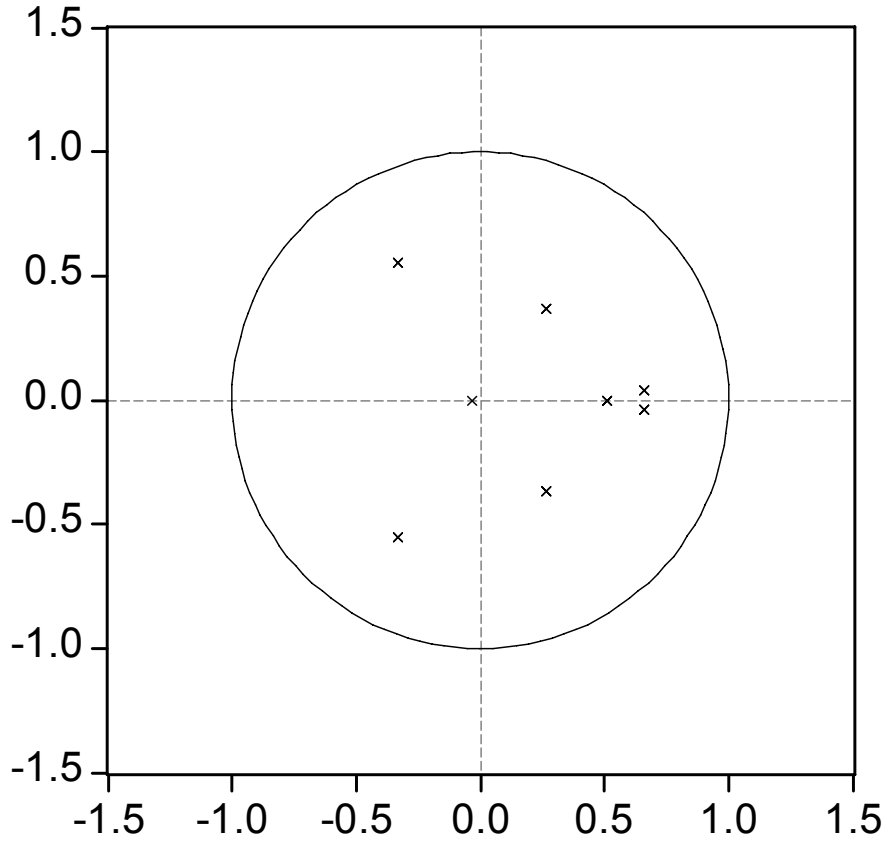
### Güven Endeksi

Ülkede ekonomik istikrarın göstergesi olarak alınan Güven endeksi 1'in üstü değerler ekonomiye güveni, altı değerler de istikrarsızlığı göstermektedir.





## Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: RPFARK REELFAIZ ENDEKS KUR						
Exogenous variables: C						
Date: 05/31/05 Time: 18: 40						
Sample: 1992: 01 2003: 12						
Included observations: 131						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	1056.503	NA	1.23E-12	-16.06874	-15.98095	-16.03307
1	1276.959	424.0851	5.44E-14	-19.19022	-18.75126	-19.01185
2	1316.786	74.18041	3.79E-14	-19.55398	-18.76385*	-19.23292*
3	1333.773	30.60208	3.74E-14	-19.56905	-18.42775	-19.10529
4	1352.830	33.16775*	3.58E-14*	-19.61572*	-18.12325	-19.00926
5	1364.040	18.82706	3.87E-14	-19.54260	-17.69896	-18.79345
6	1371.189	11.56885	4.46E-14	-19.40746	-17.21266	-18.51561
7	1378.880	11.97692	5.12E-14	-19.28061	-16.73463	-18.24607
8	1391.318	18.60981	5.49E-14	-19.22623	-16.32908	-18.04899
9	1403.272	17.15547	5.95E-14	-19.16446	-15.91615	-17.84453
10	1410.774	10.30775	6.94E-14	-19.03472	-15.43523	-17.57209
11	1430.093	25.36584	6.79E-14	-19.08539	-15.13474	-17.48007
12	1444.603	18.16475	7.20E-14	-19.06264	-14.76082	-17.31462
* indicates lag order selected by the criterion						
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)						
FPE: Final prediction error						
AIC: Akaike information criterion						
SC: Schwarz information criterion						
HQ: Hannan-Quinn information criterion						

