



**REEL DÖVİZ KURLARININ YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI
ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN PANEL VERİ ANALİZİ İLE İNCELENMESİ**
Doktora Tezi

Tutku ÜNKARACALAR

Eskişehir 2020

**REEL DÖVİZ KURLARININ YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI
ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN PANEL VERİ ANALİZİ İLE İNCELENMESİ**

Tutku ÜNKARACALAR

51904242850

DOKTORA TEZİ

İşletme Anabilim / Finansman Bilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. Güven SEVİL

Eskişehir

Anadolu Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

Eylül 2020

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Tutku ÜNKARACALAR'ın “Reel Döviz Kurlarının Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkisinin Panel Veri Analizi İle İncelenmesi” başlıklı tezi 16 Ekim 2020 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca İşletme Ana Bilim Dalı Finansman Bilim Dalında, Doktora tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

İmza

Üye (Tez Danışmanı) : **Prof. Dr. Güven SEVİL**

Üye : **Prof. Dr. Serpil ALTINIRMAK**

Üye : **Doç. Dr. Özlem SAYILIR**

Üye : **Dr. Öğr. Üy. Melik KAMIŞLI**

Üye : **Dr. Öğr. Üy. Alp POLAT**

Prof. Dr. Saime ÖNCE
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

ÖZET

REEL DÖVİZ KURLARININ YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN PANEL VERİ ANALİZİ İLE İNCELENMESİ

Tutku ÜNKARACALAR

İşletme Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eylül 2020

Danışman: Prof. Dr. Güven SEVİL

Bu çalışmada reel döviz kurlarının portföy ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları olarak iki grupta ele alınabilecek yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkileri dinamik panel veri modelleri ile incelenmiştir. Bu kapsamda olası etkiler gelişen ve gelişmiş ülke grupları için ayrı ayrı ele alınarak 4 farklı model kurulmuştur. İlgili modellere reel efektif döviz kuruna ek olarak portföy yatırımlarını ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını etkileyebileceği düşünülen gayrisafi yurtiçi hasıla, reel faiz oranı ve dışa açıklık oranı değişkenleri; çalışmada yer verilen ülkelerin yatırımcılar açısından cazip bir konumda olup-olmadıklarının tespitinin yapılıp, bu hususta yapılması gereken adımlarla ilgili olarak bilgi verme ve önerilerde bulunma amacıyla içsel değişkenler olarak eklenmiştir. Çalışmada örnek büyüklüğünün göreceli etkisini azaltmak amacıyla gelişmiş ve gelişen ülke sayıları eşit olarak alınmıştır. Bu bağlamda söz konusu ülkelere ilişkin 2001-2017 yılları arası dönemi kapsayan ve Dünya Bankası veri tabanından elde edilen verilerden oluşan bir panel veri seti oluşturulmuştur. Gelişen ülkeler için portföy yatırımları üzerinde dışa açıklık oranı ve gayri safi yurtiçi hasılanın, doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde ise reel faiz oranı ve dışa açıklık oranının etkisinin olduğu; gelişmiş ülkeler için portföy yatırımları üzerinde dışa açıklık oranı, doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde ise gelişen ülkelerde olduğu gibi dışa açıklık oranı ve reel faiz oranının etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Döviz kuru, Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, Portföy yatırımları, Panel veri analizi

ABSTRACT

INVESTIGATION OF IMPACT OF THE REEL EXCHANGE RATES ON FOREIGN CAPITAL INVESTMENTS USING PANEL DATA ANALYSIS

Tutku ÜNKARACALAR

Department of Business Administration

Anadolu University, Graduate School of Social Sciences, September 2020

Supervisor: Prof. Dr. Güven SEVİL

This study investigates, using dynamic panel data models, the effects of the reel exchange rates on foreign capital investments, which could be considered in two categories: portfolio and foreign direct capital investments. In this context, 4 different models have been established by considering possible effects separately for developing and developed country groups. The factors of gross domestic product, real exchange rate and index of openness, which are considered to affect portfolio investments and foreign direct capital investments, were, in addition to the real effective exchange rates, included as endogenous variables in the respective models with a view to determining whether the countries dealt with in this study are in a position that is attractive to investors and to giving insights and make suggestions about what actions to be taken for this. In this study, the numbers of developed countries and of developing countries were assumed to be equal in order to reduce the relative effect of sample size. In this connection, a set of panel data consisting of the data on the relevant countries from the World Bank's database for the period between 2001 and 2017 was created. It was found out that, for the developing countries, the factors of index of openness and gross domestic product have impact on portfolio investments, while the factors of real interest rate and index of openness have impact on the foreign direct investments and that, for the developed countries, the index of openness impacts portfolio investments and the index of openness and real interest rate have impact on the direct foreign investments as is the case with the developing countries.

Key Words: Exchange rate, Foreign direct capital investments, Portfolio investments, Panel data analysis

ÖNSÖZ

Çalışmalarım süresince değerli yardım ve katkılarıyla beni yönlendiren, kıymetli tecrübelerinden faydalandığım Sayın Hocam Prof. Dr. Güven SEVİL'e; manevi ve maddi desteğiyle beni hiçbir zaman yalnız bırakmayan, desteğini ve yol göstericiliğini asla esirgemeyen çok değerli anneme, emekli MEB Maarif Müfettişi Refika ÜNKARACALAR'a teşekkürü bir borç bilirim.



İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
ÖZET	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ	v
ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ.....	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
İÇİNDEKİLER	vi
TABLolar LİSTESİ	x
ŞEKİLLER LİSTESİ	xiii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xiv
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

1. REEL DÖVİZ KURLARI İLE YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ	2
1.1. Döviz Piyasası, Döviz, Döviz Kuru Tanımları ve Kapsamı	2
1.1.1. Döviz piyasası	2
1.1.2. Döviz ve döviz kuru kavramları	2
1.1.2.1. Nominal döviz kuru	3
1.1.2.2. Reel döviz kuru	4
1.1.2.2.1. Reel döviz kurunu etkileyen ekonomik faktörler.....	5
1.1.2.2.2. Reel döviz kurunu etkileyen diğer faktörler.....	9
1.2. Yabancı Sermaye Yatırımları	10
1.2.1. Yabancı sermaye yatırımlarını etkileyen ekonomik faktörler.....	12
1.2.1.1. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını etkileyen ekonomik faktörler.....	13
1.2.1.1.1. Reel döviz kuru.....	14
1.2.1.1.2. Piyasa büyüklüğü	15
1.2.1.1.3. Ekonomik büyüme	16
1.2.1.1.4. Enflasyon.....	17

1.2.1.1.5. Dışa açıklık derecesi.....	17
	<u>Sayfa</u>
1.2.1.1.6. İşgücü maliyetleri.....	18
1.2.1.1.7. Ekonomik entegrasyonlara üyelik.....	19
1.2.1.2. Portföy yatırımlarını etkileyen ekonomik faktörler	19
1.3. Reel Döviz Kurları ile Yabancı Sermaye Yatırımlarının Birbirlerini Etkileme Kanalları.....	23

İKİNCİ BÖLÜM

2. REEL DÖVİZ KURUNUN VE YABANCI SERMAYE YATIRIMLARININ GELİŞİMİ: GELİŞMİŞ VE GELİŞEN ÜLKE EKONOMİLERİ ÖRNEĞİ	29
2.1. Gelişmiş Ekonomilerde Reel Döviz Kuru Hareketleri ve Yabancı Sermaye Yatırımları	29
2.1.1. Avustralya ekonomisi	29
2.1.2. Kanada ekonomisi.....	33
2.1.3. Çek Cumhuriyeti ekonomisi	36
2.1.4. Macaristan ekonomisi.....	40
2.1.5. İzlanda ekonomisi	45
2.1.6. İtalya ekonomisi	48
2.1.7. Güney Kore ekonomisi	51
2.1.8. Singapur ekonomisi	55
2.2. Gelişen Ekonomilerde Reel Döviz Kuru Hareketleri ve Yabancı Sermaye Yatırımları	59
2.2.1. Brezilya ekonomisi	59
2.2.2. Bulgaristan ekonomisi	62
2.2.3. Çin Halk Cumhuriyeti ekonomisi.....	66
2.2.4. Kuzey Makedonya Cumhuriyeti ekonomisi	71
2.2.5. Meksika ekonomisi.....	74
2.2.6. Romanya ekonomisi.....	78
2.2.7. Türkiye ekonomisi	81
2.2.8. Ukrayna ekonomisi	92

2.3. Yabancı Sermaye Yatırımları Açısından Gelişmiş ve Gelişen	
Ekonomilerin Karşılaştırılması	96

Sayfa

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. REEL DÖVİZ KURLARININ YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI	
ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN PANEL VERİ ANALİZİ İLE İNCELENMESİ.....	105
3.1. Ekonomik Tahmin Yöntemleri	105
3.1.1. Panel veri analizinde tahmin yöntemleri: Klasik denklemin	
genişletilmesi.....	105
3.1.2. İki aşamalı en küçük kareler yöntemi (2AEKK)	107
3.1.3. Panel veri analizi	108
3.1.3.1. Panel birim kök testleri	112
3.1.3.2. Panel vektör otoregresif modeller	116
3.1.4. Genelleştirilmiş momentler yöntemi	117
3.1.4.1. GMM-Sistem tahmin tekniği	120
3.2. Ekonometrik Model ve Veri Seti	122
3.3. Ekonometrik Tahmin Sonuçları	124
3.3.1. Yatay kesit bağımlılık testi sonuçları	124
3.3.2. Panel birim kök testi sonuçları	128
3.3.3. Panel vektör otoregresif model (PVAR) sonuçları	135
3.3.4. Modellere ilişkin tahmin sonuçlarının değerlendirilmesi	137
SONUÇ	149
KAYNAKLAR	151
ÖZGEÇMİŞ	168

TABLolar LİSTESİ

Sayfa

Tablo 1.1.	Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını etkileyen faktörler (ev sahibi ülkeler)	13
Tablo 1.2.	Reel döviz kurlarının yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisinin araştırıldığı uygulamalı çalışmaların özet tablosu	25
Tablo 2.1.	Avustralya ekonomisinin doğrudan yabancı yatırım istatistikleri (milyar dolar).....	31
Tablo 2.2.	Avustralya ekonomisinin portföy yatırımı istatistikleri (milyar dolar)	32
Tablo 2.3.	Çek Cumhuriyeti ekonomisinin doğrudan yabancı yatırım istatistikleri (milyar dolar).....	39
Tablo 2.4.	Çek Cumhuriyeti ekonomisinin portföy yatırımları (milyon dolar).....	40
Tablo 2.5.	Macaristan’da doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yıllara göre dağılımı (milyon dolar).....	43
Tablo 2.6.	İzlanda’da doğrudan yabancı yatırımlar (milyon dolar).....	47
Tablo 2.7.	İzlanda’da portföy yatırımları (milyon dolar)	47
Tablo 2.8.	İtalya’ya 2005-2018 dönemi yapılan doğrudan yabancı yatırımlar(milyar dolar)	50
Tablo 2.9.	İtalya’da 2006-2018 dönemi portföy yatırımları (milyon dolar).....	51
Tablo 2.10.	Güney Kore’de 2016-2018 dönemi doğrudan yabancı yatırımların gelişimi	54
Tablo 2.11.	Güney Kore’de 2007-2018 dönemi portföy yatırımlarının gelişimi (1000 ABD doları).....	55
Tablo 2.12.	Singapur’da 2013-2016 dönemi doğrudan yabancı yatırım stoku (milyar Singapur doları)	58
Tablo 2.13.	Singapur’da 2007-2018 dönemi portföy yatırımlarının gelişimi (1000 ABD doları)	58
Tablo 2.14.	Brezilya’da doğrudan yabancı yatırımların gelişimi (milyar dolar)	61
Tablo 2.15.	2016-2018 döneminde Bulgaristan’a en çok yatırım yapan ilk 20 ülke (milyon euro)	65
Tablo 2.16.	Çin’de doğrudan yabancı yatırımlar (milyon ABD doları)	69

Tablo 2.17. Çin’de 2000-2018 dönemi portföy yatırımları (milyar dolar)	70
Tablo 2.18. Kuzey Makedonya Cumhuriyeti’nde doğrudan yabancı yatırımların stoku (milyon euro)	72
Tablo 2.19. Meksika ekonomisinin doğrudan yabancı yatırım istatistikleri (milyar dolar).....	76
Tablo 2.20. Meksika’da 2001-2018 dönemi portföy yatırımları (milyar dolar)	77
Tablo 2.21. Romanya ekonomisinin doğrudan yabancı yatırım istatistikleri (milyar dolar).....	81
Tablo 2.22. Türkiye’de makroekonomik göstergeler.....	83
Tablo 2.23. Türkiye’nin dünya ekonomisindeki yeri, 2018 (cari fiyatlarla).....	85
Tablo 2.24. Türkiye’nin GSYH büyüklüğü açısından dünya sıralamasındaki yeri (cari fiyatlarla)	85
Tablo 2.25. Türkiye’de dış ticaret dengesi (milyon dolar).....	87
Tablo 2.26. Türkiye’de 2018 yılında en çok ihracat yapılan ülkeler	87
Tablo 2.27. Türkiye’de 2018 yılında en çok ithalat yapılan ülkeler	88
Tablo 2.28. Türkiye’de doğrudan yabancı yatırım girişlerinin dağılımı (milyon dolar).....	89
Tablo 2.29. 2013-2019 dönemi Türkiye’ye UDY girişlerinin ülkesel dağılımı	90
Tablo 2.30. 2001-2019 dönemi varlıklar-portföy yatırımları ve diğer yatırımlar (yıllık, milyon ABD doları)	90
Tablo 2.31. 2001-2019 dönemi yükümlülükler-portföy yatırımları ve diğer yatırımlar (yıllık, milyon ABD doları).....	91
Tablo 2.32. Ukrayna’da doğrudan yabancı yatırım girişlerinin dağılımı (milyar dolar).....	95
Tablo 2.33. DYY giriş stokları, yıllık, 2000-2018 (cari fiyatlarla, milyon dolar)	96
Tablo 2.34. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı giriş stokları yıllık artış oranları (2001-2016)	101
Tablo 2.35. 2001-2018 dönemi doğrudan yabancı sermaye yatırımları giriş stoklarının GSYH’ye oranı (%).....	103
Tablo 2.36. UDY akışları ve yatırımlar	103

