



EKONOMİ NOTLARI

Parasal Genişleme Politikalarının Gelişmekte Olan Ülke Portföy Akımları Kompozisyonuna Etkisi

Yasemin Barlas

Neslihan Kaya

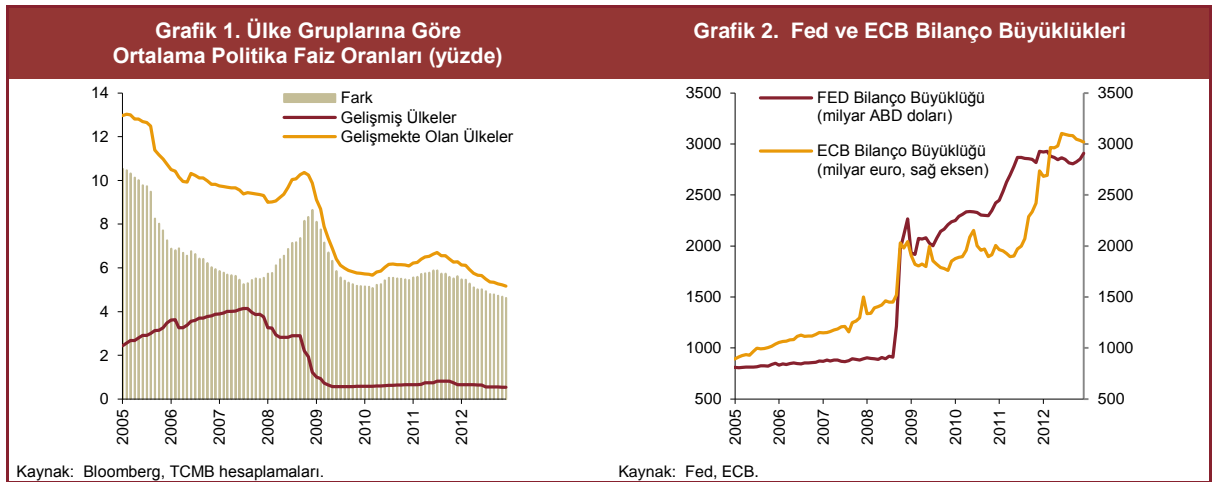
Özet: Bu notta, küresel finansal kriz sonrasında gelişmiş ülkelerce yürütülen genişletici para politikalarının gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarını portföy tercihi ayırımında nasıl etkilediği incelenmekte ve portföy akımlarını belirleyen faktörler araştırılmaktadır. Söz konusu politikalar neticesinde oluşan likidite fazlasının yanında, durağanlaşan büyüme görünümü ve belirsizlik ortamının yol açtığı yüksek getirili ve kısa vadeli yatırım arayışının, son dönemde yatırımcıların gelişmekte olan ülke borçlanma senedi piyasalarına girişlerini belirgin biçimde artırdığı görülmektedir. Öte yandan, gelişmiş ülkelere kıyasla daha az sekteye uğrayan gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik faaliyet, bu dönemde gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarına olağandan daha fazla yatırım çekmede yetersiz kalmıştır. Bulgular, bu süreçte bollaşan küresel likiditenin borçlanma senedi akımlarında anlamlı bir yapısal kırılmaya neden olduğunu, ancak benzer bir değişimin hisse senedi akımları için geçerli olmadığını ortaya koymaktadır.

Abstract: In the aftermath of the global financial crisis, when cutting interest rates proved not to be enough to stimulate their shattered economies, advanced countries have adopted unconventional tools to ease their monetary policies, that led to excess liquidity on a global scale. This note analyses how capital flows to emerging markets are affected from these recent monetary policy actions of advanced countries and investigates the determinants of capital flows under a portfolio investment breakdown. Both the ample liquidity conditions, and the search for high yielding low maturity assets, due to deteriorating global economic outlook and increased uncertainty, have significantly increased flows to emerging market bond funds. On the other hand, relatively better economic activity in emerging markets compared to their advanced counterparts was not sufficient to attract capital to equity markets above normal levels. The findings suggest that ample liquidity in the aftermath of the crisis led to a significant structural shift in emerging market bond funds, while a similar change was not observed in emerging market equity funds.

1. Giriş

Gelişmiş ülke merkez bankalarının küresel finansal kriz süreci ve sonrasında uygulamaya koydukları parasal genişleme politikaları, küresel ölçekte likidite fazlası oluşturarak gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını canlandırma ve daha oynak hale getirme potansiyeli taşımaktadır. Bu durum ise söz konusu ülkelerde finansal istikrar açısından önemli bir tehdit oluşturmaktadır. Buradan hareketle, bu notta gelişmiş ülkelerde yürütülen genişletici para politikalarının gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarını portföy tercihi ayırımında nasıl etkilediği incelenmekte ve portföy akımlarını belirleyen faktörler araştırılmaktadır¹.

