

## TÜRKİYE'DE KISA VADELİ YABANCI YATIRIMLAR İLE REEL DÖVİZ KURU ARASINDAKİ İLİŞKİ

Filiz KARPUZ (\*)

Alaattin KIZILTAN (\*\*)

### Öz

*Bu çalışmada reel döviz kuru ile Türkiye ekonomisine gelen kısa vadeli yabancı yatırımlar arasında bir nedensellik ilişkisinin mevcut olup olmadığı araştırılmıştır. Veriler TCMB web sitesinden aylık olarak 2003:01-2014:03 dönemi için elde edilmiştir.*

*Verilerin birbirini açıklayıp açıklamamaları, Akaike ve Schwarz bilgi kriterleri göz önüne alınarak değerlendirilmiştir. Reel döviz kuru ve kısa vadeli yatırımlar arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi olduğu bulgusu elde edilmiştir. Bu çift yönlü ilişkinin kurulması hem reel kurlarda istikrar, hem de kısa vadeli spekülasyon yatırımların yabancılar açısından cazip olmaktan çıkarılmasına bağlıdır. Ekonominin genel yapısı kısa vadeli istikrarsızlıkları tek başına önlemeye müsait değildir. Asıl sorunun yapısal dönüşümün ekonominin kendi iç dinamikleriyle, eksik olan sermaye faktörünü tamamlanma becerisine kavuşturacak önlemlerin alınması gerektiği şeklinde ifade edilebilir.*

**Anahtar Kelimeler:** Reel Döviz Kuru, Yabancı Yatırım, Türkiye Ekonomisi, Nedensellik Analizi

### *The Relationship Between Short Term Investments and Real Exchange Rate in Turkey*

#### **Abstract**

*The relationship between real exchange rate and Short-Term Investments in Turkey's economy was analyzed in this study by the help of causality analysis. In this study, monthly data for the period of 2003:01-2014:03 was examined by using TCMB.*

*Whether the data disclose each other or not was evaluated considering Akaike and Schwarz information criteria. It was found out that there is a bi-directional causality relationship between real exchange rate and short-term investments. The breakage of this bi-directional relationship depends on both the stability of the real exchange rate and the short-term speculative investments' removal of being attractive by the foreign investors. The general structure of the economy is not suitable for preventing the short-term instability by itself. The main problem can be expressed in the way that the necessary precautions which has the ability to complete the capital factor that is missing with structural transformation through its own internal dynamics of the economy.*

**Keywords:** Real Exchange Rate, Short-Term Investments, Turkey's Economy, Causality Analysis.

\*) Öğretim Elemanı, Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi Fındıklı Meslek Yüksekokulu  
(e-posta: filiz.karpuz@erdogan.edu.tr).

\*\*) Prof. Dr., Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi  
(e-posta: alaattin.kiziltan@erdogan.edu.tr).

## Giriş

Küreselleşmeye ekonomik açıdan bakıldığında uluslararası ticaret, uluslararası üretim ve uluslararası mali akımlar bakımından gelişimi dikkat çekmektedir (Seyidoğlu, 2003, s. 142). Dünya piyasalarında görülen küreselleşmenin etkisiyle uluslararası ticaret ve sermaye hareketlerinin etki, yapı ve süreçlerinde önemli ölçüde gelişmeler kaydedilmiştir. Söz konusu değişim sürecinde uluslararası ticaret ve sermaye hareketleri içinde yabancı yatırımların ve bu yatırımların belirleyicilerinin önemi artmıştır. Belli bir gelişmişlik düzeyine ulaşmış ülkelerin, büyüyen dünya piyasalarından beklentilerini arttırırken bu piyasalardan daha fazla getiri elde edebilmek amacıyla ekonomilerini dünya ekonomileri ile bütünleştirecek çeşitli politika araçlarını kullandıkları görülmektedir (Başar vd., 2011, s. 297).

Küreselleşme sonucu ortaya çıkan finansal liberalizasyon 1970'lerin başından itibaren gelişmiş ülkelerde başlamış, 1980'li yıllarda gelişmekte olan ülkeleri de kapsayacak biçimde yaygınlaşmıştır. IMF (Uluslararası Para Fonu) ve Dünya Bankası'nın (IBRD) desteği ile az gelişmiş ülkeler sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları kaldırmışlardır. Ekonomilerin uluslararası sermaye hareketlerine açılmasıyla bu uygulamalar finansal serbestleşme, finansal globalleşme, uluslararası finansal bütünleşme gibi adlarla anılmaya başlamıştır (Kula, 2003, s. 142).

Mali küreselleşme sürecinin tamamlandığı 1990' lardan sonraki dönemde uygulanan finansal liberalizasyon politikaları ile yabancı sermayenin ülkeler arasında serbest dolaşımı sağlanmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin sermaye yetersizliği durumunu aşma sürecinde sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırmasının önemi büyüktür. Bu değişimler sermaye hareketleri içinde faiz-kur arbitrajına dayanarak yüksek reel getiri elde etmeyi sağlayan ve ülkeler arasında kayabilen spekülatif amaçlı sermaye hareketlerinin ağırlığında artışa neden olmuştur (Ekinci, 2011, s. 3). Sermaye hareketlerini belli ülkelere yönlendiren faktörler yurt dışı faktörler ve yurt içi faktörler olarak ele alınmaktadır. Yurt dışı faktörler, iten faktör veya dışsal faktörler olarak da ifade edilmektedir. İten faktörlerin yurt dışı makro ekonomik göstergeleri; yurtdışı faiz oranı değişiklikleri, yurt dışı sanayi üretim indeksi ve uluslararası yatırımcıların portföy tercihlerindeki değişikliklerdir. Yurt içi faktörler ise çeken faktör veya içsel faktörler olarak da ifade edilmektedir. Bu faktörler sermaye hareketlerini ülkeye çekebilecek yurt içi faktörlerdir. Çeken faktörler olarak; cari açıklar, kamu bütçe açıkları, kamu dış borç stok düzeyi, yurt içi faiz oranı ve İMKB indeksi ulusal ekonomiye ilişkin makro değişkenleri oluşturmaktadır. Devletin uyguladığı iktisat ve maliye politikaları, bu değişkenler üzerindeki sermaye hareketliliğine dolaylı olarak yön vermektedir. Uygulanan politikalar, bütçe açıkları, kamu borçları, enflasyon, faiz oranları, cari açıklar, büyüme oranları gibi sonuçlar vermektedir. Devletin sermaye hareketliliği sürecine doğrudan müdahalesi sermaye girişlerini teşvik eden yasalar ve kısıtlanmasını ön gören tedbirler vasıtasıyla yapılmaktadır (Demir ve Sever, 2009).

