



Türkiye'ye Yabancı Portföy Yatırımları Gelir mi?

BFRC Blog Yazısı

Doç. Dr. Kaan İrfan ÖĞÜT

01.06.2023

Türkiye cari dengesinde gözlenen bozulmanın yanısıra, bu açığın finansmanında önce 2022'de net hata noksan kaleminin, ardından da 2023'te TCMB rezervlerinin artan rolü ile finansmanın kalitesindeki bir bozulma ile de karşı karşıya¹. Ülkeye gelen doğrudan yatırımın da ağırlıklı bölümünün gayrimenkul alımına yönlendiği² bu dönemde hem döviz kurunun istikrarı hem de cari açığın finansmanı için portföy yatırımlarına olan ihtiyacımız artmış durumda. Bu blog yazısında hem Türkiye'ye hem de genel olarak gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarını belirleyen temel dinamiklere kısaca değinilip Türkiye'ye yönelen portföy sermaye akımlarında 2018 sonrası gözlemlenen farklılaşmaya dikkat çekiliyor.

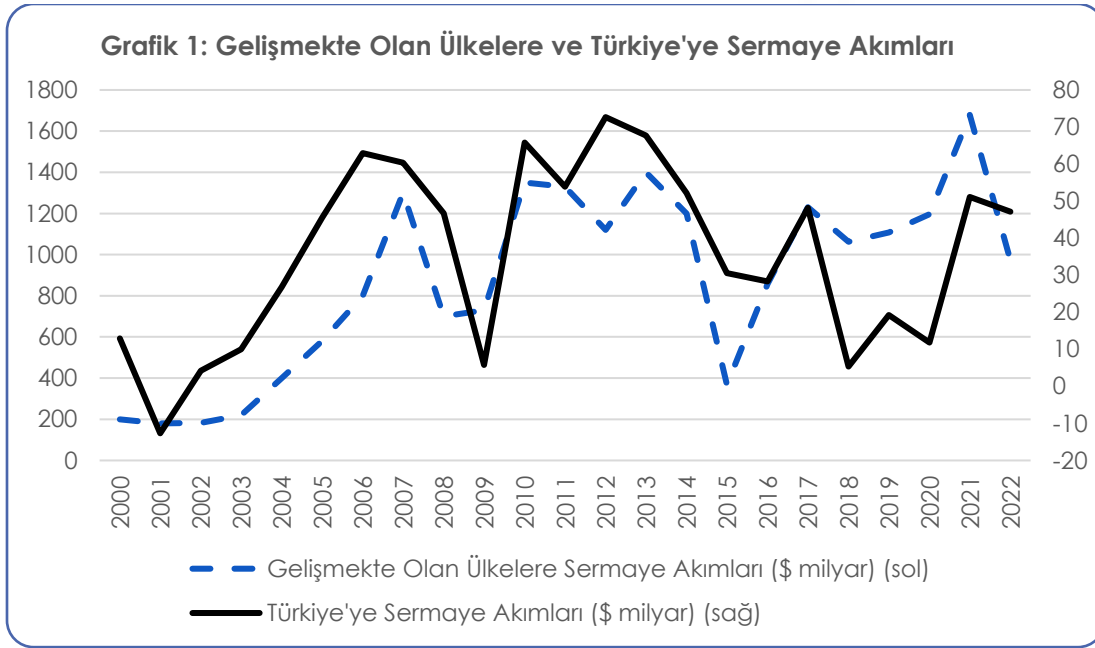
Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye yatırımları ama özellikle de portföy yatırımları büyük oranda küresel dinamikler tarafından belirlenir. 2013 sonunda FED'in QE çerçevesinde 2009'dan itibaren sürdürdüğü varlık alımlarını azaltacağı açıklaması (taper tantrum) gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinin azalmasına neden olmuştu. 2014'te gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları ile birlikte Türkiye'ye yönelen sermaye akımlarının da azaldığını

¹ 2023'ün ilk üç ayında toplam cari açık 23,5 milyar \$. Bunun yalnızca 1 milyar \$'ı portföy girişi ile finanse edilmiş (hisse senedi piyasasından 1 milyar \$ kadar çıkış tahvil piyasasına ise 2 milyar \$ kadar bir girişin sonucu olarak) dahası bu üç ayın toplamında yurt içi yerleşikler yurtdışından yaklaşık 1,4 milyar dolarlık finansal varlık satın almışlar. Yani ilk üç ayda nette Türkiye'ye gelen bir portföy yatırımı yok. Nette doğrudan yatırımlar da 1 milyar \$'ın altında. Dolayısıyla cari açık 11,5 milyar \$'a yakın dış borçlanma ki yarısından fazlası TCMB'ye ait ve yine TCMB rezervlerden 14 milyar dolar kadar satış ile finanse edilmiş.