2008 yılının üçüncü çeyreğinde patlak veren küresel finansal krizin ardından gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke merkez bankaları krizin ekonomi üzerindeki yıkıcı etkilerini azaltmak üzere zorlu ve uzun zamana yayılan bir parasal genişleme sürecine girmişlerdir. İlk etapta geleneksel para politikası anlayışı çerçevesinde faiz indirimlerine başvurulmuş, faiz oranlarında yüksek miktarlarda düşüş gerçekleştirilmiştir (Grafik 1). Ancak faiz indirimlerinin gelişmiş ekonomilerde toparlanmaya katkıda yetersiz kalması ve bunun yanında Euro Bölgesi çevre ülkelerinde baş gösteren borç sürdürülebilirliği sorunları, gelişmiş ülke merkez bankalarını miktarsal bir genişleme süreci başlatmaya yöneltmiştir. Bu çerçevede, ABD Merkez Bankası (Fed) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) geleneksel olmayan para politikası tedbirleri kullanarak piyasalara yüklü miktarda likidite sağlamış, ayrıca bunu çeşitli varlık alım programları ile de desteklemiştir (Tablo 1)². Buna istinaden söz konusu bankaların bilanço büyüklükleri rekor düzeylere ulaşmıştır (Grafik 2).



¹ Ödemeler Dengesi raporlama sisteminde, portföy yatırımları Finans Hesabı altında yer alan Portföy Hesabı içerisinde izlenmekte ve hisse senedi ile borçlanma senedi kalemleri olmak üzere iki ayırımda tanımlanmaktadır. Çalışmamızda "portföy yatırımı" ifadesi bu tanımlamaya paralel şekilde yapılmış olup, alternatif yatırım araçlarını kapsamamaktadır.

² Bu tür bir uygulama ilk kez Japonya Merkez Bankası tarafından 2001 yılında deflasyonla mücadele çerçevesinde gerçekleştirilmiştir. Küresel finansal kriz sonrasındaki süreçte ise, İngiltere Merkez Bankası'nca da benzer operasyonlar yürütülmüş, ancak bunların küresel ölçekli etkilerinin görece sınırlı kaldığı düşünüldüğünden notun kapsamına alınmamıştır.

Tablo 1. Fed ve ECB Tarafından Açıklanan Miktersal Genişleme Paketleri

	Fed	ECB	Açıklama
Kasım 2008	QE 1		600 milyar ABD doları tutarında tahvil alımı içeren 1.Miktarsal Genişleme Paketi
Mart 2009	QE 1 Uzatımı		QE 1'in devamı niteliğinde 750 milyar ABD doları tutarında ipoteğe dayalı menkul kıymet ve 300 milyar ABD doları tutarında tahvil alımı
Haziran 2009		LTRO 1	Bir yıl vadeli finansman imkânı sağlayan, 442 milyar euro tutarında 1. Uzun Dönemli Finansman Operasyonu
Mayıs 2010		SMP	Kamu ve özel kesim borçlanma senetleri alımını içeren Menkul Kıymet Piyasası Programı (2013 yılı Ocak ayı itibarıyla 209 milyar Euro tutarında alım yapılmış olup, sterilize edilmektedir.)
Kasım 2010	QE 2		Aylık 75 Milyar ABD doları olmak üzere, 600 milyar ABD doları tahvil alımı içeren 2.Miktarsal Genişleme Paketi
Eylül 2011	Operation Twist		400 milyar ABD doları tutarında üç yıldan kısa vadeli tahvillerin 6-30 yıl vadeliyle değiştirilmesini hedefleyen Vade Değişim Programı
Aralık 2011 & Şubat 2012		LTRO 2	Bir ve üç yıl vadeli finansman imkânı sağlayan, 1019 milyar euro tutarında 2. Uzun Dönemli Finansman Operasyonu
Haziran 2012	Operation Twist Uzatımı		Vade Değişim Programı kapsamında 267 milyar ABD doları tutarında ek tahvil değişimi
Eylül 2012	QE 3		Aylık 40 milyar ABD doları tutarında ipoteğe dayalı varlık alımı öngören 3.Miktarsal Genişleme Paketi (Alımların büyüme ve istihdamda kayda değer bir iyileşme görülünceye kadar devam edeceği açıklanmıştır)
Eylül 2012		OMT	Euro Bölgesi ülkelerinden gelecek talebe göre tahvil alımı öngören Doğrudan Parasal İşlemler (Herhangi bir üst limit belirlenmemiştir.)

