

2008 KRİZİ SONRASI FED'İN FAİZ ARTIRIMININ YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİNDEKİ PORTFÖY YATIRIMLARI ÜZERİNE ETKİLERİ

Erol BULUT¹

Yrd.Doç.Dr. Gazi Üniversitesi İİBF, İktisat Bölümü, Ankara, bulut@gazi.edu.tr

Baki DEMIREL

Yrd.Doç.Dr. Gaziosmanpaşa Üniversitesi İİBF, İktisat Bölümü, Tokat, baki.demirel@gop.edu.tr

N. Çağrı AKAR

Arş.Gör. Gazi Üniversitesi İİBF, İktisat Bölümü, Ankara, ncagriakar@gmail.com

ÖZET

Küreselleşme sonrası sermaye hareketlerinin mobilitesi artmıştır. Yükselen piyasa ekonomileri ekonomik büyüme için gerekli yatırımları yapabilmek amacıyla sermayeye ihtiyaç duymaktadır ve kendi sermaye birikimleri yetersiz kaldığı için sermaye ithal etmek zorundadırlar. Önemli yabancı sermaye hareketleri türlerinden biri olan portföy yatırımları (PY), bu noktada önemli bir rolesahiptir. Bu çalışmada, FED'in faiz artırımının yükselen piyasa ekonomilerindeki portföy yatırımları üzerine etkileri incelenmiştir. Çalışmada 2007:Q1 – 2015:Q4 dönemine ait veriler kullanılmıştır. 16 yükselen piyasa ekonomisindeki portföy yatırımları dinamik panel veri analizi olan Arellano-Bond panel GMM tahmin yöntemi uygulanarak FED faizinin etkisi incelenmiştir. Yapılan testler sonucunda FED faizlerini yansıtan ABD 2 yıllık Hazine bonusu faizleri ile yükselen piyasalar portföy yatırımları arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. Bulgulara göre EMBI+ ile PY'ler arasında aynı şekilde negatif bir ilişki saptanmıştır. Ülke riskini gösteren EMBI+ arttıkça sermaye çıkışı yükselmiştir. Çalışmada küresel risk iştahını ve oynaklık endeksini gösteren VIX ile PY'ler arasında negatif bir ilişki çıkmıştır. Sonuç olarak FED faiz artışı, EMBI+'daki artış ve VIX'te meydana gelen artışlar yükselen piyasalardan PY çıkışlarına yol açmıştır.

Anahtar Kelimeler: Portföy Yatırımları, Sermaye Hareketleri, Panel Veri Analizi

JEL Sınıflaması: F32, C23

¹ Baş yazar ve iletişime geçilecek yazar.

IMPACTS OF FED'S HIKING INTEREST RATES ON PORTFOLIO INVESTMENTS IN EMERGING MARKETS ECONOMIES AFTER THE 2008 CRISIS

ABSTRACT

After the globalization, the mobility of capital flows has increased. Emerging Markets Economies (EMEs) need capital for investments to provide economic growth and because of their own capital accumulations are inadequate they have to import capital. One of the major capital movements is portfolio investments have significant role in this point. In this paper, impacts of FED's hiking interest rates on portfolio investments in EM economies have been examined. In this study 2007: Q1 – 2015: Q4 data period was used. Impacts of FED's interest rate on portfolio investments of 16 EM countries have been analysed by using dynamic panel data system which is called "Arellano-Bond" panel GMM estimation method. According to the tests results; between USA 2 years treasury bonds yields, which are reflecting FED interest rate, and portfolio investments of EM have been found a negative effect. There is also negative effect has been found between EMBI+ and portfolio investments. When EMBI+ which is benchmark of country default risk has increased capital outflows have risen. Between VIX which shows global risk appetite and volatility index and portfolio investments there have been also ascertained negative relationship. In conclusion, hiking of FED interest rates, rise of EMBI+ and rise of VIX have been led to rise of portfolio outflows from EMEs.

.Keywords: *Portfolio Investments, Capital Flows, Panel Data Models*

JEL Classification: *F32, C23*

1. GİRİŞ

Uluslararası sermaye hareketleri, öncelikle tarihten bu yana süre gelen toplumların ekonomik ilişkilerine dayanır. Ülkelerin birbirleriyle olan ekonomik ilişkilerinden doğan uluslararası sermaye hareketleri günümüzde giderek önemini artıran bir hal almıştır. Uluslararası sermaye girişleri yükselen piyasa ekonomilerinde ekonomik büyümenin finansmanı ve döviz stokunun artırılması için son derece önemlidir. Küreselleşmenin, sınırları giderek önemsiz hale (ekonomik ve ticari anlamda) getirdiği bir yeni dünya düzeninde sermaye hareketleri daha hızlı ve daha akıcı hale gelmiştir.

80'ler dünya ekonomisi için yeni bir dönüm noktası olmuştur. Küreselleşme ve finansal serbestleşme gibi liberal düşüncenin öne sürdüğü politikalar sermaye hareketlerini artırmıştır. Serbest ticaret bölgeleri oluşturulmuş, ticari ve ekonomik anlaşmalar yapılmış ve ekonomi üzerindeki kamu müdahaleleri (deregülasyon) zaman içerisinde asgari düzeye indirilmeye başlanmıştır. IMF ve Dünya Bankası'nın desteği ile az gelişmiş ülkeler (AGÜ) sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamaları kaldırmak suretiyle ekonomilerini yabancı sermaye hareketlerine açmaya başlamışlardır ve bu uygulamalara 1990'lı yıllarda finansal serbestleşme, finansal küreselleşme ve uluslararası finansal bütünleşme (entegrasyon) gibi isimler verilmiştir (Güneş, 2007: 13). Birçok Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ) uluslararası sermayeyi ülkesine çekebilmek amacıyla yabancı sermaye üzerindeki sınırlamaları kaldırmış ve teşvik edici politikalar uygulayarak büyümenin önündeki en büyük engel olan sermaye yetersizliğini yabancı sermaye girişi ile kırmaya çalışmıştır (Karaca, 2008: 1). Finansal serbestleşmeyle birlikte dünyadaki fonlar ülkeler arasındaki getiri ve faiz farklılıkları doğrultusunda hareket etmeye başlamıştır. Finansal serbestleşme sonrasında yurtiçi tasarrufları yeterli olamayan GOÜ'lerde faiz oranı yükselecek, tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları GOÜ'lere yönelecektir. Bu süreç, faiz oranının ülkeler arasında eşitlenmesine neden olurken, rekabetin artması finansal piyasaların daha verimli çalışmasına ve dolayısıyla tasarruf sahipleri ve yatırımcıların daha iyi imkanlara sahip olmasına neden olacaktır (İnsel ve Sungur, 2000).