Yabancı yatırım, yatırılabilir kaynakların kişi ve kuruluşlarca bir başka ülkeye taşınmasıdır (Adanır, 2010, s. 6). Ülkelere yabancı sermaye girişleri üç şekilde olmaktadır.

Bunlar doğrudan yatırım, portföy yatırımları ile kredi ve dış yardımlar şeklindedir (ekodialog.com-a). Dış ülkelere yatırımlar finansal varlıklar şeklinde yada fiziki üretim amacına yönelik olarak yapılmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile reel yatırımlar bina, tesis, arazi gibi fiziki üretime yönelik yatırımlardır. Dolaylı (portföy) yatırımları ise tahvil, hisse senedi gibi mali nitelikte finansal varlıklara yönelik yatırımlardır.

Doğrudan yatırımlar bir ekonomide yerleşik bir kuruluşun bir başka ekonomide yerleşik bir şirkette uzun vadeli ve kalıcı yatırım yapmak, yönetimde söz sahibi olmak amacıyla yaptığı yatırımlardır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı sabit sermaye yatırımı olarak adlandırılır. Bu yatırımlar yöneldiği ülkede yeni bir şirket için kuruluş sermayesi sağlamak, var olan bir şirketin hisselerinin %10'undan fazlasını satın almak şeklindedir. Doğrudan yatırım, sermayenin yanı sıra üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisi aktarımını da sağlayan yatırımlardır (tcmb.gov.tr, Ödemeler Dengesi İstatistikleri'ne İlişkin Yöntemsel Açıklama). Bununla beraber ev sahibi ülkede kalma eğilimi şeklinde daha geniş eğilimler göstermektedir (Lipsey vd., 1999, s. 358-359).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları kavramında bahsi geçen “doğrudan” kelimesi yabancı sermaye yatırımlarını portföy (dolaylı) yatırımlarından ayırır. Portföy yatırımları menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanmaktadır. Portföy yatırımlarında yabancı yatırımcının sermaye dışında başka katkısı yoktur. Devlet ya da özel kuruluşların hisse senetleri, borç senetleri (tahvil, bono) ve diğer para piyasası araçlarını içermektedir. Portföy yatırımları arbitraj kârı arayışı ile bir ülkeye yönelir. Böylece yerleşik şirket uluslararası piyasalardan kaynak sağlar (tcmb.gov.tr, Ödemeler Dengesi İstatistikleri'ne İlişkin Yöntemsel Açıklama).

Portföy yatırımlarında hisse senedi sahibinin işletme yönetimi üzerinde dolaylı bir denetim hakkı vardır. Bu hak, hisse senedine sahip olan yatırımcının şirket genel kurulunda vereceği oylarla kullanılır. İşletme hisseleri çok sayıda yatırımcı arasında dağılmış ise bireysel olarak yatırımcının yönetim üzerinde uygulayabileceği denetimin önemi oldukça az olacaktır (ekodialog.com-b). Doğrudan yatırımda yatırımcı yerleşik şirketin yönetim ve denetiminde etkilidir. Diğer yatırımlar ise, doğrudan yatırım, portföy yatırımları, finansal türevler ve rezerv dışında kalan tüm sermaye hareketlerini içermektedir. Ticari krediler (vadeli mal alımı veya satımı şeklindeki krediler), krediler (nakit krediler), döviz mevcutları ve mevduat hesapları ile diğer varlık ve yükümlülükleri kapsamaktadır.

Kaynak yetersizliği Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin başlıca sorunları içerisinde yer almaktadır. Kalkınma için kullanılabilir eski tasarrufların (rezervler) yetersiz olduğu durumlarda yabancı sermaye yatırımlarının ülke ekonomilerine çekilmesi ile sermaye aktarımı sağlanmalıdır. Bu sayede ülkelerin ekonomik kalkınmalarını gerçekleştirebilmeleri beklenir. Gelişmiş ülkelere ziyade gelişmekte olan ülkelere çok daha fazla toplam yabancı sermaye içinde doğrudan yabancı yatırımların yapıldığı görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelere yabancı sermaye akımının yönelmesiyle sermaye kısıtının aşılmasının yanında diğer önemli bir husus, yabancı yatırımların risk faktörü düşük olan ülkelere yönelmesidir (Savaşhan ve Dursun, 2006).

Bu çalışmada kısa vadeli sermaye hareketleri olarak hisse senetlerinden elde edilen gelirler (kar payları), tahvil ve benzeri borç enstrümanları ile ilgili gelirlerin ve diğer finansal varlık ve yükümlülüklerle ilgili gelir enstrümanları ele alınmakta olup, kısa vadeli yabancı yatırımların reel döviz kuru ile ilişkisi bağlamında Türkiye ekonomisi incelenmektedir.

