

Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımları ile CDS Primi, Döviz Kuru ve Faiz Oranı Arasındaki İlişkilerin İncelenmesi

Ecem ARIK¹

¹ Dr. Arş. Gör., Toros Üniversitesi, ecem.ozhan@toros.edu.tr, ORCID: 0000-0003-1528-9460

Öz: Yabancı sermaye girişleri ülke ekonomileri için önemli kaynaklardır. Bu kapsamda yabancı portföy yatırımları bir yandan yatırım yapılan ülkenin finansal piyasasının gelişmesine katkı sağlarken aynı zamanda uzun vadede ülke ekonomisinin kalkınmasında rol oynamaktadır. Ancak, yabancı yatırımcılar uluslararası piyasalarda risklerini dağıtarak portföy yatırımları gerçekleştirirken çeşitli sistematik riskleri de dikkate almaktadır. Bu nedenle, yabancı portföy yatırımlar üzerinde etkisi bulunan faktörlerin belirlenmesi yabancı sermaye girişlerini arttırmayı amaçlayan ülke ekonomileri için önem arz etmektedir. Bu çalışmanın amacı 2007:Q4-2024:Q4 dönemleri arasında Türkiye’de yabancı portföy yatırımları ile kredi risk primi (Credit Default Swap, CDS), dolar kuru ve faiz oranı arasındaki ilişkilerin incelenmesidir. Çalışmada değişkenler arasındaki dinamik ilişkilerin incelenmesinde vektör otoregresif (Vector Autoregressive, VAR) analizi kullanılmıştır. Nedensellik testinden elde edilen bulgulara göre yabancı portföy getirilerinin açıklanmasında CDS primi ve faiz getirilerinin kullanılabileceği belirlenmiştir. Etki-tepki grafiklerine göre ise yabancı portföy getirilerinin CDS primi ve dolar getirilerindeki şoklara karşı kısa vadede negatif; faiz getirilerine ise pozitif tepki verdiği görülmüştür. Bu çalışmadan elde edilen sonuçların, yabancı sermaye girişlerini arttırmayı amaçlayan ve makroekonomik göstergeleri şekillendiren politika yapıcılarına kısa vadede fikir sunması beklenmektedir.

Anahtar Kelimeler: Yabancı Portföy Yatırımları, CDS Primi, Döviz Kuru, Faiz Oranı, VAR Analizi

Jel Kodları: C32, G11, G15

Examination of Relationships Between Foreign Portfolio Investments and CDS Premium, Exchange Rate and Interest Rate in Turkey

Abstract: Foreign capital inflows are important resources for national economies. In this regard, foreign portfolio investments contribute to the long-term development of the nation’s economy in addition to bolstering the expansion of the financial market in the investment nation. However, foreign investors also consider various systematic risks while making portfolio investments by spreading their risks in international markets. Therefore, determining the factors that have an impact on foreign portfolio investments is important for national economies aiming to increase foreign capital inflows. The purpose of this study is to examine the relationship between foreign portfolio investments and credit risk premium (Credit Default Swap, CDS), dollar exchange rate and interest rate in Turkey between 2007:Q4-2024:Q4 periods. Vector Autoregressive (VAR) analysis was used to analyse the dynamic relationships between variables in the study. According to the findings obtained from the causality test, CDS premium and interest rate returns can be used to explain foreign portfolio returns. According to the impulse-response graphs, it is observed that foreign portfolio returns respond negatively to shocks in CDS premium and dollar returns in the short run, while they respond positively to interest rate returns. It is expected that the study’s findings will give policymakers short-term insights into how to improve macroeconomic indicators and foreign capital inflows.

Keywords: Foreign Portfolio Investments, CDS Premium, Exchange Rate, Interest Rate, VAR Analysis

Jel Codes: C32, G11, G15

Atıf: Arık, E. (2025). Türkiye’de yabancı portföy yatırımları ile CDS primi, döviz kuru ve faiz oranı arasındaki ilişkilerin incelenmesi. *Fiscaeconomia*, 9(3), 1781-1799.
<https://doi.org/10.25295/fsecon.1664326>

Geliş Tarihi: 24.03.2025

Kabul Tarihi: 19.06.2025



Telif Hakkı: © 2025. (CC BY)
(<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

1. Giriş

Bir ülkedeki yabancı sermaye girişleri iki şekilde gerçekleşmektedir. Birincisi, o ülkede yeni bir şirket kurulması ya da mevcut bir şirketin alınması ile ortak olunması şeklinde yapılan faaliyetlerdir. Bunlar doğrudan yatırımlar olarak adlandırılır. İkincisinde ise yurtdışı yerleşiklerinin hisse senetleri, borç senetleri vb. menkul değerleri satın alma suretiyle gerçekleştirdikleri portföy yatırımları aracılığıyla ülkeye nakit girişi sağlanır. Diğer bir ifade ile yabancı portföy yatırımları dolaylı yabancı sermaye yatırımları olarak ifade edilir (Aydın & Aksoy, 2023, s. 500). Yabancı portföy yatırımları, yabancı ülkedeki pay senetleri, tahvil, borç senetleri ve yatırım fonlarını içeren uluslararası yatırım pozisyonları olarak tanımlanmaktadır (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2025).

Yabancı portföy yatırımları aracılığıyla gelen yabancı sermaye hareketleri sermaye piyasalarının gelişimine olumlu yönde katkı sağlayarak ülke ekonomilerinin uzun dönemde kalkınmasında rol oynamaktadır. Yabancı portföy yatırımlarında riskin dağıtılarak etkin kaynak dağılımı mümkün kılındığı için ülke ekonomileri açısından bu yatırımların önemli olduğu ifade edilmektedir. Öte yandan, portföy yatırımlarının çeşitli nedenlerle hızla çekilebilmesi, ülkede ekonomik problemlerin ortaya çıkmasına ve makroekonomik istikrarsızlığa neden olabilmektedir (Doğukanlı & Çetenak 2008, s. 38).

İletişim ağları ve bilgi teknolojisindeki gelişmeler ile birlikte tasarruflarını uluslararası piyasalarda değerlendiren yatırımcılar, yatırımlarını küresel olarak daha fazla çeşitlendirme imkânı elde etmişlerdir. Küresel piyasalara ilişkin bilgilerin hızlı bir şekilde elde edilebilmesi, yatırımcıların portföy yatırımlarına yönelik hızlı karar verebilmelerini sağlamıştır. Dolayısı ile bu durum, yabancı ülkelere portföy yatırımı yapan yatırımcılara yatırım kararlarında esneklik kazandırmıştır (Agarwal, 2017; Makoni, 2020).

Rasyonel yatırımcıların temel amacı düşük risk, yüksek getiri sağlayacak optimal portföylere yatırım yapmaktır. Bu nedenle aralarında korelasyon ilişkisinin düşük olduğu çeşitli finansal varlıklara yatırım yaparak portföy çeşitlendirmesini gerçekleştirirler (Markowitz, 1952). Yatırımcılar, portföy çeşitlendirmesi yaparken kendi ülkeleri dışındaki yabancı ülkelere de finansal varlık satın alabilirler. Yatırımcıların yabancı piyasalardan çeşitli menkul değerlere yatırım yapmasındaki amaç, riski dağıtarak düşük riskle yüksek getiri elde etme arzusudur. Bu şekilde yapılan yabancı portföy yatırımlarında yatırım yapılan ülkelerin politik, ekonomik ve sosyal durumu yatırım kararlarında büyük önem taşır. Dolayısı ile yabancı portföy yatırımcıları ülkedeki sistematik riskleri (faiz oranı riski, ülke riski, döviz riski, enflasyon riski, politik risk) dikkate alarak yatırım pozisyonu almaktadır (Şenol & Can, 2020, s. 635).

Yabancı portföy yatırımcıları sosyal, siyasi ve ekonomik görünümün iyi olduğu ülkelere portföy yatırım yapmayı amaçlamaktadır. Bu noktada, bu riskleri yansıtan ülke riskinin temsili olarak ifade edilen Kredi Temerrüt Takası (Credit Default Swap, CDS) yatırımcıların takip edebileceği önemli bir göstergedir. CDS primleri, bir ülkenin ekonomisinde yaşanan değişimleri, finansal piyasalardaki volatilitiyi, çeşitli makro göstergelerinde yaşanan değişimleri, uluslararası piyasalarda oluşan gelişmeleri hızla yansıtabildiği için yatırımcıların yatırım kararı verirken dikkate aldığı bir önemli göstergedir. CDS primlerindeki düşüşler yabancı portföy yatırımlarını arttırırken bu değerlerde yaşanan yükselişler yabancı portföy yatırımlarının ülkeden çekilmesine neden olmaktadır (Uğur & Tosun, 2023, s. 347). Diğer taraftan, ülkedeki faiz oranı ve döviz kurları gibi makroekonomik değişkenler de yabancı yatırımcıların yatırım kararını etkilemektedir. Sıcak para girişi sağlayan ve finansal piyasaların gelişmesinde etkisi bulunan yabancı yatırımcılar konusu Türkiye için önemli bir yere sahiptir. Bu kapsamda bu çalışmada 2007:Q4-2024:Q4 dönemleri arasında Türkiye'deki yabancı portföy yatırımları üzerinde dolar kuru, faiz oranı ve CDS priminin etkisi incelenmiştir. Çalışmada değişkenler arasındaki dinamik ilişkilerin incelenmesinde vektör otoregresif (Vector Autoregressive, VAR) analizi kullanılmıştır.