İlgili yazında, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını belirlemede gelişmiş ülkelerce yürütülen para politikaları gibi küresel itici faktörlerin, ülkelere özgü çekici faktörlerden daha etkili olduğu görüşü hakimdir³. Buna ilaveten, gelişmiş ülkelerin genişletici para politikalarının sermaye akımları kanalıyla gelişmekte olan ülkelere finansal istikrarı tehdit edebileceği bilinmektedir. Geçmiş tecrübeler, yoğun sermaye girişlerinin gelişmekte olan ülkelere yerel para biriminde aşırı değerlenme, finansal piyasalarda oynaklık, cari açığa artış ve kontrolsüz kredi genişlemesi gibi çeşitli finansal ve makroekonomik riskleri de beraberinde getirdiğini göstermektedir⁴.

Bollaşan küresel likiditenin gelişmekte olan ülkelere yönelen kısa vadeli sermaye akımlarını canlandırdığı 2009 yılından itibaren, gelişmekte olan ülkeler karşı karşıya kaldıkları riskleri azaltabilmek amacıyla gerek zorunlu karşılık oranları gibi makro ihtiyati tedbirler, gerekse sermaye kontrolleri ile miktersal sıkılaştırma sürecine girmişlerdir. Her ne kadar sermaye kontrollerinin etkinlik derecesi tartışılan bir konu olmayı sürdürse ve ilgili yazında sermaye kontrollerinin yoğun sermaye girişlerini durduramayacağı; ancak giren sermayenin kompozisyonuna etkide bulunabileceği yönünde bir genel görüş kabul görse de (Habermeier ve diğerleri, 2011), normal zamanlarda sermayenin serbest dolaşımı yanlısı olan Uluslararası Para Fonu (IMF) dahi, bu olağandışı koşullar altında gelişmekte olan ülkelere çeşitli sermaye kısıtlamalarının gerekliliğini onaylamıştır (IMF, 2012; IMF, 2011; Ostry ve diğerleri, 2011).

³ Diğer bir deyişle, itici faktörlerin yokluğunda, ülkelere özgü koşulların çekiciliği sermaye girişlerini tetiklemede yetersiz kalabilmektedir.

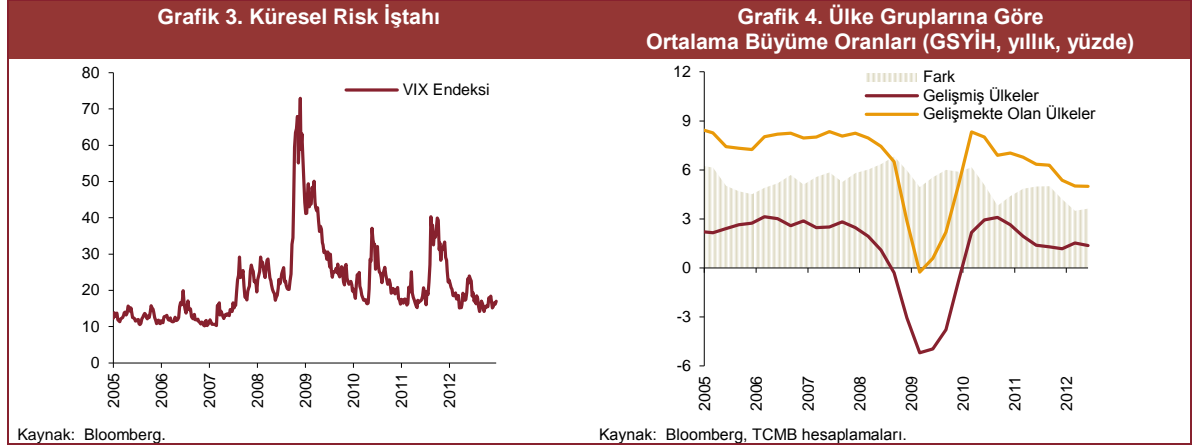
⁴ Bu konu daha önce 2010-IV Enflasyon Raporu'nda Kutu 2.1. Gelişmekte Olan Ülkeler Sermaye Akımları başlığı altında ele alınmıştır.

