

TÜRKİYE'DE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI İLE CARİ İŞLEMLER DENGESİ ARASINDAKİ İLİŞKİ: 2003-2013

Fikret ÇÖLDEMLİ¹

ÖZET

Globalleşen dünya ile beraber, yabancı sermaye hareketleri hızla artmıştır. Sınırların ve engellerin kalktığı bu yeni durum, her ülkeyi, bu bağlamda Türkiye'yi de ciddi bir şekilde etkilemiştir. 1989 yılından itibaren serbestleşme yolunda hızla ilerleyen Türkiye, sermaye akımlarının gideceği hedef ülkelerden bir tanesi haline gelmiştir. Türkiye gibi, büyüme yolunda, tasarruf açığı olan bir ülke, bu akımlardan fazlası ile faydalanmıştır.

Bu çalışmada, yabancı portföy yatırımları ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişki, nedensellik analizi yardımıyla incelenmiştir. 2003-2013 dönemi kapsayan aylık veriler kullanılarak yapılan çalışmada, yabancı portföy yatırımlarının, cari işlemler dengesi üzerindeki değişimlerde etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Yabancı Portföy Yatırımları, Cari İşlemler Dengesi, Cari İşlemler Açığı, Grenger Nedensellik Analizi, Var Modeli

THE RELATIONSHIP BETWEEN FOREIGN PORTFOLIO INVESTMENTS AND CURRENT ACCOUNT BALANCE IN TURKEY:2003-2013

ABSTRACT

Foreing capital movement was increased with the extension of globalization of world. Turkey was affected from this movement. Turkey started libarilaziton process during the 1989's and then, was targetted one of the country that foreign capital wants to go. Because of lack of saving to finance economic growth, Turkey was benefited from capital movement.

This work searches the reletionship between foreign portfolio investment and current account balance by using casuality analysis. Using data is monthly between 2003-2013.

Key Words: Foreign Portfolio Invesment, Current Account Deficit, Casuality Analysis, VAR Model,Unit Root

¹ PhDC, İstanbul Ticaret Üniversitesi, fcoldemli@hotmail.com

GİRİŞ

Uluslararası sermayenin, 1990'lı yılların başından itibaren, gelişmekte olan ülkelere yönelmesi, bu ülkelerin, ekonomik görünüm ve finansal piyasalarında değişimleri beraberinde getirmiştir. Dünyanın hızla globalleşmesi ile yabancı sermaye hareketleri hareketlerinin büyüklüğü arasında pozitif güçlü bir ilişki mevcuttur. Bunun sonucunda, gelişmekte olan ülkelere giren yabancı sermaye ve portföy yatırımları hızla artmıştır. İlk zamanlar, daha çok sabit sermaye yatırımı olarak gelen yabancı sermaye, son yıllarda portföy yatırımları şeklini de almakta ve yabancı portföy yatırımlarının toplam yabancı sermaye hareketleri içindeki oranı hızla artmaktadır.

Yabancı sermaye bir ülkeye iki şekilde gelmektedir. Birinci geliş şekli, fabrika, arazi yatırımı gibi üretim amaçlı gelen sermayedir ki, bu doğrudan yabancı sermaye yatırımı olarak isimlendirilir. İkinci geliş şekli ise, sermaye piyasası araçlarına -hazine kâğıdı, borsa gibi mali enstrümanlara- yönelik yatırımlardır. Gelişmekte olan ülkelerin, sürdürülebilir bir büyümeyi ve ekonomik kalkınmayı finanse edecek yeterli bir tasarruf kaynağına sahip olamaması, gelişmekte olan ülkelerin, dolayısıyla Türkiye'nin de temel sorunlarından bir tanesidir. Ekonomik gelişme ve kalkınma için kullanılacak kaynaklar yetersizdir. Bu durumda, yabancı sermayenin ülkeye çekilmesi sağlanmalıdır. Ancak, yabancı sermaye hareketlerinin, ekonomi üzerinde olumlu etkisi var olsa da, kısa vadeli sermaye hareketlerinin, özellikle portföy yatırımı olarak gelen yatırımların, temel makroekonomik göstergeler üzerinde olumsuz bir etkiye sebep olarak, krizlere, piyasalarda aşırı dalgalanmaya sebep olduğu ve belirsizliklerin yaşanmasına sebebiyet verdiği görülmüştür.