Vector Autoregression Estimates				
Date: 05/31/05 Time: 18: 40				
Sample(adjusted): 1992: 04 2003: 12				
Included observations: 141 after adjusting endpoints				
Standard errors in () & t-statistics in [ ]				
	RPFARK	REELFAIZ	ENDEKS	KUR
RPFARK(-1)	-0.695710 (0.08005) [-8.69050]	0.012755 (0.06895) [ 0.18499]	-0.014230 (0.01527) [-0.93167]	0.217030 (0.40033) [ 0.54213]
RPFARK(-2)	-0.428819 (0.08026) [-5.34257]	-0.071854 (0.06913) [-1.03935]	-0.033806 (0.01531) [-2.20756]	-0.245954 (0.40138) [-0.61277]

REELFAIZ(-1)	0.066004 (0.09810) [ 0.67282]	0.629163 (0.08450) [ 7.44606]	0.024218 (0.01872) [ 1.29390]	0.274053 (0.49057) [ 0.55864]
REELFAIZ(-2)	-0.040622 (0.06907) [-0.58812]	-0.064600 (0.05949) [-1.08586]	-0.004222 (0.01318) [-0.32036]	0.018303 (0.34540) [ 0.05299]
ENDEKS(-1)	0.291562 (0.42553) [ 0.68518]	-0.364311 (0.36652) [-0.99398]	1.285918 (0.08119) [ 15.8389]	-2.114316 (2.12794) [-0.99360]
ENDEKS(-2)	0.018737 (0.39952) [ 0.04690]	0.358412 (0.34412) [ 1.04154]	-0.418304 (0.07623) [-5.48770]	1.270190 (1.99789) [ 0.63576]
KUR(-1)	-0.018919 (0.03314) [-0.57080]	-0.395636 (0.02855) [-13.8586]	-0.020717 (0.00632) [-3.27600]	0.450270 (0.16575) [ 2.71662]
KUR(-2)	0.019740 (0.04953) [ 0.39853]	0.185948 (0.04266) [ 4.35857]	0.009725 (0.00945) [ 1.02904]	-0.071885 (0.24769) [-0.29022]
C	-0.029760 (0.01777) [-1.67441]	0.018460 (0.01531) [ 1.20587]	0.012834 (0.00339) [ 3.78471]	0.093456 (0.08888) [ 1.05151]
R-squared	0.375826	0.675506	0.893122	0.103880
Adj. R-squared	0.337997	0.655840	0.886645	0.049569
Sum sq. resids	0.058772	0.043601	0.002139	1.469710
S.E. equation	0.021101	0.018175	0.004026	0.105519
F-statistic	9.934922	34.34839	137.8821	1.912703
Log likelihood	348.6208	369.6703	582.1973	121.6701
Akaike AIC	-4.817317	-5.115891	-8.130458	-1.598158
Schwarz SC	-4.629098	-4.927672	-7.942239	-1.409939
Mean dependent	0.000541	0.021321	0.096474	0.033777
S.D. dependent	0.025934	0.030980	0.011957	0.108235
Determinant Residual Covariance		2.32E-14		
Log Likelihood (d.f. adjusted)		1413.135		
Akaike Information Criteria		-19.53384		
Schwarz Criteria		-18.78096		

## LEAST SQUARE TAHMİN

Dependent Variable: RPFARK				
Method: Least Squares				
Date: 05/31/05 Time: 18: 44				
Sample(adjusted): 1992: 02 2003: 12				
Included observations: 143 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
REELFAIZ	0.057745	0.072840	0.792766	0.4293
ENDEKS	0.060614	0.193616	0.313065	0.7547
KUR	-0.029607	0.020624	-1.435512	0.1534
C	-0.005666	0.018624	-0.304232	0.7614
R-squared	0.024167	Mean dependent var	0.000394	
Adjusted R-squared	0.003106	S.D. dependent var	0.025781	
S.E. of regression	0.025741	Akaike info criterion	-4.453874	
Sum squared resid	0.092103	Schwarz criterion	-4.370997	
Log likelihood	322.4520	F-statistic	1.147462	
Durbin-Watson stat	2.946451	Prob(F-statistic)	0.332273	

Regresyon tahminlerine baktığımızda VAR modelinde sadece portföy yatırımları kendi içsel gecikmeleri ile anlamlı bir bağlantı gösteriyor. Ordinary Least Square yönteminde ise kur artışları ile portföy yatırımlarının negatif ilişki içinde olduğunu söyleyebiliriz.

## 7. Sonuç

Gelişmekte olan ülkelerin artan sermaye girişleri karşısında alması gereken tedbirler bulunmaktadır. Bunlar şu şekilde sıralanabilir (World Bank, 1997: 20):

- Finansal entegrasyon sürecinde gelişmekte olan ülkeler global sermaye hareketlerinden, kendilerine fayda sağlayacak politikaları sürdürmeli ve bu süreçteki tehlikelerden kaçınmalıdırlar. Bu bağlamda, makro ekonomik yapı güçlendirilmeli, finansal yapı iyileştirilmeli, bankacılık denetim ve gözetim düzenlemeleri yapılmalıdır.
- Bu ülkelerde bankacılık sistemindeki zayıflık bilinse de sermaye girişleriyle ilişkili olarak kredi artışlarının kontrol edilmesi önem kazanmaktadır.
- İyi işleyen sermaye piyasalarının varlığı, artan portföy yatırımlarını çekerek potansiyel istikrarsızlık riskini azaltabilmektedir.