Yabancı portföy yatırımları söz konusu olduğunda, Türkiye gibi gelişmekte olan ülke piyasaları çeşitli risk faktörlerine karşı duyarlıdır. Bunlardan biri olan CDS primleri, ülkedeki risk algısını ölçmek için önemli bir ölçüttür. CDS primindeki değişimlere bağlı olarak şekillenen yabancı portföy yatırımları, yatırımcıların ülke riskini nasıl fiyatladıklarının bir göstergesidir. Diğer yandan, faiz oranları ve döviz kurları gibi göstergeler ile yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiler makroekonomik kırılganlıkların değerlendirilmesinde yol gösterici nitelik taşımaktadır. Dolayısıyla, yabancı portföy yatırımları ile çeşitli ekonomik faktörlerin ilişkisinin incelendiği çalışmalar özellikle Türkiye gibi gelişmeye açık piyasalarda uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki belirleyicilerin anlaşılmasında önemli rol oynamaktadır. Bu bağlamda, bu çalışmadan elde edilen sonuçlar, Türkiye’de çeşitli finans kurumları ve politika yapımcılarının uluslararası sermaye hareketlerine yönelik kısa vadeli politika geliştirme süreçlerine katkı sağlayabilir.

Yabancı portföy yatırımlarındaki artışlar hem yatırımcılar hem de bu yatırımları alan ülkeler için risk taşımaktadır. Özellikle oldukça değişken fiyatlara ve gelişmemiş ekonomik yapıya sahip gelişmekte olan ülke piyasalarında faaliyet göstermek, yatırımcılar için risklidir. Bu anlamda, gelişmekte olan ülkelerdeki yatırımcıların ülke riskine ek olarak faiz oranı ve döviz kuru riski gibi sistematik risklere maruz kalma olasılığı yüksektir. Bu nedenle gelişmekte olan ülke piyasaları arasında bulunan Türkiye’de, yabancı portföy yatırımları ile ülke risk primi, döviz kuru ve faiz oranı arasındaki ilişkilerin incelenmesi önem arz etmektedir. Alana ilişkin literatür incelendiğinde, bu çalışma çeşitli yönleriyle benzer çalışmalardan ayrılmaktadır. Birincisi, literatürde genel olarak yabancı portföy yatırımları ile makroekonomik faktörler arasındaki ilişkiler incelenirken bu çalışmada kullanılan değişkenlerin bir arada bulunduğu çalışmalar oldukça sınırlıdır. Ayrıca, genel olarak portföy yatırımları üzerinde ekonomik büyüme, CDS primi vb. makroekonomik faktörlerin etkisinin araştırıldığı çalışmalar (Oudat vd., 2020; Sevil & Ünkaracalar, 2020; İltar & Gök, 2021; Suyadal vd., 2021) mevcuttur. Ancak, faiz oranı ve döviz kuru değişkenleri de yabancı portföy yatırımlarını etkileyen önemli makroekonomik faktörlerdendir (Agarwal, 1997; Gümüş vd., 2013; Yıldırım & İldokuz, 2019; Adumekwe, 2023; Mohamed vd., 2023; Shah vd., 2023; Kumar & Dua, 2024; Onyia vd., 2024). Özellikle Türkiye’de yapılan çalışmalar dikkate alındığında, yabancı portföy yatırımları üzerinde bu faktörlerin bir arada bulunduğu çalışmalar kısıtlıdır. Dolayısıyla bu çalışmada, yabancı portföy getirileri üzerindeki etkilerinin incelenmesi için dolar kuru, faiz oranı ve CDS primi değişkenleri birlikte ele alınarak çalışmanın kapsamı genişletilmiştir. İkincisi, bu çalışmada yabancı portföy yatırımlarının yalnızca pay senetleri kısmı değil geneli temsil etmesi bakımından pay senetleri, borçlanma araçları ve diğer olmak üzere tüm finansal araçlar üzerinden çalışma yürütülmüştür. Ek olarak, analiz döneminin uzunluğu ve belirtilen diğer faktörler de dikkate alındığında, bu çalışmanın literatüre katkı sağlaması beklenmektedir.

Bu çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde konuya genel bir giriş yapılmıştır. İkinci bölümde yabancı portföy yatırımları üzerinde çeşitli finansal değişkenlerinin etkisinin incelendiği uluslararası ve Türkiye’deki çalışmalar aktarılmıştır. Üçüncü bölümde çalışmanın veri ve analiz yöntemi açıklanmıştır. Dördüncü bölümde analiz bulguları verilirken sonuç bölümünde çalışmadan elde edilen sonuçlar değerlendirilmiş ve literatürdeki çalışmalarla benzerlikleri ve farklılıkları açıklanmıştır.

2. Literatür Taraması

Bu bölümde yabancı portföy yatırımları üzerinde çeşitli finansal değişkenlerin etkisinin araştırıldığı uluslararası ve Türkiye konulu çalışmalar özetlenmiştir.

Yabancı portföy yatırımları üzerinde çeşitli finansal değişkenlerin etkisinin araştırıldığı uluslararası çalışmalar; Agarwal (1997), gelişmekte olan seçili Asya ülkelerindeki yabancı portföy yatırımları üzerinde etkisi bulunan faktörler regresyon analiziyle incelenmiştir. Çalışma enflasyon, döviz kuru, sermaye piyasası ve ekonomik faaliyet endeksinin portföy yatırımları üzerinde önemli olduğu belirlenmiştir. Onuorah &

Akujuobi (2013), çalışmasında Nijerya'da yabancı portföy yatırımları üzerinde makroekonomik değişkenlerin etkisini Granger nedensellik testiyle incelenmiştir. Çalışma sonucunda faiz oranı, döviz ve enflasyonun portföy yatırımları üzerinde etkisi bulunurken nedensellik bulgusuna rastlanmamıştır.

Nwosa & Adeleke (2017), çalışmalarında Nijerya'da 1986-2016 dönemleri için doğrudan yatırımlar ve yabancı portföy yatırımlarındaki oynaklığın belirleyicilerini EGARCH yöntemiyle araştırmışlardır. Çalışma sonucunda, ticaret açıklığı ve GSYH'nin doğrudan yatırımlar; faiz oranı ve borsa kapitalizasyonunun ise yabancı portföy yatırımlarının oynaklığı üzerinde etkisi olduğu belirlenmiştir. Makoni (2020), çalışmasında seçili Afrika ülkelerinde döviz kuru, enflasyon ve sermaye açıklık oranının yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisi panel regresyon modeliyle incelenmiştir. Çalışma sonucunda, ilgili değişkenlerin portföy yatırımları üzerinde anlamlı ve negatif bir etkisi bulunmuştur. Oudat vd. (2020), çalışmalarında Bahreyn'de yabancı portföy yatırımlarını etkileyen makroekonomik faktörler ARDL yöntemiyle araştırılmıştır. Analiz sonucunda, enflasyon ve Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'nın (GSYH) portföy yatırımları üzerinde önemli etkisi olduğu bulunmuştur. Ulah vd. (2021), çalışmalarında gelişmekte olan piyasalardaki yabancı portföy yatırımları üzerinde etkisi bulunan finansal faktörler VECM modeliyle araştırılmıştır. Analiz bulguları, enflasyon, döviz kuru ve CDS priminin ilgili ülkelerdeki portföy yatırımları üzerinde anlamlı ve negatif etkisi olduğunu göstermiştir.

Ezirim vd. (2022), çalışmalarında 1986-2019 dönemleri arasında Nijerya'da yabancı portföy yatırımları üzerinde seçili makroekonomik faktörlerin (enflasyon, faiz oranı, GSYH, döviz kuru ve vergi) üzerindeki etkisi ARDL yöntemiyle incelenmiştir. Çalışma sonucunda, faiz ve GSYH ile yabancı portföy yatırımları arasında anlamlı bir ilişki bulunmazken, döviz kurunun kısa ve uzun vadede yabancı portföy yatırımlarını negatif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Nigure vd. (2022), çalışmalarında 2016-2020 dönemi için Doğu Afrika Borsası'nda işlem gören hisse senedi getirileri ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi seçili makroekonomik faktörler (döviz kuru, GSYH, faiz ve enflasyon oranı) aracı değişkenleri ile incelemişlerdir. Regresyon analizi sonucunda, yabancı portföy yatırımlarının hisse senedi getirilerini pozitif ve anlamlı şekilde etkilediği belirlenmiştir.

Jacob vd. (2022), çalışmalarında Hindistan'da yabancı portföy yatırımları ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi VECM modeliyle incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, döviz kuru hareketlerinin yabancı portföy yatırımları üzerinde etkisi olduğu ortaya çıkmıştır.

Adumekwe (2023), çalışmasında Nijerya'da yabancı portföy yatırımları ile pay getirileri ilişkisini Johansen- Juselius eşbütünleşme testiyle araştırılmıştır. Çalışma sonucunda uzun vadede yabancı portföy yatırımları ile pay senetleri ve tahvil fiyatları arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunurken döviz kuru ve enflasyon ile herhangi bir ilişki bulunamamıştır. Mohamed vd. (2023), çalışmalarında Mısır'da yabancı portföy yatırımları üzerinde enflasyon, döviz kuru ve bütçe açığının etkisi VAR modeliyle incelenmiştir. Sonuç olarak, enflasyon ile yabancı portföy yatırımları arasında negatif bir ilişki bulunmuştur.

Chi (2023), çalışmasında Q1:2007-Q4:2022 dönemleri için Vietnam'daki para arzı, makroekonomik göstergeler ve yabancı portföy yatırımı arasındaki ilişkiyi ARDL modeliyle incelemiştir. Çalışma sonucunda, döviz kurları ve doğrudan yabancı yatırımların yabancı portföy yatırımlarını negatif; GYSH'deki artışların ise yabancı portföy yatırımlarını pozitif yönde etkilediği belirlenmiştir.