2003-2013 dönemini kapsayan bu çalışmada, doğrudan yabancı portföy yatırımları ile cari işlemler dengesi arasındaki nedensellik ilişkisi incelenmiştir. Çalışmanın 2. bölümünde literatür taraması, bölüm 3'te veri yöntemi başlığında birim kök testi ve granger nedensellik analizi anlatılmıştır. 4. Bölümde ise, bulgular ortaya konulmuştur. Bölüm 5'te sonuçlar ve geleceğe dönük araştırmalar için açıklamalar yer almaktadır.

Literatür çalışmalarına bakıldığı zaman, çalışmalar çoğunlukla gelişmekte olan ülkeler üzerine yapılan çalışmaları kapsamaktadır. Çalışmaların kapsamı daha çok doğrudan yabancı sermaye girişleri ile temel makroekonomik göstergeler üzerindeki değişimlerin analizi üzerine olduğu görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin, kamu açıklarını finanse edebilmek için portföy yatırımlarını özendirici politikalar izlediği görülmektedir. Literatür çalışmalarında yabancı sermaye yatırımların, ülkeler üzerindeki etkisi çeşitli boyutları ile ele alınmış, ancak cari işlemler dengesi üzerindeki etkisini inceleyen çalışmaların diğer çalışmalara göre daha sınırlı olduğu görülmüştür.

LİTERATÜR İNCELEMESİ

Guillermo A. Calvo, Leonardo Leiderman and Carmen M. Reinhart 1993 yılında yaptıkları çalışmada sermaye akımları ile döviz kuru değişimi, borsa getirileri arasındaki ilişkiyi, Arjantin, Bolivya, Brezilya, Şili, Kolombiya, Ekvator, Meksika, Peru, Uruguay, Venezüella ülkeleri için incelemişlerdir. Çalışmada 1988-1992 yılları arası aylık veriler kullanılmıştır. Ulaşılan sonuçlara göre, yabancı sermaye hareketlerine bağlı olarak, yerel paraların değerlendiği, hisse senedi getirilerinin ise yüksek olduğunu tespit etmişlerdir.(Clavo, Leiderman, Reinhart, 1993)

R.N. Agarwal, Hindistan, Tayland, Malezya, Endonezya ve Kore ülkelerine ait 1986-1993 yıllarına ait verileri kullanarak, 1997 yılında yaptığı çalışmada, yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri ve bu hareketlerin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Ülkenin, enflasyon oranı, reel döviz kuru, ulusal sermaye piyasasının dünya piyasasındaki payının yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri arasında olduğunu ortaya koymuştur.

Geert Bekaert and Campell R. Harvey 1998 yılında, portföy yatırımları ile temel makroekonomik arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmada, 18 gelişmekte olan ülke analiz edilmiştir. Bulgulara göre, portföy yatırımlarının, GSMH(Gayri Safi Milli Hasıla)' de yükselmeye, düşük enflasyon, değerlendirilen yerel para sonuçlarına götürdüğü, ve gelişen ekonomiler için önemli olduğunu göstermiştir. (Bekaert, Harvey, 1998).

William C. Gruben and Daryyl Mcleod 1998 çalışmasında 18 ülkenin 1988-1994 dönemini kapsayan doğrudan yabancı yatırımlar ve doğrudan portföy yatırımlarının panel veri analizi ile yürüttüğü çalışmada doğrudan sermaye yatırımları(Foreign Direct Investment) ve yabancı portföy yatırımları(Foreign Portfolio Investment) 'nın, cari işlemler açığı, yerel tasarruflar, ekonomik büyümeyle pozitif ilişki içinde olduğunu belirtmişlerdir. Uzun vadeli sermaye girişlerinden ziyade, portföy şeklinde olan, girişlerinin ekonomik büyüme katkısının daha fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır.(Gruben, Mcleod, 1998)

Geert Bekaert and Campell R. Harvey 2000 yılında, gelişmekte olan piyasalardaki temel finansal veriler üzerine çalışma yapmışlardır. Çalışmada 20 gelişen ülke incelenmiştir. ADR(American Depositary Receipts), ülke fonları ve doğrudan hisse senedine giren yabancı portföy yatırımlarının, geldikleri ülkede, beklenen getirileri, volatilitelerinin ülkenin finansal serbestlik durumuna göre etkilerinin nasıl değiştiği incelenmiştir. Sonuç olarak liberizasyon arttıkça olumsuz etkinin daha düşük seviyede kaldığı görülmüştür. (Bekaert, Harvey, 2000).