Tablo 2.37. Portföy akımını yönlendiren ülkelerin sıralaması (2018)	104
Tablo 3.1. Çalışmada yer alan ülkeler.....	123
Tablo 3.2. Model 1 için yatay kesit bağımlılık testi sonuçları	125
Tablo 3.3. Model 2 için yatay kesit bağımlılık testi sonuçları	125
Tablo 3.4. Model 3 için yatay kesit bağımlılık testi sonuçları	126
Tablo 3.5. Model 4 için yatay kesit bağımlılık testi sonuçları	127
Tablo 3.6. Model 1 için birim kök testi sonuçları	128
Tablo 3.7. Model 2 için birim kök testi sonuçları	130
Tablo 3.8. Model 3 için birim kök testi sonuçları	132
Tablo 3.9. Model 4 için birim kök testi sonuçları	134
Tablo 3.10. Model 1 için PVAR uygun gecikme sayısı.....	136
Tablo 3.11. Model 2 için PVAR uygun gecikme sayısı.....	136
Tablo 3.12. Model 3 için PVAR uygun gecikme sayısı.....	136
Tablo 3.13. Model 4 için PVAR uygun gecikme sayısı.....	137
Tablo 3.14. Model 1 için tahmin sonuçları	137
Tablo 3.15. Model 2 için tahmin sonuçları	140
Tablo 3.16. Model 3 için tahmin sonuçları	143
Tablo 3.17. Model 4 için tahmin sonuçları	146

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa

Şekil 1.1. GÜ ve GOÜ'lere yönelik sermaye akımları (2010-2019) (net, milyar dolar)	12
Şekil 2.1. Avustralya ekonomisinin yıllar itibariyle portföy yatırımları (milyar dolar)	33
Şekil 2.2. Kanada ekonomisinin yıllar itibariyle portföy yatırımları (milyon dolar)	35
Şekil 2.3. Macaristan ekonomisinde yıllar itibariyle portföy yatırımları (milyon dolar)	45
Şekil 2.4. Çin'in doğrudan yabancı yatırım dinamikleri (2000-2018)	69
Şekil 2.5. Enflasyonun (TÜFE) Türkiye'de ve Dünyada 2003-2018 yılları arasındaki seyri	83
Şekil 2.6. Türkiye'de işsizlik oranı (1990-2018).....	86
Şekil 2.7. TÜFE bazlı reel döviz kuru (2003=100)	86
Şekil 2.8. Türkiye'ye doğrudan yabancı yatırım girişleri.....	89
Şekil 2.9. Türkiye'nin küresel UDY'deki payı (%).....	90
Şekil 2.10. Doğrudan yabancı yatırım akışlarının ekonomik gruplara göre dağılımı	97
Şekil 2.11. Bölgelere göre DYY akışları	98
Şekil 2.12. Uluslararası doğrudan yabancı yatırımların dağılımı	100
Şekil 2.13. Gelişmekte olan ekonomilere ve geçiş ekonomilerine yönelik DYY akışı..	100
Şekil 3.1. Hipotez testi.....	122

KISALTMALAR LİSTESİ

2AEKK	: İki Aşamalı En Küçük Kareler
AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Augmented Dickey Fuller
AGÜ	: Az Gelişmiş Ülkeler
AIC	: Akaike Information Criterion
AR	: Autoregressive
ARCH	: Autoregressive Conditional Heteroscedasticity
ARDL	: Autoregressive Distributed Lags
AR-GE	: Araştırma ve Geliştirme
BDT	: Bağımsız Devletler Topluluğu
BIC	: Bayesian Information Criteria
BRIC	: Brasil, Russia, India, China
BRICS	: Brasil, Russia, India, China, South Afrika
CADF	: Cross-Sectionally Augmented Dickey Fuller
CD	: Cross-Section Dependence
CIF	: Cost Insurance and Freight
COFINS	: Contribution for the Financing of Social Security
CZK	: Czech Koruna
DEG	: Dünya Ekonomik Görünüm
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
DOLS	: Dynamic Ordinary Least Squares
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
DTÖ	: Dünya Ticaret Örgütü
DYSY	: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırım
ECM	: Error Correction Model
EDC	: Export Development Canada
EFTA	: European Free Trade Association
EKK	: En Küçük Kareler
FD	: First Difference

FDI	: Foreign Direct Investment
FMOLS	: Fully Modified Ordinary Least Squares
FOD	: Forward Orthogonal Deviation
FSS	: Financial Supervisory Service
G20	: Group of 20
G7	: Group of 7
G8	: Group of 8
GARCH	: Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity
GATT	: General Agreement on Tariffs and Trade
GMM	: Generalized Method of Moments
GOÜ	: Gelişmekte Olan Ülkeler
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH/GSYİH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
GÜ	: Gelişmiş Ülkeler
HQC	: Hannan-Quinn Information Criteria
IBSA	: India, Brazil, South Africa
ICMS	: Imposto Sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
IMF	: International Monetary Fund
IPI	: Imposto sobre Produtos Industrializados
IPS	: Im, Pesaran&Shin
ISK	: Íslensk Króna
ISTAT	: Italian National Institute of Statistics
ITC	: International Trade Centre
KDV	: Katma Değer Vergisi
KİT	: Kamu İktisadî Teşebbüsü
KOTRA	: Korea Trade-Investment Promotion Agency
LM	: Lagrange Multiplier
MAI	: Multiboteral Agreement an Investment
MERCOSUR	: Mercado Común del Sur
MMSC	: Moment and Model Selection Criteria
MTI	: Ministry of Trade & Industry
NAFTA	: North American Free Trade Agreement
NARDL	: Nonlinear Autoregressive Distributed Lags

NATO	: North Atlantic Treaty Organization
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development
ÖTV	: Özel Tüketim Vergisi
PIS	: Programa de Integração Social
PROSEC	: Program of Sectoral Promotion
PVAR	: Panel Vector Autoregressive
PY	: Portföy Yatırımları
RMB	: Ren Min Bi
RON	: Rumen Leyi
S&P	: Standard & Poor's
SSCB	: Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği
STA	: Serbest Ticaret Anlaşması
SVAR	: Structural Vector Autoregressive Model
TARCH	: Treshold Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
TRIMS	: Trade Related Investment Measures
TÜFE	: Tüketici Fiyatları Endeksi
UDY	: Uluslararası Doğrudan Yatırımlar
UNCTAD	: United Nations Conference on Trade and Development
USD	: United States Dollar
USMCA	: United States-Mexico-Canada Agreement
VAR	: Vector Autoregressive Model
VECM	: Vector Error Correction Model

GİRİŞ

Küreselleşme sürecinin hız kazandığı 1980’li yıllardan itibaren teknolojiye gelişmelerle birlikte iletişim olanaklarının artırılmasıyla uluslararası sermaye hareketleri hız kazanmıştır. Özellikle tasarruf oranı düşük olan gelişmekte olan ülkeler, ihtiyaç duydukları sermayeyi yabancı sermaye yatırımları aracılığıyla karşılayabilmektedir. Yüksek sermaye girişi sonucu altyapı yatırımlarında, büyüme oranında, teknolojik gelişmelerde, uluslararası ticaret hadlerinde artış kaydedilmiştir.

Yabancı sermaye hareketlerindeki hızlanma, ticareti yapılmayan mallara olan talebi de kapsayan toplam talebin artmasına ve bu malların fiyatlarının yükselmesine etki ederek reel döviz kurunda değer artışına neden olmaktadır. Yatırımcılar, yatırım yaptıkları ülkeye döviz götürmekte ve karını döviz cinsinden transfer etmektedir. Dolayısıyla, reel döviz kurundaki dalgalanma sadece doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını değil portföy yatırımlarını da etkilemektedir. Parası değer kazanan ülkede maliyetler yükseldiğinde, yabancı sermaye yatırımları parası değer kaybeden ülkelere doğru kayar. Böylelikle karın yurt dışına çıkması gibi olumsuz etkileri olsa da yabancı sermaye yatırımları, başta gelişmekte olan ülkelerin, reel büyüme oranına ve istihdamına katkı sağlamış olur. Reel döviz kurunun düşmesi durumunda menkul kıymetlere yönelik talepte artış yaşanmaktadır. Döviz gelirlerinin sabit olduğu varsayımı altında ithalat ve yabancı menkul kıymet alımı ise ödemeler bilançosu açığının artmasına, enflasyonist baskının oluşmasına ve döviz rezervlerinin azalmasına etki ederek yapılan yabancı sermaye yatırım miktarını azaltabilmektedir.

Reel döviz kuru ile yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişkinin incelendiği bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde; konu ile ilgili ulusal ve uluslararası literatür gözden geçirilmiş, döviz kurlarının, yabancı sermaye yatırımlarının tanımlarına ve yabancı sermaye yatırımlarını etkileyen ekonomik faktörlere yer verilmiştir. Takip eden ikinci bölümde; çalışmada yer verilen gelişmiş ve gelişen ülkeler, reel döviz kuru hareketleri ve yabancı sermaye yatırımları açısından kıyaslanmıştır. Üçüncü bölümde ise reel döviz kurundaki dalgalanmanın yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisine yönelik oluşturulan modeller, hipotezler, kullanılan veri setleri ve araştırmanın yöntemi ele alınmıştır. Ayrıca sonuç kısmında, bulgulara yer verilerek genel bir değerlendirmede bulunulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. REEL DÖVİZ KURLARI İLE YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

1.1. Döviz Piyasası, Döviz, Döviz Kuru Tanımları ve Kapsamı

Reel döviz kurunun yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisini açıklamada, kavramsal olarak döviz piyasasına, döviz kuru tanımlarına, reel döviz kurunu etkileyen faktörlere ve döviz kuru politikalarına değinilecektir.

1.1.1. Döviz piyasası

Döviz piyasaları, yabancı paraların alınıp satıldığı ya da bir ulusal paranın başka bir paraya dönüştürülmesine olanak veren kurumsal yapılardır. Bir başka deyişle, döviz arz ve talebinin karşılaştığı piyasaya döviz piyasası denir (Sayman, 2013).

Döviz piyasalarında genellikle arbitraj ve döviz spekülasyonu ile döviz kurundaki değişikliklerden dolayı oluşan riskler minimize edilebilir. Dış ticarete ihtiyaç duyulan krediler bu piyasa aracılığıyla sağlanır. O halde satın alma gücünün transfer edilmesi zorunlu olmaktadır. Ayrıca, alıcı ve satıcının çok sayıda olması, piyasaya giriş ve çıkışların serbest olması, dövizin homojen bir varlık olması vb. gibi özellikler piyasayı tam rekabet piyasasına yaklaştırmaktadır.

1.1.2. Döviz ve döviz kuru kavramları

Döviz en bilinen tanımıyla ulusal sınırlar içinde geçerli olan yabancı paradır. Döviz olarak kabul edilen yabancı ülke paraları sadece nakit şeklinde olmaz; yabancı paraya bağlı döviz poliçeleri, mevduat sertifikaları ve banka havaleleri şeklinde de olabilir. Bu varlıkların en önemli özelliği kolayca nakde dönüştürülebilmeleri, yani likiditelerinin yüksek olmasıdır.

Bir ülkenin ulusal parasının döviz olarak kabul edilebilmesi için diğer ülkeler tarafından uluslararası ödemelerde kullanılan bir araç olarak kabul görmesi gerekmektedir. Ancak her ülkenin ulusal para birimi uluslararası ödemelerde aynı oranda kabul edilmemektedir. Bir ülkenin ulusal para biriminin diğer ülke tarafından talep edilmesi için öncelikle, o iki ülkenin karşılıklı bir ödeme ilişkisinin bulunması veya o ülkenin diğer ülkelerle yoğun ekonomik ilişkilerinin bulunması nedeniyle

parasının diğer ülkeler tarafından da kullanılıyor olması gerekmektedir (Oksay, 2001, s. 6).

Döviz değişik nedenlerle talep edilebilmektedir. Bu nedenler arasında ithalat yapma isteği, ülkelerin döviz cinsinden rezerv para tutma gerekliliği, kısa ve uzun vadeli sermaye hareketliliği ve ülkelerin döviz değışim aracı olarak kullanma arzusu gösterilebilir (Açcı, 2016, s. 6).

Dünya ekonomisinde küreselleşme eğilimi arttıkça ülkelerin birbirlerine olan bağıllığı artmaktadır. Ülkelerin arasındaki ticaretin işleyebilmesi için her ülke açısından yabancı ülke parasının kendi ülke parasına karşılığını ifade eden para biriminin yani döviz kurlarının bilinmesi gerekmektedir.

Döviz kuru (kambiyo kuru, parite), bir ülkenin parasının bir başka ülke parası cinsinden değerini ifade eder. Döviz kurundaki değışiklik, önce uluslararası ekonomik ilişkilere konu mal ve hizmetlerin piyasa ve fiyatlarını, daha sonra bunlar aracılığıyla diğer piyasaları etkileyerek ekonomide küresel değışiklikler yaratır.

Döviz kurunda yükselme, bir birim yabancı para sağlamak için daha çok ulusal para vermek anlamına gelir ve bunun sonucunda ulusal paranın dış değeri azalır. Döviz kurunun düşmesi, bir birim yabancı paranın, eski durumuna göre daha az ulusal para ile satın alınabilmesidir. Bu durumda ulusal paranın değeri yükselir (Karluk, 2013, s. 592).

1.1.2.1. Nominal döviz kuru

İki ülkenin paralarının karşılıklı görelî fiyatına nominal döviz kuru adı verilmektedir (Eğilmez ve Kumcu, 2004, s. 198). Bir başka tanımlamaya göre nominal döviz kuru, döviz piyasasında belirlenen kurdur. Nominal döviz kuru; gerek ülkenin uluslararası ticaret hacmi üzerinde gerekse sermaye hareketleri üzerinde önemli bir etkiye sahiptir.