Uluslararası sermaye; bir ülkenin sermaye stokuna, o ülkenin milli sınırları dışındaki başka bir ülkenin kurum veya vatandaşlarının yaptığı sermaye transferlerine verilen isimdir. Litaratürde genellikle en temelde iki ayrı grup

halinde yer alır: Bunlar Doğrudan Yabancı Yatırım (DYY) ve Portföy Yatırımları (PY)'dir. Bu çalışmada Portföy Yatırımları kullanılacaktır. Portföy Yatırımları (PY) bir yatırımcının aynı veya farklı özelliklere sahip menkul yatırım araçlarına (tahvil, hisse senedi veya hazine bonusu gibi) yaptığı toplam finansal değerdir. Ödemeler dengesi Finans Hesabı başlığı altında yer alan portföy yatırımları varlıklar ve yükümlülükler olmak üzere iki alt başlıktan oluşmaktadır. Varlıklar tarafında yurt içi yerleşiklerin dış piyasalardan yapmış oldukları menkul alım-satımları gösterilir. Varlıkların (-) bakiye vermesi dış piyasalardan alımların satışlardan fazla olduğunu, (+) bakiye vermesi ise satışların alımlardan fazla olduğunu göstermektedir. Yükümlülükler kısmında ise iki alt başlık vardır. Bunlar; bankalar, kamu sektörü ve diğer kurumların tahvil ihracı yoluyla borçlanmış olduğu miktarlar diğeri ise yurt dışı yerleşiklerin yerel piyasalarda yapmış oldukları menkul kıymet alım-satımıdır. Bu çalışmada yükselen piyasa ekonomilerine yönelik portföy yatırımları inceleneceğinden bu ülkelerin portföy yatırımlarının yükümlülükler verileri kullanılacaktır. Çalışmanın amacı 2008 krizi sonrası FED'in faiz artırma kararının yükselen piyasa ekonomilerine olan portföy yatırımlarına etkilerini analiz etmektir. Etkilerin tespiti ve ölçümü sayısal yöntemler yardımıyla belirlenmeye çalışılacaktır. Çalışmanın ikinci bölümünde portföy yatırımlarının gelişimi ve Türkiye'de portföy yatırımları anlatılacaktır. Üçüncü bölümde ise sermaye hareketlerinin ve portföy yatırımlarının literatür taramasına yer verilecektir. Dördüncü bölümde FED faizlerinin yükselen piyasa ekonomilerindeki portföy yatırımlarını nasıl etkilediği panel veri analizi yöntemiyle tespit edilecektir. Çalışma 2007:Q1-2015:Q4 dönemini kapsayacaktır ve Arellano-Bond panel GMM tahmin yöntemi kullanılacaktır. Sonuç bölümü ise ekonometrik model tahmini sonucunda elde edilen ampirik bulguların yorumlanması ve değerlendirmeleri içermektedir.

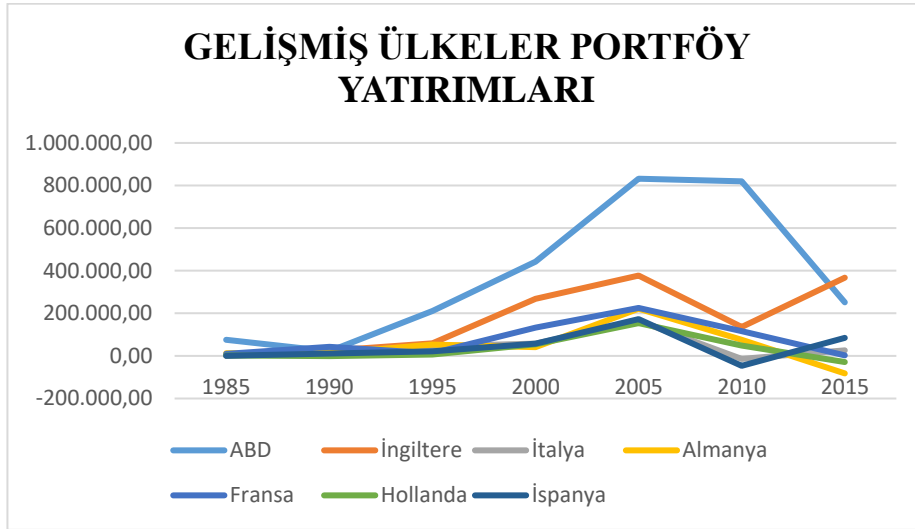
2. PORTFÖY YATIRIMLARININ GELİŞİMİ

GOÜ'ler ekonomik büyüme için gerekli sermaye birikimlerine sahip olmadıkları için yabancı sermaye yatırımlarına ihtiyaç duyarlar. Özellikle yükselen piyasa ekonomisi olarak adlandırılan ülkeler sermaye akımlarını ülkelere çekme amacıyla bir rekabet içindedir. Hızlı bir ekonomik büyüme için önemli miktarda yatırım gerekir. Bu yatırımları yapabilmek için yabancı sermaye yatırımlarına (DYY ve PY) ihtiyaç vardır.

2009 yılında yayımlanan IMF raporunda BMP6'ya göre (Ödemeler bilançosu IMF 6. El Kitabı) portföy yatırımı, doğrudan yatırımlar ve rezerv varlıkların haricinde hisse senedi ve borç biçimindeki menkul kıymetleri içeren sınır ötesi işlem ve pozisyonlar olarak tanımlanmaktadır.

Bu rapora göre Yatırım Fonu Katılma Payları da portföy yatırımı kapsamına alınmıştır. Bu tür finansal araçların en belirgin özelliği devredilebilir olmalarıdır. Devredilebilirlik söz konusu araçların hukuki durumlarıyla ilgili bir kavramdır. Menkul kıymetlerin devredilebilir olması, yatırıma konu olan varlıkların alım satımını kolaylaştırarak ekonomik ömürleri boyunca farklı kurumsal birimler tarafından el değiştirebilmesine imkân tanımaktadır. Devredilebilirlik özelliği aynı zamanda yatırımcılara portföylerini çeşitlendirme ve diledikleri zaman da yatırımlarını elden çıkartma imkânı tanımaktadır (IMF, 2009:110).

Dünyada portföy yatırımları büyük ölçüde GÜ'ler tarafından yapılmaktadır. 80'lerde kendisini göstermeye başlayan finansal küreselleşme neticesinde portföy akımlarının hacminde önemli artış gözlemlenmiştir.



Kaynak: IMF

Grafik 1: Gelişmiş Ülkeler Portföy Yatırımları (1985-2015) Milyon \$ (US)

Tablo 1: Gelişmiş Ülkeler Portföy Yatırımları 1985-2005 (Milyon \$ US)

	ABD	İNGİLTERE	İTALYA	ALMANYA	FRANSA	HOLLANDA	İSPANYA
1985	76,040	2,798	1,047	12,871	8,947	2,710	490
1990	22,010	23,845	19,227	12,290	43,219	-1,366	10,381
1995	210,351	58,785	45,349	53,149	13,081	6,122	21,655
2000	441,966	268,239	57,019	40,882	132,335	55,242	58,145
2005	832,037	377,302	164,403	221,661	225,232	153,936	172,713
2010	820,434	136,456	-14,097	76,111	115,844	48,134	-46,563
2015	250,937	367,325	26,493	-82,075	2,640	-28,777	84,845

Kaynak: IMF

Tabloya baktığımız zaman ABD'nin 1985 yılından 2005'e portföy yatırımları 8 kattan fazla artış göstererek 2005 yılında 832 milyar dolar civarına ulaştığını görebiliriz. Ancak 2008 yılındaki küresel krizin etkisi ile 2015 yılına geldiğimizde portföy yatırımlarında önemli bir düşüş görülmektedir.