J. Benson Durham 2004 yılında ülkelerin hukuki, demokratik, finansal yapısındaki kaliteye bağlı olarak yabancı portföy yatırımları ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ülkeye olan etkisini ekonometrik modeller ile çalışmışlardır. 80 ülkeyi kapsayan çalışmada 1979-1998 dönemi verilerini incelemiştir. 8 ekonometrik model ile verileri test etmiştir. Bulgulara göre, doğrudan sermaye yatırımları ve yabancı portföy yatırımlarının, ekonomik büyüme ile ilgili tam bir pozitif ilişki içinde olduğu, ancak ülkenin absorptive(yukarıda belirtilen gelişmişlik kriterleri) kapasitesine göre, ilişkinin kuvvetinin değiştiğini ortaya koymuştur. (Durham,2004)

Şeyda İnandım 2005 yılı uzmanlık tezi çalışmasında, yabancı sermaye hareketleri ile döviz kurları arasındaki ilişkiyi, Türkiye örneğinde analiz etmiştir. Doğrudan portföy yatırımlarının, doğrudan sermaye yatırımlarına göre, reel döviz kuru üzerinde, kriz dönemlerinde daha büyük sapmalara ve volatiliteye sebep olduğu ve krizi derinleştirdiği sonucuna ulaşmıştır. (İnandım, 2005)

Nagehan Keskin 2008 yılında yaptığı çalışmada, Türkiye ekonomisine yönelen yabancı portföy yatırımlarının; döviz kuru, faiz oranı, döviz rezervleri ve cari işlemler dengesi üzerindeki etkisi, 1992:01-2007:07 dönemine ilişkin aylık veriler kullanılarak araştırmıştır. Analiz sonucunda; Türkiye'ye yönelen yabancı portföy yatırımlarının, uzun dönemde ulusal paranın reel olarak değer kazanmasına yol açarak cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilediği görülmüştür.(Keskin, 2008)

Imre Ersoy, 2013 yılında yaptığı çalışmada, doğrudan yabancı sermaye yatırımları, yabancı portföy yatırımları, banka sendikasyonları ve işçi dövizlerinin Türk Lirası değeri üzerindeki etkisi, VAR modeli kullanarak Grenger nedensellik analizi ile tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışmada Ocak 1992 –Eylül 2010 arası veriler kullanılmıştır. Bulgu değerlendirmesine göre, banka sendikasyonları ile yabancı portföy yatırımlarının Türk Lirasında değerlenmeye neden olduğu, diğer taraftan doğrudan sermaye yatırımları ile işçi döviz girişlerinin Türk Lirası değeri üzerinde, çok güçlü bir etkiye sebep olmadığı görülmüştür. (Ersoy, 2013)

David M. Kemme ve arkadaşları, 2014 yılında yaptığı çalışmada, Hindistan'da yerleşik teknoloji firmaları, yabancı sermaye girişi olan ve olmayan şeklinde ikiye ayırmış ve bu firmaların ihracat davranışlarındaki değişimi incelemişlerdir. Bulgular sonucunda, doğrudan sermaye girişi olan firmalarda, ihracat düşüncesi ve yetkinliğinin arttığı, yabancı portföy yatırım girişi olan firmalarda ise, ihracat hacminin büyüdüğü görülmüştür. Ulaşılan diğer sonuca göre ise, doğrudan yabancı sermaye ve yabancı portföy yatırımı alan firmalardan, bu yatırımları almayan firmalara doğru bir taşma(spillover) etkisinin yansımadağı görülmüştür.(Kemme ve arkadaşları 2014)