Kirbitçioğlu'na göre bir ulusal paranın yabancı bir ulusal para cinsinden fiyatını gösterdiğinde iki yanlı nominal döviz kuru, birden fazla yabancı para cinsinden ortalama fiyatını gösterdiğinde çok yanlı nominal döviz kurundan bahsedilmektedir. Çok yanlı nominal döviz kurunun hesaplanmasında dikkate alınacak ülkeler ise ele alınan ülkenin dış ticaretinde önemli yere sahip oranlar arasından belirlenir. Bu hesaplamalar sonucu belirlenen endekse nominal efektif döviz kuru denilmektedir (Açcı, 2016, s. 7).

Merkez bankası, fiyat istikrarını sağlamak, faiz oranlarını etkilemek, döviz değerini değiştirmek için parasal politikalar kullanmaktadır. Dövizin değeri uygulanacak parasal politikalar sonucu bireylerin beklentilerine bağlıdır. Hükümetler nominal döviz kurunu değiştirmek için parasal politikaları kullanmaktadırlar. Reel döviz kuru ise parasal politikalar yerine reel ekonomik değişkenlere bağlıdır. Fiyatlar genel düzeyindeki artışlar göz önüne alınarak reel döviz kuru hesaplanmaktadır (Ay, 2012, s. 5).

1.1.2.2. Reel döviz kuru

Reel döviz kurları, iki ülkenin mallarının görelî fiyatıdır. Reel döviz kuru, aynı zamanda ülkeler arasındaki enflasyon farklarını dikkate alarak hesaplanan nominal döviz kurudur. Reel döviz kuru ile nominal döviz kuru yakın bir ilişki içerisindedir. Reel döviz kurunun nominal döviz kuruna eşit olması durumunda dış ticaret etkisi nötrdür. Reel döviz kurunun nominal döviz kurundan büyük olması durumunda ithalat artıp, ihracat azalmaktadır. Reel döviz kurunun nominal döviz kurundan küçük olması durumunda ise dış ticaret ihracat lehine değişmektedir (Eğilmez ve Kumcu, 2004, s. 199).

Teorik çalışmaların büyük bir çoğunluğunda reel döviz kuru, ticarete konu olmayan ve olan malların görelî fiyatı olarak tanımlanmaktadır (Edwards, 1988, s. 56).

Reel Döviz Kuru=Ticarete konu olmayan malların fiyatı/Ticarete konu olan malların fiyatı

Yukarıdaki formül, reel döviz kurunun artması yani reel kurda görülen bir değerlenme sonucu ticarete konu olan malların yurtiçi üretim maliyetinin görelî olarak arttığını göstermektedir. Diğer koşulların değişmediği varsayımı altında, reel döviz kurunun değerlenmesi, ülkenin uluslararası rekabet gücünün azaldığına işaret eder.

Reel döviz kurunun yükselmesine reel değer kaybı, düşmesine reel değer kazancı denmektedir. Reel değer kaybı olduğunda görelî fiyatlar yükselir ve böylece yurt içinde üretilen mallar yurtdışında üretilen mallara göre ucuzlamaktadır. Ulusal fiyatlardaki düşüş, yabancıların daha fazla mal almasını, dış satımın artmasını sağlayacaktır. Yine reel değer kaybının etkisi ile ülke vatandaşlarının yabancı mal almaya yönelimi yani dışalım miktarı azalacak ve böylece net dışsatım olumlu etkilenecektir. Reel değer kazancı olduğunda ise görelî fiyatlar düşecektir. Görelî fiyatlardaki düşüş, yurt içinde

üretileen malların yurtdışında üretileen mallara göre pahalılaşımasına yani dışalının artmasına neden olacaktır (Mankiw ve Kaufman, 2004, s. 81).

Dış rekabetin anahtar bir göstergesi olan reel döviz kurunun yükselmesi çoğu zaman fiyat rekabetinin kaybı olarak yorumlanmaktadır. Ancak reel döviz kuru ile rekabet arasındaki ilişki tek taraflı değildir. Ulusal paranın reel olarak değer kazanması genellikle rekabet gücünde bir azalma olarak yorumlanırken, bazı durumlarda verimlilikteki artış nedeniyle rekabet gücünde meydana gelen bir artışı da yansıtabilmektedir (İnandım, 2005, s. 29).

Reel döviz kuru; dış rekabeti, harcama bileşimini, zaman içinde cari açık yoluyla oluşacak tüketim ve tasarrufların gelişimini dolayısıyla da hem tüketicileri hem de üreticileri etkilemektedir. Frait ve Komarek (2001) çalışmalarında, denge reel döviz kurunun gelişiminin, ticaret hadlerine, dış ticarete konu olan ve olmayan sektörlerdeki toplam verimlilik artışına, tasarruf ve yatırımlara, tüketici tercihlerindeki değişimlere, hükümet harcamalarının bileşimine ve yabancı sermaye girişlerine dayandığını belirtmektedir.

1.1.2.2.1. Reel döviz kurunu etkileyen ekonomik faktörler

Reel döviz kurunu, ekonomideki birçok faktör etkilemektedir. Reel döviz kurunu belirleyen faktörler ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir. Bununla birlikte reel döviz kurunu sadece ekonomik değil politik faktörler de etkilemektedir.

Reel döviz kurundaki bir değişme, önce uluslararası ekonomik ilişkilere konu olan mal ve hizmetlerin piyasa fiyatlarını, daha sonra bunlar aracılığıyla diğer piyasaları etkileyerek ekonomide global değişiklikler yaratmaktadır (Karluk, 2013, s. 592). Reel döviz kurundaki sapmalar gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik faaliyetleri, özellikle ithal sermaye mallarına olan bağımlılık ve mal ihracatındaki uzmanlaşma gibi nedenlerle etkilemektedir (Şimşek, 2004, s. 113).

1.1.2.2.1.1. Sermaye hareketleri

Sermaye giriş çıkışları, bir ülkedeki döviz miktarını önemli ölçüde değiştirdiğinden, döviz kurları üzerinde büyük bir etkiye sahip olabilmekte ve dolayısıyla döviz kurları ve dış ticaret arasındaki bağı zayıflatabilmektedir. Buradan hareketle, döviz kurlarında kısa vadede meydana gelen değişikliklerin temel sebebi olarak sermaye hareketleri kabul edilmektedir.

Sermaye hareketlerine yol açan sebepler arasında kısa vadede portföy yönetimi ve spekülasyon kavramları ön plana çıkmaktadır. Uzun vadeli yatırım amaçlı gelen sermaye ülke ekonomisi ve istihdam üzerinde olumlu etkiler yaratırken; kısa vadeli spekülatif hareketlerden kazanç sağlamak amaçlı sermaye hareketleri (sıcak para veya portföy yatırımları), beklediği karı sağlayamadığında aynı hızla çıkarak döviz dengelerini bozmaktadır (Çağlar, 2003, s. 82).

Ülkede döviz kuru sistemine göre spekülatif sermaye hareketlerinin etkisi farklılık göstermektedir. Sabit kur sistemi ve sermaye hareketinin olduğu bir ekonomide hükümet tarafından bankalara döviz kurundan doğacak olan risklerin finanse edileceğine dair verilen garanti, yurtiçindeki bankaları aşırı borçlanmaya yöneltmektedir. Aşırı borçlanmada bankaları spekülatif ataklara açık bir konuma getirmekte ve krize ortam hazırlamaktadır (McKinnon ve Pill, 1999, s. 12). Esnek kur sistemi her türlü ekonomik, politik ve dış etkilere açık olduğu için kurun aşağı ya da yukarı doğru hareketi tam olarak kestirilememektedir. Piyasa oyuncularının esnek kur sisteminde kurun “iki yönlü bahis” şeklinde hem değer kazanacağını hem de değer kaybedeceğini bilmeleri; başka deyişle döviz kuru riskinin yüksek olması, daha çok kısa dönemli spekülatif sermaye hareketlerini engellemektedir (Kansu, 2004, s. 49).

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, sermaye girişinin döviz kurları üzerinde yaratacağı hareketlilik nedeniyle önem taşımaktadır. Sermaye girişinin hızlanması, kur dalgalanmalarından kaynaklanan döviz kuru istikrarsızlığına neden olmaktadır (Duygulu, 1998, s. 113). İstikrarsızlık, ticarete konu olan malları içeren sektörlere borç veren kurumların da risklerini ve bu sektörler için sermayenin maliyetini arttıracaktır. Bu birikimli süreç, giderek reel sektörü etkisi altına alacak ve döviz kurlarında başlayan istikrarsızlık zamanla tüm sektörleri etkileyerek ekonomik istikrarsızlığı besleyecek bir mekanizma durumuna gelecektir.

1.1.2.2.1.2. Faiz oranları

Merkez Bankası, olağandışı durumlarda faiz oranları aracılığı ile döviz kurunu kontrol edebilmektedir. Teorik olarak faiz oranları ve döviz kuru arasındaki etkileşim başlıca üç kanaldan gerçekleşmektedir. Birinci kanala göre, yurtiçi faizlerin yüksek olması sonucu yerli finansal varlıklara olan talebin artmasıdır; böylece döviz arzı fazlaşır ve yerli para değer kazanır. Yatırımcılar böyle durumlarda, faiz oranları paritesi sağlanıncaya kadar yerli yatırım araçlarını talep etmektedir. İkinci kanala göre

ise yükselen faiz oranları, firma ve bankaların faiz yükünü arttırdığı için karlarını azaltır. Böyle bir durumda nakit akışı yavaşlar, firmaların borç yükü artar, kredilerin geri ödenme sorunu ortaya çıkar. Geri ödenmeyen krediler banka bilançolarını bozar ve ekonomik aktiviteyi yavaşlatıp, kötümser beklentilere yol açar. Böylece ülke parası değer kaybeder. Üçüncü ve son kanala göre ise faiz oranlarının yükselmesi, kamu maliyesinde faiz yükü ile birlikte enflasyonist beklentileri ve risk algılamasını arttırmaktadır. Bu yüzden ülke parasının beklenen değeri düşer, risk primi yükselir (Sağlam ve Yıldırım, 2007, s. 16).

Dünya çapında uluslararası sermaye hareketlerinin hızla liberalleştiği ve sermaye hareketlerinin faiz esnekliğinin çok yüksek olduğu bir ortamda ülkelerin uyguladıkları para politikaları, faiz oranı üzerinden döviz kurunda güçlü etkiler meydana getirebilmektedir. Bir ülkenin genişletici (daraltıcı) bir para politikası izlemesi halinde sermayenin maliyeti olan reel faiz oranı düşmekte (yükselmekte), yurtiçi reel faiz oranlarının düşmesi (yükselmesi) ise anında sermaye hareketlerinin hacmini değişikliğe uğratmaktadır. Bunun nedeni, yabancı (ulusal) para bazlı mevduatların ulusal (yabancı) para bazlı mevduatlara göre daha cazip hale gelmesidir. Sonuçta ulusal para değer kaybederken (kazanırken), döviz kuru değer kazanmaktadır (kaybetmektedir). Ulusal paranın değer yitirmesi (kazanması) ise yurtiçi malları ucuz (pahalı), yurtdışı malları da pahalı (ucuz) hale getirdiğinden; net ihracat artmakta (düşmekte) ve dolayısıyla da milli gelir yükselmektedir (azalmaktadır). Diğer bir deyişle net ihracat artar (azalır), net ihracatın artması (azalması) da firmaların yeni yatırım kararı almaları ile toplam talebin ve reel çıktının artmasına (azalmasına) yol açar (Büyükkın vd., 2008, s. 4).

Faiz oranlarının reel ölçülerde yüksek ve döviz kurlarının düşük tutulması sonucu ekonominin rekabet gücü zayıflamaktadır. Ulusal paranın aşırı değerlenmesi sonucu cari açıklar büyüme sürecine girerken, faiz oranlarının yüksekliği sonucunda kamu açığını kapatmanın maliyeti yükselmektedir. Bu durum yatırım ve üretimi azaltarak ekonominin, finansal işlemlerin ağırlıklı olduğu bir yapıya dönüşmesine neden olmaktadır (Karacan, 2010, s. 76).

Faiz-kur etkileşiminden en çok etkilenen makroekonomik göstergelerden biri de ödemeler dengesidir. Bu durum dış ticaret ve portföy dengesi üzerindeki etkiyle kendini göstermektedir. Açık ekonomilerde uygulanan faiz ve kur politikaları bu dengeyi olumlu veya olumsuz yönde etkileyebilmektedir (Kızılkaya, 2012, s. 16).

1.1.2.2.1.3. Ödemeler dengesi

Ödemeler dengesi faktörü, kur değişimlerinin ülkenin hem ticaret hem de cari işlemlerle ilgili diğer kalemleri üzerindeki etkisine dayanır. Bu faktöre göre, ödemeler dengesizlikleri aktif döviz kuru politikaları uygulanarak giderilebilmektedir. Döviz kuru hareketlerinin temelini, mal ve hizmet hareketleri ve bunların toplam ifadesi olan ödemelerdeki denge ve dengesizlikler oluşturmaktadır.

Döviz fiyatlarının değişmesinin ödemeler bilançosu üzerindeki etkisi ithal ve ihraç mallarının talep elastikliğine bağlıdır. Döviz arz ve talebinin kaynaklarını oluşturan dolaylı ve dolaysız faktörlerdeki değişimler, ödemeler bilançosundaki borçlu ve alacaklı kalemleri etkileyerek döviz talebini veya arzını değiştirecektir. Döviz arz veya talebinin değişmesi ise denge döviz kurunun değişmesine neden olacaktır (Çiçek, 2006, s. 25).

1.1.2.2.1.4. Enflasyon oranı

Döviz kurunda gözlenen değişimler ile enflasyon oranları arasındaki ilişki daha çok ihracat ve ithalat kanallarında görülmektedir. Şöyle ki, döviz kurunda gözlenen artış, ithal mal fiyatlarını artırdığı için ithal hammadde veya ara malı kullanılan ürünlerin ve ithal tüketim mallarının fiyatları artacaktır. Bununla birlikte, ekonomide dövizle yapılan işlemler, yani dolarizasyon önemli bir seviyede ise üreticiler dövizde gözlenen artışı kendi ürettikleri ve sattıkları mal ve hizmetlere, tüketicilerin talebini de göz önünde bulundurarak aynı oranlı zam yapmak isteyeceklerdir (Berument, 2002, s. 1).