### 1. Literatür İncelemesi

Kuramsal ve ampirik değerlendirmeler gelişmekte olan ülkelerin kamu açıklarını finanse edebilmek için kısa vadeli sermaye hareketlerini özendirici politikalardan yararlandığını göstermektedir. Değişim sürecinde gelişmekte olan ülkeler dışarıdan gelecek kaynakların doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımları olarak gelmesini teşvik edici politikalar uygulamayı tercih etmişlerdir (Calvo vd., 1993; Dooley ve Kletzer, 1994). Gelişmekte olan ülke piyasalarının yabancı yatırımcılara piyasalarını açmasıyla doğrudan yabancı yatırımların ülke ekonomilerine olan getirisi artmıştır (Bekaert ve Harvey, 2000, s. 565-566). Gelişmekte olan ülkelerde teknolojik ilerlemelerin gerçekleştiği süreçlerde doğrudan yabancı yatırımların sermaye hareket miktarları ile ekonomik büyümeye katkı sağlamış olması teknolojik ilerlemenin büyüme ile doğrusal bir ilişki içerisinde olduğunu göstermektedir (Borensztein vd., 1998, s. 116-117). Ekonomik büyüme ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki korelasyonun pozitif bağlantısı üzerinde durulan ampirik bir çalışmada beşeri sermayenin rolünün büyük olduğu belirtilmiştir (Bengoa ve Sanchez-Robles, 2003, s. 540). Fischer'in yapmış olduğu çalışma sermaye piyasaları ve büyüme arasında pozitif bir bağı desteklemektedir (Fischer, 1999, s. 95). Gruben ve McLeod (1998) panel veri analizi ile yürüttüğü çalışmada doğrudan yabancı yatırımlar, cari işlemler açığı, portföy yatırımları, kısa vadeli ve uzun vadeli sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyle pozitif ilişki içinde olduğunu belirtmişlerdir. Uzun vadeli sermaye girişlerinden ziyade portföy girişleri ve kısa vadeli sermaye girişlerinin ekonomik büyümeye katkısının daha fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bekaert ve Harvey portföy yatırımlarının finansal entegrasyon bariyerleri ile ilişkili olduğunu belirtmiştir. Özel menkul kıymetlerin belli bir ekonomide pozitif bir korelasyon sağlamanın yanında kesit volatilesinin düşük olmakla beraber endüstriyel çeşitlenme ile kesit volatilesini yükseltecek şekilde etkilediğini ifade etmiştir (Bekaert ve Harvey, 1998, s. 16). Feenstra'nın çalışması verimlilik ile yabancı yatırımlar arasında pozitif ve anlamlı bir etkileşimi nitelendirmektedir (Feenstra vd., 1999, s. 339). Sektörde bazı yabancı firmalar tarafından üretilen teknolojik yazılımlar ve işgücü artışı sermaye hareketleri sağlamanın yanında yönetim ve pazarlama fonksiyonlarının verimliliğini arttırmaktadır (Balasubramanyam ve Balasubramanyam, 1997, s. 842).

Kısa vadede spekülative ve arbitraj kârı sağlamak için gelişmekte olan ülkelere gelen yabancı sermaye yatırımlarındaki artışın ekonomik büyümeye katkı sağlayacağı beklenmektedir. Ancak en küçük istikrarsızlık durumunda ülkeyi terk etmesi bu sermayenin oynaklığının da arttığını göstermektedir. Finansal serbestleşme süreci ve sonrasında uygulanan politikalar mali piyasalarda belirsizlik yaratmakla beraber ilerleyen dönemlerde

bazı ülkelerde ekonomik krizlere neden olmuştur. Bhagwati ise finansal liberalizasyonun ilgili ülkelerin sermaye hareketlerinin güzel görünen yüzünün arkasında bankacılık krizleri ve para krizlerine neden olduğunu belirtmektedir (Bhagwati, 1998, s. 11). Yaşanan bu gelişmeler finansal liberalizasyonun ekonomik istikrarsızlık oluşturduğu yönünde görüşleri desteklemekler niteliktedir. 1990'lardan sonraki dönemde mali küreselleşme sürecinin tamamlanmasının ardından; uluslararası sermaye girişinin yoğunlaşmasıyla, gelişmekte olan ülkelerde ve Rusya gibi dönüşüm ekonomilerinde neredeyse arka arkaya ortaya çıkan ekonomik krizler ortaya çıkmıştır. Dünya genelinde 1994-1995 yıllarında Meksika Krizi, 1997 yılında patlayan ve kısa sürede bölgesel bir krize dönüşen 1998'e kadar süren Güneydoğu Asya Krizi, 1998 Rusya Krizi, güçlükle bastırılan 1999 Brezilya Krizi ve 2002 Arjantin Krizi yaşanmıştır. 2007 yılı ortasında başlayan küresel mali kriz Amerika'da mortgage kredilerine dayanmaktadır. Etkilerini 2008 yılında gösteren finansal sorun, likidite krizine dönüşmüştür. ABD banklarının borç verme riskini yabancı yatırımcılara aktarması sonucunda başta Avrupa olmak üzere global finansal piyasalar üzerinde domino etkisi yaparak (Susam ve Bakkal, 2008) 2009 yılında şiddetlenmiş ve tüm dünyaya yayılmıştır. 2013 yılı itibariyle, özellikle Avrupa'da ABD ve Japonya'da etkisini sürdürmektedir (Özyurt, 2014).

Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin farklı makroekonomik ortamlarda gerçekleştiği görülmektedir. Bu ülkelerin ortak özelliği ise finansal liberalizasyonu gerçekleştirerek, uluslararası sermaye hareketleri üzerinde tüm kontrolleri kaldırmış olmalarıdır. Mali krizlerle mücadele gelişmekte olan ülkelerin refah kaybını engellemek için alınacak tedbirler bakımından önemlidir. Amprik çalışmalarda yabancı sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi daha ziyade pozitif yönde etkilediği şeklinde bulgulara ulaşılmaktadır (Waheed, 2004). Yabancı yatırımlar ile ekonomik büyüme arasında gerçekleşen ilişkiye yönelik literatür çalışmalarına bakıldığında değişkenler arasında negatif yada pozitif yönlü ilişkiler olmasının yanı sıra etkileşimin olmadığı şeklinde farklı şekillerde araştırma sonuçları olduğu görülmektedir.