Anastasia Angelopoulou ve Panagiotis Liargovas 2014 yılında yaptıkları çalışmada, çalışılan ülkeleri 3 gruba ayırmışlardır. Avrupa Birliği ülkeleri(27 ülke), Avrupa Para Birliğine üye ülkeler(16 ülke), ve geçiş aşamasındaki ülkeler(18 ülke) şeklinde kategorize edilen ülkelere ait 1989-2008 yıllarına ait verileri panel data ile analiz edilmiştir. Çalışmada, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile büyüme arasındaki ilişki 3 grupta yer alan ülkeler üzerinde ayrı ayrı analiz edilmiştir. Ulaşılan sonuçlara göre, teorik çalışmaların aksine Avrupa Birliği grubunda büyüme ile doğrudan sermaye yatırımları arasında bir ilişki bulunamazken, para birliği grubunda yer alan ülkelerde, büyüme ile yabancı sermaye yatırımları arasında, istatistiksel olarak önemsiz bir pozitif etki görülmüştür. Geçiş ülkeleri grubunda ise teorinin tam aksine, büyüme ile doğrudan yabancı sermaye girişleri arasında negatif bir ilişki ortaya çıkmıştır.(Angelopoulou ve Liargovas, 2014)

Annegeldy Arazmuradov 2015 yılında yaptığı çalışmada, Orta Asya ülkelerinde, doğrudan sermaye yatırımlarının, GSMH ve ihracat üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışmada, Kazakistan, Kırgızistan, Tacikistan, Türkmenistan ve Özbekistan'a ait 3 dönem incelenmiştir. Çalışma dönemleri 1992-2002, 2003-2012 ve 1992-2012 olarak 3 e ayrılmış ve her birim dönem kendi içinde, büyüme, ihracat ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları VAR modeli ile analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile ihracat arasındaki ilişkinin, doğrudan yabancı sermaye ile GSMH arasındaki ilişkiye göre çok daha kuvvetli ve önemli olduğu görülmüştür.(Arazmuradov, 2015)

L. Slesman ve arkadaşları, 2015 yılında yaptıkları çalışmada, gelişmiş ve gelişmekte olan 80 ülkeye ait 1975-2015 dönemini kapsayan verileri analiz ederek, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile yabancı portföy yatırımlarının, gayri safi milli hasıla büyümesine olan etkisini incelemişlerdir. Çalışma sonuçlarına göre, finansal kurum ve piyasaları gelişmiş olan ülkelerde, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile yabancı portföy yatırımları ekonominin büyümesine pozitif katkı yaparken, finansal piyasaları gelişmemiş ülkelerde, önemli bir etki yapmadığı, hatta bazı ülkelerde büyümeye etkisinin negatif olduğunu ortaya koymuşlardır.(Slesman ve arkadaşları, 2015)

Margaux MacDonald, 2015 yılında yaptığı çalışmada sermaye hareketlerinin türünün(dogrudan yabancı sermaye, yabancı portföy yatırımları, borçlanma enstrümanları, türev ürünler) verimlilik ve büyümeye etkisini araştırmıştır. Çalışmada 117 ülkeye ait 1980-2010 yılları arasını kapsayan veriler analiz edilmiştir. Bulgulara göre, doğrudan sermaye yatırımlarının, neo-klasik büyüme teorisine uygun olarak, büyümeye pozitif

katkı yaptığı, ancak, yabancı portföy yatırımları ile banka sendikasyon kredilerinin neo-klasik büyüme teorisinin aksine, büyümeye olumsuz katkı yaptığını ortaya koymuştur.(MacDonald, 2015)

VERİ VE YÖNTEM

Bu çalışmada aylık cari işlemler dengesi(CID) ile yabancı portföy yatırımları 2003-2013 dönemi için incelenmiştir. Çalışmada kullanılan veriler, TCMB web sitesinin Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden elde edilmiştir. Verilere ait istatistiksel özet değerler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

| Tablo 1. Değişkenlere ait tamamlayıcı istatistiksel veriler | | | | | | | |
|-------------------------------------------------------------|-----------------------------|---------------|----------|----------------|----------|---------|----------|
| Değişkenler | Tanım | Gözlem Sayısı | Ortalama | Standart Sapma | Min. | Max. | Ortanca |
| CID | Cari İşlemler Dengesi | 132 | -3.022,0 | 2.148,0 | -9.640,0 | 907,0 | -2.841,5 |
| YPY | Yabancı Portföy Yatırımları | 132 | -985,0 | 2.132,7 | -9.341,0 | 4.778,0 | -844,0 |