Shah vd. (2023), çalışmalarında Pakistan'da döviz kuru, faiz oranı ve GSYH değişkenleri ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişki ARDL modeliyle incelenmiştir. Çalışma sonucunda, değişkenlerin uzun dönemde eşbütünleşik olduğu belirlenmiştir. Kumar & Dua (2024), çalışmalarında BRICS ülkelerinde yabancı portföy yatırımları üzerinde ABD tahvil faiz getirisinin etkisini panel eşbütünleşme analiziyle incelenmiştir. Çalışma sonucunda, tahvil getirilerinin ilgili ülkelerin yabancı portföy yatırımları üzerinde negatif etkisi olduğu belirlenmiştir. Onyia vd. (2024), Nijerya'da

yabancı portföy yatırımları üzerinde döviz kuru ve faiz oranının etkisini regresyon modeliyle test etmiştir. Çalışma sonucunda ilgili portföy getirileri üzerinde döviz kuru ve faiz oranının negatif bir etkisi olduğu belirlenmiştir.

Bu konuya ilişkin Türkiye’de yapılan çalışmalar; Doğukanlı & Çetenak (2008), yabancı portföy yatırımları ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)’nda işlem gören hisse senetlerinin getirileri arasındaki ilişkiyi VAR modeliyle incelemişlerdir. Granger nedensellik sonucunda hisse senedi getirilerinin yabancı portföy yatırımlarının Granger nedenseli olduğu bulunmuştur. Yıldız (2012), çalışmasında 1999-2009 dönemleri arasında yabancı portföy yatırımlarının enflasyon, GSYH, büyüme hızı, Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ve diğer seçili değişkenler ile ilişkisini çoklu regresyon modeli ve faktör analiziyle incelemiştir. Regresyon modeli sonucunda, enflasyon, büyüme hızı, İMKB ve Dow Jones endekslerinin yabancı portföy yatırımları üzerinde etkisi olduğu bulunmuştur.

Gümüş vd. (2013), çalışmalarında portföy yatırımları üzerinde çeşitli makroekonomik göstergelerin etkisi VAR modeli ve Granger nedensellik testiyle incelenmiştir. Çalışma sonucunda, portföy yatırımları üzerinde Sanayi Üretim Endeksi’nin etkisi bulunurken İMKB ve döviz kuru fiyatlarının portföy yatırımlarından etkilendiği belirlenmiştir.

Çilingirtürk & Çetiner (2018), çalışmalarında BRIC-T ülkelerinde yabancı portföy yatırımları ile dolar kuru arasındaki ilişki panel eşbütünleşme analiziyle incelenmiştir. Çalışma sonucunda ilgili ülkelerdeki portföy yatırımlarının dolar kurundan etkilendiği sonucuna varılmıştır. Yıldırım & İldokuz (2019), çalışmalarında dolar kuru, faiz oranı, CDS primi ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi VAR modeliyle araştırılmıştır. Çalışma sonucunda değişkenler arasında portföy yatırımları üzerinde en fazla CDS priminin etkisi olduğu belirlenmiştir. Sevil & Ünkaracalar (2020), çalışmalarında CDS primleri ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişki Granger nedensellik ve Johansen eşbütünleşme testiyle analiz edilmiştir. Analiz bulgularından ilgili değişkenler arasında anlamlı ve negatif ilişki ile CDS primlerinden portföy yatırımlarına tek yönlü nedensellik olduğu sonucuna varılmıştır.

Küçükkocaoğlu & Çakır (2021), çalışmalarında 1961-2018 dönemleri için gelişmiş ve gelişmekte olan toplam 168 ülkede yabancı portföy yatırımları üzerinde seçili ekonomik faktörlerin (enflasyon, kredi notu, ekonomik büyüme, döviz kuru, dış borç ve ticaret dengesi) etkisi panel veri analiziyle incelenmiştir. Çalışma sonucunda, yabancı portföy yatırımlarının enflasyon ile anlamlı ve negatif; büyüme, kamu ve özel sektör dış borcu, doğrudan yabancı yatırımlar, ticaret dengesi, kredi notu, döviz kuru ile pozitif bir ilişkisi olduğu belirlenmiştir.

İlter & Gök (2021), çalışmalarında CDS primlerinin doğrudan ve dolaylı yatırımlar üzerindeki etkisini Fourier nedensellik testiyle incelemişlerdir. Çalışma neticesinde risk primleri ile portföy yatırımları arasında çift yönlü nedensellik bulunmuştur. Keskin (2021), çalışmasında kredi notları ile doğrudan ve dolaylı yatırımlar arasındaki ilişkiyi ARDL yöntemi aracılığıyla test etmiştir. Çalışma sonucunda, kredi notlarının portföy yatırımları üzerindeki etkisi olduğu sonucuna ulaşılırken; doğrudan yabancı yatırımlar üzerine anlamlı bir etkisi bulunmamıştır. Suyadal vd. (2021), çalışmalarında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde CDS primleri, yabancı portföy yatırımları, ekonomik büyüme oranı, döviz kuru, enflasyon arasındaki ilişki panel nedensellik testiyle analiz edilmiştir. Çalışma bulguları döviz kuru, enflasyon ve CDS primlerinin her iki ülke grubu için de portföy yatırımlarının nedeni olduğunu göstermiştir. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerde büyüme oranı portföy yatırımlarının nedeni iken gelişmiş ülkelerde bu bulguya rastlanmamıştır.

Aydın & Aksoy (2023), çalışmalarında BİST 100 endeksi, doğrudan yabancı yatırımlar, yabancı portföy yatırımları ve dolar kuru arasındaki ilişkiler ARDL yöntemiyle incelenmiştir. Çalışma sonucunda BİST 100 endeksi ile portföy yatırımları dışında kalan değişkenler arasında uzun vadede anlamlı ilişki bulunmuştur. Güzel & Benli (2023), çalışmalarında dolaylı yabancı yatırımlar ile BİST 100 endeksi arasındaki

ilişki Granger nedensellik testiyle analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda, BİST 100 endeksinden portföy yatırımlarına tek yönlü nedensellik bulgusu elde edilmiştir. Şenol vd. (2023), çalışmalarında CDS primleri ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişki yapısal kırılmalı Fourier Granger nedensellik testiyle analiz edilmiştir. Analiz sonucunda, CDS primlerinden portföy yatırımlarına tek yönlü nedensellik bulunmuştur. Uğur & Tosun (2023), çalışmalarında CDS primi ile portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi Fourier fonksiyonlu nedensellik testleri ile Granger nedensellik testi araştırmıştır. Çalışma neticesinde, ülke risk primi ile portföy yatırımları arasında çift yönlü nedensellik bulgusu elde edilmiştir.

Kiremitçi (2024), çalışmasında CDS primlerinin portföy yatırımları üzerindeki etisi ARDL yöntemiyle analiz edilmiştir. Çalışma bulguları portföy yatırımlarının CDS primlerinden negatif etkilendiğini ve değişkenlerin uzun dönemde eşbütünleşik olduğu gözlenmiştir. Küçükosman & Uzun (2024), çalışmalarında yabancı portföy yatırımları ile CDS primleri arasındaki ilişki Granger nedensellik analiziyle incelenmiştir. Çalışma sonucunda CDS primlerinden yabancı portföy yatırımlarına tek yönlü nedensellik olduğu belirlenmiştir. Ayrıca; portföy yatırımları üzerinde CDS primlerinin negatif bir etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Özer (2024), çalışmasında BİST 100 endeksi ile portföy yatırımları arasındaki ilişki Johansen eşbütünleşme ve Granger nedensellik testiyle analiz edilmiştir. Analiz neticesinde, değişkenler arasında uzun dönemde eşbütünleşme ilişkisi belirlenirken herhangi bir nedensellik bulgusuna rastlanmamıştır. Özkurt (2024), çalışmasında dolar kuru, euro kuru, altın ve tahvil fiyatları ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi ARDL modeliyle incelenmiştir. Analiz sonucunda, seçili yatırım araçları ile portföy yatırımlarının uzun vadede eşbütünleşik olduğu belirlenmiştir. Sezal & Kendirli (2024), çalışmalarında dolaylı ve doğrudan yabancı yatırımlar ile döviz ve TL faiz oranları arasındaki ilişki ARDL yöntemiyle test edilmiştir. Çalışma sonucunda, döviz ve TL faiz oranları ile portföy yatırımları arasında herhangi bir ilişki bulunmamıştır.

Mirgen (2025), çalışmasında Türkiye’de 2011:03-2023:07 dönemleri arasında yabancı portföy yatırımları ile faiz oranı, döviz kuru ve seçili borsa endeksleri arasındaki ilişkiyi ARDL modeliyle test etmiştir. Çalışma sonucunda, yabancı portföy yatırımları üzerinde döviz kurunun anlamlı ve negatif; BİST 100, Nasdaq 100 ve FTSE 100 endekslerinin ise pozitif etkisi olduğu ortaya çıkmıştır.

Konuya ilişkin literatür incelendiğinde; döviz kuru, ülke risk primleri, enflasyon, faiz oranı, borsa ve GSYH gibi ekonomik ve finansal göstergelerin yabancı portföy yatırımları üzerinde belirleyici rol oynadığı görülmüştür (Ngure vd., 2022; Jacob vd., 2022; Chi, 2023; Aydın & Aksoy, 2023; Shah vd., 2023; Kiremitçi, 2024; Küçükosman & Uzun, 2024; Özkurt, 2024; Mirgen, 2025). Ancak, özellikle Türkiye’deki çalışmalar incelendiğinde, yabancı portföy yatırımları üzerinde çeşitli finansal değişkenlerin etkisinin incelendiği çalışmalar mevcut olmakla birlikte CDS primi, döviz kuru ve faiz oranı değişkenlerinin bir arada bulunduğu çalışmalar oldukça sınırlı kalmıştır. Diğer yandan, literatürdeki çalışmalara kıyasla bu çalışmada yabancı portföyler pay senetleri, borçlanma araçları ve diğer olmak üzere tüm finansal araçlar üzerinden yürütülmüştür. Ek olarak, analiz döneminin literatüre göre daha kapsayıcı olması faktörü de dikkate alındığında çalışmanın literatürdeki boşlukları doldurması beklenmektedir.