Diğer taraftan, Bernanke (2012) 14 Ekim 2012 tarihinde yaptığı *ABD Para Politikası ve Uluslararası Etkileri* başlıklı konuşmasında bu tartışmalara yeniden değinmiş ve gelişmiş ülke merkez bankalarına yöneltilen eleştirilere karşı yürütülmekte olan genişletici para politikalarını savunmuş; bunların küresel ekonomik faaliyeti destekleyerek dış ticaret yoluyla gelişmekte olan ülkelere olumlu katkıda bulunabileceğini iddia etmiştir. Bernanke, bir yandan son dönemde gelişmekte olan ülkelere sermaye akımı yönetiminin zorluklarını takdir ederken, diğer yandan gelişmiş ülke para politikaları ile gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları arasındaki bağın sanıldığı kadar güçlü olmadığı ve gelişmekte olan ülkelerin politika seçimlerinin temel belirleyici olduğu değerlendirmesinde bulunmuştur.

Özetle, gelişmiş ülke merkez bankalarının küresel finansal kriz ve sonrasında uygulamaya koydukları geleneksel olmayan genişletici para politikası tedbirlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları üzerindeki etkileri, sermaye akımlarının yönetimine ilişkin tedbirler ve yoğun sermaye girişlerinin finansal istikrar üzerinde oluşturduğu riskler, son dönemde oldukça önem kazanmış tartışma konularıdır. Bu not, gelişmiş ülkelerin genişletici para politikalarının oluşturduğu küresel likidite fazlasının gelişmekte olan ülkelere sermaye girişleri üzerinde, portföy tercihi ayırımında, belirgin bir değişime neden olup olmadığını araştırarak literatüre katkıda bulunmayı amaçlamaktadır. Çalışmada, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını hisse senedi ve borçlanma senedi fonları ayırımında incelemeye olanak tanıyan, aynı zamanda yüksek frekanslı ve vakitli veri sağlayan, temsil gücü yüksek, yeni bir veri tabanı kullanılmaktadır. Bulgular, parasal genişleme paketleri sonrasında oluşan küresel likidite fazlasının borçlanma senedi akımlarında anlamlı bir yapısal kırılmaya neden olduğunu gösterirken, benzer bir değişim hisse senedi akımlarında görülmemektedir.

2. Küresel Finansal Kriz ve Sonrasında Portföy Yatırımı Tercihleri

Küresel finansal kriz sonrasında portföy yatırımı tercihlerinin belirlenmesi giderek zorlaşmıştır. Yatırımcılar bir yandan fonlarını nispeten güvenli limanlara yönlendirmek isterken, diğer yandan gelişmiş ülkelere olağanüstü düşük seviyelere gerileyen faiz oranlarına karşılık, daha yüksek getirili alternatif yatırım arayışına da girmişlerdir. Buna ek olarak, Euro Bölgesi'nde, çevre ülkelerdeki borç sorunları ile başlayan ve giderek derinleşen sorunlar, hem küresel büyüme görünümü üzerindeki aşağı yönlü riskleri daha da belirginleştirmiş, hem de belirsizlikleri artırarak risk iştahını daha oynak hale getirmiştir (Grafik 3).