Döviz kurundaki yükselme yurtiçi malların yurtdışı mallara kıyasla daha ucuzlamasına ve buna bağlı olarak ihracat ile toplam talebin potansiyel çıktıya göre artmasına, sonuçta da fiyatların yükselmesine sebep olacaktır. Diğer yandan nominal ücret sözleşmeleri kısa dönemde sabit olduğundan reel ücretler düşüp çıktı artacaktır. Fakat reel ücretler eski durumlarına döndüğünde, üretim maliyetleri ve fiyatlar genel düzeyindeki artışa karşılık çıktı düzeyi azalacaktır. Yani döviz kurundaki artış fiyatlarda kalıcı çıktı seviyesinde ise sadece geçici bir artışa neden olacaktır (Damar, 2010, s. 9). Bu durum farklı bir açıdan değerlendirildiğinde yerli paranın değer kaybetmesi ithal edilen tüketici mallarının fiyatlarını ve buna bağlı olarak da tüketici fiyat endeksini artırmaktadır. Aynı süre zarfında ithal edilen ara malların da fiyatları artacağından

Üretim maliyetleri de artacak ve artan mal maliyetlerinin tüketicilere yansıtılması, tüketim mallarının fiyatlarının artmasına neden olacaktır (Dennis, 2001, s. 1).

1.1.2.2.1.5. Dış ticaret haddi

Dış ticaret hadlerinin ülke lehine sağlanabilmesi için uygulanacak kur politikalarının başarılı olabilmesi, reel döviz kuru ile ihracat ve ithalat arasındaki ilişkinin belirlenmesine bağlıdır. Dış ticaret fiyatları reel döviz kurunu doğrudan etkilerken, reel döviz kuru dış ticaret kalemlerinden ithalat fiyat endeksini doğrudan, ihracat fiyat endeksini ise ithalat fiyat endeksi kanalıyla dolaylı olarak etkileyebilmektedir.

Döviz kurlarında meydana gelen değişimler, i ve dış piyasalar arasındaki nispi fiyat yapısını değiştirerek sistemin işleyişini devreye sokar (Albeni vd., 2003, s. 200). Ulusal paranın deval edilmesi, ihraç edilecek mal ve ihracatçı açısından i fiyatlar seviyesini dış piyasa fiyatlarına göre ayarlayarak, daha önce nispi pahalılık gösteren malların dış piyasalar için bu dezavantajını ortadan kaldıracaktır.

Türkiye’de uygulanan serbest kur sistemi nedeniyle diğer serbest kur sistemi uygulayan ülkelerde olduğu gibi döviz kurları dalgalanmakta, belirsizlik artmakta ve dış ticaret fiyatlamasında kurun tahmini zorlaşmaktadır. Dış ticaret hadlerinde meydana gelecek bir daralmanın ithal mallarının daha ucuza alınıp ihraç mallarının daha pahalıya satılması durumunu ifade etmesi, politika yapıcıların döviz kurlarını değiştirerek bozulan ticaret hadlerinin kendi lehlerine değişmesini sağlamasına neden olacaktır. Politikacılar, nominal kurları doğrudan kontrol edebilme şansına sahiptirler. Ancak, politikacıların reel döviz kurları üzerindeki etkileri dolaylı ve etkisizdir (McPhersan, 2000, s. 7).

1.1.2.2.2. Reel döviz kurunu etkileyen diğer faktörler

Döviz kurunda değişmelere yol açan yukarıda sözü edilen faktörlerin dışında bazı faktörlerin de döviz kuru değişkeni üzerinde etkisi vardır. Bir ülkede yaşanan siyasi istikrar, savaş tehdidinin olup olmaması gibi durumlar döviz kurlarını etkilemektedir. Özellikle speğlatrlerin piyasaya yön vermek ve medyanın piyasayı etkilemek amacıyla yaydıkları speğlatif haberler döviz piyasalarında etkili olmaktadır.

Döviz piyasalarını merkez bankaları ve ulusal para otoriteleri de etkiler. Merkez bankaları yasal düzenlemelerle ya da döviz piyasasında alıcı veya satıcı olarak yer

olarak döviz kuru değışim oranını sınırlayabilir. Para arzının artması, vergi oranlarının değışmesi, doğrudan ve dolaylı vergileme, dışalım vergileri, vergi iadesi vb. para ve maliye politikalarına ilişkin düzenlemeler de döviz kurunu etkileyen önemli faktörlerdir. Örneğin, bir ülkede uzun süredir deflasyon yaşıyorsa, düşürülen vergi oranlarının ulusal paranın değerini olumlu ya da olumsuz etkilemesi beklenir. Buna karşılık yüksek enflasyon yaşanan ülkelerde ise tam zıttı bir politikanın uygulanması aynı sonucu doğurmaktadır (Çiçek, 2006, s. 31).

İthal mallara olan talebin artması veya para arzının artırılması sonucu ulusal paranın değerinin düşeceğine ilişkin beklentiler, döviz talebinin artmasına sebep olur. Bunun sonucunda denge döviz kuru değışerek ulusal para değeri kaybeder. Diğer taraftan döviz arzı sabit kabul edildiği takdirde döviz talebinin azalması, denge döviz kurunun düşmesine ve ulusal paranın değeri kazanmasına sebep olacaktır.

1.2. Yabancı Sermaye Yatırımları

Yabancı sermaye kavramı, dar anlamda bir ülkedeki mevcut sermaye stokuna başka ülkenin sahipliğini ifade etmektedir. (Karluk, 2001, s. 101). Geniş anlamda ise bir ülkenin karşılığını ileride ödemek üzere diğer ülkelerden temin ederek kısa sürede ekonomik gücüne ilave edebileceği mali veya teknolojik her türlü kaynağı içermektedir (Uras, 1979, s. 27). Yabancı sermaye aynı zamanda ülkelerin doğal kaynaklar dahil mevcut üretim faktörlerini etkin ve verimli bir şekilde kullanabilmeleri için gerekli olan fakat ülkede yeterli olmadığı için dış ülkelerden sağlanan sermaye olarak da tanımlanır (Çeken, 2003, s. 31).

Yabancı sermaye yatırımları dolaysız (doğrudan) ve dolaylı (portföy) yabancı sermaye yatırımları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır (Soytürk, 1998, s. 2003). Tasarruf sahipleri tarafından daha fazla getiri elde edebilmek amacıyla başka bir ülkede yapılan fiziki yatırımlar, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (DYY) şeklinde nitelendirilirken; fiziki yatırımlar yerine kamuya veya özel kesime ait hisse senedi, tahvil, borç senedi, para piyasası araçları ve türev ürünlere yönelik gerçekleştirilen yatırımlar da Portföy Yatırımları (PY) olarak ifade edilmektedir (Afşar, 2008, s. 1). Her iki yatırım türü yabancı sermaye yatırımı olarak görülse de birbirinden tamamen farklı iki yatırım türüdür.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, gelişmiş ülkelerde kurulu teşebbüslerin geliştirmekte olan ülkelere kendilerine bağlı bir şube açmaları, yeni bir tesis kurmaları

veya mevcut bir şirketin sermayesini arttırmaları şeklinde olmaktadır (Akdiş, 1998, s. 61). DYY şeklinde yabancı ülkede kurulan şirket, doğrudan ana şirketin denetimindedir. Bu şirketlerin başındaki yöneticiler, genellikle ana şirket tarafından atanan yöneticilerdir. Portföy yatırımları durumunda ise yatırımcının şirketi doğrudan denetlemesi söz konusu değildir. Yönetim yerel yöneticilerin elindedir.

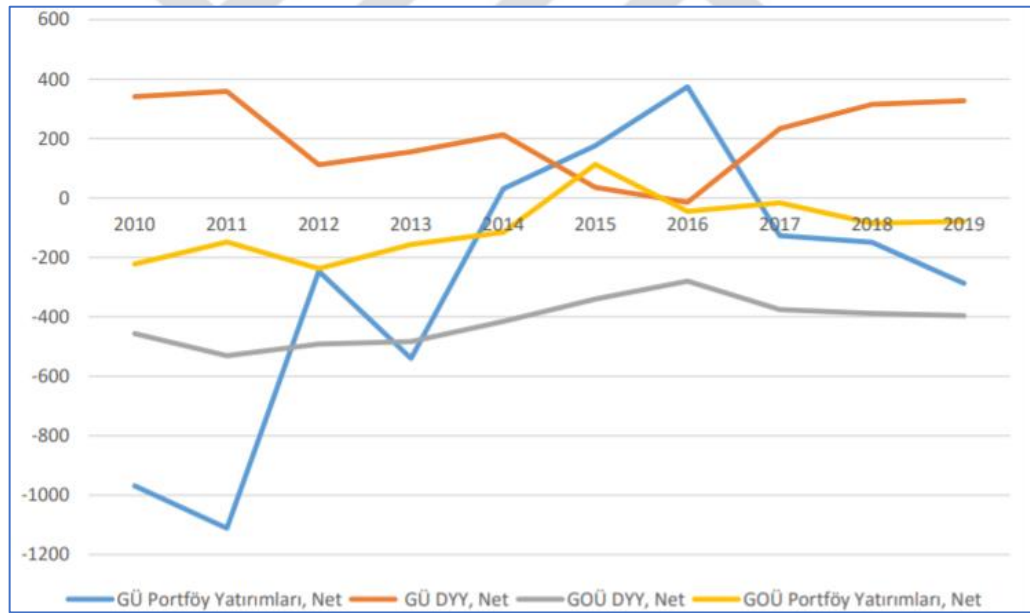
DYY, yatırımcının yürütülen faaliyetlere aktif biçimde katılımına izin verir. DYY yatırımcıları; çok uluslu şirketler, sosyal organizasyonlar, resmi ve yarı resmi kurumlar ile girişimci sermayedarlardan oluşmaktadır. DYY yatırımcıları sadece stratejik kararların değil aynı zamanda maliyet kontrolü, insan kaynakları ve denetim kararlarının alınmasında da etkin bir rol üstlenirler. Portföy yatırımlarını tasarruf sahibi gerçek kişiler yapabilmektedir. Tasarruflarını portföy yatırımı şeklinde değerlendirmeyi tercih eden yatırımcılar, riski dağıtmayı ilk planda tutmaktadırlar.

Yatırımlara ev sahipliği yapan ülkeler DYY'yi daha fazla tercih etmektedir. Çünkü DYY'ler ev sahibi ülkeye sermaye ile birlikte teknoloji, yönetim bilgisi, üretime etkinlik kazandırıcı faktörleri de beraberinde getirir. Oysa portföy yatırımlarının ev sahibi ülkeye katkısı sadece sermaye ile sınırlı kalmaktadır. Sosyoekonomik dengesizliklerin meydana geldiği ya da krize dönüştüğü dönemlerde likit ve likiditesi yüksek varlıklardan oluşan portföy yatırımları, ülkeyi ilk terk edecek yatırımlardır. Ev sahibi ülkedeki en ufak bir kriz portföy yatırımlarının dışarı kaçmasına neden olurken, aynı zamanda ülkedeki krizin daha da büyümesine neden olabilmektedir. Ayrıca portföy yatırımlarında tek amaç, kar elde etmek iken DYY'lerin tek amacı, kar elde etmek değildir; yeni pazarlar elde ederek piyasa paylarını genişletmektir.

DYY'ler ve portföy yatırımları arasındaki farklılıklar sadece ev sahibi ülke ekonomisine yapılan katkı ve yatırımcıların kimlik farklılığı ile sınırlı kalmamaktadır. Anapara ve gelirleri geri ödeme açısından da DYY'ler ve portföy yatırımları arasında farklılıklar vardır. Şöyle ki; DYY'ler de belli bir amortisman yoktur. İşletmenin kazanç durumuna bağlı olarak belirlenir. Portföy yatırımlarında ise gelir ve amortismanların geri ödeme koşulları önceden belirlenmektedir. Ayrıca az gelişmiş ülkelerden gelişmiş ülkelere ihraç edilen sermaye, portföy yatırımı biçiminde iken gelişmiş ülkelerden az gelişmiş ülkelere yapılan sermaye ihracı DYY biçimindedir (Sekirin, 2010; Dönmez, 2009, s. 6).

Son yıllarda gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilere yönelik sermaye akımlarının değişimi Şekil 1.1'de yer almaktadır. Şekil 1.1'e göre gelişmiş ülkelerde

DYY'lerin 2010-2016 yılları arasında azaldığı sonrasında ise artmaya başladığı görülmektedir. Portföy yatırımlarında ise tam tersi bir durum söz konusu olup, küresel kriz sonrasında -1111 milyar dolara kadar düşen portföy yatırımlarının 2016 yılına kadar önemli bir artış sergileyerek yaklaşık 400 milyar dolar düzeylerine çıktığı ve ilerleyen yıllarda yeniden azalma eğilimine girdiği ve 2019 yılı için -287,5 milyar dolar düzeylerine ineceği tahmin edilmektedir. Şekil 1.1'de gelişmiş ülkeler için DYY'ler ile portföy yatırımları arasında bir simetri olduğu dikkat çekmektedir. Gelişmekte olan ülkeler açısından şekle bakıldığında ise DYY'lerin 2016 yılına kadar bir artış eğilimi gösterdiği, sonrasında azalarak yatay seyir izlediği ve 2019 yılı için -400 milyar dolar düzeylerinde olacağı tahmin edildiği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımlarında ise 2011-2015 döneminde artış trendi gösterdiği dikkat çekerken, 2015-2018 yılları arasında azalarak 2019 yılında -78 milyar dolar olacağı tahmin edilmektedir.