² 2023'ün ilk üç ayında Türkiye'ye gelen doğrudan yatırımlar 2,3 milyar \$ iken aynı dönemde yurt içi yerleşiklerin de dışarıya 1,4 milyar \$ değerinde doğrudan yatırım yaptığını görüyoruz. Aynı dönemde nette Türkiye'ye gayrimenkul satın almak için gelen doğrudan yatırımın Türkiye'den gidenden 1,3 milyar \$ daha fazla olduğunu da dikkate alırsak Türkiye'ye katma değer, istihdam yaratmak için gelen bir doğrudan yatırımdan söz etmek mümkün değil.

izlemiştik. Bununla birlikte sermaye girişindeki azalmadan farklı ÷lkelerin farklı derecelerde etkilendiğine de dikkat çekmek gerek³.

Aşağıdaki ilk iki grafik yıllık veri üzerinden hem genel olarak sermaye girişleri hem de bu bilgi notunda üzerine yoğunlaşacağımız portföy yatırımları üzerinden bu yakın ilişkiyi gösteriyor⁴. Bu iki grafik de genel hatları ile 2014 sonrasında aynen 2007 mortgage krizi sonrasında olduğu gibi genel olarak gelişmekte olan ÷lkelere ve Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarında bir azalma olduğunu gösteriyor. 2018 ile birlikte Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarında gelişmekte olan ÷lkelerle kıyaslandığında daha da olumsuz bir ayrışma gözlemleniyor. Bunun yanı sıra 2022'nin yıllık bazda hem gelişmekte olan ÷lkeler hem de Türkiye için sermaye girişlerinde ama özellikle de portföy tipi sermaye girişlerinde ciddi bir daralmaya işaret ettiği de açık.



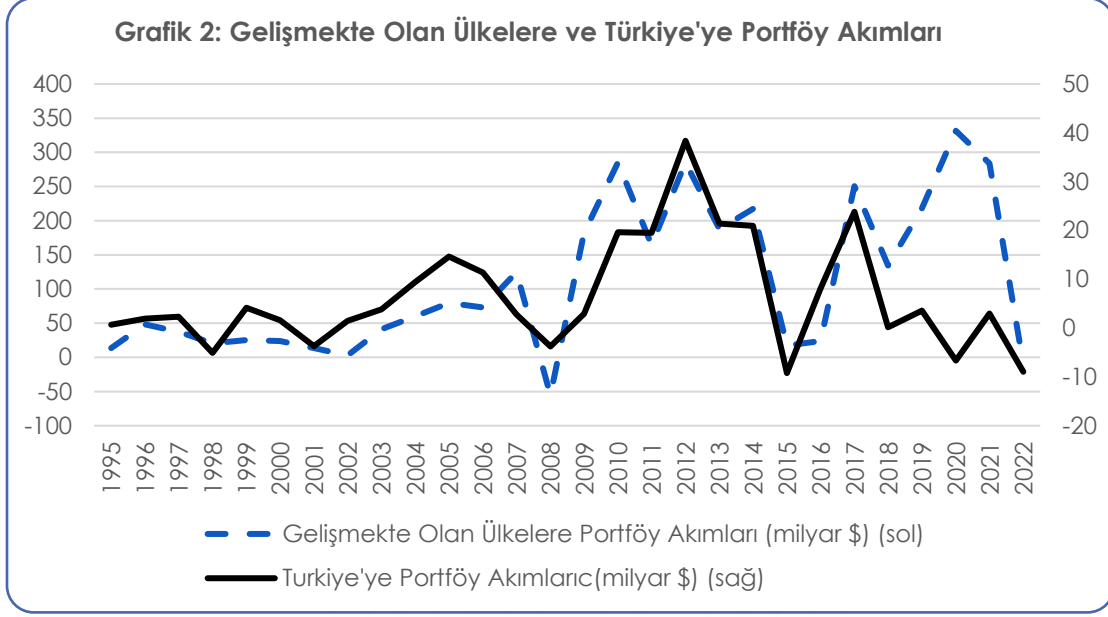
³ Dönemin FED başkanı Bernanke'ye göre ticaret veya bütçe açıklarını kapatmak için yabancı sermayeye ihtiyaç duyan bazı gelişmekte olan ÷lkeler bu süreçten daha fazla etkilendiler. Bu ÷lkelerden birisi de Türkiye idi.

Bernanke, B. S., 2022, *21st Century Monetary Policy*, W.W. NORTON & COMPANY

Yine 2014'te Dünya Bankası tarafından hazırlanan bir rapor taper tantrum sürecinde sermaye çıkışlarının döviz kurunun enflasyon geçişkenliği üzerinden gelişmekte olan ÷lkelerde enflasyon oranını ortalamada %1 yükselttiğini ancak döviz kuru kaynaklı fiyat baskısının özellikle bazı ÷lkelerde yoğunlaştığına dikkat çeker. Türkiye bu liste içinde de yer alıyor.