2.1. Türkiye'de Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları Türkiye'ye 1986 yılında gelmeye başlamakla birlikte 1989 yılında yürürlüğe giren 32 sayılı Karar ile portföy yatırımlarının hacminde önemli artışlar olmuştur. 1986-1989 yılları arasında Türkiye'ye gelen net portföy yatırımları 2,9 milyar dolar iken 1993 yılında dönemin en yüksek seviyesi olan 3,9 milyar dolar olmuştur. 1994'te meydana gelen kriz ile özellikle devletin tahvil yoluyla borçlanabilirliğinin azalmasıyla portföy yatırımları yaklaşık %70 oranında düşmüş ve 1,2 milyar dolar olmuştur. Dönemin en yüksek portföy yatırımı çıkışı Asya ve Rusya krizlerinin de etkisiyle 1998 senesinde gerçekleşmiş ve yaklaşık 6,7 milyar dolar tutarında olmuştur. Bu miktarın 4,5 milyar kadar olan kısmı yabancıların Türkiye'de bulunan menkul kıymetlerinin çıkışıdır. 1999 yılında Türkiye'ye giren net portföy yatırımları 3,4 milyar dolar, 2000 yılında ise yaklaşık 1 milyar dolar olmuştur. 2001'de ise Türkiye'de yaşanan finansal krizin etkisiyle yaklaşık 4,5 milyar dolarlık çıkış yaşanmıştır. Yine bu tutarın büyük bir kısmı yabancı yatırımcıların Türkiye'deki

menkul kıymetlerinden oluşmaktadır. Türkiye’de portföy yatırımları istikrarsız ve yüksek dalgalı bir seyir izlemiştir. Portföy yatırımları yaşanan krizlerden hemen her ülkede olduğu gibi olumsuz şekilde etkilenmiş ve yabancı yatırımcıların ciddi miktarlarda sermaye çıkışı gerçekleşmiştir (Güneş, 2007:18-19).

Tablo 2: Türkiye’ye Yapılan Portföy Yatırımları (Yükümlülükler)

	1990	1995	2000	2005	2010	2015
Portföy Yatırımları	681	703	1.615	14,670	19,617	-9,369

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Türkiye’de Portföy Yatırımları Yükümlülükleri’ne bakıldığında 1990’dan 2010 yılına kadar olan sürede çok büyük artışlar gözlemlenmesine rağmen 2015 yılına gelindiğinde önemli ölçüde düşüş ya da çıkış olduğu görülmektedir. Bu durumun ortaya çıkmasında 2013 yılında FED’in tahvil alımı ve faiz politikasında değişikliğe gitmesinin payı büyüktür.

3. LİTERATÜR TARAMASI

Nunnenkamp (2002)’in GOÜ’ler üzerine yaptığı çalışmasında 1987–2000 yılları arasında 28 GOÜ ele alınmış ve küreselleşme ile birlikte DYY’yi belirleyen faktörlerde bir değişim olup olmadığı sorgulanmıştır. Çalışmanın sonucunda küreselleşme sonrasında, geleneksel piyasa odaklı faktörlerin hala en önemli çekici güç oldukları gözlemlenmiştir.

Calvo, Leiderman ve Reinhart (1993) ve Fernandez-Arias (1996) çalışmalarında; itici faktörlerin özellikle ABD’nin düşük oranları faizlerinin sermaye akımlarının GOÜ’lere gitmesinde büyük bir rol oynadığını göstermişlerdir. Ying ve Kim (2001) ABD konjonktürü ve dış faiz oranları gibi itici faktörler Kore’ye ve Meksika’ya olan sermaye akımlarının %50’sinden daha fazlasının hesaba katıldığını göstermiştir. Diğer yandan, Mody, Taylor ve Kim (2001) ve Dasgupta ve Ratha (2000) genel olarak çekici faktörlerin sermaye hareketlerini belirlemede daha fazla ağırlığının olduğunu bulmuştur. Hernandez, Mellado ve Valdes (2001) özel sermaye akımlarının büyük oranda çekici faktörler tarafından belirlendiğini ve itici faktörlerin sermaye hareketlerini açıklamada o kadar da önemli olmadığını göstermiştir. Taylor ve Sarno (1997) uzun dönemli öz sermaye akımlarını etkileyen itici ve çekici

faktörlerin aynı derecede önemli olduğunu ileri sürmüştür. Ancak dinamik tahvil akımlarını açıklamada itici faktörlerin çekici faktörlerden daha etkili olduğunu bulmuştur. Chuhan, Claessens ve Mamingi (1993) benzer biçimde Latin Amerika ülkelerine gerçekleşen sermaye akımlarındaki artışın yaklaşık yarısının itici faktörlerle ilişkili olduğunu ve Asya ülkelerine olan sermaye akımlarında ise çekici faktörlerin itici faktörlere göre 3-4 kat daha etkili olduğunu tahmin etmiştir.

GOÜ'lere sermaye hareketlerinin artmasında çok sayıda faktörün etkisi bulunmaktadır. 2003 yılı sonrası dönem için GOÜ'lere sermaye girişinin artmasında, hem gelişmekte olan, hem de GÜ'lerdeki farklı faktörler etkili olmuştur. Sermaye hareketlerindeki bu artışların nedeni olarak gelişmiş ülke ekonomilerindeki gelişmeler gösterilebilir. Dışsal faktör olarak nitelendirilen bu gelişmeler aşağıdaki gibi sıralanabilir (European Central Bank, 2005: 64, Obstfeld, 2008: 1);

1. GOÜ'lere sermaye akımlarındaki artışlar büyük oranda daha fazla kar peşinde koşan yatırımcıların, GOÜ tahvillerine olan ilgisinin sonucudur. GOÜ'lerde temel ekonomik göstergelerin iyileşmesi ve gelişmiş ülkelere kıyasla hem tahvil hem de hisse senedi getirilerinin artması bunda etkili olmuştur.

2. GOÜ'lerde sermaye girişine neden olan en temel etkenlerden birisi de GÜ'lerdeki ekonomik büyüme oranlarının artması olmuştur. ABD, Euro Bölgesi ve Japonya'nın oluşturduğu en büyük üç gelişmiş ekonomide yüksek büyüme oranları gerçekleşmiş ve büyüme beklentilerinde iyileşmeler ortaya çıkmıştır. GÜ'lerdeki ekonomik canlanma, GOÜ'deki ihracat beklentilerini ve dolayısıyla makroekonomik performans ile ilgili beklentileri iyileştirmiş ve şirket karlarını, böylece finansal girişi arttırmıştır.

3. Başka bir neden de GÜ'deki düşük faiz oranları ve enflasyon olmuştur. GÜ'ler karşısında artan faiz farkı sebebiyle, GOÜ'lerde yatırımlar giderek daha cazip hale gelmiştir.

4. Diğer bir faktör riskten kaçınmadaki azalmadır. Yatırımcılar, GÜ'lerdeki devlet tahvili gibi güvenilir varlıklardan, gelişmekte olan piyasalardaki itibarı düşük varlıklara yönelmiştir.

5. Ayrıca likidite bolluğu, GÜ'lerdeki düşük getiri ile birlikte yatırımcıları kazanç arayışına yöneltmiş ve GOÜ'lere yatırım yapmaya teşvik etmiştir.

Ahmed ve Zlate (2013: 1-29) GOÜ'lere net özel sermaye girişlerini belirleyen faktörleri araştırmıştır. Bulgular net özel sermaye hareketlerinin en önemli belirleyicilerinin gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki büyüme ve faiz oranı farklılıkları ve küresel riskten kaçınma olduğunu ortaya koymuştur. Buna ilaveten çalışmada son finansal kriz öncesi ve sonrası dönemde net sermaye girişi davranışındaki değişmelerin anlamlı olduğu ve özellikle portföy yatırımları hareketlerinin faiz oranı farklılıkları ve riskten kaçınmaya daha duyarlı olduğu sonucuna varılmıştır.

Uluslararası sermayenin transfer maliyetinin sabit kalması varsayımı altında bu tür yabancı sermaye akımlarını doğuran ana sebep ülkeler arası faiz oranı farklarındaki artışlardır. Örneğin 1990 yılından sonra GÜ'lerde (özellikle ABD'de) meydana gelen ekonomik konjonktür nedeniyle faiz oranlarının düşmesi ve GOÜ'lerdeki faiz oranlarının yüksek seviyelerde seyretmesi GOÜ'lerde çok fazla yabancı sermaye girişi yaşanmasına neden olmuştur (Cardoso ve Goldfajn, 1997:13).