3. Veri Seti ve Yöntem

3.1. Veri

Bu çalışmada 2007:Q4-2024:Q4 dönemleri arasında Türkiye’deki yabancı portföy yatırımları üzerinde dolar kuru, faiz oranı ve CDS priminin etkisi incelenmiştir. Çalışmada değişkenler arasındaki dinamik ilişkilerin incelenmesinde VAR analizi kullanılmıştır. 2005:Q4 ile 2007:Q4 arasında eksik gözlem bulunması sebebiyle çalışma 2007:Q4 döneminden başlatılmıştır. Dolayısı ile bu durum çalışmanın kısıtını oluşturmaktadır. Türkiye’deki yabancı portföy yatırımlarının değişkenin verileri

çeyreklik olarak yayınladığı için diğer değişkenlere ait veriler aylık verilerden çeyreklik verilere dönüştürülmüştür. Çalışma kapsamında analize dâhil edilen değişkenlere ait açıklayıcı bilgiler Tablo 1’de verilmiştir.

Tablo 1. Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Değişken	Sembol	Kaynak
Dolar kuru	DOLAR	tr.investing.com
Faiz Oranı	FAIZ	evds2.tcmb.gov.tr
Kredi Risk Primi	CDS	tr.investing.com
Yabancı Portföy Yatırımı	PORTFOY	evds2.tcmb.gov.tr

¹ Tabloda kullanılan fiyat serileri $[(P_t) - (P_{t-1}) / (P_{t-1})]$ formülü ile getiri serilerine dönüştürülmüştür.

3.2. Yöntem

Çalışmalarda serilerin zaman boyunca ortalama ve varyanslarının sabit olduğu varsayımından hareket edilir ancak uygulamada yapılan varsayım ihlalleri açıklanmaya çalışılan ilişkilerden elde edilen sonuçların güvenilirliğine zarar verebilir. Çünkü, durağan olmayan serilerde sisteme verilen bir şokun etkisi kalıcı olabilir. Ayrıca, durağan olmayan iki seri kullanarak kurulan bir regresyon modelinden elde edilen sonuçların doğruluğunu zedeleyen sahte regresyon sorununu ortaya çıkabilmektedir (Granger & Newbold, 1974; Gujarati, 2009).

Ekonomik ilişkilerin karmaşık olması, birçok ekonomik olayı analiz etmek için tek denklemler yerine eş zamanlı denklemler kullanılmasını gerekli kılmıştır. Ekonomik ilişkiler dikkate alındığında, makroekonomik faktörlerin birbirinden bağımsız olmaması çalışmalarda içsel ve dışsal değişkenler ayrımı yapılmasını zorlaştırmıştır. Bu soruna çözüm olarak, VAR modelinin içsel ve dışsal değişken ayrımı gerektirmemesi yönetime ilişkin önemli bir avantaj sağlamıştır. Diğer yandan, bağımlı değişkenlerin gecikmeli değerlerinin VAR modeline dahil edilmesi, bu yöntem aracılığıyla geleceğe ilişkin güçlü tahminler yapılabilmesini mümkün kılmıştır (Tarı & Bozkurt, 2006, s. 5). Dolayısı ile yapısal modele herhangi bir kısıtlama getirilmeden dinamik ilişkileri açıklayabilmesi nedeniyle VAR modeli zaman serisi analizlerinde sıklıkla kullanılmaktadır. Bu doğrultuda, çalışmada değişkenler arasındaki dinamik ilişkilerin incelenmesinde bu yöntem tercih edilmiştir.

Bu çalışmada öncelikle serilerin durağanlık sınamasını gerçekleştirmek için Genişletilmiş Dickey Fuller (Augmented Dickey Fuller, ADF) birim kök testine başvurulmuştur. Dickey & Fuller’in (1979) geliştirdiği DF test modeline açıklanan değişkenin gecikmeli değerleri eklenmesiyle elde edilen ADF birim kök testinin model tahminini (sabitli ve trendli) aşağıdaki gibi ifade edilir (Gujarati, 2009, s. 757):

$$\Delta y_t = \mu + \beta t + \delta y_t + \sum_{i=1}^k \alpha_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1)$$

(1) numaralı modelde Δ , fark alma işlemcisi ve $\delta = (p - 1)$ ’dir. $y_0 = 0$ reel bir sayı, ε_t , sıfır ortalama ve σ^2 varyansı sabit normal dağılımlı seriyi tanımlar. Modelde birim kök sınaması $\delta = 0$ (test modelinde birim kök vardır) sıfır hipoteziyle test edilir (Dickey & Fuller, 1981).

Çalışmada ADF birim kök testinden elde edilen bulgular, tüm değişkenlerin $I(0)$; diğer bir ifade ile düzeyde durağan olduklarını göstermiştir. Değişkenlerin düzeyde durağan olmasının tespit edilmesinin ardından VAR modelinin (Sims, 1980; Lutkepohl, 2000) uygulanabileceği belirlenmiştir. Değişkenler arası dinamik ilişkilerin açıklanmasında yararlanılan VAR modeli, yapısal modele kısıtlama getirilmeden ve eşanlı denklemler sisteminin problemi olan içsel-dışsal değişken ayrımına çözüm getiren bir yöntemdir. Ek olarak, bağımlı değişkenlerin gecikmeli değerlerinin modele dâhil edilmesiyle ileriye dönük güçlü tahminler yapılabilmektedir (Tarı & Bozkurt, 2006, s. 4-5).

İki değişkenli VAR modeli aşağıdaki gibi tahmin edilmektedir (Özgen & Güloğlu, 2004, s. 96):

$$y_t = a_1 + \sum_{i=1}^p b_{1i} y_{t-i} \sum_{i=1}^p b_{2i} x_{t-i} + e_{1t} \quad (2)$$

$$x_t = c_1 + \sum_{i=1}^p d_{1i} y_{t-i} \sum_{i=1}^p d_{2i} x_{t-i} + e_{2t} \quad (3)$$

Yukarıdaki denklem (2) ve (3)'de p ; gecikmelerin uzunluğunu göstermektedir. VAR modeli varsayımına göre hataların kendi gecikmeli değerleriyle ilişkisiz olması modelin kısıt olmadan kullanılabilmesini sağlar. Bu durum, değişkenlerin gecikme uzunluklarının artması ile otokorelasyon problemine çözüm getirmektedir. Dolayısıyla, uygun gecikme uzunluğu belirlenerek En Küçük Kareler (EKK) yöntemiyle model tahmin edilir (Özgen & Güloğlu, 2004, s. 96).

VAR modeli uygulamalı ekonometrik çalışmalarda yaygın olarak uygulanmaktadır. Bu model, seçim kriterleri gibi istatistiksel araçlarla kolayca belirlenebildiği ve süreç durağan veya durağan olmayan eşbütünleşik değişkenler içerdiği takdirde özellikle kullanılmaktadır. Ancak VAR katsayılarını doğrudan yorumlamak genellikle zordur. Bu nedenle, değişkenleri arasındaki ilişkiyi anlamaya yardımcı olan çeşitli nicelikler önerilmiştir. Bu amaçla dürtü tepkileri (etki-tepki), tahmin hatası varyans ayrıştırmaları geliştirilmiştir (Lütkepohl & Saikkonen, 1997, s. 127-128).

Granger (1969), değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisini “ X 'in gecikmeli değerleri Y 'nin açıklamasında yardımcı oluyorsa X , Y 'nin Granger nedenidir” şeklinde ifade etmiştir. Granger (1969) nedensellik testi, düzeyde durağan zaman serilerinde değişkenlerin gecikmeli değerlerinin eşitliğin sağ tarafında yer aldığı VAR modelinin tahminine dayanır (Demirci, 2017, s. 172).

Etki-tepki fonksiyonları, sistemin tümünü aynı anda veya eş zamanlı olarak etkileyen olayların meydana gelebileceği durumları incelerken içsel değişkenlerin şoklara karşı bu ani tepkilerini yakalama gücü bakımından önemlidir (Ewing vd., 2007, s. 608-609). Etki-tepki fonksiyonlarında, modelde yer alan bağımlı değişkenin kendinde ve diğer değişkenlerde meydana gelen şoklara karşı verdiği tepki analiz edilir.

Etki-tepkiler, değişkenlerin mevcut ve gelecekteki değerlerinin, VAR hatalarından kaynaklanan 1 birimlik artışa verdiği tepkiyi gösterirken varyans ayrıştırması modeldeki değişkenlerin hata teriminde yaşanan şoka bağlı olarak bağımlı değişkeninin hatasındaki yüzde (%) değişimleri ifade eder (Stock & Watson, 2001, s. 106). Dolayısı ile varyans ayrıştırması aracılığıyla bağımlı değişkende yaşanan değişimlerin bağımsız değişkenler aracılığıyla açıklanma derecesi ortaya çıkar.

VAR modelinde çalışmada kullanılan değişkenler bir bütün olarak ele alınır ve aralarındaki ilişkiler açıklanır. Bu doğrultuda, öncelikle serilerin durağanlığı test edilir. Durağanlığın değerlendirilmesinin ardından optimal gecikme uzunluğunun belirlenir. Model için en uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinin ardından değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi Granger nedensellik; bağımlı değişkenin bağımsız değişkeni açıklama derecesi Varyans Ayrıştırma ve son olarak dışsal şoklara karşı değişkenlerde meydana gelen tepkiler Etki-Tepki fonksiyonları aracılığıyla incelenir.