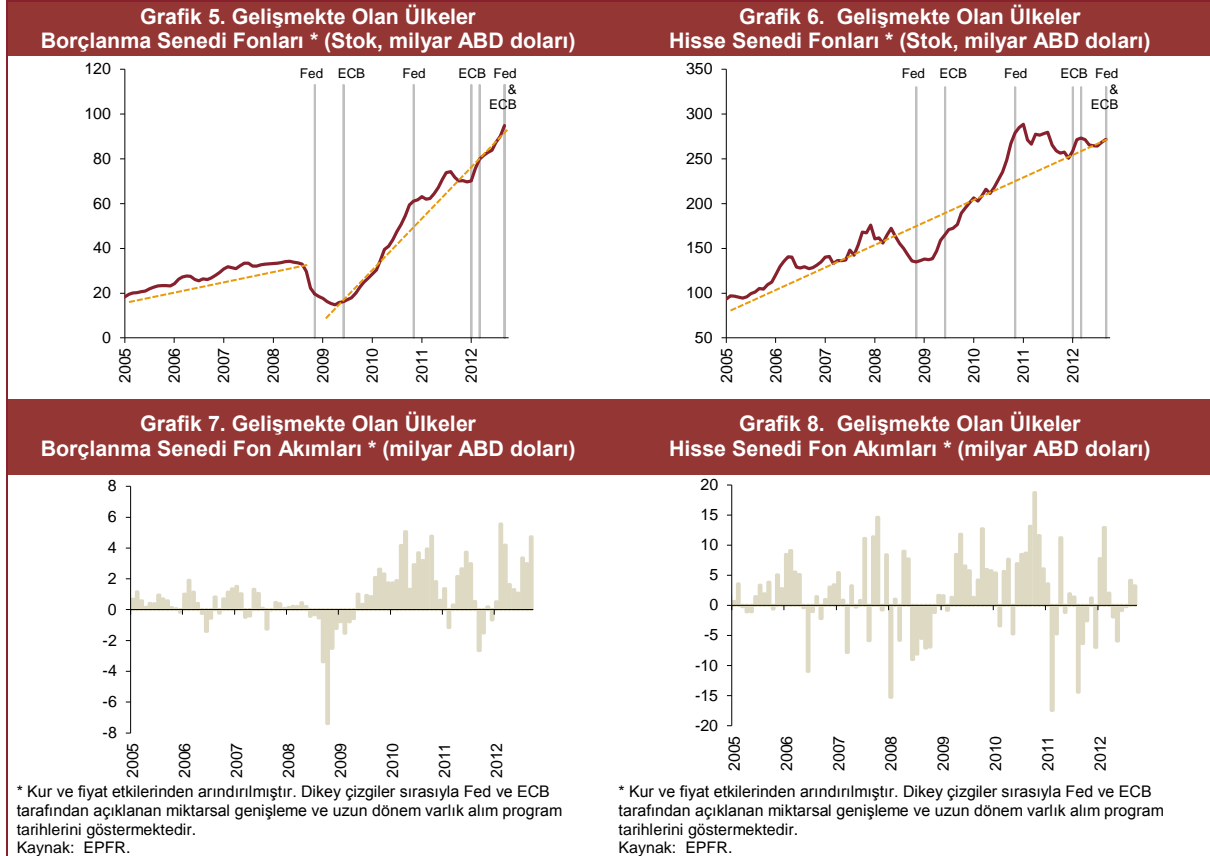


Her ne kadar küresel kriz gelişmekte olan ülkelerin ekonomik faaliyetlerini gelişmiş ülkelere kıyasla daha az sekteye uğratmış olsa da (Grafik 4), kötüleşen küresel büyüme görünümü ve artan belirsizlikler nedeniyle, yatırımcılar bu dönemde gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarına genel tarihsel trendin üzerinde yatırım yapmaktan kaçınmışlardır. Bu nedenle, borçlanma senedi fonlarına kıyasla daha yüksek hacimli olan, büyüme odaklı ve genellikle uzun vadeli yatırımın tercih edildiği, gelişmekte olan ülkeler hisse senedi fonlarına girişler kriz öncesi seviyelerinden belirgin olarak farklılaşmamıştır⁵. Özellikle Euro Bölgesi'ndeki krizin derinleşmesiyle küresel ekonomideki toparlanmanın beklenenden daha uzun süreceği anlaşılmış; küresel talebin zayıf seyredeceğine dair olumsuz beklentiler ise, ihracat odaklı büyüme sergileyen gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarına yatırımı sınırlayan bir diğer faktör olmuştur.

Öte yandan, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke faiz oranları arasındaki farkın artması, yatırımcıların alternatif olarak tercihlerini daha kısa vadeli ve daha yüksek getirili gelişmekte olan ülke borçlanma senedi fonlarına yönlendirmesine neden olmuştur. Küresel büyüme görünümündeki olumsuz çerçeveye rağmen, gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere nazaran yurt içi talebi desteklemek için faiz indirimi açısından daha fazla alana sahip olması, bu ülkelerin borçlanma senetlerini cazip kılmıştır. Üstelik gelişmekte olan ülkelere faiz indirimlerinin gelecekte de devam edeceği beklentisi, söz konusu ülkelerin borçlanma senetlerinden beklenen kârı artırarak, bu piyasalara olan ilgiyi desteklemiştir. Buna ilaveten, gelişmekte olan ülke borçlanma senedi piyasalarına yatırımın kriz öncesi dönemde görece düşük kalmış olması ve gelişmiş ülke kâğıtlarının kriz öncesi döneme kıyasla eskisi kadar güvenli olmadığına anlaşılması da, gelişmekte olan ülke borçlanma senetlerine olan talepteki artışta etkili olan diğer unsurlar olmuştur.

⁵ Genel olarak, uluslararası yatırımcıların gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarına giriş kararlarını etkileyen ana unsurların yüksek ülke riski ile birlikte yüksek fiyat riski olduğu bilinmektedir.

Grafiksel olarak bakıldığında, genişletici tedbirlerin devreye girmesinin ardından borçlanma senedi fonlarının eğiliminde belirgin bir artış meydana geldiği görülürken, hisse senedi piyasalarında benzer bir yapısal kırılmaya rastlanmamaktadır (Grafik 5 ve 6). Söz konusu dönemde borçlanma senedi fonlarına istikrarlı girişler akım verilerden de açıkça görülmektedir (Grafik 7 ve 8).