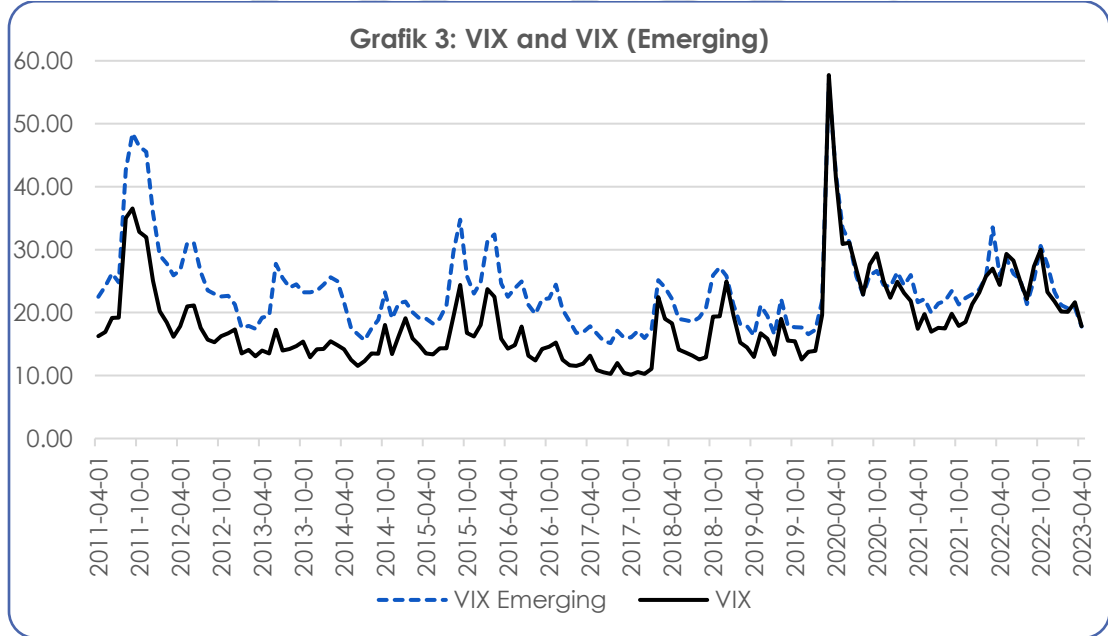
World Bank, *Global Economic Prospects*, June 2014

⁴ Bu analizlerde söz konusu olan sermaye akımları yurtdışı yerleşiklerin gelişmekte olan ÷lkelere ve Türkiye'ye getirdikleri sermayedir. IIF tanımı ile "Non-resident Capital Flows" veya TCMB'nin tanımı ile "Net Yükümlölük Oluşumu". Verinin negatif olması yabancı yerleşiklerin yerel varlıkları satarak sermayelerini ÷lke dışına çıkarmaları anlamına gelmektedir.



Kaynak: IMF⁵

IIF'nin Mayıs 2022 *Capital Flows*⁶ Report başlıklı çalışmasında artan küresel risklere dikkat çekilerek gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akışlarının zayıflaması beklentisi dile getiriliyordu ki aynı dönemde küresel risk endekslerinde⁷ 2021 sonundan 2022 sonuna kadar bir yükselme gözlemlenmiştir (Grafik 3).



Kaynak: FRED. <https://fred.stlouisfed.org/>

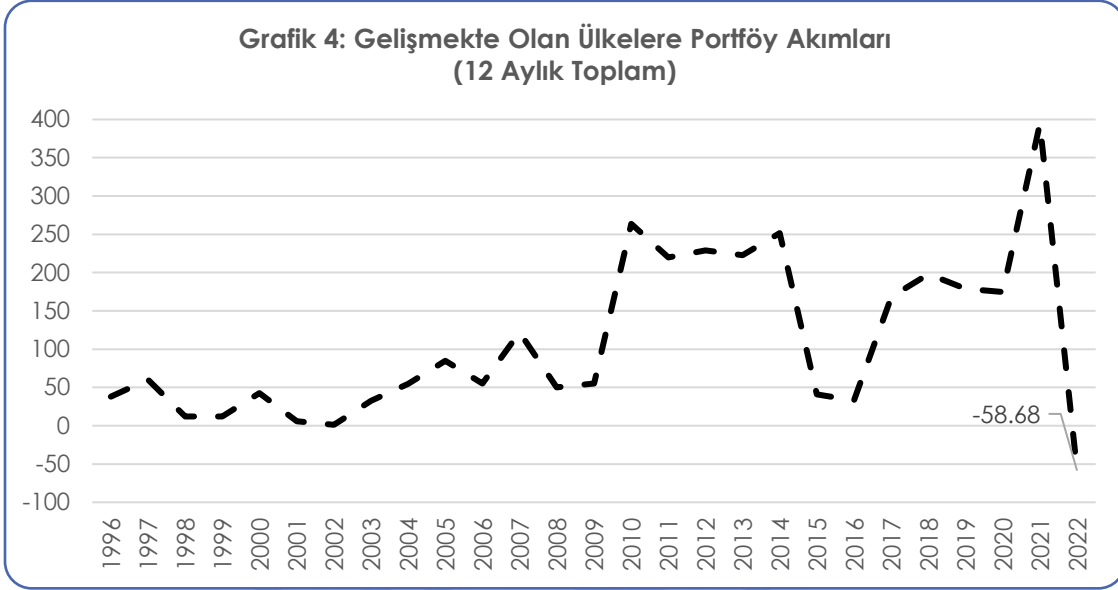
⁵ Veri seti bir IMF Çalışma Notuna ait. "IMF Working Paper entitled "Capital Flow Data – A Guide for Empirical Analysis and Real-time Tracking" by Robin Koepke and Simon Paetzold (2020).