4. Analiz Bulguları

Çalışmanın analiz bölümünde ilk olarak Tablo 1'de açıklandığı gibi fiyat serilerinin getiri serilerine dönüştürülmesinin ardından durağanlık test edilmiştir. Test bulguları Tablo 2'de yer almaktadır.

Tablo 2. ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Model	Gecikme	Test istatistiği
DOLAR	S	0	-6.688978***
	Y	0	-5.146573***
FAIZ	S	0	-4.661997***
	Y	0	-4.587536***
CDS	S	0	-7.409988***
	Y	0	-7.410726***
PORTFOY	S	0	-9.468917***
	Y	0	-9.277867***

***p<0.01. S: sabit; Y: yalın test denklemini tanımlar.

Değişim alınan veya getiri cinsine dönüştürülen serilerde test denkleminin sabit içerme ihtimali olduğu için sabit ile sabit ve/veya trend bulunmayan yalın test modeli aracılığıyla ADF birim kök analizi yapılmıştır.

Tablo 2’de verilen sonuçlara göre tüm seriler düzeyde durağandır (I(0)). Serilerin düzeyde durağan olması VAR analizinin kullanılabileceğini göstermektedir. Bu bağlamda modelin optimal gecikme uzunluğu seçimi yapılmış ve test sonuçları Tablo 3’te sunulmuştur.

Tablo 3. Gecikme Uzunluğu Seçimi

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SIC	HQ
0	131.0374	NA	1.58e-07	-4.306354	-4.165504*	-4.251372
1	154.2727	42.53241*	1.24e-07*	-4.551618*	-3.847368	-4.276707*
2	167.8508	23.01369	1.36e-07	-4.469519	-3.201869	-3.974680
3	175.8591	12.48758	1.82e-07	-4.198615	-2.367565	-3.483847
4	188.4987	17.99526	2.12e-07	-4.084701	-1.690251	-3.150005
5	200.2123	15.08878	2.61e-07	-3.939401	-0.981551	-2.784776
6	219.8024	22.57839	2.54e-07	-4.061099	-0.539849	-2.686545
7	227.5232	7.851612	3.89e-07	-3.780446	0.304204	-2.185964
8	239.9571	10.95876	5.40e-07	-3.659564	0.988486	-1.845154

*Kriterin önerdiği gecikmeyi ifade etmektedir.

Tablo 3’e göre olabilirlik oranı (LR), nihai kestirim hatası (FPE), Akaike bilgi kriteri (AIC), Schwarz bilgi kriteri (SIC) ve Hannan-Quinn (HQ) kriterlerinin önerdiği gecikme uzunluğu belirlenerek VAR (1) modeli tahmin edilmiştir.

Çalışmada belirlenen VAR (1) modeli aracılığıyla değişkenler arasındaki nedensellik analizi için Granger (1969) testi kullanılmıştır. Granger nedensellik testinin uygulanabilmesi için stabilite koşullarının sağlanmasına ihtiyaç duyulur. AR köklerinin birim çember içerisinde olması sistemin istikrarlı olduğunu gösterdiğinden Granger nedensellik testi öncesinde sistemin istikrarlılığı test edilmektedir. Bu doğrultuda AR polinomunun kökleri ve büyüklükleri Tablo 4’te sunulmuştur.

Tablo 4. VAR (1) Modelinin Kökleri

Kök	Büyüklik
0.584316	0.584316
-0.224062 - 0.490181i	0.538963
-0.224062 + 0.490181i	0.538963
0.284726 - 0.332156i	0.437489
0.284726 + 0.332156i	0.437489
0.298020	0.298020
-0.296966	0.296966
-0.127410	0.127410
0.584316	0.584316

Tablo 4'te yer alan köklerin büyüklüğü incelendiğinde, tüm köklerin 1'den küçük olduğu dolayısı ile birim çemberin içinde yer aldığı belirlenerek stabilite koşullarının sağlandığı anlaşılmıştır. Granger nedensellik analizi öncesi sistemin istikrarlı olduğunun belirlenmesinin ardından hata terimleri arasındaki otokorelasyon problemi test edilmiştir. Breusch-Godfrey Lagrange Çarpanı (LM) otokorelasyon test sonuçları Tablo 5'te sunulmuştur.

Tablo 5. LM Otokorelasyon Test Sonucu

Gecikme	LM	Olasılık
1	16.17212	0.4419
2	42.80330	0.0983
3	58.23238	0.1556
4	77.80477	0.1295
5	95.33175	0.1442
6	101.2431	0.4159
7	115.9151	0.5120
1	16.17212	0.4419
2	42.80330	0.0983

Tablo 5'te yer alan LM otokorelasyon testinin sonuçlarına göre olasılık değerleri %5 anlamlılık düzeyinin üzerinde olması sebebiyle sıfır hipotezi (H_0 : Hata terimleri arasında otokorelasyon yoktur) reddedilememektedir. Bu sonuç, modelin iç tutarlılığını desteklemektedir. Dolayısı ile hata terimleri arasında otokorelasyon probleminin bulunmadığının belirlenmesinin ardından VAR modeli için Granger nedensellik testi uygulanmıştır. Granger nedensellik analizinin sonuçları Tablo 5'te gösterilmiştir.

Tablo 5. Granger Nedensellik Testi Sonucu

	DOLAR	FAIZ	CDS	PORTFOY
DOLAR		4.592245**	1.115350	1.002810
FAIZ	1.057797		0.075900	5.392656***
CDS	1.522130	0.473623		3.016023*
PORTFOY	1.451189	6.770853***	1.730678	

*p<0.10; **p<0.05; ***p<0.01

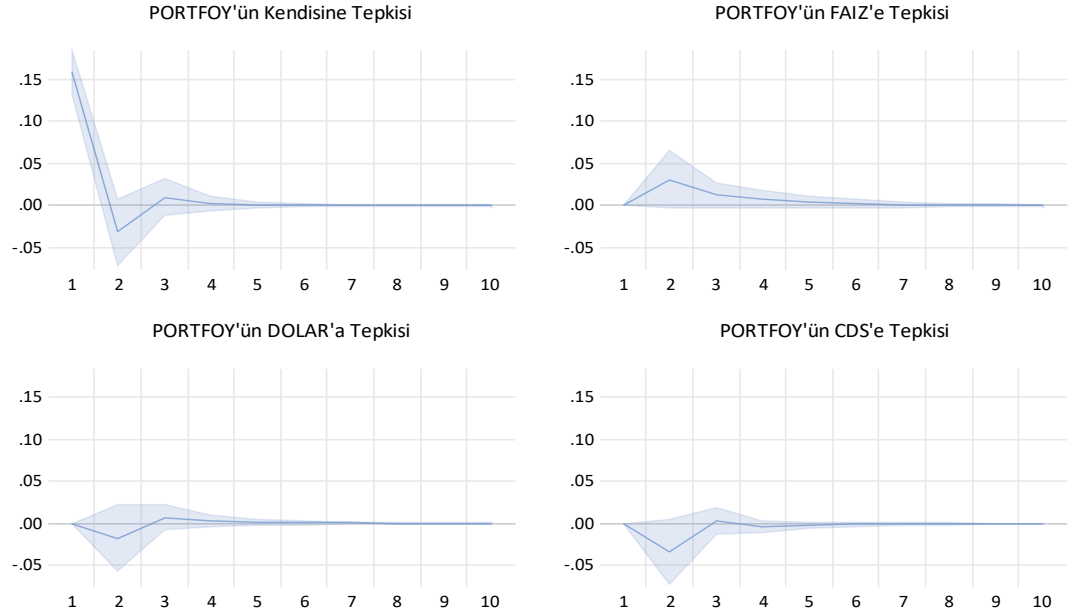
Tablo 5'ten elde edilen sonuçlara göre, CDS ve FAIZ değişkenleri PORTFOY değişkeninin Granger nedenidir. Ülke kredi risk primindeki değişimler ile faiz getirilerinin Türkiye'deki yabancı portföy getirileri üzerinde nedensel olarak anlamlı bulunması, yabancı portföy yatırımlarının ülke kredi risk primine ile faizdeki değişimlere duyarlı olduğunu göstermektedir. Dolayısı ile Türkiye'deki yabancı portföy getirilerinin faiz getirileri ile ülke kredi risk primindeki değişimlerle açıklanabileceği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, bu değişkenlerin yabancı portföy getirileri üzerinde nedensel olarak anlamlı bulunması Türkiye'deki faiz politikaları ile çeşitli makroekonomik politikaların yabancı portföy yatırımlarına etkisi olduğu yönünde yorumlanabilir.

Analizden elde edilen bir diğer sonuç, PORTFOY değişkeninin de FAIZ değişkeninin Granger nedeni olduğudur. Bu durum, Türkiye'deki yabancı portföy getirilerinde faiz getirilerinden yararlanılmasına benzer şekilde faiz getirilerinin açıklanmasında da portföy getirilerinin kullanılabileceğini göstermiştir. Sonuç olarak, kısa vadede yabancı portföy yatırımları üzerinde Türkiye'deki makroekonomik göstergeler etkili olurken bu gösterge ve politikaların şekillenmesinde de Türkiye'deki yabancı portföy yatırımlarının etkisi olduğu görülmüştür.