Şekil 1.1. GÜ ve GOÜ'lere yönelik sermaye akımları (2010-2019) (net, milyar dolar) (Ayhan, 2019, s. 109)

1.2.1. Yabancı sermaye yatırımlarını etkileyen ekonomik faktörler

Gelişmişlik düzeyi farklı olan ülkeler arasında bir sermayenin, bir ülkeden diğer bir ülkeye ülkeyi kalkındırmak amacıyla yatırıma dönüşmesini etkileyen birçok ekonomik faktör bulunmaktadır. Bu faktörler yatırımın türüne göre de farklılık göstermektedir.

1.2.1.1. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını etkileyen ekonomik faktörler

Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını daha fazla çekme çabasıdadır. Yani doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yapılabilmesi için kaynak ülkenin bazı itici faktörlere, ev sahibi ülkenin de bazı çekici faktörlere sahip olması gerekmektedir.

UNCTAD'ın (Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı) 1998 yılı Dünya Yatırım Raporu'nda, DYY'yi etkileyen faktörlere ilişkin analizlere yer verilmiştir.

Tablo 1.1. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını etkileyen faktörler (ev sahibi ülkeler) (UNCTAD, 1998)

FAKTÖR GRUPLARI	FAKTÖRLER	
Politik Faktörler	• Ekonomik, politik ve sosyal istikrar, • Yabancı yatırımlara ilişkin uluslararası anlaşmalar, • Vergi politikası, • Ticaret politikası ve DYSY tutarlılığı, • Özelleştirme politikası, • Piyasaların yapısı ve işleyişine ilişkin politikalar, • Yabancı iştiraklerin anlaşma standartları.	
Yatırım Ortamına İlişkin Faktörler	• Yatırımların promosyonu (imaj yaratılması, ülkenin pazarlanması vb.) • Yatırım teşvikleri, • Maliyetler (rüşvet, bürokratik etkinlik vb.) • Yatırım sonrası hizmetler, • Sosyal etkenler (yaşam kalitesi vb.)	
Ekonomik Faktörler	Yatırım Stratejileri	Faktörler
	Pazara yönelme	• Pazar büyüklüğü ve kişi başına milli gelir, • Piyasanın büyümesi, • Bölgesel ve küresel piyasalara giriş imkanları, • Tüketici tercihleri, • Piyasaların yapısı.
	Kaynağa/stratejik varlığa yönelme	• Hammaddeler, • Düşük ücretli vasıfsız işgücü, • Vasıflı işgücü, • Fiziki altyapı, • AR-GE • Teknolojik, yenilikçi ve diğer yaratılmış varlıklar (markalar vb.)
	Etkinliğe yönelme	• Kaynakların/varlıkların maliyet ve işgücünün verimliliği, • Diğer girdilerin maliyeti (iletişim, ara mallar), • Bölgesel entegrasyon anlaşmasına üyelik, ölçek ekonomisi

Tabloda da görüldüğü üzere UNCTAD, 1998 yılında yayınlanan Dünya Yatırım Raporu'nda DYY'yi etkileyen faktörler; ekonomiye, politikaya ve yatırım ortamına ilişkin olmak üzere üç ana başlıkta toplamıştır. Fakat doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını etkileyen bazı ekonomik faktörler sadece yapılan analizde kullanılan değişkenler dikkate alınarak açıklanacaktır.

1.2.1.1.1. Reel döviz kuru

Döviz kurları ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişki ilk kez Aliber tarafından 1970 yılında bulunmuştur. Aliber, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının coğrafi dağılımının, farklı para alanlarının varlığı ve aksak döviz piyasaları ile açıklanabileceğini ileri sürmüştür (Gullett ve Figgins, 1995, s. 5).

Yatırımcı firma açısından döviz kurlarının yatırıma etkisi, bu firmanın kullandığı ithal girdi oranına ve ne kadar ihracat yaptığına bağlı olarak değişirken, döviz kuru aynı zamanda yatırım ve kar transferleri konusunda da önem arz eder. Döviz kurları ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişki, üretilen malların hedefine bağlıdır. Eğer yatırımcının amacı, ticari veya ticaret dışı engellerle piyasaya girişin yasaklandığı yerel piyasada çalışmak ise doğrudan yatırım ile ticaret ikame edilir ve değerlenmiş ulusal para, yatırımları artırır. Bunun nedeni, tüketicilerin satın alma gücünün yükselmiş olmasıdır (Batmaz ve Tunca, 2005, s. 23).

Reel döviz kuru, refah seviyesi ve işgücü maliyetlerini etkileyen bir değişkendir. Dolayısıyla, ev sahibi ülkenin parasında meydana gelen bir değer kaybı, yabancı şirketlerin refahını ve yabancıların yerli mallara yönelik harcamalarını arttırabilir. Ayrıca, reel bir değer kaybı, daha ucuz hale gelen yerli işgücüne yönelik avantaj sağlama isteği ile ülkeye sermaye akışını arttırabilir (Güngör, 2002, s. 76). Döviz kurlarındaki hareketlilik ve belirsizlikler, firmaların karlılığını ve üretim yeri tercihlerini etkileyebilir. Firmalar, döviz kurundaki hareketliliği dizginlemeye çalışırken üretimi daha düşük maliyetli yavru şirketlere kaydırma imkanlarına sahip olmaktadır.

Doğrudan yabancı yatırım literatüründe rekabet gücünün göstergesi olarak kabul edilen döviz kuru, doğrudan yabancı yatırımları gelir ve maliyet etkisi olmak üzere iki şekilde etkilemektedir: Döviz kurlarının, yükselmesi durumunda, üretimi ihracata yönelik yatırımcının üretiminde ulusal girdi kullanımını artırması, yatırımcının ihracatının ve karının artmasına imkan sağlayacaktır. Buna gelir etkisi denilmektedir ve bu durumda döviz kurunun yükselmesi doğrudan yabancı yatırımları pozitif yönde

etkilemektedir. Diğer taraftan döviz kurunun yükselmesi durumunda, ihracata yönelik yatırımcının üretiminde ithal girdi kullanması ve ithal girdi bağımlılığının yüksek olması yatırımcının ihracatının ve karının düşmesine neden olabilecektir. Buna ise maliyet etkisi denilmektedir ve bu durumda döviz kurunun yükselmesi doğrudan yabancı yatırımları negatif yönde etkilemektedir. Döviz kurlarının doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki net etkisi, gelir ve maliyet etkisinin büyüklüğüne göre değişmektedir. Gelir etkisi maliyet etkisinden büyükse, döviz kurunun yükselmesi doğrudan yabancı yatırımları pozitif, maliyet etkisi gelir etkisinden büyükse negatif yönde etkilemektedir (Yapraklı, 2006, s. 29).

Doğrudan veya portföy yatırımları şeklinde ülkeye gelen yabancı sermaye, ülkenin para biriminin değerinde değişikliklere sebebiyet verir. Sıcak para girişlerinin yarattığı geçici döviz bolluğu yerel para biriminin değerini geçici olarak yükseltse de uzun vadede para biriminin değerinin düşmesine neden olacaktır.

Reel döviz kuru, refah seviyesi ve işgücü maliyetlerini etkileyen bir değişken olduğundan ev sahibi ülkenin parasında meydana gelen bir değer kaybı, yabancı işletmelerin refahını ve yabancıların yerli mallarına yönelik harcamalarını arttırabilir. Buna ek olarak reel bir değer kaybı, daha ucuz hale gelen yerli işgücüne yönelik avantaj sağlama isteği ile ülkeye sermaye akışını arttırabilir (Candemir, 2006, s. 669). Ev sahibi ülke parasının aşırı değerlenmesi ise piyasa dengesizliğinin bir göstergesidir. Yerli paranın aşırı değerlenmesi ülkede üretim maliyetlerinin artması anlamına gelebilmektedir (Dursun ve Bozkurt, 2007, 2). Sonuç olarak; ev sahibi ülke para birimindeki bir değerlenme, bu ülkedeki tüketicilerin satın alma gücünü yükselteceği için yerel piyasa yönlü doğrudan yabancı sermaye yatırım girişini arttırabilir.

1.2.1.1.2. Piyasa büyüklüğü

Çok uluslu şirketlerin diğer ülkelerde üretim yapmasının en önemli sebebi, yeni pazarlar ele geçirmek, mevcut pazar hacmini korumak ve arttırmaktır. Bu nedenle, yatırım çekmek isteyen bir ülkenin sahip olabileceği en büyük avantaj, geniş bir pazara sahip olmaktır (Batmaz ve Tekeli, 2009, s. 21).

Ev sahibi ülkenin piyasasının yeterince büyük olması halinde, ülkenin bu potansiyelinden yararlanmak için ihracat yerine ülkeye doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yapılması tercih edilecektir. Herhangi bir malın bir piyasaya ihracat

yoluyla girişinin ortalama maliyeti piyasadaki ortalama üretim maliyetini geçtiğinde, o malın üretimi ihracat yerine doğrudan yabancı sermaye yatırımı yoluyla yapılır.

Piyanın talep potansiyelini gösteren değişken, ülke nüfusudur. Bununla birlikte piyasa büyüklüğü, ev sahibi ülkenin kişi başına düşen milli geliri ile ölçülmektedir. Piyasanın hacim olarak büyüklüğünün yanı sıra kişi başına düşen milli gelirin, yani tüketicilerin alım gücünün yüksek olması da yatırımları çekici bir etkindir. Nüfusun azlığı ile birlikte satın alma glerinin de düşük olması, piyasayı daha da küçültecek ve faaliyet gösterilen ülkede üretilen malları alacak kadar gelire sahip olan tüketiciler kitlesinin olmaması, doğrudan yabancı sermaye yatırımını olumsuz yönde etkileyecektir (zalp, 1998, s. 43).

Yabancı yatırımcı açısından, pazar genişliği ve gelişme hızı daha fazla talep ve karlılık anlamına geldiğinden, pazar arayan doğrudan yabancı sermaye yatırımları için ev sahibi ülkedeki pazar genişliği; pazarın gelişme hızı, bölgesel ve küresel pazarlara erişim olanağı, ülkeye özgü tüketiciler tercihleri, pazar yapısı ve yerel ticaretin gelişmiş olması özel önem taşımaktadır (UNCTAD, 1998, s. 91).

1.2.1.1.3. Ekonomik büyüme

Ev sahibi ülkenin gayrisafı milli hasılası (GSMH), iç pazar büyüklüğünü ve potansiyel talep yapısını göstermesi açısından doğrudan yabancı sermaye yatırımını etkileyen faktörlerden biridir. GSMH'nin yeterince büyük olması, yani piyasaların ölçek ekonomilerinden yararlanabilecek kadar büyüklük arz etmesi, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının belli bir süreç sonunda ihracatın yerini alabileceğinin potansiyel bir göstergesidir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki iki yönlüdür. Yani ekonomik büyüme yabancı yatırımları çekerken, yabancı yatırımlar da ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadır. Gelirin artması ise yabancı yatırımların artmasında itici bir kuvvet oluşturmaktadır (Batmaz ve Tekeli, 2009, s. 25). Öte yandan, ekonomik büyüme, bir ülke ekonomisinde yüksek getiri elde edilebileceğinin bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle, ekonomik büyümenin sürekliliği, o ülkedeki ekonomik getirinin de devam edeceğinin bir göstergesidir (Akıncı, 2010, s. 36).

Gelişmekte olan ülkelerde ekonomiler, işletmelere daha iyi fırsatlar ve kar olanakları sunmaktadırlar. Örneğin; gelişmekte olan ülkeler doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çekmek amacıyla mali teşvikler uygulamaktadırlar. Böylece gelişmekte

olan ülkelere yatırımlarını aktaran yabancı firmaların yerli firmalara göre rekabet gücü artmaktadır. Dolayısıyla, hem mali teşvikler hem de hükümetler tarafından uygulanan yatırım teşvik politikaları gelişen ekonomilere yönelik yapılan doğrudan yatırımlar üzerinde pozitif etki yaratmaktadır. Gelişmiş ülkeler için yapılan çalışmalarda ise ekonomik büyüme ile yabancı yatırımlar arasında zayıf bir ilişki bulunmuştur. Bunun nedeni, gelişmiş ülkelere yönelen yatırımların amaçlarının ve niteliklerinin farklı olmasıdır.

1.2.1.1.4. Enflasyon

Fiyat düzeyindeki istikrarsızlık, fiyat düzeyinin düşmesi veya yükselmesi biçiminde ortaya çıkabilir. Ev sahibi ülkelerin enflasyon düzeyi, yatırım kararlarında etkili olmaktadır. Enflasyon, makroekonomik istikrarın temel göstergelerinden biridir. Makroekonomik istikrar ise yabancı tasarrufların yurtiçinde yatırıma dönüşmesine katkı sağlar. Makroekonomik istikrar, düşük enflasyon düzeyi ile ilişkilendirilmektedir. Çünkü yüksek enflasyon, ekonomide belirsizliği ve riski artırır. Bunun sonucunda piyasa mekanizmasının etkinliği büyük ölçüde azalır. Ekonomide riskin artması, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını azaltıcı bir faktördür. Bununla birlikte yatırımlardan sağlanması beklenen karlılık oranı, söz konusu riskin olumsuzluklarını yok edecek ölçüde ise yüksek enflasyona rağmen yatırımcılar, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını gerçekleştirirler. Ancak, genel olarak yatırımcı şirketler, enflasyon düzeyi düşük ve istikrarlı ülkelerde yatırım yapmayı tercih ederler. Böylece, yüksek enflasyonun ve istikrarsızlığın neden olacağı fiili sermaye kayıplarına ve belirsizliğe karşı kendilerini korumuş olurlar (Candemir, 2006, s. 70).

1.2.1.1.5. Dışa açıklık derecesi

Hükümetler ekonomik, sosyal veya siyasal nedenlerle uluslararası ticarete müdahalede bulunurlar (Duran, 2002, s. 10). Örneğin, ithalatla rekabet edemeyen ülke üreticilerinin baskıları sonucu koruyucu önlemler alınabilmektedir. Birçok ülkenin ithalat kısıtlamalarına gitmesi, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yapılmasını ihracat yapmaya göre daha avantajlı duruma getirir ve bu durum, söz konusu ülkelerin ihracat artışı sağlaması için gerekli bir yol olarak görülebilir (Kwon, 2002, s. 203). Ülkelerin açıklık derecesini gösteren faktör ise ihracat ve ithalata yönelik sınırlamaların boyutudur.