## **2. Türkiye' de Yabancı Sermaye Hareketleri**

Finansal liberalizasyonun, 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkeler açısından önemli boyutlara ulaştığı bilinmektedir. Türkiye'de finansal piyasalarda spekülasyon sermaye giriş dönemlerinde yapay bir büyüme yaşanırken, çıkış dönemlerinde ise ciddi krizlerin oluştuğu görülmektedir. Kısa süreli spekülasyon sermaye akımlarının ülkeye girişinde dünya üzerindeki faiz oranlarının düşüklüğü ve Türkiye'de arbitraj olanaklarının yüksek düzeyde olması etkili olmuştur. Gelişmiş ülkelerde en az on yılda finansal arbitraj yoluyla elde edilebilen gelir Türkiye'de bir yıl içinde elde edilmiştir (Demir ve Sever, 2009, s. 224). 1990 sonrası Türkiye'deki mali akımları belirleyen faktörler üzerine yapılan çalışmada ise 1992-2002 döneminde sermaye girişlerinin reel döviz kuru artışı, dışa açıklık ve sermaye yatırımlarıyla pozitif korelasyona sahip iken, sanayi üretim endeksi ile negatif korelasyona sahip olduğu görülmüştür (Balkan, Biçer ve Yeldan, 2002).

Kula (2003), dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının finansal sermaye hareketlerine oranla Türkiye ekonomisi ve sermaye birikimi üzerinde daha olumlu etkileri olduğunu göstermektedir. Fakat, dolaysız yabancı sermaye yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki korelasyon istatistik olarak anlamsız bulunmuştur. İnsel ve Sungur yaptıkları çalışmada toplam sermaye akımları ve sermaye akımlarının alt kalemleri ile seçilmiş 42 ekonomik gösterge arasındaki ilişkileri nedensellik analizi ile incelemiştir. Kısa vadeli sermaye akımlarından cari açıklara, özel sektör sabit sermaye yatırımlarına, DİBS faiz oranı artışına ve enflasyona doğru bir nedensellik olduğu bulunmuştur. Kısa vadeli sermaye akımlarından ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik olmadığı tespit edilmiştir (İnsel ve Sungur, 2003). 1992:01-2001:06 verilerinin Var yöntemini kullanarak yapılan incelemede toplam sermaye giriş artışlarının, faiz oranları ve enflasyon oranını düşürürken, yurt içi paranın değer kazandığı ve ekonomik büyümenin gerçekleştiği görülmektedir (Berument ve Dincer, 2004)

Keskin 1992:01-2007:07 dönemine ilişkin aylık veriler ile sınır (bound) testi ve ARDL yaklaşımı ile Türkiye ekonomisine yönelen portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin; döviz kuru, faiz oranı, döviz rezervleri ve cari işlemler dengesi üzerindeki etkisini araştırmıştır. Analiz sonucunda; Türkiye'ye yönelen portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin uzun dönemde ulusal paranın reel olarak değer kazanmasına yol açarak cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilediği belirlenmiştir. Ayrıca, portföy yatırımlarının uzun dönemde, faiz oranının düşmesine ve döviz rezervlerinin artmasına neden olduğu tespit edilmiştir (Keskin, 2008). Yücel ve Gümüş'ün nedensellik analizi ile yaptığı incelemede reel döviz kurlarının yabancı yatırımcıların tahvil bono piyasasındaki alım satım kararları üzerinde etkili olduğu sonucu görülmektedir (Yücel ve Gümüş, 2013, s. 440-441). Mayıs 2010-Aralık 2012 dönemine ait günlük veriler içerisinde Johansen-Juselius testi ile seçilen hisse senedi endeksleri arasında uzun dönemli eş hareketlilik olmadığı kanıtlanmıştır. Var modeline dayalı Granger nedensellik test sonuçlarına göre; İMKB'nin sunduğu uluslararası portföy çeşitlendirme fırsatlarının değerlendirilmesi gerekmektedir. Ayrıca bu çalışmada Onay'ın 2007 yılında gerçekleştirdiği analiz sonuçlarıyla paralel sonuçlara ulaşıldığı belirtilmiştir (Çelik, 2013).

İnandım (2005), kısa vadeli sermaye hareketleri ile sıcak para akımlarının reel döviz kuru sapmaları üzerinde kriz dönemlerinde etkili olduğu ve sapmalar üzerinde etkilerin arttığı sonucuna ulaşmıştır. Sermaye hareketlerine bakıldığında, doğrudan yatırımlara göre, portföy yatırımı ve kısa vadeli yatırımlarda çok daha yüksek seviyelerde artış olduğu görülmüştür. Türkiye ve gelişmekte olan diğer ülkelerde dış açık ve kamu açıkları yabancı sermaye girişleri ile finanse edilmeye çalışılmıştır. Bu girişin sağlanabilmesi için hükümetler faizleri yükseltirken, kurları düşürme eğiliminde politikalar yürütülmeye; kısa vadeli sermaye girişleriyle borçlanma dinamiklerini sürdürülebilir kılmaya çalışmıştır. Ancak, ani sermaye çıkışları mevcut finansman sorunlarını derinleştirerek krizlerin oluşumuyla sonuçlanmıştır (Seyidoğlu, 2003, s. 147; Demir ve Sever, 2009, s. 224).