Son olarak elde edilen bir diğer bulgu ise DOLAR değişkeninden FAIZ değişkenine tek yönlü nedensellik olduğudur. Bu sonuç, Türkiye'deki yatırımcılarının dolar getirilerini kullanarak faiz getirilerini daha iyi öngörebileceklerini göstermiştir. Ek olarak,

elde edilen bu bulgu tasarruflarını özellikle mevduat faizinde değerlendiren yatırımcılar için fikir sağlayabilir.

Granger nedensellik analizinin ardından etki-tepki analizleri yapılmıştır. Şekil 2’de etki-tepki grafikleri yer almaktadır.



Şekil 1. Etki-Tepki Grafikleri

Etki-tepki analizine ilişkin değerlendirmeler ilk 3 dönem baz alınarak yapılmıştır. Bunun sebebi, verilerin çeyreklik olmasından kaynaklı şok karşısında tepkilerin uzun dönemler sürmemesidir (Demirci, 2007, s. 174).

Şekil 2’de verilen etki-tepki grafiklerine göre, PORTFOY değişkeni kendi şoklarına karşı güçlü ve negatif bir tepki göstermektedir. Ancak bu etkinin kısa bir sürede azaldığı ve dengeye geldiği görülmektedir. Genel olarak PORTFOY değişkeninin CDS ve DOLAR değişkenlerinden kaynaklanan şoklara karşı benzer tepki verdiği görülmüştür. Ayrıca, PORTFOY değişkeninin 2. Dönemde FAİZ değişkeni kaynaklı şoklara pozitif; CDS ve DOLAR kaynaklı şoklara ise negatif tepki verdiği gözlenmiştir. Buna göre, ülke kredi risk primindeki değişimler ile faiz getirilerindeki 1 standart sapmalı pozitif şoklar Türkiye’deki yabancı portföy getirilerini ilk 3 dönem kümülatif olarak azaltmakta, sonrasında ise dengeye getirmektedir. Dolayısı ile DOLAR ve CDS primindeki kısa vadeli şokların portföy yatırımlarını negatif etkilemesi, Türkiye’de dolar ve ülke kredi risk primindeki artışların kısa vadede portföy yatırımı çıkışlarına neden olacağı anlamına gelmektedir. Öte yandan, faiz getirilerindeki 1 standart sapmalı pozitif şok ise Türkiye’deki yabancı portföy getirilerini ilk 3 dönem arttırdığı belirlenmiştir.

Tablo 6. Varyans Ayırıştırması

Period	S.E.	PORTFOY	FAIZ	DOLAR	CDS
1	0.157969	100.0000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.168412	91.39257 (5.84747)	3.395403 (3.94962)	1.079942 (2.48866)	4.132087 (4.32343)
3	0.169366	90.74061 (6.28775)	3.886828 (4.03741)	1.262221 (2.53454)	4.110336 (4.27691)
4	0.169616	90.48692 (6.50172)	4.062673 (4.24005)	1.292459 (2.53998)	4.157946 (4.28279)
5	0.169694	90.40907 (6.61938)	4.118684 (4.30570)	1.303336 (2.54878)	4.168910 (4.29611)
6	0.169719	90.38442 (6.68452)	4.136262 (4.35318)	1.306948 (2.55508)	4.172367 (4.29520)
7	0.169727	90.37658 (6.71655)	4.141837 (4.37290)	1.308081 (2.55953)	4.173504 (4.29445)
8	0.169729	90.37409 (6.73472)	4.143602 (4.38433)	1.308441 (2.56212)	4.173862 (4.29452)
9	0.169730	90.37331 (6.74446)	4.144161 (4.39013)	1.308555 (2.56371)	4.173975 (4.29427)
10	0.169730	90.37306 (7.52349)	4.144339 (4.67291)	1.308591 (2.92288)	4.174011 (4.69769)

Tablo 6’ dan elde edilen sonuçlara göre, ilk dönemde PORTFOY değişkeninin tahmin hatasının varyansının %100’ü kendi geçmiş değerleriyle açıklandığı belirlenmiştir. Beşinci dönemde PORTFOY değişkeninin %4’ü FAIZ; %2’si DOLAR ve %4’ü CDS değişkeni tarafından açıklanmaktadır. Dolayısıyla kısa vadede PORTFOY’ün açıklanmasında DOLAR’ın FAIZ ve CDS değişkenlerine göre sınırlı etkisi olduğu görülmüştür. Altıncı ve yedinci dönemler dikkate alındığında beşinci dönem ile benzer şekilde bulgular elde edilmiştir. Dolayısıyla, orta vadede de PORTFOY değişkeni ağırlıklı olarak kendi geçmiş değerleriyle açıklandığı gözlenmiştir. Onuncu dönemde de FAIZ ve CDS değişkenlerinin %4; DOLAR değişkeninin %2 katkısı olduğu tespit edilmiştir. Buna göre; Türkiye’deki yabancı portföy yatırımlarının açıklanmasında faiz oranları ile ülke kredi risk priminin etkisi olduğu sonucuna varılmıştır. Dolar değişkeninin ise portföy yatırımlarını açıklama gücü diğer değişkenlere göre kısıtlı kalmıştır. Öte yandan bu sonuçlar Türkiye’deki yabancı portföy yatırımlarının açıklanmasında başka faktörlerin de rol oynayabileceğini göstermiştir.

5. Sonuç ve Değerlendirme

Bu çalışmada 2007:Q4-2024:Q4 dönemleri arasında Türkiye’deki yabancı portföy yatırımları üzerinde dolar kuru, faiz oranı ve CDS priminin etkisi VAR modeliyle incelenmiştir. Çalışmanın analiz aşamasında ilk olarak getiri cinsine dönüştürülen serilerin durağanlığının tespiti ADF birim kök testi aracılığıyla gerçekleştirilmiştir. Serilerin düzeyde durağan (I(0)) olduğunun tespit edilmesiyle VAR analizinin uygulanmasının uygun olduğu belirlenmiştir. VAR modeli için optimal gecikme uzunluğu belirlenerek, hata terimleri arasında otokorelasyon varlığının test edilmesi için LM otokorelasyon testi uygulanmıştır. Serilerde otokorelasyon olmadığı sonucunun elde edilmesinin ardından modelin istikrarlılığı için hesaplanan kökler ve büyüklükleri test edilmiştir. Tüm köklerin 1’den küçük olmasıyla kurulan VAR modelinin istikrarlı olduğu bulunmuştur. Yapılan ön testler sonrasında Granger nedensellik testleri, etki-tepki analizleri ve varyans ayırıştırma sonuçları ile değişkenler arasındaki dinamik ilişkiler detaylı bir şekilde açıklanmıştır.

Granger nedensellik testinden elde edilen bulgulara göre CDS ve FAIZ değişkenlerinin PORTFOY değişkeninin Granger nedeni olduğu bulunmuştur. Bu doğrultuda; yabancı portföy getirilerinin açıklanmasında Türkiye'nin ülke kredi risk primi ve faiz getirilerinden yararlanılabileceği ifade edilebilir. Öte yandan; Türkiye'nin faiz getirilerinin açıklanmasında da yabancı portföy yatırımlarının kullanılabileceği belirlenmiştir. Bu bağlamda, Türkiye'deki faiz göstergelerinin açıklanmasında yabancı portföy yatırımlarının takip edilebileceği ifade edilebilir.

Granger nedensellik analizinden elde edilen son bulgu ise DOLAR değişkeni FAIZ değişkeninin nedeni olduğudur. Dolayısı ile Türkiye'deki faiz getirilerinin açıklanmasında dolar getirilerinin kullanılabileceği belirlenmiştir. Faiz getirilerinin dolardaki değişimlere duyarlı olması Türkiye'de reel getiri sağlamaya çalışan tasarruf sahipleri ve özellikle mevduat yatırımcıları açısından önemlidir. Bunun yanı sıra bu sonuç, Türkiye'deki ekonomi politikası yapıcılarına da yol gösterici nitelik taşımaktadır.

Varyans ayrıştırma analizinden elde edilen sonuçlara göre kısa vadede PORTFOY değişkeni daha çok kendi iç dinamiklerinden etkilenmektedir. Orta ve uzun dönemde ise bu değişkenin açıklanmasında FAIZ ve CDS değişkenlerinin %4; DOLAR değişkeninin ise %2'lik katkısı olmuştur. Dolayısı ile Türkiye'deki yabancı portföy yatırımlarının açıklanmasında faiz ve ülke kredi risk primindeki değişimlerinin dolar değişimlerine göre daha fazla katkısı olduğu belirlenmiştir. Sonuç olarak özellikle dolardaki değişimlerin yabancı portföy getirilerini açıklama oldukça yetersiz olduğu belirlenmiştir.

Etki-tepki analizine göre PORTFOY değişkeninin ilk 3 dönemde CDS ve DOLAR değişkeninden meydana gelen şoklara negatif; FAIZ değişkeninden kaynaklanan şoklara pozitif tepki verdiği sonrasında dengeye geldiği görülmüştür. Bu durumda, Türkiye'deki ülke risk primi ve dolar kaynaklı şokların Türkiye'deki yabancı portföy yatırımlarını faiz kaynaklı şoklardan farklı yönde etkilediği yorumlanabilir. Türkiye'deki yabancı portföy yatırımcıları üzerinde ülke risk priminin 1 standart sapmalı şokları negatif; faizlerdeki 1 standart sapmalı şokların pozitif etkilemesi önemli bir bulgudur. Çünkü; Granger nedensellik testinden elde edilen sonuçlara göre yabancı portföy yatırımları üzerinde ülke kredi risk primini ve faiz getirileri nedensel olarak anlamlı bulunmuştur. Etki-tepki analizi ise bu değişkenler arasındaki ilişkinin açıklanmasını daha anlaşılır kılmıştır. Faiz oranında yaşanan pozitif şokların kısa vadede yabancı portföy yatırımlarını arttırdığının belirlenmesi bulgusu Türkiye'deki sıkı para politikasına yönelik tutumların yabancı yatırımcılar tarafından kısa vadede pozitif yorumlandığı şeklinde ifade edilebilir. Öte yandan, dolar kuru ve CDS priminde yaşanan şokların ise yabancı portföy yatırımlarının çekilmesine neden olduğu ifade edilebilir.