Bir ülkenin ekonomisinin dışa açıklık derecesi, dış ticaret hacminin GSMH'ye bölünmesiyle bulunur. Açıklığın doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisi, yatırımların türüne bağlıdır. Eğer yatırımlar, yerel piyasaya yönelik ise ticaret kısıtlamaları ve buna bağlı olarak düşük bir açıklık oranı, doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerinde pozitif bir etki yapacaktır. İhracata yönelik yatırım yapan çok uluslu şirketler ise ticarete getirilen korumacılığın, işlem maliyetlerini yükseltmesiyle aksak rekabet şartlarının artmasından dolayı yüksek açıklık oranına sahip ekonomileri tercih edeceklerdir (Batmaz ve Tunca, 2005, s. 24).

1.2.1.1.6. İşgücü maliyetleri

Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan hızlı nüfus artışının bir sonucu olarak ucuz işgücü ve ucuz işgücünün sağladığı maliyet avantajı, yatırımcıları bu ülkelere yönlendirmiştir (Alpar, 1978, s. 61). Dünya ticaretini ve üretimini yönlendiren çok uluslu şirketler, rekabet ortamı içinde pazar paylarını korumak veya arttırmak için, ucuz işgücü faktörüne sahip ülkelerde yatırım yapmayı tercih etmektedirler (Asiedu, 2002, s. 111).

İşgücü maliyetlerinin ve işgücü niteliğinin öneminin vurgulanması açısından ihracat ve yerel piyasa yönlü doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını birbirinden ayrı ele almak gerekir. İhracata yönelik doğrudan yabancı sermaye yatırımı yapan şirketler, ihracata yönelik nihai malları piyasaya sunmaktadırlar. Fakat, yerel piyasa yönlü doğrudan yabancı sermaye yatırımları açısından işgücü maliyetlerinin önemi nispeten daha azdır. Çünkü bu tür yatırımların geliş amacı, iç piyasaya yönelik üretim yapmak ve yerel piyasada üstünlük sağlamaktır. Dolayısıyla, yerel piyasa yönlü doğrudan yabancı sermaye yatırımları için işgücü maliyetine nazaran işgücünün niteliği ve kalitesi ön planda yer almaktadır (Zhang, 2001, s. 270).

Ülkeler arasında rekabet edilebilirlik, birim işgücü maliyetleri ile ölçülmekte dolayısıyla ülkelerin daha düşük birim işgücü maliyetlerine sahip olmaları, bu ülkelere yönelik doğrudan yabancı sermaye akımlarını teşvik eden bir unsur olabilmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını etkileyen bir diğer faktör de iki ülke arasındaki taşıma maliyetleridir. Ticaret yapılan iki ülke arasındaki uzaklık mesafesinin kısalması, taşıma maliyetlerini düşürerek, ticaret miktarını artırmakta ve bu durum yabancı yatırımı teşvik eden bir unsur olmaktadır (Merlevede ve Schoors, 2004, s. 730).

1.2.1.1.7. Ekonomik entegrasyonlara üyelik

Bölgesel ekonomik entegrasyonlar, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çekmede etkili olmaktadır. Yabancı yatırımcılar, yatırım talep eden ülkelerin dünya ticaret sistemine ve bu sistem bünyesinde oluşturulan anlaşmalara ne ölçüde katıldığına önem vermektedirler. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çekmekte etkili olan faktörler arasında AB (Avrupa Birliği), MAI (Çok Taraflı Yatırım Anlaşması), TRIMS (Ticaretle Bağlantılı Yatırım Tedbirleri Anlaşması), NAFTA (Kuzey Amerika Ülkeleri Serbest Ticaret Anlaşması), MERCOSUR (Güney Ortak Pazarı) gibi ekonomik entegrasyonlar bulunmaktadır (Candemir, 2006, s. 68).

Dünya Ticaret Örgütü'nün (DTÖ) doğrudan yabancı yatırımlara yönelik iki anlaşmasından biri olan Çok Taraflı Yatırım Anlaşması, yatırım akımlarının sürekliliğini sağlamak ve garantiye almak amacıyla yapılmıştır (Batmaz ve Tekeli, 2009, s. 29). MAI, dünya genelinde para ve faktör hareketlerini sınırlayan politikaları kaldırmayı ve hükümetler üzerinde şirketlerin gücünü arttırmayı hedeflemektedir (Giray, 2003, s. 136).

DTÖ'nün doğrudan yabancı yatırımlara yönelik diğer anlaşması olan TRIMS ise, bazı yatırım tedbirlerinin ticareti kısıtladığı ve bozduğu gerçeğinden hareketle üye devletlerce yabancı mallara veya yabancılara karşı ayrımcı yatırım tedbirlerinin uygulanmasını öngörür. Ayrıca TRIMS, miktar kısıtlamalarına neden olan yatırım tedbirlerinin uygulanmasının engellenmesini amaçlar. Bu kapsamda, yabancı sermaye yatırımları için yerli ürün kullanma koşulu ve ihracat yapma zorunluluğu gibi hususlar TRIMS hükümleri çerçevesinde yasaklanmıştır (http-1).

1.2.1.2. Portföy yatırımlarını etkileyen ekonomik faktörler

Portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasasında politik risk, döviz kuru riski, bilgi edinebilme riski gibi riskler üstlenmek suretiyle kar payı, faiz ve değer artışı türünden kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmaları olarak tanımlanabilir (Tezcanlı, vd., 1994, s. 8).

Portföy yatırımları varlıklar ve yükümlülükler adı altında ikiye ayrılmaktadır. Varlıklar kısmında, yurt içi yerleşiklerin dış piyasalardan menkul kıymet alım ve satımları; yükümlülükler kısmında bankalar, kamu sektörü ve diğer kurumların tahvil

ihracı yoluyla borçlandığı miktarlarla yurt dışı yerleşiklerin yurt içi piyasalarda yapmış oldukları menkul kıymet alım-satımları yer almaktadır (Yıldız, 2012, s. 28).

Yatırımcıların temel amacı, portföylerine düşük faiz oranlarına karşın yüksek risk kabulüyle en yüksek getiriyi sağlamak iken; sermaye talep eden tarafın amacı ise gereksinim duyduğu fonları en düşük maliyetle temin etmektir. Bu nedenle portföy yatırımları konusunda yüksek getiri alternatiflerinin oluşturulabilmesi için yatırım fonları belirleyicilerini tespit etmek gerekir.

Portföy yatırımlarına ilişkin çalışmalar incelendiğinde, yatırım fonlarını etkileyen faktörlerin itici (dışsal) ve çekici (içsel) faktörler olarak incelendiği görülmektedir. Sermaye akımının nedeni içsel faktörlerden kaynaklanıyorsa, geliştirilen ekonomi ve maliye politikaları ile ülkeler sabit, tahmin edilebilir ve değişkenliği az sermaye akımı yaratabilirler. Eğer sermaye akımları dışsal faktörlerin etkisi altında ise karar vericilerin dış değişkenler üzerinde herhangi bir etkisi olmayacağı için portföy yatırımlarına bağımlılık azaltılmalıdır. Gelişmiş ekonomilerde yaşanan resesyon, reel faiz oranlarının düşüklüğü ve likidite bolluğu nedeniyle yatırımcıların yönetimlerindeki portföylerini çeşitlendirme isteğine dayalı olarak risk ve getiriyi farklı bölgelere dağıtma düşüncesi, sermayenin gelişmiş ekonomilerden gelişmekte olan ülkelere doğru yönelmesine neden olan itici faktörler olarak sıralanmaktadır.

Portföy yatırımları çok kısa sürede likiditeye çevrilebildiğinden, yatırımcılar açısından en az risk taşıyan yatırım türü olmakla beraber en küçük istikrarsızlık durumunda ülkeden çıkabildiğinden, yatırım yapılan ülke açısından en riskli yatırım türüdür (Pazarlıoğlu ve Gülay, 2007, s. 203). Bilhassa yaşanan küresel kriz sonrası gelişmiş ekonomilerde gerçekleşen kar marjlarındaki azalma, portföy yatırımcılarını risk-getiri oranları yüksek olan gelişen ekonomilere yönelmesine sebebiyet vermiştir.

Döviz kurlarında meydana gelen değişiklikler portföy yatırımlarının üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Beklenmedik kur değişimlerinden ötürü ülke parasının değerinin azalması portföy riskini artırır. Bu durumda, yatırımdan elde edilen net gelirden azalma ortaya çıkabilir. Dolayısıyla yabancı araçlara yatırılan fonlar sonucu portföy yatırımcısının beklediği nakit akımları kur riskine maruz kalabilir. Ülkede uygulanan döviz kuru sistemi ister dalgalı ister sabit olsun, portföy akımları ülkede döviz bolluğu oluşmasına ve dolayısıyla yerli paranın değerlenmesine sebebiyet vermektedir. Döviz kuru değer kaybı, dış ticaret açığının artmasına ve bu artış sonucu

uygulanan yüksek faiz haddi, portföy akımlarının dış ticaret açığının finansmanında kullanılmasına neden olmaktadır.

Portföy yatırımlarını etkileyen en önemli unsurlardan biri ülkeler arasındaki reel faiz farklılıklarıdır. Diğer koşullar sabit kalmak şartıyla faiz oranlarındaki düşmeler, menkul kıymetlerin fiyatlarının yükselmesine sebep olmaktadır. Finansal varlıklar, faiz oranlarındaki oynaklıktan aynı yönde etkilenmektedir. Özellikle tahvil gibi sabit getirili menkul kıymetlerin fiyatları faiz oranı riskinden etkilenmektedir. Gelişmekte olan ülkeler de uygulanan yüksek reel faiz, düşük döviz kuru politikasının portföy yatırımları için çekici olmasının aksine ülkelerde meydana gelen krizler, net portföy yatırımlarında olumsuz etki yaratabilmektedir. Yaşanan krizin yarattığı negatif etki sonucunda ihraç edilen malların fiyatlarındaki düşüş, ithal edilebilir malların fiyatlarındaki yükseliş ve faiz oranlarında meydana gelen şiddetli artış, portföy akımlarına karşı uyarıcı etki yapmakla birlikte portföyün gelişmiş ülkelere yönelmesine sebep olabilir. Ayrıca gelişmekte olan ülkelere gelirler üzerine konulan yüksek oranda vergiler de yatırımcının net getiri oranını düşürerek portföy yatırımlarını, gelişmiş ülkelere dönmeye sevk etmektedir.

Portföy yatırımları, kısa vadede kar amacı üzerine kurulmuş olmaları nedeniyle ve likiditelerinin yüksek olmasının da etkisiyle bulundukları ülkedeki ekonomik ve siyasi gelişmelere çok duyarlı olmaktadır (Seyidoğlu, 2003, s. 631). Özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik yapılan portföy yatırımlarını etkileyen en önemli faktörden biri de politik risktir. Politik risk, siyasi istikrarsızlıkların veya siyasi karar organının aldığı iktisadi içerikli kararların piyasaları etkilemesi veya yatırımcıların beklentilerine ters düşen sonuçlar doğurması nedeniyle ortaya çıkan bir risk çeşididir (Gooptu, 1993, s. 34). Politik risk, ülke riskinin en önemli belirtisidir. Döviz kurunda yaşanan oynaklık, hisse senedi fiyatlarında meydana gelen değişiklikler, yurtiçi harcamaların yükselip cari işlemler açığının artması, yüksek oranda bütçe açığı, işgücü kaynaklarının yetersizliği ve küresel finans piyasalarına ilişkin rekabet entegrasyonunun azalması gibi unsurlar ülke riskini belirleyen faktörler arasında yer alırlar. Bütçe açığının hüküm sürdüğü ekonomilerde, sermayenin dışarıdan gelebilmesi için ulusal faizin en az dış reel faiz + risk primi ve devalüasyon beklentisini aşan bir düzeyde olması gerekir (Boratav, 1993, s. 17).

Portföy yatırımlarının yer değiştirmesine neden olan faktörlerden bir diğeri de yatırımcıların kendi ülkelerine yatırım yapma önceliklerinden vazgeçmeye

başlamalarıdır. Yatırımcıları home bias denilen bu durumun aksine davranmaya iten en önemli faktörlerden biri, köken ülkede yatırımların kar miktarının arttıkça kar haddinin azalmasına ve bunun sermaye birikiminin sınırlanmasına neden olan azalan kar haddi kanununun, sermayeyi portföy yatırımı şeklinde kar hadlerinin köken ülkeden daha yüksek olduğu ülkelere yöneltmesidir.

Gelişmekte olan ülkelere gerçekleşen ekonomik reformlar sonucu büyüme oranlarının artması, enflasyon oranlarının düşmesi, iletişim ve bilişim alanında inovasyonlara ağırlık verilmesi portföy yatırımlarını çeken önemli faktörlerdir. Diğer taraftan, portföy yatırımcıları için etkili olan bir diğer faktör ise sermaye hareketleri üzerindeki serbestleştirici politikalardır. Yani gelişen ekonomilerde uygulanan finansal liberalizasyon sonucu sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlayıcı düzenlemeler büyük oranda kaldırılır. Böylece, gelişmekte olan ülkelere giren yabancı portföy yatırımları sonucu piyasalarda likidite bollaşarak borçsuz yabancı yatırım kaynağı sağlanabilir ama bazı gelişmekte olan ülkelere hukuki altyapının yetersiz oluşu, yabancı yatırımcıların paralarını ülke dışında tutmasına sebep olabilir.

Portföy yatırımlarını etkileyen faktörlerin içerisinde yer alan getiri oranı, gelişmekte olan ekonomilerin finansal piyasasında gelişmiş ekonomilere oranla daha yüksektir. Ayrıca ülkelere gerçekleştirilen yatırımın riskini yansıtan uluslararası kredi kuruluşlarının kredi notları ve ikincil piyasalardaki döviz kuru değerleri, portföy yatırımları için belirleyici niteliktedir. Yerel para meydana gelen değer kaybı sonucu yatırımcılar, portföylerini ülke dışına taşıyabilmektedirler.