Türkiye'nin 1989-1990 yıllarında geçirdiği para ve sermaye piyasasının serbestleşmesi ile tamamladığı mali liberalleşme sürecinden sonraki dönemde sıklıkla mali kriz-

ler yaşanmıştır. 1991 Körfez krizi, 1994 ekonomik krizi ile 1998 Asya ve Rusya kriz yılları haricinde yabancı sermaye hareketleri artma eğilimi göstermiştir. Kriz yıllarında Türkiye'nin ekonomik görünümüne bağlı olarak yabancı sermaye yatırımları azalmıştır (Öcal ve Polat, 2012, s. 83). Türkiye'de Kasım 2000 ve Şubat 2001 ciddi boyutlarda yaşanmış krizlerdir. 1994, 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan ekonomik krizlerde kısa süreli sermaye hareketlerinin etkisinin büyük olduğu bilinmektedir. Türkiye ekonomisi, küresel ekonomik krizin etkisiyle başta dış talep daralması olmak üzere, içeride yatırımlardaki düşüş ve hane halkının tüketim harcamalarını kısımasıyla 2008 yılının son çeyreğinde ve 2009 yılının ilk çeyreğinde önemli ölçüde küçülmüştür. Sert bir şekilde küçülen iktisadi faaliyet, dengeleyici para ve maliye politikalarının etkisiyle 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren toparlanma sürecine girmiştir (TCMB, Finansal İstikrar Raporu, 2010, s. iii). Finansal serbestleşmeyle gelişen teknoloji ve artan uluslararası ilişkilere bağlı olarak yeni finansal yöntem ve araçlar ortaya çıkmıştır. Dünyada ekonomi ve finans sektörü alanında yaşanan bu gelişmelere paralel olarak, TCMB finansal alt yapı kuruluşları konusunda ve ödeme sistemleri alanındaki çalışmalarına hız vermiştir (TCMB, Finansal İstikrar Raporu, 2014, s. 95). TCMB 2010 yılından itibaren finansal istikrarı destekleyici makro ihtiyati önlemler almaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan yüksek reel faiz, düşük döviz kuru politikası portföy yatırımını çekici kılmaktadır. Ancak literatür incelemelerine bakıldığında yabancı yatırımlar ile reel kur etkisini inceleyen çalışmaların az olduğu görülmektedir. Bu nedenle Türkiye'de reel döviz kurları ile yabancı yatırımların ilişkisi incelenmektedir.

### **3. Uygulama**

#### **3.1. Veri Seti**

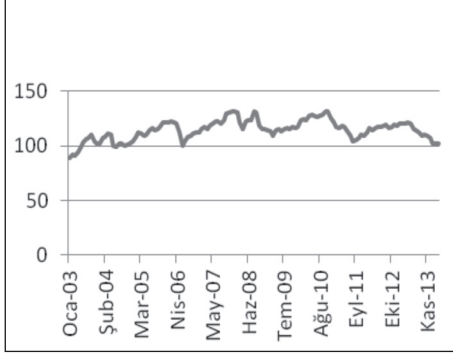
Çalışmanın verileri TCMB web sitesinin Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden elde edilmiştir (TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi). Bu sistemde merkez bankasının reel döviz kurlarını üç farklı yöntemle hesapladığı görülmektedir. Reel efektif döviz kurlarının hesaplanmasında fiyat şişkinliklerini temsilen birinci olarak birim işgücü maliyetleri, ikinci olarak tüketici fiyatları ve üçüncü olarak üretici fiyatları esas alınmaktadır. Bu çalışmada tüketici fiyatlarının esas alındığı 2003 yılı baz yıl olarak kabul edildiği 2003:01-2014:03 dönemine ait aylık veriler kullanılmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketleri ise aynı kaynakta yer alan "Ödemeler Bilançosu Analitik Sunum" seçeneği içerisindeki C-11 ve C-13 koduyla yer alan Portföy Hesabı ile Diğer Yatırımların toplamından oluşan ve aynı şekilde 2003:01-2014:03 dönemi içerisindeki aylık verilerden meydana gelmektedir.

#### **3.2. Yöntem**

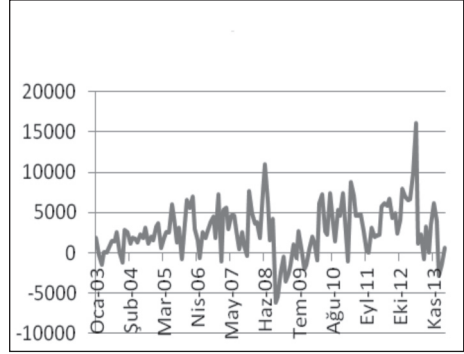
##### **3.2.1. Nedensellik Analizi**

Çalışmamızda reel döviz kuru (RDK) ve Türkiye ekonomisine gelen kısa vadeli yabancı yatırımlar arasında bir nedensellik ilişkisinin mevcut olup olmadığı araştırılmıştır. Ampirik çalışmalarda Granger nedensellik testi kolay uygulanabildiğinden çok tercih

edilmektedir. 1980' li yılların sonlarında ortaya çıkan eş bütünleşme literatürü nedensellik testi ile ilgili teorik çalışmaların yeniden gözden geçirilmesine katkı sağladığı görülmektedir (Granger, 1986). Nedensellik analizi ile iki değişken arasında ilişki olup olmadığı tespit edilmektedir. Ayrıca, neden sonuç ilişkisinin yönü ampirik olarak test edilebilmektedir (Granger, 1969; Sims, 1972).



Şekil 1. Reel Döviz Kurları



Şekil 2. Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar

### 3.2.2. Birim Kök Testi

Durağan olmayan serilerle yapılan analizler sahte regresyon sorununa neden olmaktadır. Bu bağlamda öncelikle serilerin durağanlık durumları literatürde yaygın olan; Dickey ve Fuller tarafından gerçekleştirilen “Genişletilmiş Dickey-Fuller” (ADF) birim kök testi yardımı ile gerçekleştirilecektir (Dickey ve Fuller, 1981). Serilerin sabit ve trend etkilerine sahip olmalarından dolayı birim kök analizinde sabitli ve trendli yöntem tercih edilmiştir. Tablo 1’de ADF test sonuçları görülmektedir.