GOÜ'lere sermaye akımlarını artıran dışsal faktörler ev sahibi ülkelerin kontrolü dışındadır. GÜ'lerde faiz oranlarının düşmesi ve ekonomik durgunluklar sermaye akımlarının ana belirleyicileridir. Dışsal faktörler sermaye akımlarını iki kanalla etkiler, birincisi doğrudan ve diğeri ise ülkenin kredi değerliliği kanalıyla. Birinci kanal, eğer GÜ'lerde getiriler çok düşükse, bu durumdan memnun olmayan yatırımcıların daha yüksek getiriler sunan ülkeleri (yükselen piyasalar) tercih edeceğini varsaymaktadır. İkinci kanal, uluslararası faiz oranlarındaki düşüş genel olarak GOÜ'lerin kredi değerlerini iyileştirmiştir, bu sayede daha fazla miktarda yabancı sermaye çektiklerini varsaymaktadır (Fernandez-Arias: 1994).

Literatür ABD'deki resesyon döneminde ve bu dönem sonrasında döngüsel itici faktörler üzerine odaklanmaya eğilimli iken diğer periyotlarda ise çekici faktörlerin ve seküler güçlerin sermaye akımlarını şekillendirdiği üzerine daha çok odaklanmaktadır. Fratzscher (2012) küresel kriz sırasında itici faktörlerin portföy fonları akımlarında baskın belirleyiciler olduğunu, finansal krizden sonraki yıllarda, portföy akımları çok daha sıkı şekilde ev sahibi ülkelerin makroekonomik temelleri, kurumları ve politikaları gibi çekici faktörlerden

etkilendiğini belirtmektedir. Bir başka çalışma olarak Baek (2006) ise 2 bölgedeki 9 yükselen piyasa ekonomisi ülkenin sabit etkileri ile panel veri analizi yöntemi kullanılarak yapılan testlerde itici faktörlerin yükselen Asya'ya olan portföy akımlarının Latin Amerika'ya olan akımlar üzerindeki etkisinden daha önemli bir etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır.

Fernandez-Arias ve Montiel (1995) itici faktörler, özellikle 1990'ların başlarında ABD'de düşen faiz oranlarının GOÜ'lere giden sermaye akımlarının artmasında anahtar rol oynadığını ileri sürmüştür. Ancak ABD faiz oranlarındaki düşüşün etkileri ülkeden ülkeye ciddi miktarda farklılıklar göstermektedir. Koepke (2014) ABD para politikasının etkilerini FED'in gelecekteki politika faiz oranlarını piyasanın beklentilerindeki kaymalara odaklanarak ele almıştır. Bunların portföy akımları için önemli bir belirleyici olduğunu ve özellikle de bono hareketlerini etkilediğini bulmuştur. Bu ilişki hem EPFR (Yükselen Portföy Fonu Araştırması) fon akımları verileri üzerine hem de BoP (Ödemeler Dengesi) tutarlı aylık portföy akımları verileri üzerine kurulmuştur. Buna ek olarak, kriz sonrası dönemde daha sıkı para politikasına karşı beklentilerdeki kaymalar portföy akımları üzerinde genişletici para politikasından kaynaklanan kaymalara göre çok daha güçlü bir ters etki yaratmıştır.

Global faiz oranları üzerine literatür, yükselen piyasaların faiz oranlarının önemli derecede gelişmiş ekonomilerdeki faiz oranları tarafından belirlendiğini açıklamaktadır (Frankel vd.: 2004, Edwards: 2012).

Fernandez-Arias (1994) portföy akımlarını, temsil edilen sermaye akımları olarak tanımlar. Bulgulara göre, ortalama olarak portföy fonlarındaki varyasyonun yaklaşık %60 oranında ABD faiz oranlarıyla, %25'inin ülke kredi değerliliğiyle açıklanabileceğini ortaya koymaktadır. Geriye kalan açıklanamayan kısım ise yaklaşık %10 olup yerel yatırım iklimine atfedilmektedir. Bu faktörlerin önemi ülkeden ülkeye ciddi farklılık göstermektedir. Arjantin, Meksika ve Güney Kore için yerel yatırım iklimi 1989-1992 döneminde portföy akımları için ana belirleyici iken, ülke kredi değerliliği diğer bazı ülkeler için daha önemli olmuştur. Buna rağmen, geri kalan ülkeler örneklem olarak alındığında düşen ABD faiz oranları artan portföy akımlarının ana belirleyicisi olmuştur.

1990'ların başında GÜ'lerde yaşanan dönemsel aşağı yönlü ekonomik faaliyetler ve bunun sonucunda faiz oranlarındaki düşüş GOÜ'leri portföy ve

KVSH yatırımları açısından geçici de olsa cazip hale getirmiştir. Yine aynı dönemde ABD'deki faiz oranındaki düşüşler Latin Amerika'ya yönelen sermaye akımlarının artışına neden olmuştur ve aynı şekilde Japonya'daki faiz oranı düşüşleri ise Doğu Asya'ya yönelen sermaye akımlarında önemli artışlara neden olmuştur (Hoggarth ve Sterne, 1997).

Claessens ve vd. (1995) zaman serileri analizi kullanarak on gelişmekte olan ülke üzerinde yaptıkları çalışmada sermaye akımlarını azaltma girişimlerinin kısa dönemli portföy akımları üzerinde etkili olmadığını çünkü portföy akımlarının volatilitésinin diğer sermaye akımlarına göre yüksek olduğu tespit etmişlerdir.

Mevcut literatüre göre, yerel ekonomik performans, mevduat getiri oranları ve ülke risk göstergeleri önemli çekici değişkenlerdendir. Aynı şekilde, gelişmiş ekonomi faiz oranları ve küresel risk algısı şüphesiz önemli itici faktörlerdir ve sermaye akımlarını açıklayan güçlü açıklayıcılardandır (Cerrutti ve diğerleri:2014 ve Koepke:2015). Ayrıca küresel risk şartlarının uluslararası tahvil akımları üzerinde güçlü negatif etkisinin olduğu ampirik olarak kanıtlanmıştır (bkz. Milesi-Ferretti ve Tille; 2011, Broner ve diğerleri; 2013).

Son 20 yılda portföy akımları ve küresel faiz oranları (genellikle ABD politika faizi oranları) arasındaki ilişkiyi analiz eden çok sayıda çalışma yayımlanmıştır. Büyük bir çoğunluğunda, küresel faiz oranlarındaki bir artışın portföy akımları üzerinde negatif etkisi olduğu sonucuna varılmıştır. Birçok çalışmada, tahvil akımlarının gelişmiş ekonomi faiz oranlarına öz kaynak akımlarından daha fazla duyarlılık gösterdiği bulunmuştur (Taylor ve Sarno:1997; Koepke:2014; Dahlhaus ve Vasishtha:2014).

Pazarlıoğlu ve Gülay (2007) net portföy yatırımları ile reel faiz arasındaki ilişkiyi açıklamak amacıyla VAR yöntemiyle (1992 - 2005 dönemleri) yaptıkları çalışmalarının neticesinde reel faiz oranının üç gecikmeli değeriyle net portföy yatırımları arasında anlamlı bir ilişki bulmuşlardır.

GOÜ'lere sermaye girişinin artmasında mutlaka bu ülkelerdeki ekonomik gelişmeler de etkili olmuştur. Ekonomik gelişmeleri 1990'lı yıllar açısından ele alındığında GOÜ'lerde ve Türkiye'de gerçekleştirilen finansal serbestleşme ile birlikte artan faiz oranlarının uluslararası sermaye hareketlerinin temel belirleyicisi olduğu ileri sürülmektedir. (Aklan, 2002: 35).