⁶ IIF Capital Flows Report: Rising Global Recession Risk, May 25 2022.

⁷ VIX: CBOE Volatility Index: VIX, Index, Monthly, Not Seasonally Adjusted

VIX Emerging: CBOE Emerging Markets ETF Volatility Index, Index, Monthly, Not Seasonally Adjusted

Rapordaki en çarpıcı düşüş beklentisi portföy tipi sermaye girişlerinin 2021'deki 334 milyar \$'lık değerinden 2022'de sermaye çıkışına döneceği yönündeydi. Nitekim IMF verileri⁸ 2022 itibari ile 12 aylık gerçekleştirmeler üzerinden IIF Raporu'nun beklentisini destekliyor ve 2021 Ekim'inden 2022 Eylül'üne kadar 58,7 milyar \$'lık bir portföy çıkışına işaret ediyor.



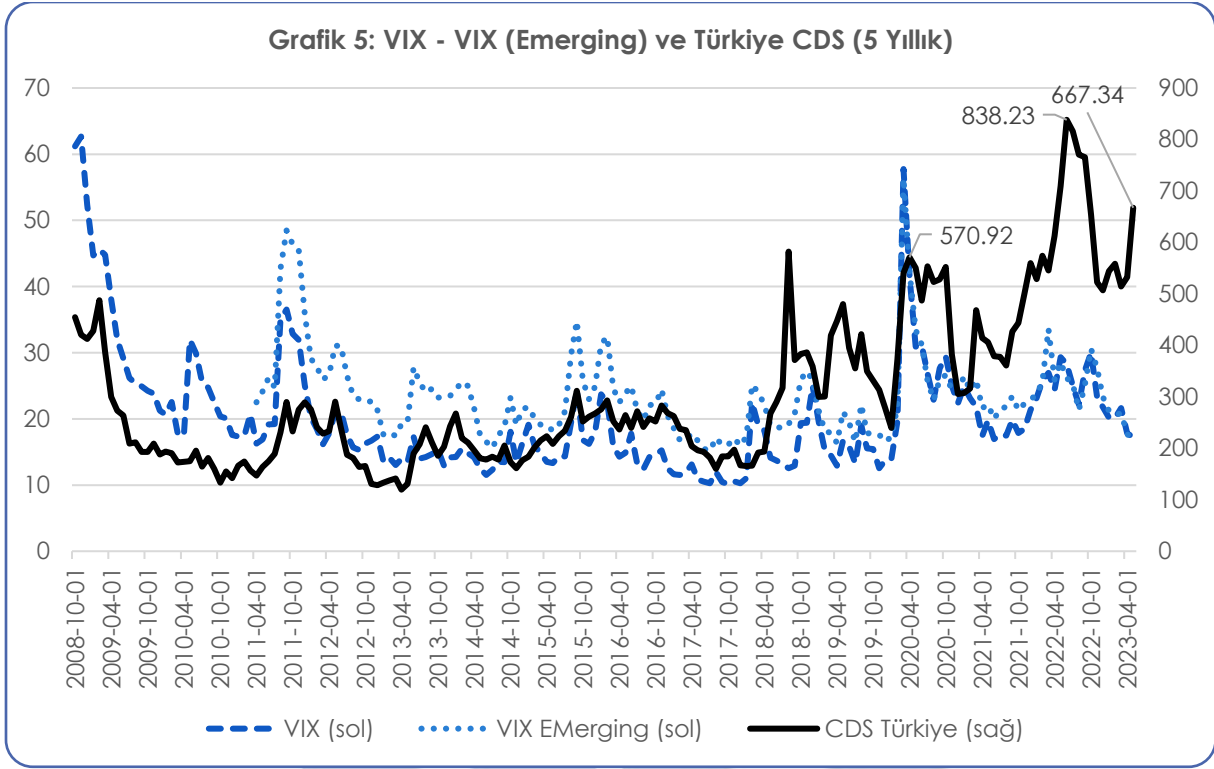
Kaynak: IMF

Portföy yatırımlarına biraz daha detaylı bakacak olursak yine IIF'nin 2023 Mayıs tarihli *Capital Flows Tracker*⁹ başlıklı çalışmasında 2023 Nisan ayında gelişmekte olan ülkelere 2,1 milyar \$'ı hisse senedi ve 7,7 milyar \$'ı tahvil piyasasına olmak üzere 9,8 milyar \$ portföy girişi olduğu ve bu arada Çin hisse senedi piyasasından 3,8 milyar \$ çıkış olduğuna dikkat çekiliyor.

Küresel risk alma iştahı olarak da yorumlayabileceğimiz ve dolayısıyla gelişmekte olan ülkelere yönelik özellikle de portföy tipi sermaye akımları için bir gösterge olabilecek VIX ve VIX Emerging endekslerine baktığımızda, Covid sonrasındaki gevşemeden sonra 2022 yılında bir yükseliş, yani risk algısında artış, 2022 Ekim ayından itibaren 2023 Nisan'a ise sürekli bir düşüş, yani risk algısında bir azalma gözlenmektedir.