Portföy yatırımlarının yapıldığı ülkede dolarizasyonun artması uygulanan para politikasının etkinliğini azaltmaktadır. Bu durum yerli paraya olan güveni azaltmakla kalmayıp, faiz haddinin yükselmesine etki etmektedir. Yüksek faiz haddi ve döviz kuru nedeniyle oluşan sermaye hareketi sonucu arbitraj alanı oluşmakta ve fonların yurt dışına çıkmasına neden olabilmektedir. Bir ülkedeki yurt içi reel faiz ile yabancı paranın yıllık aşınması arasındaki arbitraj, kısa vadeli sermaye hareketlerine ve özellikle portföy akımlarına karşı uyarıcı etki yapmakla beraber portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülkelere yönelmesini sağlamaktadır. Yüksek reel faiz ve düşük döviz kuruna dayalı spekülasyon arbitraj (korunmamış faiz paritesi) olanakları yaratan ülkeler, finansal sermaye için çekici bir hedeftir. Buradaki arbitraj değişkeni, gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarına giriş yapan bir birim yabancı paranın, dönem başındaki kurdan ulusal paraya çevrilmesi ve ulusal para bazında faiz geliri elde ettikten sonra da tekrar

döviz cinsinden yurt dışına çıkması sonucunda elde edilen net geliri göstermektedir. Bu işlem boyunca arbitraj geliri faiz haddi yükseldikçe artmakta, ulusal paranın yabancı para karşısında değer kaybetmesi durumunda da gerilemektedir. Arbitraj gelirindeki gerileme diğer bir deyişle, yüksek reel faiz ve düşük kur dengesindeki bozulma ise oynak yapıdaki spekülâtif sermayenin ülkeyi terk etmesini de beraberinde getirmektedir (İnandım, 2005, s. 18).

Ülkelere portföy girişini arttıran bir diğer faktör de ilgili ülkedeki banka temsilcilerinin sayısının artmasıyla asimetrik bilgi sürtünmesi üzerindeki etkinin indirgenmesidir. Asimetrik bilgi yaklaşımı kısaca piyasada işlem yapan tarafların işlem konusu hakkında eşit düzeyde bilgiye sahip olmamaları olarak ifade edilebilir. Bu yaklaşıma göre bilgi akışının aksaklığı sonucu fonlar, tasarrufların yüksek düzeylerde olduğu ülkelerden düşük olduğu ülkelere doğru yönelmez. Böylece, tasarruf açığı olan ülkelerde sermaye çıkışı gerçekleşir. Sermaye akışının azalması da ekonominin daralmasına neden olur.

Görüldüğü üzere sermaye hareketlerini etkileyen birçok faktör vardır. Çalışmanın bundan sonraki kısmında reel döviz kurunun yatırımlar üzerindeki etkileri ve bu iki değişken arasındaki etkileşim detaylı olarak ele alınacaktır. Ayrıca reel döviz kurlarının yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkilerine ilişkin yapılan uygulamalı çalışmaların özet tablosuna da yer verilecektir.

1.3. Reel Döviz Kurları ile Yabancı Sermaye Yatırımlarının Birbirlerini Etkileme Kanalları

Reel döviz kuru, yabancı ülkelerde üretilen malların yurtiçinde üretilen mallar cinsinden görece fiyatını yansıtan ve uluslararası rekabeti ölçmek için yaygın olarak kullanılan bir ekonomik göstergedir (İnandım, 2005, s. 29). Enflasyon oranı, faiz oranı ve ödemeler dengesinin daha değişken hale gelmesi, sermayenin uluslararası boyutta hareketlilik kazanması, teknolojik gelişmeler ve spekülasyonlar, döviz kuru oynaklığının kaynağını oluşturmaktadır (Öztürk ve Acaravcı, 2002, s. 199).

Döviz kuru oynaklığı, hem reel ekonomiyi hem de finansal piyasaları etkileyen bir göstergedir. Döviz kurunda meydana gelen değişiklikler, ticaret hadlerinde kötüleşmeye sebep olmaktadır. Yani, döviz kurlarında yaşanan oynaklıklar sonucu döviz kurlarının gelecekte alacağı değerler de belirsizlik teşkil edecektir. Bu durumda döviz kuru oynaklığı, bir risk oluşturacaktır. Döviz kurlarında yaşanan belirsizlik durumu,

maliyetlerin artmasına sebebiyet verir. Şöyle ki; yurt içi döviz kuru oynaklığındaki artış, yapılan ihracat miktarını olumsuz etkiler. Yabancı döviz kuru oynaklığında yaşanan artış sonucu da ithalat olumsuz etkilenir. Özetle, döviz kurlarının yatırımlar üzerindeki etkisi analiz edilirken ülkelerin mal ve hizmetlerin ne kadarını ihraç, ne kadarını ithal ettiğine dikkat etmek gerekir.

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, döviz kuru oynaklığının temelini oluşturmaktadır. Finansal liberalizasyon sonucu ülkeye giren sermaye miktarındaki artış, likidite bolluğu yaratarak yurtiçi nominal faiz oranlarının düşmesine ve böylece toplam talebin artmasına neden olmaktadır. Toplam talepteki artışın dış ticarete konu olmayan mallara yönelmesi, malların görelî fiyatlarını arttırır. Böylece, dış ticarete konu olan mal ve hizmet fiyatlarının dış ticarete konu olmayan mal ve hizmet fiyatlarına oranı olarak tanımlanan reel döviz kurunda artış gerçekleşecektir.

Döviz kuru oynaklığı, kırılganlığı ve risk iştahını artırarak finansal piyasaların sığıldığı gelişen ekonomilerde finansal krizlere neden olan faktörlerden birisidir. Ekonomide yaşanan bir kriz durumunda ani bir şekilde ülkeyi terk etme olasılığı yüksek olan portföy yatırımları, reel döviz kurunda oynaklığa neden olmaktadır. Ani sermaye çıkışları; döviz kurları, finansal denge ve borçlanma ile ilgili sorunlara neden olmaktadır. Portföy yatırımlarına göre doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ise reel döviz kurunda oynaklığa sebep olma olasılığı düşüktür. Çünkü, doğrudan yabancı sermaye yatırımları portföy yatırımlarına göre daha istikrarlı olmakla birlikte; istihdam, dış ticaret açığının azalması ve ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler meydana getirmektedir.

Ülkeye gelen yabancı sermaye, ülkenin para biriminin değerinde farklı etkiler yaratır. Kısa vadede spekülâtif kar amacıyla yüksek oranda faiz getirisi hedefleyen portföy yatırımlarının yarattığı geçici likidite bolluğu, yerel para biriminin değerini geçici olarak yükseltse de uzun vadede döviz kurunun yükselmesine ve para biriminin değerinin düşmesine neden olacaktır. Değeri düşük para birimine sahip ülkelerde döviz kuru ile doğrudan yabancı sermaye akımları arasında zıt yönde bir ilişkinin olduğunu öne süren birçok çalışma olmasına rağmen, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının bir ülkede istikrarlı reel büyüme ve istihdama sağladığı katkılar göz ardı edilmemelidir.

Reel döviz kurunun yükselmesi genellikle rekabet gücünde artışa yol açmaktadır. Buna karşılık ithal girdi kullanımına bağlı ulusal üretim maliyetlerini de yükselterek verimliliğin düşmesine ve rekabet gücünün zayıflamasına neden olabilmektedir. Bu ise

yabancı sermayenin ülkeye girişi konusunda belirsizlik yaratabilmektedir (Frait ve Komarek, 2001, s. 14). Döviz kurlarındaki düşme durumunda ise yabancı mallara ve menkul kıymetlere yönelik talepte artış olmaktadır. İthalat ve yabancı menkul alımı, döviz gelirlerinin sabit olduğu varsayımı altında, döviz giderlerinin, ödemeler bilançosu açığının artmasına, enflasyonist baskının oluşmasına ve döviz rezervlerinin azalmasına yol açarak yabancı sermaye girişinin sürdürülebilirliğini tehlikeye düşürebilmektedir (Calvo vd., 1993, s. 110, Agenor vd., 1997, s. 14).

Döviz kurundaki dalgalanmanın, yatırımlar üzerindeki etkisinin tespitine yönelik birçok uygulamalı çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmaların sonucu üç temel teorik yaklaşıma dayalıdır. Birincisi, döviz kuru dalgalanması ile yatırımlar arasında pozitif ilişki olduğunu öne süren üretim esnekliği yaklaşımıdır. İkincisi, döviz kuru dalgalanması ile yatırımlar arasında negatif ilişki olduğunu iddia eden risk karşıtı yaklaşımıdır. Sonuncusu ise, döviz kurunun seyrine ilişkin belirsizliklerin yapılan yatırımları artıracığını öne süren ticaret teorisi yaklaşımıdır. Aşağıdaki tabloda, reel döviz kurunun yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisini inceleyen uygulamalı çalışmalara ilişkin özet bilgilere yer verilmiştir. Çalışmalarda elde edilen sonuçlar ülkelere, veri setine ve kullanılan yöntemlere göre farklılaşmaktadır.

Tablo 1.2. Reel döviz kurlarının yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisinin araştırıldığı uygulamalı çalışmaların özet tablosu

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Metot	Reel Döviz Kurları ile Yabancı Sermaye Yatırımları İlişkisi
Van Wijnbergen ve Edwards	1989	12 Gelişmekte Olan Ülke	1962-1982	Panel Veri Analizi	Pozitif
White ve Wignaraja	1992	Sri Lanka	1974-1988	EKK Yöntemi	Pozitif
Younger	1992	Gana	1960-1988	Zaman Serisi Analizi	Pozitif
Calvo vd.	1993	10 Latin Amerika Ülkesi	1988-1991	SVAR Analizi	Pozitif
Elbadawi ve Soto	1994	Şili	1960-1993	Eşbütünleşme Analizi	Pozitif
Goldberg ve Kolstad	1995	ABD, İngiltere, Japonya ve Kanada	1978-1991	Zaman Serisi Analizi	Pozitif

Aizenman ve Marion	1996	43 AGÜ	1970-1992	Panel EKK	Negatif
Agenor, McDermott ve Uçer	1997	Türkiye	1980-1994	Vektör Otoregresyon Analizi	Pozitif
Kaya	1998	Türkiye	1960-1996	Eşbütünleşme ve Granger Nedensellik Testi	Zayıf İlişki
Hernandez vd.	2001	27 GOÜ	1977-1997	Panel EKK	Pozitif
Kang vd.	2002	6 GOÜ	1960-1997	VAR Analizi	Pozitif
Serven	2002	61 GOÜ	1970-1995	GARCH Modeli	Negatif
Erdal ve Tataoğlu	2002	Türkiye	1980-1998	Koentegrasyon Eşbütünleşme Analizi	Negatif
Chakrabarti ve Scholnick	2002	ABD ve 20 OECD Ülkesi	1982-1995	Panel Veri Analizi	Negatif
Powell vd.	2002	6 GOÜ	1980-1999	Panel VAR	Negatif
Kalkan	2002	Türkiye	1989-2001	EKK Yöntemi	Pozitif
Balkan vd.	2002	Türkiye	1992:01-2002:12	EKK Yöntemi	Pozitif
Sjaastad ve Manzur	2003	Arjantin, Avustralya ve Kanada	1978-1992	EKK Yöntemi	Pozitif
Byre ve Davis	2003	Büyük Sanayi Ülkeleri	1973:01-1996:04	GARCH Modeli	Pozitif
Chakraborty	2003	Doğu Asya ve Latin Amerika Ülkeleri	1993-2001	VAR Analizi	Pozitif
Opaku-Afori, Morissey ve Lloyd	2004	Ghana	1996-2000	VAR Analizi	Pozitif
Çimenoglu ve Yentürk	2005	Türkiye	1987-2002	VAR Analizi	Pozitif
İnandım	2005	Türkiye	1995-2005	Granger Nedensellik Testi	İlişki bulunamamıştır
Vergil ve Çeştepe	2006	Türkiye	1988:03-2001:02 ve 1992-2000	Zaman Serisi Analizi ve Panel Veri Analizi	Pozitif
Dua ve Sen	2006	Hindistan	1993-2004	VAR Analizi	Negatif
Çulha	2006	Türkiye	1992:01-2005:12	SVAR Analizi	Negatif
Lartey	2007	Sahra Altı Afrika Ülkeleri	1980-2000	Panel Veri Analizi	Pozitif
Kara	2007	Türkiye	1992-2001	Eşbütünleşme Analizi	Pozitif
Ahmed vd.	2007	Güney Afrika	1975-2002	Panel GMM	Negatif

Boschi	2007	Arjantin, Brezilya ve Meksika	1980-2003	Global VAR	Pozitif
Güneş	2007	Türkiye	1992-2003	VAR Analizi	Negatif
Şimşek	2007	Türkiye	1992:01-2005:12	Granger Nedensellik Testi ve VAR Analizi	Pozitif
Dursun ve Bozkurt	2007	Türkiye	1991-2006	GARCH Modeli	İlişki bulunamamıştır
Kar ve Tatlısöz	2008	Türkiye	1980-2003	EKK Yöntemi	Negatif
Frait, Komarek ve Melecký	2008	Çek Cumhuriyeti, Hollanda, Polonya, Slovakya ve Slovenya	1993-2004	Davranışsal Denge Döviz Kuru Modeli	Pozitif
Lizardo	2009	17 Latin Amerika ve Karayip Ülkesi	1985-2005	Panel Veri Analizi	Negatif
Brana ve Lahet	2010	Tayland, Filipinler, Endonezya ve Malezya	1990-2007	Dinamik Panel Veri Analizi	Negatif
Erataş ve Öztekin	2010	Türkiye	1995-2009	ARDL Sınır Testi	Negatif
Sohrabji	2011	Hindistan	1975-2006	Hata Düzeltme Modeli ve Eşbütünlük Analizi	Pozitif
Combes vd.	2011	23 AGÜ	1981-2006	Panel Eşbütünlük Analizi	Pozitif
Eşiyok	2011	Türkiye	1982-2007	Panel Veri Analizi	Pozitif
Kızır	2011	Türkiye	1994-2010	ADF Testi	Pozitif
Kodongo ve Ojah	2012	Mısır, Fas, Nijerya ve Güney Afrika	1997:01-2009:12	VAR Analizi	Pozitif
Cavallari ve Addona	2013	24 OECD Ülkesi	1985-2007	Panel Veri Analizi	Negatif
Khraiche ve Gaudette	2013	39 Ülke	1978-2009	Panel Veri Analizi	Finansal gelişmesi düşük olan ülkelerde pozitif/anlamsız
Kim vd.	2013	Kore	1980-2010	GARCH Modeli, EKK Yöntemi	Döviz kuru istikrarlı ise pozitif, değilse negatif
Ahmed ve Zlate	2013	Güney Afrika	2002-2012	Panel EKK	Negatif