Yerel ekonomideki faiz oranı dalgalanmalarının ülke dışındaki koşullara endekslendiği faiz paritesinden sapmalar sermaye akımlarına neden olmaktadır. Faiz paritesi teoremi tek fiyat kanunu finansal piyasalara (özellikle döviz piyasalarına) uygulanmıştır ve aynı riskli iki aktifin aynı getiriye vereceğini varsaymaktadır. Eğer riskleri aynı fakat getirileri farklı iki aktif varsa arbitrajcılar rol oynayıp kar etmeye yöneleceklerdir. Yani riskleri aynı seviyede olan iki aktiften yüksek getirili olan alınacak ve düşük olan satılacaktır ve bu durum getiri oranları eşitleninceye kadar devam edecektir (Kibritçioğlu, 1996:130-131).

Literatürde, şok kökenli bulaşıcı etkilerin yükselen piyasa ekonomilerindeki finansal portföyleri veya EMBI spreadleri etkilediği ileri sürülmüştür. Bir diğer yaklaşım ise yerel ekonomik temellerin etkileri üzerine odaklanmıştır ve varsayılan ülke riskinin veya kredibilitésinin ülke spreadlerinin belirleyicileri olduğu üzerinedir (Arora ve Cerisola, 2001, Kamin, 2002 ve Çulha vd., 2006).

Gelişmekte olan ülkelerin uygulamış olduğu finansal serbestleşme programlarının etkisiyle söz konusu ülkelere yönelen kısa vadeli sermayenin artmasında gelişmiş ülkelerde izlenen gevşek para politikaları ve bunun sonucunda uluslararası faiz oranlarının düşmesi gösterilmektedir.

4. YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİNE YÖNELİK PORTFÖY YATIRIMLARI, EMBI+ ENDEKSİ, VIX ENDEKSİ VE ABD 2 YILLIK HAZİNE BONOSU FAİZLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİLERİN PANEL VERİ ANALİZİ YÖNTEMİYLE İNCELENMESİ

Gelişmekte olan ülkeler arasında hızlı ekonomik büyüme, kalkınma ve sanayileşme performansı gösteren ülkeler, yükselen piyasa ekonomileri olarak adlandırılmıştır. Sadece hızlı ekonomik büyüme ve sanayileşmeye sahip olmak bu ülkeleri yükselen piyasa ekonomisi yapmamaktadır. Hammadde bolluğu, görece yüksek nüfus ve büyük iç pazara sahip olma kriteri de otoritelerce aranan özelliklerdendir. Hem ekonomik hem de politik alanda reformcu ülkelerden olmak ve ekonomik bir güç oluşturmak da diğer önemli kriterlerdendir. Yükselen piyasa ekonomilerinin en bilinenleri BRIC (Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin) ülkeleridir. GoldmanSachs, 2005'in son günlerinde BRIC'e 11 yeni ülke daha eklemiştir. N-11 olarak bilinen bu ülkeler BRIC ile birlikte 21. yüzyılın en büyük ekonomileri olmaya aday ülkelerdir. Bunlar;

Bangladeş, Mısır, Endonezya, İran, Meksika, Nijerya, Pakistan, Filipinler, Güney Kore, Türkiye ve Vietnam'dır. Ancak IMF ve Dünya Bankası'nın güncel sıralamasına göre Güney Kore artık Gelişmiş Ülke (GÜ) kategorisinde kabul edilmektedir. Bazı ülkeler bütün otoriteler tarafından yükselen piyasa ekonomisi olarak kabul edilmemektedir. Bu çalışmada analiz edilecek yükselen piyasa ekonomileri IMF'nin Emerging Markets (Yükselen Piyasalar) olarak tanımladığı ülkelerdir. Bu ülkelerden 16 tanesi çalışmaya dahil edilmiştir.

Portföy yatırımları, faiz oranından, getiri oranından ve risk boyutundan etkilenir. Ekonomik ve finansal krizler portföy yatırımlarını olumsuz etkilemektedir. Sermaye, katlanılabilir bir risk ortamında ve yüksek faizli piyasalara doğru akar. Yükselen piyasa ekonomilerine gerçekleşen portföy yatırımlarının giriş ve çıkışına odaklanabilmek için bu çalışmada IMF'nin veritabanında bulunan portföy yatırımları yükümlülükler (liabilities) verisi baz alınmıştır.

FED faizlerinin bir yansıması olarak uluslararası yatırımcıların gözlemlediği ve FED'in faiz politikasının öncü sinyallerini gösteren ABD 2 yıllık tahvil faizleri, küresel yatırımcıların ve piyasaların finansal ürünleri fiyatlamada kullandıkları önemli bir değişkendir. GOÜ'ler ve bunlar içinde yer alan yükselen piyasa ülkeleri merkez bankaları ve finans piyasaları FED'in faiz kararlarını kendi politikalarını belirlemede referans alırlar. Yani bu durumda FED takip edilen, diğer ülkeler ise takip eden pozisyonundadır.

Bir diğer değişken olan EMBI+ (Emerging Markets Bond Index Plus) yani yükselen piyasalar tahvil endeksi artı, JP Morgan'ın dolar cinsinden seçilen yükselen piyasa ekonomilerinin tahvillerini içeren bir endekstir. EMBI ailesi kullanılan en geniş ve kapsamlı yükselen piyasa ülke borçları göstergesidir. Varlık sınıfının performansının ölçülmesinde gösterge olarak servis edilmesine ek olarak, endeks yükselen piyasaların ülke borçlarını tanımlar ve görünürlüğünü artırır ve onların şartlarına göre derlenen işlem gören (trade edilen) ürünlere bir liste sağlar (<http://lexicon.ft.com/Term?term=EMBI>). EMBI+ spread'leri olarak da literatürde geçmektedir. Spread, EMBI üzerindeki hisse senedinin spread'idir. Eğer bir ülke o sene içinde piyasaya birden fazla hisse senedi sürerse spread tek spread'lerin basit ortalamasıdır (Presbitero, A. F., Ghura, D., Adedeji, O., & Njie, L. (2015). International Sovereign Bonds by Emerging Markets and Developing Economies: Drivers of

IssuanceandSpreads, IMF WorkingPaper). Yükselen piyasalar tahvil endeksi spread'i varsayılan ülke riskinin anahtar makroekonomik değişkenlerinden biridir. EMBI'da meydana gelen dalgalanmalar finansal piyasa aktörleri tarafından yakından izlenmektedir. Bunlara ek olarak, döviz kurları ve ülke içi faiz oranlarını da kapsayan bazı anahtar finansal değişkenler Brezilya ve Türkiye'de gösterildiği gibi EMBI spread'leri tarafından yönlendirilmeye meyillidir.

JP Morgan EMBI+ , EMBI'ın kapsamı genişletilmiş ve en güncel versiyonudur. EMBI+ yükselen piyasalarda işlem gören dışsal borç enstrümanlarının neredeyse tamamını kapsayan bir endekstir. EMBI+ ; ABD doları cinsinden ve diğer yabancı para birimleri cinsinden belirlenmiş Brady tahvilleri, mevduatları, Eurobond'ları, ve yerel piyasaların enstrümanlarını içermektedir. EMBI sadece Brady tahvilleri kapsarken EMBI+ bunlara ek olarak piyasada gösterge olan en stratejik yatırım araçlarını da kapsamaktadır. EMBI yükselen piyasa borçlanma ürünlerinin toplamda %66'sını kapsarken EMBI+ %98'ini kapsamaktadır (pages.stern.nyu.edu/~msiegel/embiplus.doc).