Birim Kök

Bu çalışmada yapılan analizlerin ilk aşamasında, durağanlık testleri yapılarak, serilerin birim kök içerip içermediğine bakılmıştır. Durağan olmayan serilerle yapılan analizler, sahte regresyon sorununa neden olmaktadır. Ayrıca, Granger Nedensellik testlerinin yapılabilmesi için serilerin durağan olması gerekmektedir. Bu bağlamda, öncelikle serilerin durağanlık durumları Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi yardımı ile test edilmiştir. Gecikme uzunluğunun tespitinde Schwarz bilgi kriterlerinden(SIC) faydalanılmıştır. ADF testi ile, aşağıdaki modelde yer alan μ katsayısının istatistiksel olarak sıfıra eşit olup olmadığı test edilir. Elde edilen t istatistiğinin MacKinnon kritik değeri ile karşılaştırılır. Eğer ADF-t istatistiği MacKinnon kritik değerinden mutlak olarak büyükse seri durağan denilir. Aksi takdirde seri durağan değildir ve durağanlığı sağlanıncaya kadar serilerin farkının alınması gerekir.

Augmented-Dickey Fuller(ADF) Denklemi

$$\Delta Y_t = a + bt + \mu Y(t-1) + c \sum \Delta Y(t-1) + ut$$

Nedensellik Analizi

Bu çalışmada yabancı portföy yatırımları (YPY) ile cari işlemler dengesi (CID) arasında bir nedensellik ilişkisinin var olup olmadığına bakılmıştır. Bu ilişki tespit edilirken, yapılan çalışmalarda en çok kullanılan test olan, Granger Nedensellik testi uygulaması kolay olduğu için genellikle tercih edilmektedir. Nedensellik analizi ile, belirlenen iki veya daha fazla değişken arasında ilişki olup olmadığı test edilmektedir. İlişki bulunmuş ise, ayrıca, ilişkinin yönüne dönük test yapılabilmektedir. Hipotez iki taraflı kurularak, nedensellik ilişkisinin tek taraflı mı yoksa iki taraflı mı olduğu belirlenmektedir.

Granger Nedensellik analizi için kurulan VAR modelimiz aşağıdaki gibidir.

$$CID = \sum_{i=1}^m \alpha_i CID(t-i) + \sum_{j=1}^m \beta_j YPY(t-j) + u(1t)$$

$$YPY = \sum_{i=1}^m \mu_i YPY(t-i) + \sum_{j=1}^m \phi_j CID(t-j) + u(2t)$$

Kurulan VAR modelinde, değişkenlere yönelik nedensellik tespiti şu şekilde yapılacaktır. Modelde yer alan, bağımsız değişkenin gecikmeli değerinin önündeki katsayılara bakılır. Katsayı sıfıra eşit olup olmadığı ve istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı analiz edilir. Sıfırdan farklı ve anlamlı ise nedensellik ilişkisi mevcut denilir. Yukarıdaki VAR modelinde (YPY) gecikmeli değişkenin önünde yer alan β (beta) katsayısı ile CID gecikmeli değişkenin önünde yer alan ϕ fi(phi) katsayıları incelenmiştir.

BULGULAR

ADF(Genişletilmiş Dickey-Fuller) birim kök test yöntemi ile serilerin birim köke sahip olup olmadığı yani durağan olup olmadığı test edilmiştir. Elde edilen ilk bulgulara göre, her iki serisinde, düzeyde durağan olmadığı yani birim köke sahip olduğu görülmüştür. Düzeyde durağan olmayan serilerin, birincil farkları alınarak yeniden

ADF ile birim kök testi yapılmış ve her iki serisinde birinci farkları alındığında durağan olduğu görülmüştür.(Tablo 2.)