⁸ IMF Working Paper entitled "Capital Flow Data – A Guide for Empirical Analysis and Real-time Tracking" by Robin Koepke and Simon Paetzold (2020).

⁹ IIF Capital Flows Tracker – May 2023: Opportunities and Risks, May 8, 2023

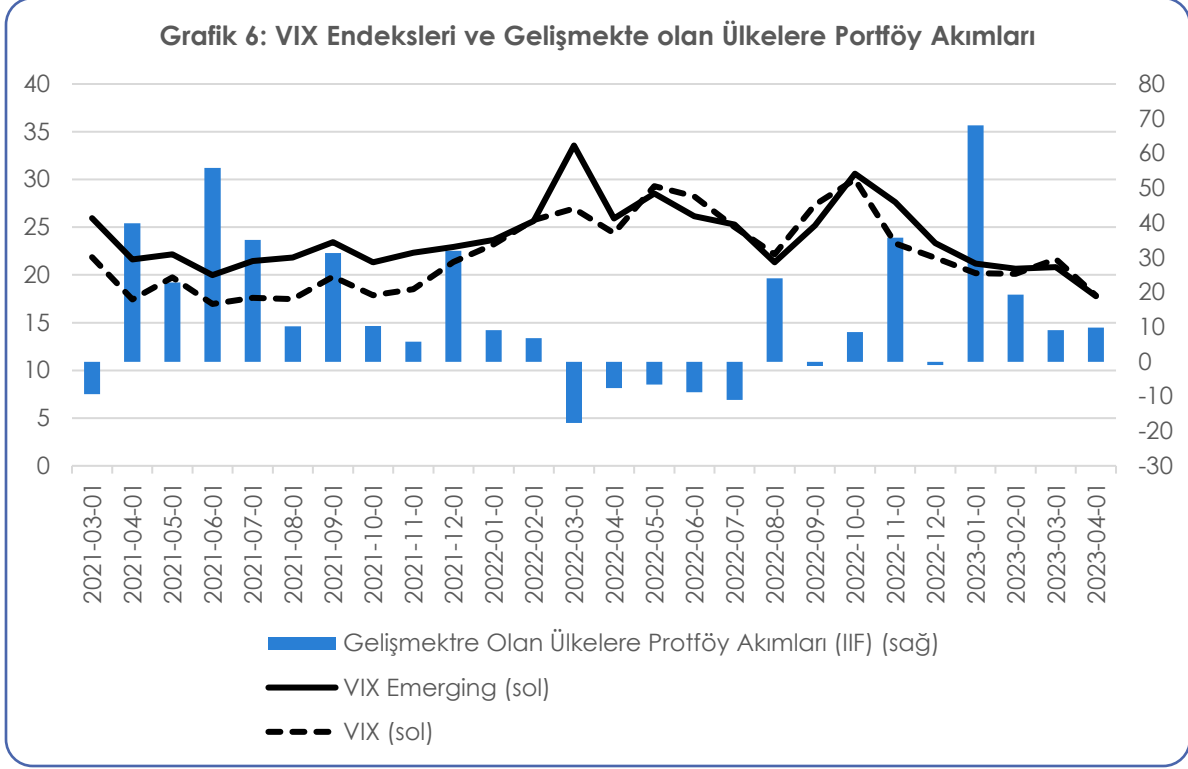


Kaynak: FRED ve Investing.com

Öte yandan Türkiye için ülke risk primini ölçen CDS değerlerine baktığımızda 2021'den itibaren VIX endekslerinden ayrışma göze çarpıyor. Her ne kadar 2022'de küresel ölçekte risk algısında da bir artış söz konusuysa da Türkiye CDS'lerindeki artış Covid sürecindeki çok daha üzerine tırmanıyor. Halbuki küresel endekslerdeki oransal artış Covid sürecindeki kıyas ile çok daha mutedil. Dahası 2023 ile birlikte VIX endekslerinde gözlemlenen aşamalı azalışa rağmen ki mayıs ayı itibari ile devam etmektedir, Türkiye CDS primi seçimlerin ilk turunun sonuçlanması ile tekrar yükselmeye başladı.

Buradaki temel soru Türkiye'ye yönelen portföy akımlarının temelde VIX mi yoksa CDS tarafından mı belirlendiği sorusudur. VIX ile CDS arasındaki korelasyon 0,42 civarındadır ki bu Türkiye'nin risk priminin birlikte hareket etmek ile birlikte küresel risk algısından farklılaştığını ifade eder. Çok basit olarak **korelasyon** ilişkilerine baktığımızda Türkiye'ye yönelik portföy akımlarının VIX endekslerinden ziyade CDS primine daha duyarlı olduğu söylenebilir¹⁰.