Sermaye piyasalarında meydana gelen dalgalanmaları göstermek amacıyla ABD hisse senedi piyasalarının temel oynaklık (volatilité) göstergelerinden olan Chicago Opsiyon Borsası Oynaklık Endeksi (VIX) yaygın olarak kullanılan bir değişkendir. VIX endeksi Chicago Opsiyon Borsası tarafından yayınlanan ve S&P 500 endeksini kapsayan 30 gün vadeli opsiyonların örtük volatilitelerinden oluşturulmuş bir endekstir. Volatilité, bir gözlemler setindeki gözlemlerin aritmetik ortalama etrafındaki dağılımının veya yayılmasının bir ölçüsüdür. Volatilité, toplam değişkenliğin piyasadaki değişmelere karşı duyarlılıktan kaynaklanan kısmını göstermektedir. VIX endeksinde gözlemlenen örtük volatilité ise piyasanın belirli bir dönem için gelecekteki volatilité beklentisidir (Hacıhasanoğlu ve Soytaş, 2009:43).

Tablo 3: Ekonometrik Modelde Kullanılacak Veriler

VERİLER	AÇIKLAMA	FREKANS	DEĞİŞKEN	KAYNAK
Portföy Yatırımları (Yükümlülükler)	Milyon ABD doları \$	Çeyrek	Bağımlı Değişken	IMF-IFS
ABD 2 Yıllık Tahvil Faizleri	-	Çeyrek	Bağımsız Değişken	FED
EMBI+ Spreadleri	Yükselen Piyasalar Tahvil Endeksi	Çeyrek	Bağımsız Değişken	Bloomberg
VIX Endeksi	Chicago Opsiyon Piyasası Oynaklık Endeksi	Çeyrek	Bağımsız Değişken	CBOE

4.1. Model ve Veri Seti

Bu çalışmada 16 yükselen piyasa ekonomisindeki portföy yatırımlarının FED faizini yansıtan ABD 2 yıllık hazine bono faizleri, EMBI+ değişkeni ve VIX ile olan ilişkisini tespit etmek amaçlanmıştır². Bu amaca uygun olarak Avdjiev ve diğerleri (2016) çalışmasında da kullanılan ekonometrik Arellano-Bond panel veri GMM tahmin methodu kullanılmıştır. Çalışmada ele alınan değişkenler literatüre bağlı olarak belirlenmiş ve ThomsonData Stream veri bankasından ve IMF International Financial Statistics (IFS) veri tabanından elde edilmiştir. Değişkenler ve aralarındaki fonksiyonel ilişki aşağıdaki biçimdedir;

$$\text{Portfolio} = f(\text{Portfolio}_{t-1}, \text{EMBI}, \text{VIX}, \text{USA2Y}) \quad (1)$$

Burada, Portfolio, portföy yatırımlarını, Portfolio_{t-1} , portföy yatırımlarının bir önceki dönemdeki değerini, EMBI+, JP Morgan yükselen piyasa ekonomileri için bono spreadlerini, VIX, volatilité endeksini veya küresel risk iştahını ve USA2Y ise ABD 2 yıllık hazine bonosu faizlerini göstermektedir. Burada USA2Y, FED politika kararlarını yansıtan vekil değişken (Proxy) olarak kullanılmıştır.

Değişkenlerin nedensellik ilişkisine bakılmadan önce değişkenlerde birim kök olup olmadığı incelenmelidir. Panel veri analizlerinde değişkenlerin durağanlık testleri için birkaç alternatif test yöntemi önerilir. Bunlar; LM, Peseran, ve Shin (2003, IPS), Levin, Lin, ve Chu (2002, LLC), Hadri (2000, HADRI)

² EMBI+; ülke riskini yansıtmaktadır ve JP Morgan yükselen piyasa ekonomileri için bono spreadlerini gösterir (10 yıllık ABD tahvilleri ile gelişen piyasa ekonomileri 10 yıllık ortalama tahvil faizi farkı). VIX; volatilité endeksini veya küresel risk iştahını gösterir.

ile Maddala ve Wu (1999, MW) olarak gösterilebilir. Bu çalışmada değişkenlerin durağanlık testleri , IPS ve LLC metodları ile yapılmıştır. Levin, Lin, ve Chu (2002) göre birim kök sınavının formel gösterimi aşağıda verilmiştir;

$$\Delta y_{it} = \rho_i y_{i,t-1} + \sum_{l=1}^{p_i} \theta_{il} \Delta y_{it} - L + \delta_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Bu test için hipotezler ise aşağıdaki gibidir;

$H_0 =$ her bir zaman serisi birim kök içermektedir ($\rho_i = 0$)

$H_1 =$ her bir zaman serisi birim kök içermemektedir, durağandır ($\rho_i < 0$)

LM, Pesaran, ve Shin (2003), ADF regresyonunun her bir yatay kesit için trend içermeyen bireysel etkilerini yakalamak için kullanılmıştır. Buna göre,

$$y_{it} = \mu_i \phi_i(1) + \sum_{j=1}^{P_i+1} \phi_{ij} y_{i,t-j} + \varepsilon_{it} \quad i = 1, \dots, N, t = 1, \dots, T. \quad (3a)$$

Burada $\phi_i(1) = 1 - \sum_{j=1}^{P_i+1} \phi_{ij}$, ADF(P_i) regresyon olarak yazılabilir;

$$\Delta y_{it} = \alpha_i + \beta_i y_{i,t-1} + \sum_{j=1}^{P_i} \rho_{ij} \Delta y_{i,t-j} + \varepsilon_{it} \quad i = 1, \dots, N, t = 1, \dots, T. \quad (3b)$$

Burada, $\alpha_i = \mu_i \phi_i(1)$, $\beta_i = -\phi_i(1)$ ve $\rho_{ij} = -\sum_{h=j+1}^{P_i+1} \phi_{ih}$ olarak yazılabilir.

Her iki testten elde edilen panel birim kök bulguları aşağıdaki Tablo 4'de gösterilmektedir. Tablo 4 incelendiğinde EMBI+ hariç (IPS: Düzeyde durağan değil) bütün değişkenlerin her iki testte de hem düzey değerlerinde hem de birinci farklarında durağan oldukları görülmektedir.

Tablo 4: Birim Kök Testleri

SERİLER	Levin, Lin ve Chu		LM, Pesaran ve Shin	
	Düzey	Birinci Sıra Fark	Düzey	Birinci Sıra Fark
Portfolio	-5.49***	-13.67***	-6.57***	-19.67***
EMBI+	-1.66**	-11.85***	2.88	-10.04***
VIX	-5.66***	-21.95***	-4.93***	-18.41***
USA2Y	-11.45***	-12.59***	-8.18***	-11.72***

Not: **,*** sırasıyla %5 ve % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Her iki test için Eviews 8 ekonometrik paket programı kullanılmıştır. Gecikme değerleri Schwartz bilgi kriterine göre Eviews 8 tarafından otomatik olarak belirlenmiştir.

Çalışmanın bundan sonraki adımı Sermaye hareketlerindeki değişmeye neden olan faktörleri belirlemektir. Bunun için tahmin edici olarak Arellano ve Bond (1991), Arellano ve Bover (1995) ile Blundell ve Bond (1998) tarafından geliştirilen “Genelleştirilmiş Momentler Metodu” (GMM) kullanılmıştır. Elde edilen bulgular Tablo 5’de raporlanmıştır.