Tablo 2. Augmented Dickey-Fuller Birim Kök Test

| Değişkenler | ADF-t istatistik | Prob. |
|-------------|------------------|--------|
| CID(0) | -1,5108 | 0,8188 |
| YPY(0) | -2,2750 | 0,4424 |

*Mac Kinnon %1 için kritik değeri -3,54 ve %5 için -2,89. Seriler %1 ve %5 de durağan değildir.

*Parantez içindeki değerler SIC kriterine göre belirlenmiş gecikme uzunluğudur.

Analize, serilerin birinci farkları alınarak elde edilmiş veriler ile devam edilmiştir. Birincil farklara göre yeniden ADF birim kök testi uygulanmış ve serilerin %1 seviyesinde durağan olduğu görülmüştür.(Tablo 3)

Tablo 3. Serilerin Birinci Farkları ADF(-1) Birim Kök Testi

| Değişkenler | ADF-t istatistik | Prob. |
|-------------|------------------|--------|
| DCID(0) | -6,1860 | 0,0000 |
| DYPY(0) | -8,8498 | 0,0000 |

*Mac Kinnon %1 için kritik değeri -3,54 ve %5 için -2,89. Seriler %1 seviyesinde durağandır.

*Parantez içindeki değerler SIC kriterine göre belirlenmiş gecikme uzunluğudur.

Birim kök testinde serilerin durağanlığı sağlandıktan sonra, Granger nedensellik analizine geçilmiştir. Nedensellik analizindeki gecikme uzunlukları belirlenirken, Schwarz bilgi kriterlerinden(SIC) faydalanılmıştır. Granger nedensellik analizinin sonuçlarına göre, VAR modelimizdeki yabancı portföy yatırımlarının(YPY) gecikmeli değişkenin önündeki beta katsayısının f istatistiği 4,851 ve prob değeri 0,041 bulunmuştur. Bu duruma göre, yabancı portföy yatırımlarından(YPY), cari işlemler dengesine(CID) doğru bir nedensellik ilişkisinin var olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yani, yabancı portföy yatırımları(YPY), cari işlemler dengesinin nedenidir. Diğer taraftan, kurulan VAR modelimizde yer alan, cari işlemler dengesi(CID) gecikmeli değişkenin önündeki ϕ katsayısının f istatistiği 1,967 ve prob değeri 0,298 hesaplanmıştır. Bu bulguya göre, cari işlemler dengesinden(CID), yabancı portföy yatırımlarına(YPY) doğru bir nedensellik ilişkisi olmadığı görülmüştür. Yani, cari işlemler dengesi(CID), yabancı portföy yatırımlarının nedeni değildir.

Sonuç olarak, cari işlemler dengesinden(CID) yabancı portföy yatırımlarına(YPY) doğru nedensellik ilişkisi bulunmazken, yabancı portföy yatırımlarından, cari işlem dengesine doğru bir nedensellik ilişkisi vardır. Nedensellik analizinin sonuçları Tablo 3'te yer almaktadır.

Tablo 4. Granger-Nedensellik Test Sonuçları

| Causality | F istatistik | Prob. |
|-------------|--------------|-------|
| DCID → DYPY | 1,967 | 0,298 |
| DYPY → DCID | 4,851 | 0,041 |

SONUÇLAR

Yabancı sermaye hareketlerinin, gelişen ülkeler için önemi her geçen gün daha da artmaktadır. Dolayısıyla, yabancı sermaye, ülkelerin sürdürülebilir bir ekonomik yapıya kavuşması, ekonomik kalkınmanın sağlanması ve tasarruf açığının giderilmesinde çok önemli bir role sahiptir. Kırılgan makroekonomik göstergelere sahip olan gelişmekte olan ülkeler için, yabancı sermayenin makroekonomik değişkenler

üzerindeki etkilerini ortaya çıkarmak, ekonomik alanda uygulanacak politikalara yön verecek bir kaynak oluşturacaktır.

Bu çalışmada, Türkiye örneği üzerinde, 2003-2013 yıllarını kapsayan döneme ait, yabancı portföy yatırımları ile cari işlemler arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığı incelenmiştir. Grenger Nedensellik testinden elde edilen bulgulara göre, yabancı portföy yatırımlarından cari işlemler dengesine doğru bir ilişki bulunmuş, ancak cari işlemler dengesinden yabancı portföy yatırımlarına doğru herhangi bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir.