3. Veri ve Yöntem

Bu çalışmada gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları verileri Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) veri tabanından alınmıştır. Bu yeni veri tabanının en büyük avantajı oldukça yüksek frekanslı ve vakitli veri sağlamasıdır. Bir ülkeye ilişkin sermaye hareketlerinin takip edilmesinde kullanılan tek kaynak olan ödemeler dengesi verilerine bir alternatif olarak son dönemde IMF ve ECB gibi büyük kuruluşların da başvurduğu bu veri tabanının, temsil gücünün de yüksek olduğuna dair çalışmalar mevcuttur (Fratzscher, 2011). Genelde çeyreklik bazda, az sayıda ülke için ise aylık bazda veri sağlayan ödemeler dengesi verileri, en az bir iki ay gecikmeli olarak açıklanırken, EPFR veri tabanı hem haftalık frekansta veri sunmakta, hem de verileri gecikmesiz olarak yayımlamaktadır. Buna ek olarak EPFR, fon akımlarını hisse senedi ve borçlanma senedi fonları ayırır ve oldukça geniş bir bölgesel dağılımda incelemeye olanak

tanımlanmaktadır. Son dönemde veri kaynağı olarak bu veri tabanına başvuran araştırmaların sayısı giderek artmaktadır (Lo Duca, 2012; Miao & Pant, 2012). Bu notta, sermaye hareketlerine ilişkin veriler kur ve fiyat etkilerinden arındırılarak kullanılmıştır.

Yatırımcıların son dönem portföy tercihlerindeki ayrışmayı incelemek amacıyla, borçlanma ve hisse senedi fon akımları için basit denklemler tahmin edilmiştir. İlgili yazında sermaye akımlarının temel belirleyicileri iten ve çeken faktörler olarak iki başlık altında incelenmektedir. Küresel likidite fazlası ve yatırımcı risk iştahı en temel iten faktörler olarak gösterilirken; büyüme, getiri farkı, enflasyon gibi ülkelere özgü değişkenler ise çeken faktörler olarak nitelendirilmektedir. Gelişmiş ülkelerce ilk parasal genişleme paketinin açıklandığı tarih olan 2008 yılı Kasım ayından sonra oluşan küresel likidite fazlasının portföy hareketlerinde meydana getirdiği yapısal kırılmayı yakalamak amacıyla denklemlerde bir kukla değişken kullanılmıştır. Küresel risk iştahı göstergesi olarak VIX endeksi alınmıştır. Çeken faktörler ise sanayi üretimi büyüme oranı, politika faizi ve enflasyon oranı ile temsil edilmiştir. Söz konusu değişkenler yükselen Asya, Avrupa, Latin Amerika, Orta Doğu ve Afrika bölgelerini kapsayacak şekilde toplam 23 gelişmekte olan ülke için, GSYİH ağırlıklı olmak üzere, toplulaştırılarak hesaplanmıştır⁶.

4. Bulgular

Denklemlerde kullanılan değişkenlere ilişkin birim kök testi sonuçları Tablo 2’de verilmiştir. Buna göre, stok biçimdeki borçlanma ve hisse senedi fonları, VIX endeksi ve politika faiz oranı birinci dereceden bütünleşik iken, büyüme ve enflasyon oranları durağandır.

	Düzye	1. Dereceden Fark
Borçlanma Senedi Fonları	1.069	-2.983 **
Hisse Senedi Fonları	-0.308	-7.366 ***
VIX endeksi	-2.351	-8.349 ***
Büyüme oranı	-2.937 **	
Politika faizi	-1.530	-3.372 **
Enflasyon oranı	-3.510 ***	

† ADF test istatistiğini göstermektedir.
*, ** ve *** sırasıyla yüzde 10, yüzde 5 ve yüzde 1 güven düzeyinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir.

Tahminlerde bağımlı değişken olarak, stok biçimdeki borçlanma ve hisse senedi fonlarının birinci dereceden farkları olarak hesaplanan akım verileri alınmıştır. Açıklayıcı değişkenler ise Tablo 2 gereğince dönüşümleri yapılarak kullanılmıştır. 2005 yılından başlamak üzere, aylık frekansta tahmin edilen denklemler Tablo 3’de sunulmuştur. Model 1 ve 2, gelişmiş ülkelerin yürüttükleri parasal genişleme politikalarının etkisini yakalamaya yönelik kukla değişkenin sırasıyla bulunmadığı ve bulunduğu denklemleri ifade etmektedir.