Tablo 5: Regresyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	Olasılık Değeri
C	-0.13	2.315	(0.57)
ΔPortfolio_{t-1}***	0.05	0.162	(0.00)
ΔEMBI_{t-1}**	-0.14	0.650	(0.02)
ΔVIX***	-2.07	1.996	(0.00)
ΔUSA2Y ***	-9.53	2.703	(0.00)
Wald testi chi2(8) GMM için Sargan testi chi2 Araç Değişkenler için Sargan testi chi2 AR (1) için Arellano-Bond testi AR (2) için Arellano-Bond testi		= 3183.58 olasılık değeri: (0.00) = 457 olasılık değeri: (0.98) = 14.00 = -2.6257 olasılık değeri: (0.00) = 0.911 olasılık değeri: (0.36)	

Not: *, **, ***sırasıyla % 10, % 5, %1 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içindeki değerler Pr > |t| olasılık değerini göstermektedir. ‘C’ sabit terimdir.

Uygulanmasının kolay olması ve tahmin edicinin gerekli olan araç değişkenlere yönelik görece basit varsayımlarla uygulanabilmesinden dolayı dinamik panel çalışmalarında GMM metodu yaygın olarak kullanılmaktadır. GMM kullanılan uygulamalarda iki temel yaklaşım vardır. Birincisi Arellano ve Bond (1991) tarafından önerilen fark GMM yaklaşımı olup bu yaklaşım modeli spesifikasyon hatalarından arındırmak için modeli değişkenlerin birinci farkları olarak ele almaktadır ve araç değişken olarak bağımsız değişkenlerin gecikme değerlerini kullanmaktadır.

4.2. Bulgular

Tablo 5, bulguları tüm değişkenlerle portföy yatırımları arasında istatistiki olarak anlamlı ilişki göstermektedir. Buna göre portföy yatırımlarının bir gecikmeli değeri ile portföy yatırımları arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. Portföy yatırımlarının bir gecikmeli değerinin katsayısı 0.05 olmuştur. Daha açık olarak portföy yatırımları kendi kendini besleyen bir sürece sahiptir diyebiliriz. Ülke veya gelişen piyasa ekonomilerinin riskini yansıtan yükselen piyasalar tahvil endeksi (EMBI+) ile portföy yatırımları (Portfolio) arasındaki ilişkiyi gösteren katsayı -0.14 olarak bulunmuştur. Buna göre, yükselen piyasalar tahvil endeksinin (EMBI+) artışı, gelişen piyasa ekonomisiyle ABD hazine bonoları arasındaki faiz farkının açıldığını göstermektedir. Yani ülke riskindeki artışı yansıtmaktadır. Ülke risk primlerindeki artış portföy yatırımlarının ülkeden çıkışına neden olabileceğinden ilişkinin yönü beklendiği gibi negatif çıkmıştır. Küresel risk artışı ve oynaklık endeksi olan VIX değeri ile portföy yatırımlarının arasındaki ilişkiyi gösteren katsayı -2.07 olarak tespit edilmiştir. VIX artışı risk iştahının kapanması olarak algılandığından küresel risklerde artışı yansıtmaktadır. Dolayısıyla küresel risk artışı ülkeye gelen yabancı portföy yatırımlarının azalmasına veya geri dönmesine neden olabileceğinden VIX ve portföy yatırımları arasındaki ilişkinin yönü negatiftir. Son olarak ABD 2 yıllık tahvil faizlerindeki artış FED'in sıkılaştırıcı para politikası uygulayacağına işaret olarak algılanabileceğinden küresel sermayenin gelişen piyasa ekonomilerinden çıkmasına neden olabilecektir. Bu durum iktisat literatüründe kaliteye kaçış veya güvenli limanlara dönüş (safehaven effect) olarak da adlandırılmaktadır. Analizde ABD 2 yıllık tahvil faizi ile portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi gösteren katsayı -9.53 çıkmıştır. Bu durum ABD 2 yıllık tahvil faizlerindeki artışın portföy yatırımlarını negatif ve ciddi olarak etkilediğini göstermektedir. Değişkenlerin parametre değerlerine bakıldığında portföy yatırımlarının fazla FED politikadeğişikliğinden etkilendiği görülmektedir. Bu durum portföy yatırımlarının FED kararlarına bağlı olarak hareket ettiği biçiminde açıklanabilir.

Son olarak Tablo 5'de yer alan Wald testi modelin bütünsel anlamlılığını test etmektedir. H_0 hipotezi modelin anlamsız olduğu biçimindedir. H_0 hipotezi reddedildiği için model bütünsel anlamlılığa sahiptir sonucuna ulaşılmıştır. Sargan testi ise modelde kullanılan araç değişkenlerin geçerli olup olmadığı ile ilgilidir. H_0 hipotezi modelde kullanılan araç değişkenler geçerlidir biçiminde

kurulmuştur. Sargan testine ait H_0 hipotezi reddedilmediği için modelde kullanılan araç değişkenler geçerlidir diyebiliriz. AR(1) ve AR(2) testleri otokorelasyon probleminin varlığı ve yokluğu ile ilgilidir. AR(1) testi için H_0 hipotezi otokorelasyon vardır biçiminde iken AR(2) testi için H_0 hipotezi modelde otokorelasyon yoktur biçimindedir. Her iki test sonucunda da modelde otokorelasyon olmadığı yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

5. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Bu çalışmada 2008 krizi ve sonraki dönemde FED'in faiz artırımının yükselen piyasa ekonomilerindeki portföy yatırımları üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışma bu bağlamda; Arjantin, Brezilya, Çin, Endonezya, Filipinler, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Pakistan, Peru, Polonya, Rusya, Şili, Tayland ve Türkiye'den oluşan 16 yükselen piyasa ekonomisi ülkenin portföy yatırımlarını bağımlı değişken olarak kabul ederken; ABD 2 yıllık hazine bonusu faiz oranları, EMBI+ endeksi ve VIX oynaklık endeksi değişkenlerini bağımsız değişkenler olarak kabul edip analiz etmiştir. Çalışmada 2007:Q1 ve 2015:Q4 dönemini kapsayacak şekilde üçer aylık veriler kullanılarak panel veri analizi yöntemi uygulanmıştır. Literatür FED'in faiz artırma sürecinde portföy yatırımlarının çevre ülkelerden çıkış yaparak merkez ülkelere doğru gitmesini öngörmüştür. Yapılan ekonometrik analiz ve testler sonucunda, portföy yatırımları ve yükselen piyasalar tahvil endeksi (EMBI+) arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. 10 yıllık ABD tahvilleri ile gelişen piyasa ekonomileri 10 yıllık ortalama tahvil faizi farkından oluşan EMBI+ spreadleri arttıkça portföy yatırımları azalmıştır. Yani yükselen piyasa ekonomilerinden portföy yatırımlarının çıkış yaptığı sonucuna ulaşılmıştır. Bir diğer değişken olan VIX oynaklık endeksi küresel risk iştahını göstermektedir. Portföy yatırımları ve VIX değişkeni arasında güçlü anlamlı ve negatif bir ilişki bulunmuştur. Buna göre; küresel risk iştahı arttıkça yükselen piyasalardaki portföy akımlarında ülke dışına kaçış meydana gelmiştir. Portföy yatırımcısı, küresel risk arttığında yatırım için güvenli liman aramaya başlar ve riskin görece daha az olduğu piyasalara yatırım yapmayı tercih eder. FED faizlerinin önemli bir yansıması olarak çalışmada kullanılan ABD 2 yıllık hazine bonusu faiz oranları ise portföy yatırımlarını en güçlü ve negatif şekilde etkileyen değişkendir. Sonuç olarak çalışmada küresel riskte meydana gelen artışların yanında FED politika faizlerinin artması ve buna bağlı olarak EMBI+

spreadlerindeki yükseliş, yabancı portföy yatırımlarını Gelişmekte Olan Ülkelerden gelişmiş ülkelere doğru kaydırmıştır. Bu durumun ortaya çıkmasındaki en büyük motivasyonlardan biri, portföy yatırımlarının riskli küresel yatırım ortamında kendisine güvenli limanlar aramasıdır diyebiliriz.