- Gelişmekte olan ülkeler, ekonomik istikrarsızlıklara açık bir yapıya sahip olmalarından dolayı, istikrarsızlıklara tepki gösterecek mekanizmaları geliştirmeli ve şokları ortadan kaldıracı düzenlemeleri yapmaları gerekmektedir.
- Bütün bu düzenlemeleri yapanlar ve bilginin tam yayılmasını sağlayıcı birimler arasındaki işbirliği, güvenli ve etkin piyasalar için son derece önem arz edebilmektedir.

Diğer yandan gelişmekte olan ülkelerin uluslararası fonlardan yeterince pay alması, bu fonların ülke ekonomileri üzerinde olumlu etkiler yaratması ve yine ülke üzerinde oluşabilecek muhtemel olumsuzlukların giderilmesi amacıyla bu fonların yönetilmesi, esas itibarıyla bu ülkelerin rekabetçi bir serbest piyasa ekonomisi oluşturmuş olmalarına bağlıdır. Rekabetçi bir serbest piyasa ve rasyonel makroekonomik politikalar, enflasyonun düşük tutulmasını ve verimli yatırımların artmasını sağlayacak ve sonuçta gerek yurt içi gerekse yurt dışı işlemlerdeki riskler minimize edilmiş olacaktır. Kısaca bu ülkeler kendilerine yönelik fonların olumlu yönlerini çıkarabilmek ve olumsuz etkilerini giderebilmek amacıyla, bu fonlarla ilgili kısıtlayıcı ve müdahaleci politikalar yerine siyasi ve ekonomik istikrarı sağlayıcı, piyasaları geliştirici politikaları ön plana çıkarmaları gerekmektedir.

### **Kaynakça**

- Aslan, N., (1997), *Uluslararası Özel Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri*, 2. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- Celasun, M., (2001), "Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği, 2001", *Doğu Batı Dergisi*, 4 (17).
- Çarıkçı E. (2001), *Ekonomik Gelişmeler ve Türkiye-AB İlişkileri*, Ankara: Tutibay Yayınları.
- Ercan, M.K., (2001), "Doğrudan Yabancı Yatırımlar İle Ülkenin Kalkınmışlığı ve Krizler Arasındaki İlişki", *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, 3 (2).
- Erdilek, A., (1988), "The Role of Foreign Investment in The Liberalization of The Turkish Economy", İçinde: T.F. Nas ve M. Odekon (Editörler), *Liberalization and The Turkish Economy*, New York, Greenwood Press.
- Goldstein I., Razin A. (2002), "An Information-Based Trade Off Between Foreign Direct Investment and Foreign Portfolio Investment: Volatility, Transparency and Welfare", *NBER Working Paper*, No: 9426.
- İnandım Ş., (2005), "Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği", *T.C.M.B. Uzmanlık Tezi*.

- İnsel A. ve Sungur N., *Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği*, 1989: III–1999 IV.
- Kepenek, Y. ve Yentürk, Y. (2000), *Türkiye Ekonomisi*, 10. B, Remzi Kitabevi, İstanbul.
- Kar M. ve Kara M. A. (2001), *Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler*.
- Kruger, A. O. (1987), “Debt, Capital Flows, and LDC Growth”, *The American Economic Review*, Vol. 77, pp: 159–164.
- Kula F., (2003), “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği”, *C.U. İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 4, Sayı 2.
- Onis, Z. (1994), “Transnational Corporations and Foreign Direct Investment in Turkey: The Experience of The 1980s”, İçinde F. Senses (Editör), *Recent Industrialization Experience of Turkey in A Global Context*, New York: Greenwood Pres.
- Seyidoğlu H. ve Karluk R. (2000), *Uluslararası İktisat*, Eskişehir: Açıköğretim Fakültesi Yayınları.
- Tuncer, N. (2001), “Para Krizleri ve Türkiye”, *İktisat Dergisi*, (410–411), “Uluslararası Özel Sermaye Akımları, Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri”, İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- World Bank (1997), “Private Capital Flows to Developing Countries – The Road to Financial Integration”, *World Bank Policy Research Report*. Washington D.C, The World Bank.
- Yılmazkuday H. (2001), *Short Term Capital Movements and Interest Rate Differentials*.