### 3.3. Bulgular

Tablo 1: ADF Test Sonuçları

Değişkenler	ADF Test İstatistiği	Kritik Değer - % 1	Kritik Değer - % 5
RDK	-2.902	-4.029	-3.444
Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar	-6.939	-4.027	-3.443
DRDK	-6.625	-2.582	-1.943

Tablo 1’deki sonuçlar incelendiğinde RDK serisinin düzeyde durağan olmadığı ve Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar serisinin durağan olduğu görülmektedir. RDK serisinin birinci farkında tekrar birim kök analizi yapıldığında serinin durağanlaştığı anlaşılmak-



tadır. Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar serisi, sabit ve trend etkilerine sahip olduğu için bu etkilerden arındırılarak analize dahil edilmiştir.

Analizde sağlıklı sonuçlar elde edilmesi için paket programın otomatik hesaplama yöntemi tercih edilmemiştir. Serilerin birbirini açıklayıp açıklamamaları, Akaike ve Schwarz bilgi kriterleri göz önüne alınarak değerlendirilmiştir. Tablo 2’de Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar serisinin bağımlı değişken olduğu regresyon sonuçları görülmektedir.

**Tablo 2:** Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar Serisinin Bağımlı Değişken Olduğu Regresyon Sonuçları

Dependent Variable: Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-54.91585	242.4017	-0.226549	0.8212
DRDK	205.3042	72.55125	2.829782	0.0055
DRDK(-7)	173.4264	72.17760	2.402774	0.0178
DRDK(-11)	194.1385	71.27358	2.723850	0.0074
Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar (-1)	0.441261	0.075489	5.845345	0.0000
Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar (-12)	0.197745	0.085087	2.324024	0.0218
R-squared	0.341991	F-statistic		12.16181
Adjusted R-squared	0.313871	Prob(F-statistic)		0.000000
Durbin-Watson stat	2.067388			
Sum squared resid	8.37E+08			
Log likelihood	-1142.084			

Tablo 2’deki sonuçlara göre reel döviz kuru, Kısa Vadeli Yabancı Yatırımları etkilemektedir. Ayrıca reel döviz kurları ve kısa vadeli yabancı kaynakların aylık gecikmeleri dikkate alındığında yukarıdaki tabloya sadece *t* istatistiği anlamlı çıkan değerler yerleştirilmiştir. Buna göre Türkiye’de kısa vadeli yabancı yatırımlar aylık olarak reel döviz kurlarından etkilenmektedir. Bunun yanında aynı zamanda ilk 6 ay ile yıl sonuna doğru reel döviz kurlarının değişim seyri de bizzat kısa vadeli sermaye hareketlerini etkilemektedir. Ayrıca kısa vadeli sermaye hareketlerinin kendisi de yıl başı ve yıl sonu itibarıyla kendi değerini etkiler. Bu durumda yabancı yatırımcıların bağımlı değişken olarak kabul edilen kısa vadeli yabancı yatırımların genel seyri ile ulusal paranın değer kazanıp kazanmadığına göre yatırım kararı verdiğini ifade edebiliriz. Bu bakımdan sıcak para girişlerinin engellenmesinin kurlardaki istikrara ve kısa vadeli girişlerin sermaye girişlerinin güncelliğini yitirmesine de bağlı olacaktır. Diğer taraftan Kısa Vadeli Yabancı Yatırımların, reel kur üzerindeki etkisi Tablo 3’te görülmektedir.

**Tablo 3:** Reel Döviz Kuru Serisinin Bağımlı Değişken Olduğu Regresyon Sonuçları

Dependent Variable: DRDK (Reel Döviz Kuru)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.073595	0.258033	0.285215	0.7760
DRDK(-1)	0.301787	0.085033	3.549035	0.0006
DRDK(-2)	-0.387943	0.086824	-4.468144	0.0000
DRDK(-3)	0.262060	0.087827	2.983825	0.0035
DRDK(-4)	-0.229457	0.083891	-2.735186	0.0072
DRDK(-12)	-0.190513	0.075454	-2.524881	0.0130
Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar (-1)	0.000232	8.39E-05	2.761064	0.0067
Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar (-3)	-0.000181	8.75E-05	-2.066163	0.0411
Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar (-9)	-0.000234	8.45E-05	-2.766977	0.0066
R-squared	0.341296	F-statistic		7.318626
Adjusted R-squared	0.294662	Prob(F-statistic)		0.000000
Durbin-Watson stat	2.013116			

Tablo 3'e göre bağımlı değişken olarak kabul edilen reel döviz kurlarının aynı zamanda bu kurların ilk 4 ay ile yıl sonu aylık değerlerinden de etkilendiği ifade edilebilir. Bu durum kurlardaki değişme eğiliminin bizatihi kendisinin döviz arz ve talebini etkileyecek spekülasyon hareketlere zemin hazırladığını da göstermektedir. Ayrıca, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ilk 3 aylık ve 9 aylık değerleri de döviz kurlarını etkilemektedir. Aynı zamanda bir önceki tablodan elde edilen sonuçlarla da uyumlu olup, adı geçen iki değişken arasında anlamlı ve çift yönlü bir nedenselliğin varlığına işaret etmektedir.

### Sonuç

İktisadi kalkınmada, gelişmekte olan ülkeler arasında sermaye yetersizliği sorunu temel üretim faktörü haline gelmiştir. Sermaye yetersizliği sorununu aşmada, yabancı kaynaklardan yararlanmak gelişmekte olan ülkeler açısından temel yol olarak kabul edilmektedir. Yabancı kaynak girişlerinin sağlıklı ve istikrarlı bir şekilde gerçekleştirilmesi için özellikle kısa vadede faiz ve kur dengesinin sağlanması büyük önem taşımaktadır. Bu bağlamda gelişmekte olan ülkelerin dışından kaynaklanan nedenlerle ortaya çıkan aşırı sıcak para girişleri kurlardaki dengeyi bozarak, ekonomide var olan yapısal sorunların daha da kalıcı hale gelmesine yol açabilmektedir.