KAYNAKÇA

- Ahmed, S., & Zlate A. (2013). Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World? International Finance Discussion Papers 1081. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, June.
- Akhan, N. A. (2002). Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri; Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı. Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 5 (7), 35-52.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies*, 58(2), 277-297.
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of econometrics*, 68(1), 29-51.
- Arora, V., & Cerisola, M., (2001). How Does U.S. Monetary Policy Influence Sovereign Spreads in Emerging Markets? IMF Staff Papers, 48(3), 474-498.
- Avdjiev, S., Gambacorta, L., Goldberg, L. S., & Schiaffi, S. (2016). The shifting drivers of international capital flows. *Unpublished manuscript*.
- Baek, I. M. (2006). Portfolio Investments Flows to Asia and Latin America: Pull, Push or Market Sentiment? *Journal of Asian Economics* 17, 2(2006), 363-373
- Blundell, R. & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of econometrics*, 87(1), 115-143.
- Bruner, F., Didier, T., Erce, A., & Schumukler (2013). Gross Capital Flows: Dynamics and Crises. *Journal of Monetary Economics*, 60 (1), 113-133.
- Calvo, G. A., Leiderman, L., ve Reinhart, C. M. (1993). Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors. *Staff Papers*, 40(1), 108-151.
- Cardoso, E. & Goldfajn, I. (1997). Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls. *IMF Working Paper*, 97:115.
- Cerrutti, E., Hale, G., & Minoiu, C., (2014). Financial crises and the composition of cross-border lending. IMF Working Paper WP/14/185.
- Chuhan, P., Claessens, S., & Mamingi, N. (1993). *Equity and bond flows to Asia and Latin America*. World Bank.
- Claessens, S., Dooley, M. & Warner, A. (1995). Portfolio Capital Flows: Hot or Cold? *The World Bank Economic Review*, 9 (1), 153-174.

- Çulha, O. Y., Özatay, F., & Şahinbeyoğlu, G. (2006). The determinants of sovereign spreads in emerging markets. Central Bank of Turkey, Research and Monetary Policy Department, Working Paper No. 06/04.
- Dahlhaus, T. & Vasishtha, G. (2014). The Impact of US Monetary Policy Normalization on Capital Flows to Emerging–Market Economies. Bank of Canada Working Paper no. 14-53.
- Dasgupta, D. & Ratha, D. (2000). *What Factors Appear to Drive Private Capital Flows to Developing Countries?: And how Does Official Lending Respond?.* World Bank.
- De Haan, J., Eijffinger, S. C., & Waller, S. (2005). *The European Central Bank: credibility, transparency, and centralization.* MIT Press.
- Edwards, S. (2012). The Federal Reserve, Emerging Markets, and Capital Controls: A High Frequency Empirical Investigation. NBER Working Paper no. 18557.
- European Central Bank (2005). Financial Flows To Emerging Market Economies: Changing Patterns and Recent Developments. *Monthly Bulletin*, January, 59-73.
- Fratzcher, M. (2012). Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis. *Journal of International Economics*, 88(2), 341-356.
- Frankel, J., Schmukler, S. L., & Servén, L. (2004). Global transmission of interest rates: monetary independence and currency regime. *Journal of International Money and Finance*, 23(5), 701-733.
- Fernandez-Arias, E. (1994). The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull? *World Bank Policy Research Working Paper Series*, No.1312.
- Fernandez-Arias, E. & Montiel, P. J. (1995). The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: Prospects and Policy Response. *World Bank Policy Research Working Paper Series*, WPS 1473.
- Fernandez-Arias, E. (1996). The new wave of private capital inflows: push or pull? *Journal of development economics*, 48(2), 389-418.
- Güneş, S. (2007). Uluslararası Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği. *Sosyoekonomi*, 5(5).
- Hacıhasanoğlu, E., & Soytaş, U. (2009). Global Risk Algılamasının Gelişmekte Olan Piyasalara Etkisi: Türkiye Örneği. *AİÜ-İİBF Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*.
- Hadri, K. (2000). Testing for stationarity in heterogeneous panel data. *The Econometrics Journal*, 3(2), 148-161.
- Hernandez, L., Mellado, P., & Valdes, R. (2001). Determinants of private capital flows in the 1970s and 1990s: is there evidence of contagion?.
- <http://data.imf.org/regular.aspx?key=60979249>
- <http://lexicon.ft.com/Term?term=EMBI> Financial Times, Erişim 15 Aralık 2016.

- Hoggarth, G. & Sterne, G. (1997). Capital Flows: causes, consequences and policy responses. *Handbooks*.
- IMF. (2009). Balance of Payments and International Investment Position Manual. (Sixth Edition). Washington D.C.
- İnsel, A. & Sungur, N. (2000). *Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği – 1989:III – 1999:IV*, erc/ODTÜ Uluslararası Ekonomi Kongresi IV, Eylül, Ankara. <http://www.tek.org.tr/dosyalar/serhar0303.pdf> erişim 15 Aralık 2016.
- Kamin, S. B. (2002). Identifying the role of moral hazard in international financial markets. Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Paper No. 736.
- Kibrıççioğlu, A. (1996). Döviz Kurlarının Oluşumuyla İlgili Kuramlara Giriş.
- Kibrıççioğlu, A. (Ed.) *Uluslararası Makroiktisat: Okumalar*. Ankara: 120-146.
- Koepke, R. (2014). Fed Policy Expectations and Portfolio Flows to Emerging Markets. IIF Working Paper.
- Koepke, R. (2015). What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature. IIF Working Paper.
- Im, K.S., Pesaron, M.H. & Shin, Y. (2003). Testing for unit roots in heterogeneous panels. *Journal of Econometrics*, 115, 53–74.
- Levin, A., Lin, C. F., ve Chu, C. S. J. (2002). Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties. *Journal of econometrics*, 108(1), 1-24.
- Maddala, G. S. & Wu, S. (1999). A comparative study of unit root tests with panel data and a new simple test. *Oxford Bulletin of Economics and statistics*, 61(S1), 631-652.
- Milesi-Ferretti, G. & Tille, C. (2011). The Great Retrenchment: International Capital Flows during the Global Financial Crisis., 26 (66), 289-346.
- Mody, A., Taylor, M. P. & Kim, J. Y. (2001). Modelling fundamentals for forecasting capital flows to emerging markets. *International Journal of Finance & Economics*, 6(3), 201-216.
- Nunnenkamp, P. & Spatz, J. (2002). *Determinants of FDI in developing countries: has globalization changed the rules of the game?* (Vol. 1122). Germany: Kiel Institute for World Economics.
- Obstfeld, M. (2008), International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned? CGD Working Paper No: 34, pp.1-52.
- Pazarlıoğlu, M. V. & Gülay, E. (2007). Net Portföy Yatırımları ile Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği 1922: I-2005: IV.
- pages.stern.nyu.edu/~msiegel/embiplus.doc. Erişim tarihi: 15 Aralık 2016.
- Presbitero, A. F., Ghura, D., Adedeji, O. & Njie, L. (2015). International Sovereign Bonds by Emerging Markets and Developing Economies: Drivers of Issuance and Spreads.
- Gazi Journal of Economics and Business

Taylor, M. P. & Sarno, L. (1997). Capital flows to developing countries: long-and short-term determinants. *The World Bank Economic Review*, 11(3), 451-470.

Ying, Y. H. & Kim, Y. (2001). An empirical analysis on capital flows: the case of Korea and Mexico. *Southern Economic Journal*, 954-968.