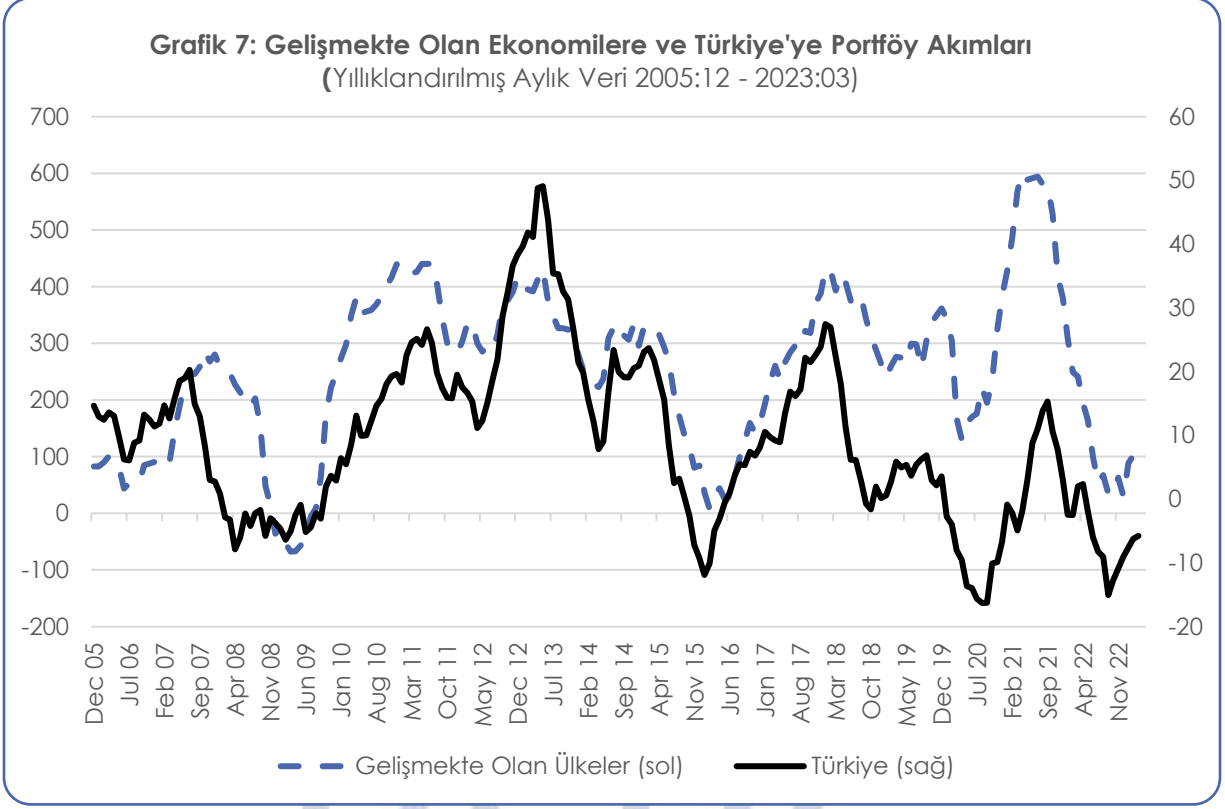
¹⁰ Türkiye'ye gelen portföy yatırımlarının VIX, VIX Emerging ve CDS ile korelasyonları sırasıyla -0,32, -0,26 ve - 0,44 olarak hesaplanmıştır.



Kaynak: IIF ve FRED

VIX endeksleri ile gelişmekte olan ülkelere yönelik aylık portföy akımlarına baktığımızda 2022 yılında endekslerde artış olan dönemde gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları olduğunu gözlemleyebiliyoruz. Bununla birlikte 2023 Ocak ayında yaşanan 68 milyar \$'lık artış sonrasında endekslerde düşüşün sürmesine rağmen sermaye girişlerin henüz artmaya başlamadığını da görüyoruz. Dolayısıyla Ocak ayındaki iyimser ortamın devam etmediği söylenebilir.

Aylık verilerin yüksek volatilitesi nedeniyle genel eğilimi yıllık verilerle incelemek istediğimizde (genel resmi analiz etmek için 12 aylık portföy girişlerinin toplamalarına baktığımızda) Türkiye'ye yönelik portföy akımlarının, 2018 sonrasında genel olarak gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarından olumsuz yönde farklılaştığı görülmektedir.