Mevcut durum gelişmekte olan ülkelerde dış ticaret ve cari işlemler bilançosu açıklarını kapatmada ancak kısa vadeli sermaye girişlerinden yararlanmanın gerekliliğini ortaya koymaktadır. Yabancı kaynaklardan yararlanırken ekonomilerde yaşanan dalgalanmalar dış ticaret ve cari işlemler bilançosu açıklarını da artırabilmektedir. Zira aşırı sıcak para

girişleri ulusal paranın değer kazanmasına yol açacaktır. Bu durum ülkelerin iktisat kabiliyetini olumsuz etkilemekle beraber, döviz getiri işlemlerini yavaşlatırken, döviz giderine yol açan işlemleri de artırabilmektedir. Dalgalanmaların yol açtığı kısmi istikrarsızlıklar ise ekonomilerde işsizlik ve enflasyon gibi diğer temel makro göstergeleri de istikrarsızlaştırmaktadır. Geline durum, gelişmekte olan ülkeleri temel istikrarsızlıklarla tek başına mücadele edemez hale getirebilmektedir. Bu çalışma göstermiştir ki 2003:01-2014:03 verileri esas alınır Türkiye'de kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kurları arasında çift yönlü ve anlamlı bir nedensellik ilişkisi mevcuttur. Bu çift yönlü ilişkinin kırılması hem reel kurlarda istikrar, hem de kısa vadeli spekülatif yatırımların yabancılar açısından cazip olmaktan çıkarılmasına bağlıdır. Bunun için de bir yandan diğer döviz getirici kalemlerin istikrara kavuşturulması, diğer yandan da enflasyon rakamlarının aşağıya çekilerek ekonominin kur-enflasyon-faiz girdabından kurtarılması gerekmektedir. Ekonomik istikrar tedbirlerini alırken faiz gibi kısa vadeli sonuçlar alınabilecek araçları kullanmayı zorunlu kılsa bile, Merkez Bankasının uyguladığı kısa vadeli faiz oranlarını zaman zaman artırması uzun vadede maliyet enflasyonuna yol açarak rekabet kabiliyeti ile işsizlikle mücadele gibi konularda daraltıcı etkileri kalıcı hale getirebilmektedir.

Sonuç olarak, ekonominin genel yapısı kısa vadeli istikrarsızlıkları tek başına önlemeye müsait değildir. Asıl sorunun yapısal dönüşümün ekonominin kendi iç dinamikleriyle, eksik olan sermaye faktörünü tamamlanma becerisine kavuşturacak önlemlerin alınması gerektiği şeklinde ifade edilebilir. Bu önlemler artan cari işlemler açığının giderilmesi için reel sektörde özellikle ara malları yönünden dışa bağımlılığı azaltacak nitelikte olmalıdır. Ayrıca ekonomide rekabet kabiliyeti kazandıracak ve döviz tasarrufu sağlayacak teknolojik gelişmelerin daha çok teşvik edilmesi gerekecektir. Bunu sağlayabilmek için de kısa vadeli sermaye girişleri yerine doğrudan yabancı sermaye yatırımları gibi uzun vadeli sermaye girişlerini artırma ve ithal malları yerine yerli malları üretimini cazip hale getirecek ve teşvik edecek önlemler alınmalıdır.

#### KAYNAKÇA

- Adanır, N. D. (2010). Dünyada ve Türkiye'de uluslararası doğrudan yatırımlar: 1995-2008, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, (Tez Numarası: 253137), Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı.
- Balasubramanyam, V. N., Balasubramanyam, A. (1997). International trade in services: the case of india's computer software. *The World Economy*, c.20, sy.6, ss.829-843.
- Balkan, E., Biçer, F. G., Yeldan, A. E. (2002). Patterns of financial capital flows and accumulation in the post-1990 Turkish economy. In *METU International Conference on Economics VI*, Ağustos, Ankara.
- Başar, S., Doğan, E. M., Karabulut, K., Kaya, V., Kızıltan, A., Bayrak M., Odabaşoğlu, F. G. (2011). *İktisada giriş*, Erzurum: Atatürk Üniversitesi Yayını No: İKTG-0021 Açıköğretim Fakültesi Yayını, Zafer Ofset Matbaacılık. 1. Baskı.