CDS priminde yaşanan artışlar, ülke riskinin yükselmesi yönünde bir sonuç yarattığından ülke ekonomisine duyulan güven kaybına ve bunu takiben ülkenin sermaye piyasasına ve borsada faaliyet gösteren firmalar için olumsuz sinyallere neden olmaktadır. Bu duruma bağlı olarak Türkiye'ye yatırım yapacak olan yabancı yatırımcıların yatırım kararları olumsuz yönde etkilenmektedir. Çünkü; bir ülkedeki yüksek risk algısı yatırımcının yabancı yatırımcıların ilgili ülkenin borsasına veya borç senetlerine yatırım yapma konusunda çekince yaratmaktadır (Uğur & Tosun, 2023, s. 355). Bu çalışmanın sonuçları, bu durumu destekler niteliktedir.

Çalışmada, etki-tepki analizleri sonucunda kısa dönemde Türkiye'nin ülke risk primi ile yabancı portföy yatırımları arasında negatif bir ilişki bulunmuştur. Bu durumda Türkiye'deki risk primini düşürme amacıyla geliştirilecek çeşitli ekonomik, sosyal vb. politikalar ile kısa vadede yabancı portföy getirileri artırılması beklenmektedir.

Çalışmadan elde edilen bulgular, faiz oranına ilişkin sıkı para politikası uygulamalarının kısa vadede yabancı portföy yatırımlarını olumlu yönde etkileyeceğini göstermektedir. Ayrıca, politika yapıcıları tarafından uygulanacak istikrarlı döviz kuru ve para politikası ile sosyal politikaların bir bütün halinde yürütülmesiyle CDS primi düşürülebilir. Böylece, yabancı yatırımcının güveni kazanılarak ülkeye portföy girişleri sağlanabilir. Dolayısı ile çalışmadan elde edilen sonuçlar politika yapıcılarına bu anlamda fikir sunabilir.

Bu çalışmada elden edilen sonuçlar Yıldırım & İldokuz (2019), Sevil & Ünkaracalar (2020), Ulah vd. (2021), Küçükosman & Uzun (2024) çalışmalarından ulaşılan bulgularla uyumludur. Diğer taraftan; Onuorah & Akujuobi (2013) ve İlter & Gök (2021) çalışmalarından elde edilen sonuçlarla farklılık göstermektedir. Onuorah & Akujuobi (2013) çalışmasında faiz oranları ile Nijerya'daki yabancı portföy getirileri arasında herhangi bir nedensellik ilişkisinin olmaması bu çalışmadan farklılık göstermesine karşın çalışmanın yürütüldüğü ülke dinamiklerinden kaynaklanan farklılıklar çalışma bulgusunun farklılaşmasında rol oynayabileceği düşünülmektedir. İlter & Gök (2021) çalışmasında ise Fourier yapısal kırılmalı nedensellik testi kullanılarak CDS primleri ile portföy yatırımları arasında çift yönlü nedensellik bulunarak bu çalışma sonucuyla farklılaşmasının nedeninin ise ilgili çalışmada kullanılan yöntemden kaynaklı olabileceği yönünde bir değerlendirme yapılabilir.

Bu çalışmada, yabancı portföy yatırımları üzerinde etkisi bulunan faktörler CDS primi, döviz kuru ve faiz oranı ile sınırlandırılmıştır. Dolayısıyla bu durum çalışmanın kısıtını oluşturmaktadır. Gelecek çalışmalarda, Türkiye'deki yabancı portföy yatırımları üzerinde etkisi olabilecek yeni değişkenler eklenerek çalışma kapsamı genişletilebilir veya çeşitli ülke gruplarındaki yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörler belirlenerek ülke karşılaştırmalarına olanak sağlanabilir.

Kaynakça

- Adumekwe, M. (2023). Analysis of the impact of foreign portfolio investments on the performance of Nigerian capital market. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4567336>
- Agarwal, R. N. (1997). Foreign portfolio investment in some developing countries: A study of determinants and macroeconomic impact. *Indian Economic Review*, 217-229.
- Aydın, Y., & Aksoy, B. (2023). Türkiye'de doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları, dolar kuru ile BİST100 endeksi arasındaki ilişki üzerine ampirik bir inceleme. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 16(2), 499-512.
- Chi, N. T. D. (2023). Impact of money supply and macroeconomic indicators on foreign portfolio investment: evidence from Vietnam. *Banks and Bank Systems*, 18(4), 94-104.
- Çilingirtürk, A., & Çetiner, M. (2018). Gelişmekte olan piyasalarda döviz kuru-portföy yatırımları ilişkisi: BRICS ülkeleri ve Türkiye örneği. *Social Mentality and Researcher Thinkers Journal (Smart Journal)*, 4(8), 64-75.
- Demirci, N. S. (2017). Finansal gelişmişliğin özel sektör ar-ge harcamalarına etkisi: Türkiye için eşbütünleşme, nedensellik, etki-tepki analizleri ve varyans ayrıştırması (1990-2014). *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (74), 157-182.
- Doğukanlı, H., & Çetenak, H. (2008). Yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişki: IMKB'de sına. *Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 12(2), 37-57.
- Ewing, B. T., Riggs, K., & Ewing, K. L. (2007). Time series analysis of a predator-prey system: Application of VAR and generalized impulse response function. *Ecological Economics*, 60(3), 605-612.
- Ezirim, C. B., Ezirim, U. I., Ogungbure, A., & Chekwa, C. (2022). Autoregressive distributed lag (ARDL) analysis of foreign portfolio investments determination in Nigeria. *Journal of Applied Business and Economics*, 24(4), 76-88.
- Granger, C. W., & Newbold, P. (1974). Spurious regressions in econometrics. *Journal of Econometrics*, 2(2), 111-120.
- Gümüş, G.K., Duru, A. & Güngör, B. (2013). The relationship between foreign portfolio investment and macroeconomic variables. *European Scientific Journal*, 9(34), 209-226.
- Guzel, A., & Benli, V. F. (2023). Examination of the relationship between foreign investors and BIST-100 return index. *PressAcademia Procedia (PAP)*, 17, 192-193.
- İlter, Ş., & Gök, R. (2021). Kredi temerrüt swaplarının (CDS) doğrudan yabancı ve portföy yatırımları üzerindeki etkisi: Türkiye örneği. *Maliye ve Finans Yazıları, (Özel Sayı 2)*, 233-252.
- Investing (2025). Erişim adresi: <https://tr.investing.com/>
- Jacob, T., Raphael, R., & Antony, A. (2022). Relationship between foreign portfolio investment and exchange rate: the case of India using VECM testing approach. *BIMTECH Business Perspective*, 5(2), 1-17.

- Keskin, N. (2021). Ülke kredi notlarının portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi: Türkiye örneği. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 28(2), 333-353.
- Kiremitçi, M. Ş. (2024). *Kredi temerrüt swap (Cds) primlerinin yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisi: Türkiye örneği* Yüksek Lisans Tezi, Çığ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin.
- Küçükocaoğlu, G., & Çakır, N. (2021). Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yabancı portföy akımlarını etkileyen makroekonomik faktörler. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 13(3).
- Küçükosman, A., & Uzun, S. (2024). The causality relationship between credit default swaps (cds) and portfolio investments: The case of Türkiye. *Ekonomi Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 9(3), 462-483.
- Kumar, V., & Dua, P. (2024). What explains foreign portfolio investment inflows to BRICS countries?. *Economic Analysis and Policy*, 82, 32-46.
- Lütkepohl, H., & Saikkonen, P. (1997). Impulse response analysis in infinite order cointegrated vector autoregressive processes. *Journal of Econometrics*, 81(1), 127-157.
- Makoni, P. L. (2020). Foreign portfolio investments, exchange rates and capital openness: A panel data approach. *International Journal of Economics & Business Administration (IJEBA)*, 8(2), 100-113.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Mirgen, Ç. (2025). Yabancı portföy yatırımlarını etkileyen unsurlar: Türkiye üzerine bir araştırma. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 47(1), 77-95.
- Mohamed, S. M. A. G., Fayed, M. E., & Hassouba, T. A. A. (2023). Investigating the impact of foreign portfolio investment on macroeconomic stability: Empirical evidence from Egypt. *Integrated Journal for Research in Arts and Humanities*, 3(2), 17-27.
- Ngure, F. K., Kariuki, P. W., & Mburugu, K. N. (2022). Intervening effect of foreign portfolio investment on the relationship between macroeconomic factors and stock return of firms listed at the securities exchanges in East Africa. *Webology*, 19(2).
- Nwosa, P. I., & Adeleke, O. (2017). Determinants of FDI and FPI volatility: An E-GARCH approach. *CBN Journal of Applied Statistics*, 8(2), 47-67.
- Onuorah, A. C. C., & Akujuobi, L. E. (2013). Impact of macroeconomic indicators on the performance of foreign portfolio investment in Nigeria. *European Journal of Business and Management*, 5(2), 81-90.
- Onyia, M., Shehu, S., Taiwo, O., Ogbonna, V., & Salim, U. (2024). Net foreign portfolio inflows and foreign exchange management in Nigeria. <https://ssrn.com/abstract=4865454> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4865454>
- Oudat, M., Hasan, H., & Alsmadi, A. (2020). Macroeconomic variables and portfolio investment in Bahrain using an ARDL bound testing approach. *Accounting*, 6(4), 465-472.
- Özgen, F.B., & Güloğlu, B. (2004). Türkiye’de iç borçların iktisadi etkilerinin VAR tekniğiyle analizi. *METU Studies in Development*, 31, 93-114.
- Özkurt, İ. C. (2024). Cointegration relationship between portfolio investments and investment instruments in Türkiye. *Ekonomi Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 9(3), 425-437.
- Şenol, Z., & Can, İ. (2020). Ülke risklerinin yabancı sermaye yatırımlarına etkisi. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 5(4), 634- 645.
- Şenol, Z., Gülcemal, T., & Koç, S. (2023). CDS primleri ile yabancı pay senetleri yatırımları arasındaki ilişki: Türkiye örneği. *Gaziantep University Journal of Social Sciences*, 22(1), 258-270.
- Sevil, G., & Ünkaracalar, T. (2020). CDS primleri ile portföy yatırımları arasındaki ilişkinin değerlendirilmesi: Türkiye örneği. *Maliye ve Finans yazıları*, (113), 285-300.
- Sezal, L., & Kendirli, S. (2024). The effect of interest rates on portfolio investments and foreign direct investments in Türkiye. *Ekonomi Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 9(2), 271-286.
- Shah, S. S. H., Yaqub, M., Khan, M. A., Haddad, H., Al-Ramahi, N. M., Zaheer, A., & Mata, M. N. (2023). Dynamic association of stock market volatility, foreign portfolio investment and macroeconomic indicators by taking the impact of structural breaks. *Heliyon*, 9(8).
- Stock, J.H., & Watson, M.W. (2001). Vector autoregressions. *Journal of Economic Perspectives*, 25(4), 101-115.
- Suyadal, M., Yavuz, M. S., & Bozkurt, G. (2021). Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde finansal ve ekonomik göstergeler arasındaki ilişki: Heterojen panel nedensellik analizi örneği. *Turkish Studies-Economics, Finance, Politics*, 16(4).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2025). Uluslararası Yatırım Pozisyonu. Erişim adresi: evds2.tcmb.gov.tr