Kaynak: IIF ve TCMB - EVDS

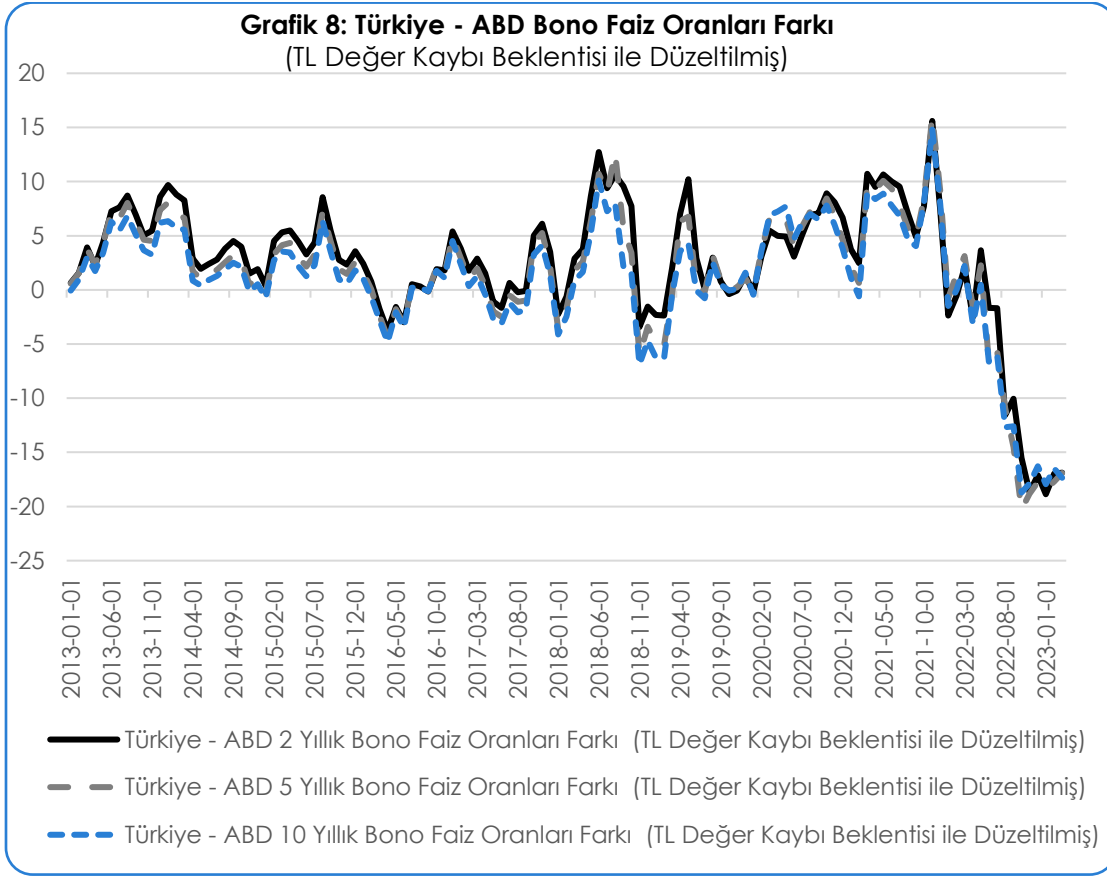
Bu noktada Türkiye'ye portföy sermayesi gelir mi sorusuna cevap verebilmek için;

- Öncelikle 2022 sonrası küresel risk primlerindeki görece düşüşe rağmen gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy hareketlerinde güçlü bir artış gözlenmiyor oluşu, başta FED ve ECB gibi gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz politikalarının rolünü gündeme getirmektedir. Nitekim IIF'nin 2023 Mayıs tarihli *Capital Flows Tracker* raporunda en önemli vurgulardan biri de FED'in faiz artırımına devam etme ya da faiz indirimini ileriye ötelediğine dair sinyallerinin gelişmekte olan ülkelere yönelik hisse senedi ve tahvil yatırımlarını olumsuz etkilediğine yöneliktir. Mayıs sonu itibari ile FED'in 14 Haziran'daki toplantısında faizleri sabit bırakacağına yönelik beklenti %34,7,6 iken 25 baz puan artıracığına yönelik beklenti %65,3¹¹.
- Öte yandan aynı süreçte gelişmekte olan ülkelerin uyguladıkları faiz oranlarının da portföy hareketlerinin yönünü belirlemekte önemli bir role sahip olabileceği göz önünde tutulmalıdır. Kalemli-Özcan (2019)¹² gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye

¹¹ <https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>

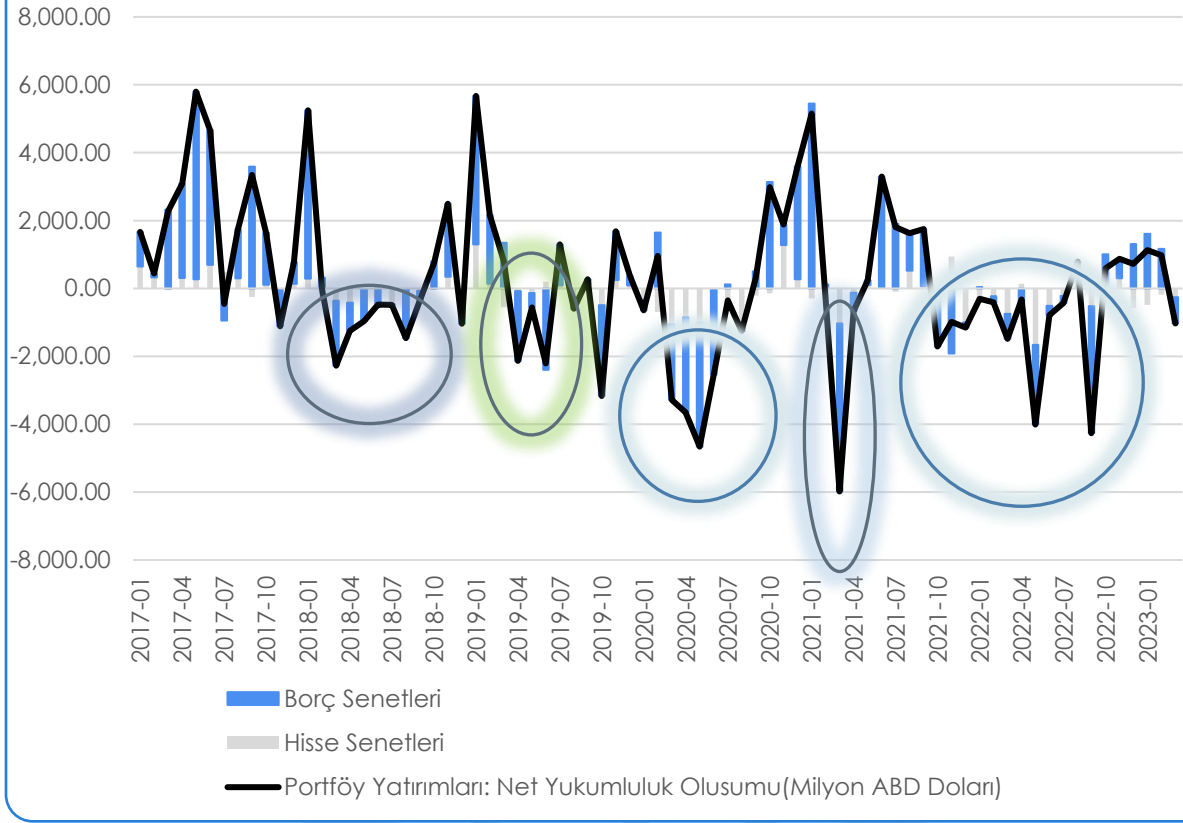
¹² Kalemli-Özcan, Ş. (2019), U.S. Monetary Policy and International Risk Spillovers, NBER WORKING PAPER 26297