- Bekaert, G., Harvey, C. R. (1998). Capital flows and the behavior of emerging market equity returns, (*Working Paper No. 6669*). *National Bureau of Economic Research*.
- Bekaert, G., ve Harvey, C. R. (2000). Foreign speculators and emerging equity markets. *The Journal of Finance*, c.55, sy.2, ss.565-613.
- Bengoa, M., Sanchez-Robles, B. (2003). Foreign direct investment, economic freedom and growth: new evidence from Latin America. *European Journal of Political Economy*, c.19, sy.3, ss.529-545.
- Berument, H., Dincer, N. N. (2004). Do capital flows improve macroeconomic performance in emerging markets, *Emerging Markets Finance and Trade*, c.40, sy.4, ss.20-32.
- Bhagwati, J. (1998). The capital myth: the difference between trade in widgets and dollars. *Foreign Affairs*, c.77, sy.3, ss.7-12.
- Borensztein, E., De Gregorio, J., Lee, J. W. (1998). How does foreign direct investment affect economic growth?. *Journal of International Economics*, c.45 sy.1, ss.115-135.
- Calvo, G. A., Leiderman, L., Reinhart, C. M. (1993). Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors. *Staff Papers-International Monetary Fund*, c. 40, sy.1, ss.108-151.
- Çelik, İ., Kaya, M., Tunç, H. (2013). Uluslararası portföy çeşitlendirmesi açısından gelişmekte olan ülke borsaları arasındaki eşhareketlilik: Brezilya-Türkiye üzerine bir uygulama, *SD Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, c.18, sy.1, ss.167-180.
- Demir, M., Sever, E. (2009). Kısa vadeli sermaye hareketlerinin nedenleri, etkileri ve sermaye hareketliliğinde devletin rolü: Türkiye üzerine bir inceleme, *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, c.8, sy.29, ss.214-239.
- Dickey, D. A., Fuller, W. A. (1981). Likelihood ratio statistics for autoregressive time series with A unit root. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, c.49, s.4, ss.1057-1072.
- Dooley, M. P., Kletzer, K. M. (1994). Capital flight, external debt and domestic policies, (*Working Paper No. 4793*). *National Bureau of Economic Research*. ss. 1-30, [http://www.nber.org/papers/w4793.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w4793.pdf?new_window=1)
- Ekinci, A. (2011). *Sermaye hareketleri büyüme ilişkisi: oecd ülkeleri örneği*. Paper Presented at EconAnadolu 2011: Anadolu International Conference in Economics II, Haziran 2011, Eskişehir, Türkiye. ss.15-17,
- Ekodialog.com-a  
<http://www.ekodialog.com/Makaleler/dogrudan-yabanci-sermaye-yatirimlari-sorulari-1.html> [01.02.2014]

Ekodialog.com-b

<http://www.ekodialog.com/Konular/dogrudan-yabanci-yatirim-nedir.html> [01.02.2014]

Feenstra, R. C., Madani, D., Yang, T. H., Liang, C. Y. (1999). Testing endogenous growth in South Korea and Taiwan. *Journal of Development Economics*, c.60, sy.2, ss.317-341.

Fischer, S. (1999). On the need for an international lender of last resort. *The Journal of Economic Perspectives*, c.13, sy.4, ss.85-104.

Gruben, W. C., McLeod, D. (1998). Capital flows, savings and growth in the 1990s. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. c.38, sy.3, ss.287-301.

Granger, C.W.J. (1969). Investigating causal relations by econometric models and crossspectral methods, *Econometrica*, c.37, sy.3, ss.423-439.

Granger, C.W.J. (1986). Developments in the study of cointegrated economic variables, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, c.48, sy.3, ss.213-228.

İnandım, Ş., Özlale, Ü., Piyasalar Genel Müdürlüğü. (2005). Kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kuru etkileşimi: Türkiye örneği.

İnsel, A., Sungur, N. (2003). Sermaye akımlarının temel makroekonomik göstergeler üzerindeki etkileri: Türkiye örneği-1989: III-1999: IV, *Discussion Paper, Turkish Economic Association*. (No. 2003/8).

Keskin, N. (2008). Finansal serbestleşme sürecinde Türkiye'de sermaye hareketlerinin makroekonomik etkileri, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, c.45, sy.526, ss.17-38.

Kula, F. (2003). Uluslararası sermaye hareketlerinin etkinliği: Türkiye üzerine gözlemler, *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, c.4, sy.2, ss.141-154.

Lipseý, R. E., Feenstra, R. C., Hahn, C. H., Hatsopoulos, G. N. (1999). The role of foreign direct investment in international capital flows. *In International capital flows* (ss. 307-362). University of Chicago Press.

Onay, C. (2007). Cointegration analysis of Bovespa and Istanbul stock exchanges, *In Proceedings of Oxford Business and Economics Conference*. Oxford University, 24-26 Haziran, ss.1-8.

Öcal, F. M., Polat, M. A. (2012). Küresel düzeyde sermaye hareketlerini yönetmede tobin vergisi Türkiye örneği, *Erciyes Üniversitesi, İİBF Dergisi*, s. 40, Haziran-Aralık 2012, ss 67-94.

Özyurt, H (2014). 2008 Küresel mali krizi konulu konferans, RTE Üniversitesi Fındıklı Uygulamalı Bilimler Yüksekokulu.

Savaşan, F., Dursun, İ. (2006). Ekonomik özgürlükler ve doğrudan yabancı yatırımlar: İstatistiksel Bir Analiz. *Selçuk Üniversitesi, İİBF*. ss.29-52.

- Seyidoğlu, H. (2003). Uluslararası mali krizler, IMF politikaları, az gelişmiş ülkeler, Türkiye ve dönüşüm ekonomileri, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, c.4, sy.2, ss.141-156.
- Susam, N. ve Bakkal, U (2008). Kriz süreci makro değişkenleri ve 2009 bütçe büyüklüklerini nasıl etkileyecek. *Maliye Dergisi*, Temmuz-Aralık, sy.155, ss. 72-88.
- Sims, C. A. (1972), Money income and causality, *The American Economic Review*, c.62, sy.4, ss.540-552.
- TCMB, *Elektronik veri dağıtım sistemi*, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html> [04.02.2014]
- TCMB, *Ödemeler dengesi istatistikleri'ne ilişkin yönetsel açıklama* <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odemet.pdf> [01.07.2014]
- TCMB (2014), *Finansal istikrar raporu*, Mayıs 2014, Sayı 18. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/finist/finist18.php>
- TCMB (2010), *Finansal istikrar raporu*, Mayıs 2010, Sayı 10. [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/finist/Fir\\_TamMetin10.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/finist/Fir_TamMetin10.pdf)
- Waheed, A. (2004). Foreign capital inflows and economic growth of developing countries: a critical survey of selected empirical studies. *Journal of Economic Cooperation*, c.25, sy.1, ss.1-36.
- Yücel, A. T., Gümüş, G. K. (2013). Reel döviz kuru-portföy yatırımları ilişkisi: Türkiye örneği, *17. Finans Sempozyumu*, Muğla, ss.439-443.