Uğur, A., & Tosun, N. (2023). Türkiye’de yabancı portföy yatırımları ve CDS ilişkisi: 2008-2021 dönemi için bir inceleme. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 8(2), 345-358.

Ullah, Z., Shah, M. H., Khan, W., & Ali, A. (2021). Macroeconomic factors as drivers of foreign portfolio investment in emerging economy. *Multicultural Education*, 7(6), 644-652.

Yıldırım, H. H., & İldokuz, B. (2019). Korumasız faiz parite kuramı ve 2005-2014 dönemi portföy yatırımlarını Türkiye’ye çeken finansal faktörlerin tespiti. *EKOIST Journal of Econometrics and Statistics*, 14(29), 247-268.

Yıldız, A. (2012). Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26(1), 23-37.

Çıkar Çatışması: Yoktur.

Finansal Destek: Yoktur.

Etik Onay: Yoktur.

Yazar Katkısı: Ecem ARIK (%100)

Conflict of Interest: None.

Funding: None

Ethical Approval: None.

Author Contributions: Ecem ARIK (100%)

Examination of Relationships Between Foreign Portfolio Investments and CDS Premium, Exchange Rate and Interest Rate in Turkey

Ecem Arık

Extended Abstract

The development of capital markets and the long-term growth of national economies are both positively impacted by foreign capital movements that result from foreign portfolio investments. It is generally accepted that these investments are critical to national economies because they spread risk across foreign portfolio investments, allowing for efficient resource allocation. However, quick portfolio withdrawals for a variety of reasons might lead to macroeconomic instability and national economic issues (Doğukanlı & Çetenak 2008, p. 38). The main goal of rational investors is to invest in optimal portfolios that will provide low risk and high return. For this reason, they diversify their portfolio by investing in various financial assets with low correlation (Markowitz, 1952). Investors can also purchase financial assets in foreign countries other than their own countries while diversifying their portfolio. The aim of investors investing in various securities from foreign markets is to achieve high returns with low risk by distributing risk. In foreign portfolio investments made in this way, the political, economic and social conditions of the countries where the investment is made of significant role in investment decisions. As a result, foreign portfolio investors consider the systematic risks (interest rate risk, country risk, foreign exchange risk, inflation risk, political risk) when making investment decisions (Şenol & Can, 2020, p. 635).

In this study, the effects of dollar exchange rate, interest rate and CDS premium on foreign portfolio investments in Turkey between 2007:Q4 and 2024:Q4 were examined with the Vector Autoregressive (VAR) model. After the pre-tests, the dynamic relationships between the variables were explained in detail with the results of Granger causality tests, action-response analyses and variance decomposition.

According to the findings obtained from the Granger causality test, CDS and FAIZ variables were found to be the Granger cause of the PORTFOY variable. In this direction; it can be stated that Turkey's country credit risk premium and interest returns can be used in explaining foreign portfolio returns. On the other hand; it was determined that foreign portfolio investments can be used in explaining Turkey's interest returns. In this regard, it can be stated that foreign portfolio investments can be followed in explaining interest indicators in Turkey.

The last finding obtained from the Granger causality analysis is that the DOLAR variable is the cause of the FAIZ variable. Therefore, it was determined that dollar returns can be used in explaining interest returns in Turkey. The sensitivity of interest returns to changes in the dollar is important for savers and especially deposit investors who try to provide real returns in Turkey. In addition, this result also provides guidance for economic policy makers in Turkey.

According to the results obtained from the variance decomposition analysis, the PORTFOY variable is more affected by its own internal dynamics in the short term. In the medium and long term, the FAIZ and CDS variables contributed 4% and the DOLAR variable contributed 2% in explaining this variable. Therefore, it was determined that changes in interest and country credit risk premium contributed more than dollar changes in explaining foreign portfolio investments in Turkey. As a result, it was determined that changes in the dollar in particular were quite insufficient in explaining foreign portfolio returns.

According to the impulse-response analysis, it was observed that the PORTFOY variable responded negatively to shocks originating from CDS and DOLAR variables in the first 3 periods and positively to shocks originating from the FAIZ variable, and then came to a balance. In this case, it can be interpreted that country risk premium and dollar-based shocks in Turkey affect foreign portfolio investments in Turkey differently than interest-based shocks. 1 standard deviation shocks of country risk premium negatively affect foreign portfolio investors in Turkey; The positive effect of 1 standard deviation shocks in interest rates is an important finding. Because; According to the results obtained from the Granger causality test, the country credit risk premium and interest yields on foreign portfolio investments were found to be causally significant. The impulse-response analysis made the explanation of the relationship between these variables more understandable. The finding that positive shocks experienced in interest rates increase foreign portfolio investments in the short term can be expressed as the attitudes towards tight monetary policy in Turkey are interpreted positively by foreign investors in the short term. On the other hand, it can be stated that shocks experienced in the dollar exchange rate and CDS premium cause foreign portfolio investments to be withdrawn.

Since the increases in the CDS premium create a result in the increase of the country's risk, it causes a loss of confidence in the country's economy and subsequently negative signals for the country's capital market and companies operating in the stock market (Uğur & Tosun, 2023, p. 355). Accordingly, the investment decisions of foreign investors who will invest in Turkey are negatively affected. Because; high risk perception in a country creates hesitations for foreign investors to invest in the stock market or debt instruments of the relevant country. The results of this study support this situation. As a result of the impact-response analyses in the study, a negative relationship was found between Turkey's country risk premium and foreign portfolio investments in the short term. In this case, foreign portfolio returns will be increased with various economic, social etc. policies to be developed in order to reduce the risk premium in Turkey. Therefore, these results can provide ideas to policy makers. In this context, with the positive developments to be obtained in the exchange rate and credit risk premium depending on the macroeconomic policies to be developed, both existing investors and foreign investors will have confidence in the market.

This study is expected to contribute to the literature in two ways. First, while studies investigating the relationship between direct investments and various economic indicators are frequently encountered in the literature, studies on foreign portfolio investments have remained in a more limited area. Second, in general, there are studies investigating the effects of macroeconomic factors such as economic growth, CDS premium, etc. on portfolio investments (Oudat et al., 2020; Sevil & Ünkaracalar, 2020; İlter & Gök, 2021; Suyadal et al., 2021). Interest rates and exchange rates are important macroeconomic factors affecting foreign portfolio investments (Agarwal, 1997; Gümüş et al., 2013; Yıldırım & İldokuz, 2019; Adumekwe, 2023; Mohamed et al., 2023; Shah et al., 2023; Kumar & Dua, 2024; Onyia et al., 2024). Therefore, in this study, the scope of the study was expanded by determining the dollar exchange rate, interest rate and CDS premium as explanatory variables.

The results obtained in this study are consistent with the findings obtained from the studies of Yıldırım & İldokuz (2019), Sevil & Ünkaracalar (2020), Ulah et al. (2021), Küçükosman & Uzun (2024). On the other hand, it differs from the results obtained from the studies of Onuorah & Akujuobi (2013) and İlter & Gök (2021). Although the absence of any causal relationship between interest rates and foreign portfolio investments in Nigeria in the study of Onuorah & Akujuobi (2013) differs from this study, differences in the dynamics of the country where the study was conducted may play a role in the differentiation of the study findings. In the study of İlter & Gök (2021), a bidirectional causality was found between CDS premiums and portfolio investments using the Fourier structural break causality test, and it is thought that the reason for the difference with the result of this study may be due to the method used in the relevant study. In

future studies, the scope of the study can be expanded by adding new variables that may have an impact on foreign portfolio investments in Turkey, or country comparisons can be made by determining the factors affecting foreign portfolio investments in various country groups.