akımlarının milli gelire oranının belirleyicilerini sıralarken küresel ve yerel risk algılarını sırasıyla VIX ve EMBI endeksleri ile modeline yansıtmış ve bunların yanı sıra gelişmekte olan ülkelerle gelişmiş ülkelerin politika faiz oranları farklarını belirleyici değişkenlerden biri olarak kullanmıştır. Yine aynı çalışmada Türkiye-ABD üç yıllık bono faizleri farkları da kullanılmıştır. Aşağıdaki grafikte TL'deki değer kaybı beklentisi ile düzeltilmiş bono faiz oranları farkı Türkiye'de 2022 sonrasında açık olarak negatif nominal getiri beklentisine işaret etmektedir ki bu durumun özellikle tahvil - bono piyasasına yönelik sermaye girişleri üzerinde etkili olduğu değerlendiriyoruz.



Son olarak aşağıdaki grafikte Türkiye'den portföy sermaye çıkışlarına odaklandığımızda çemberler içine aldığımız sermaye çıkışı dönemlerinin Covid19 (Mart 2020) ile ilgili olan hariç olmak üzere siyasi demeçler, olaylar veya kararlar tarafından tetiklendiği izlenimi ediniyoruz.

Grafik 9: Türkiye'ye Yönelik Portföy Akımları



Kaynak: TCMB - EVDS

- Nisan 2018, ABD başkanı Trump; “*Papaz Brunson Türkiye’de zulme uğruyor*” açıklamasını yapıyor ve ardından ABD Dışişleri Bakan Yardımcısı Wess Mitchell'dan ilk yaptırım uyarısı geliyor¹³.
- Mart 2019, Türk bankalarının Londra piyasalarına TL akışını kesmesiyle Londra piyasasında swap faizleri yüksiyor.¹⁴
- Mart 2020, Covid 19 pandemisinin küresel çaptaki etkisi.
- Mart 2021, Naci Ağbal Merkez Bankası başkanlığından alınması¹⁵.
- Aralık 2021, Cumhurbaşkanı Erdoğan’ın yeni faiz politikasını açıklaması¹⁶.

¹³ <https://tr.euronews.com/2018/10/12/adim-adim-brunson-krizi-abd-turkiye-iliskilerinde-yaptirimlar-noktasina-nasil-gelindi->

¹⁴ <https://www.bbc.com/turkce/haberler-dunya-56495233>

¹⁵ <https://www.bloomberght.com/merkez-bankasi-baskani-naci-agbal-gorevden-alindi-2277022>

¹⁶ <https://www.star.com.tr/guncel/cumhurbaskani-erdogandan-sert-cikis-bizimle-mucadele-edemezsiniz-haber-1676202/>

Sonuç olarak gelişmekte olan ÷lkelere yönelik portföy akımlarında 2022’de gözlemlenen küresel çaptaki azalmadan sonra 2023 yılı güçlü bir sermaye girişi ile başlamış olsa da ABD bankacılık sektöründe yaşanan sorunlar arka planında başta FED, majör merkez bankalarının yüksek faiz politikasına devam edeceği yönündeki beklentiler bu süreci yavaşlatmış gibi görünüyor. Öte yandan 2018’den bu yana Türkiye’ye yönelik portföy sermaye girişlerinin gelişmekte olan ÷lkeler genelinden olumsuz yönde ayrışmakta oluşu ve bu ayrışmanın 2021 sonundan itibaren şiddetlenmesi küresel koşulların iyileşmesini beklemekten fazlasını yapmamız gerektiğine işaret ediyor.