⁶ Analize dahil edilen ülkeler Brezilya, Meksika, Kolombiya, Peru, Şili, Venezuela, Çin, Endonezya, Malezya, Filipinler, Tayland, Güney Kore, Hindistan, Tayvan, Rusya, Türkiye, Polonya, Macaristan, Kazakistan, Güney Afrika, İsrail, Lübnan ve Mısır’dır. Söz konusu ülkeler 2012 yılı itibarıyla gelişmekte olan ülkeler borçlanma senedi fon akımlarının ortalama yüzde 95’ini, hisse senedi fon akımlarının ise ortalama yüzde 89’unu oluşturmaktadır.

	Borçlanma Senedi Akımları				Hisse Senedi Akımları			
	Model 1		Model 2		Model 1		Model 2	
	Katsayı	t-istatistiği	Katsayı	t-istatistiği	Katsayı	t-istatistiği	Katsayı	t-istatistiği
Sabit terim	11.45 ***	4.46	7.96 ***	3.25	3.14	1.51	3.19	1.44
D(VIX endeksi)	-0.45 ***	-5.32	-0.41 ***	-5.32	-0.36 ***	-5.18	-0.36 ***	-5.12
Büyüme oranı	0.31 **	2.42	0.44 ***	3.67	0.19 *	1.79	0.18 *	1.71
D(Politika faizi)	11.96 **	2.33	11.56 **	2.49	-6.70	-1.61	-6.70	-1.60
Enflasyon oranı	-2.14 ***	-5.67	-2.01 ***	-5.85	-0.65 **	-2.11	-0.65 **	-2.10
Kukla değişken			3.48 ***	4.51			-0.05	-0.07
Düzeltilmiş R ²	0,53		0,62		0,30		0,29	

† Tüm modeller Ocak 2005 – Ekim 2012 dönemini kapsamakta olup, 94 gözlem içermektedir.
*, ** ve *** sırasıyla yüzde 10, yüzde 5 ve yüzde 1 güven düzeyinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir.

Elde edilen sonuçlar, yukarıda tartışılanları destekleyecek biçimde, parasal genişleme paketlerinden sonra oluşan küresel likidite fazlasının borçlanma senedi akımlarında anlamlı bir yapısal kırılmaya neden olduğunu, ancak benzer bir değişimin hisse senedi akımları için geçerli olmadığını ortaya koymaktadır. Ayrıca, risk iştahı, büyüme, faiz ve enflasyon değişkenleri borçlanma senedi fon hareketlerini beklenen yönde ve anlamlı şekilde etkilemekte olup, çeken faktörlerden en önemlisinin faiz oranlarındaki değişim olduğu anlaşılmaktadır. Diğer taraftan, bahsi geçen değişkenler hisse senedi fon hareketlerini açıklamada yetersiz kalmaktadır⁷.

5. Sonuç ve Değerlendirme

Küresel finansal krizin ardından faiz indirimlerinin gelişmiş ekonomilerde toparlanmaya katkıda yetersiz kalması ve buna eklenen Euro Bölgesi borç sürdürülebilirliği sorunları, gelişmiş ülke merkez bankalarını geleneksel politika anlayışının dışına çıkarak, alternatif araçlarla para politikalarını gevşetmeye yöneltmiştir. Bu suretle artan küresel likiditenin ise, geçmiş tecrübeler ışığında, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını canlandırma ve daha oynak hale getirme potansiyeli taşıdığı bilinmektedir. Bu durum ise, çeşitli aktarım kanalları ile söz konusu ülkelerde finansal istikrarı tehdit edebilmektedir. Dolayısıyla, son dönemde gelişmiş ülke para politikaları ile gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları arasındaki ilişki önem kazanmıştır.

Bu notta, gelişmiş ülkelerce yürütülen genişletici para politikalarının gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarını portföy tercihi ayırımında nasıl etkilediği incelenmekte ve portföy akımlarını belirleyen faktörler araştırılmaktadır. Kriz sonrasında oluşan küresel likidite fazlasının yanında, durağanlaşan büyüme görünümü ve belirsizlik ortamının yol açtığı yüksek getirili ve kısa vadeli yatırım arayışının, son dönemde yatırımcıların gelişmekte olan borçlanma senedi fonlarına