Türkiye'nin cari işlemler dengesindeki yapısal sorunların, geçici olarak, yabancı portföy yatırımları çözüldüğü, bu durumun sağlıklı olamayacağı açıktır. Türk ekonomisinin, hassas bir noktası olan cari işlemler dengesindeki bozulmayı finanse etmek için, sürekli, yabancı portföy yatırımlarına ihtiyaç duyması, sürdürülebilir bir politika olamayacaktır. Bu durumu değiştirmek için, sağlam temeller üzerine kurulu bir büyüme modeli oluşturulması, önemli bir noktadır. Özellikle, tasarruf açığını azaltmaya yönelik politikalar ve katma değeri yüksek ihracat kalemlerinin oluşturulması, sağlıklı ve sürdürülebilir bir büyüme ve kalkınmayı sağlayacak, aynı zamanda cari işlemler dengesini kriz alanı olmaktan çıkaracaktır.

KAYNAKÇA

- Agarwal, R. N. (1997). Foreign Portfolio Investment In Some Developing Countries: A Study of Determinants and Macroeconomic Impact. *Indian Economic Review*, New Series, Vol. 32, No. 2 (July- December), pp. 217-229.
- Ahlquist, John S. (2006). Economic Policy, Institutions, and Capital Flows: Portfolio and Direct Investment Flows in Developing Countries. *International Studies Quarterly*, Vol. 50, No. 3, pp. 681-704.
- Angelopoulou, A., Liargovas, P.anagiotis(2014). Foreign Direct Investment and Growth : EU, EMU and Transition Economies. *Journal of Economic Integration*, Vol. 29, No. 3. pp. 470-495
- Arazmuradov, A.,(2015). The Impact Of Foreign Capital On Macroeconomic Performance In Central Asia. *Annals of Public and Cooperative Economics* pp.1-31
- Bekaert, G., Harvey, C. R. (1998). Capital flows and the behavior of emerging market equity returns. *National Bureau of Economic Research*. Working Paper No. 6669.
- Bekaert, G., ve Harvey, C. R. (2000). Foreign Speculators And Emerging Equity Markets. *The Journal of Finance*, c.55, sy.2, ss.565-613.
- Calvo, G. A., Leiderman, L., Reinhart, C. M. (1993). Capital Inflows And Real Exchange Rate Appreciation In Latin America: The Role Of External Factors. *International Monetary Fund*,- Staff Papers- c. 40, sy.1, pp.108-151
- Durham, J.Benson Durham (2004). Absorptive Capacity And The Effects Of Foreign Direct Investment And Equity Foreign Portfolio Investment On Economic Growth , *European Economic Review* 48 pp. 285 – 306
- Ersoy, İ. The Role Of Private Capital Inflows And The Exchange Market Pressure On Real Exchange Rate Appreciation: The Case Of Turkey(2013). *South African Journal of Economics* Vol. 81:1 pp.35-51.
- Gian, Maria M., Ferret, Assaf Razin(1996) Current Account Sustainability Selected East Asian And Latin American Experiences, *National Bureu of Economic Research*
- 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, pp.287-301
- İnandım, Ş. (2005). Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği, *TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. Ankara
- Kemme, David M., Nikolsko-Rzhevskyy, Alex., Mukherjee, D.,(2014). Foreign Capital, Spillovers and Export Performance in Emerging Economies: Evidence from Indian IT Firms. *Review of Development Economics*, 18(4), pp.681–692
- Keskin, N. (2008). Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar* Cilt: 45 Sayı:526
- MacDonald, M.,(2015). Patterns Of International Capital Flows And Productivity Growth: New Evidence. *Review of International Economics*, 23(5), pp.846–872
- Sylesman, LY., Baharumshah, A. Zubaidi., Wohar, E. Mark(2015). Capital Inflows And Economic Growth: Does The Role Of Institutions Matter? *International Journal of Finance & Economics*. pp.253-275
- 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, pp.1-36
- TCMB, *Elektronik Veri Dağıtım Sistemi*, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html> adresinden 04.01.2015 tarihinde alınmıştır.