⁷ Ekonomik yazında piyasa büyüklüğü, kurumsal kalite, ekonomik istikrar, dışa açıklık ve büyüme potansiyeli gibi çeşitli faktörlerin ülkelere sermaye çekmede genellikle etkili olduğu vurgulanmaktadır (IMF, 2011). Hisse senedi akımlarına ilişkin denklemin açıklama oranının düşük kalmasına bir nedenin, bu gibi değişkenlerin modelde yer almaması olabileceği düşünülmektedir. Bahsi geçen değişkenlerin büyük bir bölümünün yıllık frekansta olması burada kısıt oluşturmaktadır.

girişlerini belirgin biçimde artırdığı görülmektedir. Öte yandan, gelişmiş ülkelere kıyasla daha az sekteye uğrayan gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik faaliyet, bu dönemde gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarına genel tarihsel trendin üzerinde yatırım çekmede yetersiz kalmıştır. Bulgular, bu süreçte artan küresel likidite fazlasının borçlanma senedi akımlarında anlamlı bir yapısal kırılmaya neden olduğunu, ancak benzer bir değişimin hisse senedi akımları için geçerli olmadığını ortaya koymaktadır.

Sonuç olarak, her ne kadar hisse senedi fonları normal zamanlarda yatırımcılar tarafından büyüme odaklı ve uzun vadeli olarak daha fazla tercih edilse de, gelişmekte olan ülkelere yönelen fonların kompozisyonunun kriz sonrası süreçte sınırlı oranda da olsa borçlanma senedi fonları lehine değiştiği anlaşılmaktadır. Buna ek olarak, 2012 yılı Eylül ayında Fed ve ECB'nin açıklamış olduğu son genişletici önlemler gelişmekte olan ülkelere yeni bir sermaye dalgası oluşturma ihtimalini beraberinde getirmektedir. Nitekim, 2012 yılının son çeyreğinden itibaren gelişmekte olan ülkelere fon girişlerinde, hisse senedi piyasaları ağırlıklı olmak üzere, hızlanma görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin borçlanma senedi piyasalarına yönelik yapılan tespit de göz önüne alındığında, hisse senedi piyasaları yatırımlarının gelişmekte olan ülkelere yönelen fonlar içerisindeki ağırlığını koruması beklenmekle birlikte, gelişmekte olan ülke borçlanma senedi piyasalarının kazanmış olduğu iç dinamikle önümüzdeki dönemde derinleşmeye devam etmesi mümkün görünmektedir.

Kaynakça

- Bernanke, B.S. (2012), "U.S. Monetary Policy and International Implications", *Challenges of the Global Financial System: Risks and Governance under Evolving Globalization* adlı seminerde yapılan konuşma metni, 14 Ekim 2012.
- Fratzscher, M. (2011), "Capital Flows, Push versus Pull Factors and the Global Financial Crisis", ECB Çalışma Tebliği No: 1364.
- Habermeier, K., Kokenyne, A. & Baba, C. (2011), "The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows", IMF Tartışma Tebliği No: SDN/11/14.
- IMF (2012), *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*, 14 Kasım 2012. (Washington, DC: IMF), <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>.
- IMF (2011), "Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework", Strateji, Politika ve Değerlendirme Departmanı Raporu, 14 Şubat 2011.
- Lo Duca, M. (2012), "Modelling the Time Varying Determinants of Portfolio Flows to Emerging Markets ", ECB Çalışma Tebliği No: 1468.
- Miao, Y. & Pant, M. (2012), "Coincident Indicators of Capital Flows", IMF Çalışma Tebliği No: WP/12/55.
- Ostry, J.D., Ghosh, A.R. , Habermeier, K., Laeven, L., Chamon, M., Qureshi, M.S. & Kokenyne, A. (2011), "Managing Capital Inflows: What Tools to Use?", IMF Tartışma Tebliği No: SDN/11/26.

Ekonomi Notları, ekonomik gelişmelere dair tartışmalara zamanlı bir katkıda bulunmak ve TCMB bünyesinde Türkiye ekonomisi ve para politikası üzerine yapılan çalışmaların sonuçlarını kamuoyuyla paylaşmak amacıyla hazırlanan bir yayındır. Burada sunulan görüşler tamamıyla yazarlara aittir, dolayısıyla TCMB'nin ya da çalışanlarının görüşlerini temsil etmeyebilir. Bu seri Yusuf Soner Başkaya'nın editörlüğünde yayımlanmaktadır. Burada yer alan metnin tamamının başka bir yerde yayımlanabilmesi için TCMB'den yazılı izin alınması gerekmektedir. Görüş ve öneriler için:

*Editör, Ekonomi Notları, TCMB İdare Merkezi, İstiklal Cad, No: 10, Kat:15, 06100, Ulus/Ankara/Türkiye.
E-mail: ekonomi.notlari@tcmb.gov.tr*