Insaidoo ve Biekpe	2014	37 Sahra Altı Afrika Ülkesi	1980-2009	Dinamik Panel Veri Analizi	Pozitif
Aslan, Terzi ve Siampın	2014	Türkiye	1998-2011	Granger Nedensellik Testi, VAR Analizi	Pozitif
Karpuz ve Kızıltan	2014	Türkiye	2003:01-2014:03	Granger Nedensellik Testi	Pozitif
Gossel ve Biekpe	2015	Güney Afrika	1986-2013	VECM	Negatif
Ahmad, Draz ve Yang	2016	Gelişmekte Olan Asya Ülkeleri	1981-2013	ARDL Sınır Testi	Pozitif
Berke	2016	Türkiye	1994:04-2013:02	VAR Analizi	Negatif
Organ ve Berk	2016	Türkiye	2005:01-2014:12	VAR Analizi	Negatif
Arslan ve Çiçek	2017	Türkiye	2006:01-2016:04	VAR Analizi	Negatif
Çilingirtürk ve Çetiner	2018	BRICS Ülkeleri ve Türkiye	2002-2016	Panel Veri Analizi	Negatif
Şenol ve Koç	2018	Türkiye	2006:01-2016:04	VAR Analizi	Pozitif
Erdal	2019	Türkiye	2005-2016	VECM	Sınai ve imalat sektöründe negatif
					Tarım, gıda, içecek, tütün ürünleri, toptan ve perakende ticaret sektöründe pozitif
Yapraklı, Bozma ve Akdağ	2019	Türkiye	1992-2017	ARDL ve NARDL Modeli	Negatif
Ayhan	2019	Türkiye	2005:01-2018:01	ARDL, FMOLS, DOLS ve Markoc Switching Modelleri	Pozitif

İKİNCİ BÖLÜM

2. REEL DÖVİZ KURUNUN VE YABANCI SERMAYE YATIRIMLARININ GELİŞİMİ: GELİŞMİŞ VE GELİŞEN ÜLKE EKONOMİLERİ ÖRNEĞİ

2.1. Gelişmiş Ekonomilerde Reel Döviz Kuru Hareketleri ve Yabancı Sermaye Yatırımları

2.1.1. Avustralya ekonomisi

1980'lerden itibaren Avustralya'nın ekonomik yapısına ilişkin yeni düzenlemeler yapılmıştır ve dışa kapalı ekonomi modelinden dışa açık ihracata yönelmiş bir ekonomi inşa edilmiştir. Gümrük vergilerinin düşürülmesi, Avustralya Doları'nın dalgalanmaya bırakılması, finans sektöründe yer alan ihracata - ithalata, yabancı bankaların şube açmasına ilişkin kısıtlayıcı uygulamaların kaldırılması, vergi sisteminde reformlar yapılması ve devlet tekelindeki bazı işletmelerin özelleştirilmesi yapılan düzenlemeler arasında yer almaktadır. Ayrıca suya, ulaşım, telekomünikasyona, limanlara ve eğitime yönelik yatırımları teşvik edici uygulamalar sunulmuştur.

Avustralya ekonomisinde 2000'li yıllardan sonra düşük işsizlik, kamu borcu, enflasyon ve düzenli büyüme trendi yakalanmıştır. Avustralya'nın son 20 yıldır düzenli büyüme trendini yakalamasının arkasında sağlam mali yapısının, yüksek nitelikli işgücünün, iyi lojistik ağının ve ulaşım altyapısının bulunması yer almaktadır. Avustralya ekonomisinin büyük bir kısmı hizmetler sektörüne dayanmaktadır. GSYH'nin %67'si ve istihdamın da %75'e yakınına kapsayan bu sektör, küresel finansal krizden çok etkilenmemiş olup; ülkede bankacılık sistemi de halen gücünü korumakta ve enflasyon kontrol altında tutulabilmektedir.

Avustralya, Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından yayınlanan Dünya Ekonomik Görünüm (DEG) raporunun Ekim 2019 sayısına göre kişi başına düşen milli gelir bakımından üst gelir grubunda yer almaktadır. Dünya Bankası'nın her yıl yayınladığı İş Yapma Kolaylığı Endeksi 2018 raporu verilerine göre Avustralya, 2018 yılında araştırmaya konu 190 ulusal ekonomi içerisinde 14. sırada yer almaktadır. Ekonomik Serbestlik Endeksine göre ise Avustralya, dünyada 186 ülke arasında 5. sıradadır ([http-2](http://2)).

IMF tarafından 2018 yılında yayınlanan rapora göre, Avustralya'nın GSYH'si 1.323 milyar ABD doları olarak gerçekleşirken; 2020 yılında bu rakamın 1.375 trilyon

dolar olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Ekonomide belirli bir dönemde üretilen mal ve hizmet miktarındaki artış ekonomik büyüme olarak ifade edilmektedir (Berber, 2011, s.2). Nüfusunun az, yüzölçümünün büyük olması ekonomik büyümede artış sağlamaktadır. Yaşanan küresel çapta mal ve hizmet fiyatlarındaki azalış, ekonomik büyüme oranının %2,7 olmasına neden olmuştur. Günümüzde Avustralya'nın ekonomik büyümesindeki en önemli risk küresel ekonomideki durgunluktur. Gelişmiş ülkelerin bile resesyona girmesi, Avustralya'nın ihracatını da zayıflatmıştır. Sürekli büyüyen Çin ekonomisinin enerji ve hammaddelere olan ihtiyacı hammadde fiyatlarını arttırmaktaydı. Bu durum doğalgaz, kömür ve enerji alanında önemli ölçüde ihracatçı konumunda olan Avustralya'nın ekonomisini olumlu etkilemekteydi. Fakat, Covid-19 salgınının Asya'dan, özellikle Çin'den gelen kaynak ve enerji taleplerinin azalmasına neden olması Avustralya'nın Çin ile yoğun ilişkilerini sekteye uğratmış ve reel fiyatlardaki düşüşler büyümeyi olumsuz etkilemiştir.

Avustralya'nın GSYH büyüme oranında, yıllar itibariyle 2001 ve 2009 yılları dışında ılımlı bir büyüme olmuştur. Avustralya IMF tarafından yayınlanan raporuna göre, kişi başına düşen GSYH bakımından ise dünyanın ilk 10 ülkesi arasında yer almaktadır. Avustralya'nın enflasyon oranı, 2000-2016 yılları arasında %5'in altında seyretmekte hatta 2017 ve 2018 yıllarında %2 civarında gerçekleşmekte; 2019 yılında ise %1,6 civarında olması beklenmektedir.

Cari işlemler hesabı makroekonomik durumu en iyi analiz eden, cari işlemler hesabında oluşan açık ya da fazlalık ile ülkenin milli tasarruf ve borcunu dünyanın geri kalanı ile ilişkisini gösteren kalemdir (Sachs, 1981, s. 212). Avustralya'nın cari işlemler dengesinin GSYH'ya oranı 2007 yılında zirveyi görmüş, 2018 yılında ise ihracatın pozitif etkisiyle % 2,09 seviyesine inmiştir.

Avustralya, Dünya Ticaret Örgütü tarafından 2018 yılında yayınlanan Dünya Ticaret İstatistik incelemesi raporuna göre yaklaşık 254 milyar dolar ihracat, 228 milyar dolar ithalat ile dünyanın 24. büyük ihracatçısı ve ithalatçısı konumundadır. Avustralya'nın en önemli ihracat kalemleri arasında taşkömürü ve taşkömüründen elde edilmiş briketler, katı yakıtlar, büyükbaş ve küçükbaş canlı hayvan ve soğutulmuş etleri yer almaktadır. Özetle, ihracatın büyük kısmını hammaddeler oluşturmaktadır. Bu yüzden Covid-19 salgını nedeniyle dünya hammadde fiyatlarındaki değişiklikler, Avustralya ekonomisini önemli oranda etkilemiştir.

Avustralya geniş mera ve otlak alanlara sahip olduğu için tarım sektörü bakımından da önemli bir ihracatçı konumundadır. Ara ara yaşanan kuraklık, uluslararası ekonomide görülen resesyonun olumsuz etkileri; hammadde fiyatlarını arttırmasına ve tarım sektörünün GSMH'ye katkısının son zamanlarda %3'ün altına inmesine neden olmuştur. Covid-19 salgını öncesi Avustralya'nın en çok ihracat yaptığı ülke Çin olup; Avustralya, toplam ihracatının %29,2 sini Çin'e yapmaktaydı. Ayrıca Uluslararası Ticaret Merkezi (ITC) tarafından 2018 yılında sunulan bilgilere göre, Avustralya'nın başlıca ihraç pazarları arasında Çin dışında Japonya, Güney Kore, Hindistan, ABD ve Hong Kong da yer almaktadır.

Avustralya'nın ithalatında başlıca ülkeler Çin, ABD, Japonya ve Almanya'dır. ITC tarafından 2008 yılında sunulan istatistik verilerine göre toplam ithalatın yaklaşık %24,2 ile Çin, en fazla ithalat yapılan ülke konumundadır. Fakat Covid-19 salgınıyla birlikte Çin'deki üretimin yavaşlamasının ardından ihracat, geçen yıl aynı döneme oranla %17,2; ithalat ise %4 oranında düşmüştür. Avustralya'nın başlıca ithalat kalemleri petrol yağları, elektrikli cihazlar, eşya taşıma araçları ve tıbbi ilaçlardan oluşmaktadır.

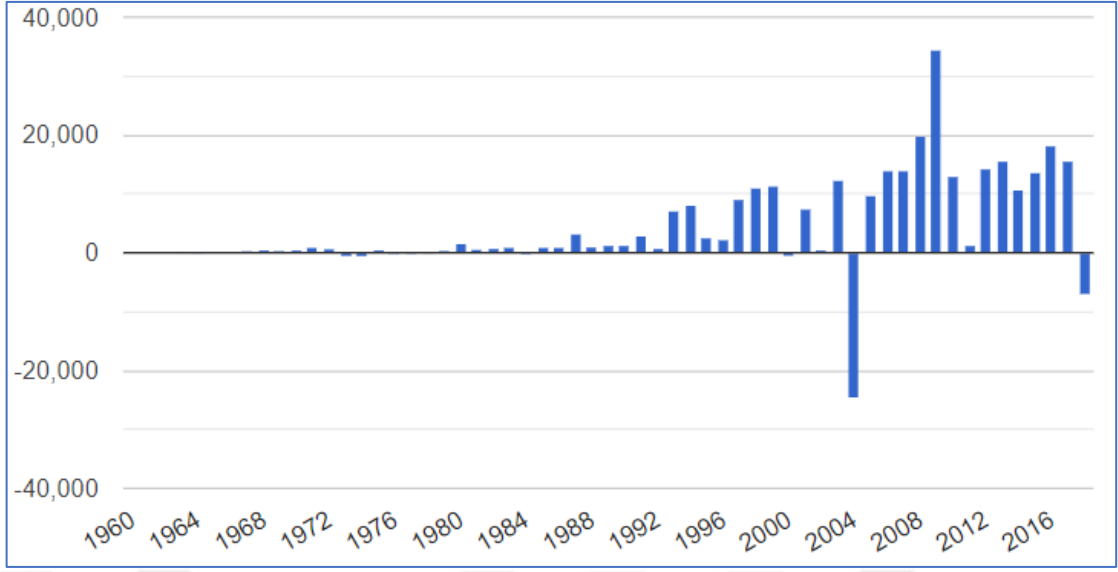
Avustralya, son zamanlarda ticaretle yaşanan krizden zarar görmüştür. Covid-19 salgını sonrası küresel mal fiyatlarındaki düşüşler, ülke ekonomisini olumsuz yönde etkilemiştir. Avustralya; Covid-19 salgını öncesi dış ticaretinin büyük kısmını Çin Halk Cumhuriyeti ile yapmaktaydı. Çin Halk Cumhuriyeti dışında ülkenin uluslararası ticaretle en önemli partnerleri arasında Güney Kore, Hindistan, ABD, Yeni Zelanda, Japonya ve Singapur yer almaktadır. En fazla dış ticaret açığını 2007 yılında veren ülke, sonraki yıllarda dış ticaret açığını azaltmıştır. Avustralya'da dış ticaret dengesi, 2015 yılı hariç hep pozitif olmuştur. Bu durumun en önemli sebebi, Avustralya'nın pek çok uluslu şirketlere teşvikler sunmasıdır. Geri ödenebilir vergi muafiyeti, Avustralya'da önemli yatırımlar yapmayı planlayan şirketlerin bazı çalışanlarına yönelik göçmen düzenlemeleri, ithal edilen ürünün yeniden ihraç edilmesi durumunda gümrük vergisi muafiyeti gibi uygulamalar sermayeyi teşvik etmektedir.

Tablo 2.1. *Avustralya ekonomisinin doğrudan yabancı yatırım istatistikleri (milyar dolar) (http-3).*

Veriler	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ülkeye Giren DYY	54,0	46,0	37,4	40,0	45,1	32,1
Ülkeye Giren DYY(% GSYİH)	3,6	3,2	3,0	3,2	3,3	2,2
Ülkeye Giren DYY (Gayrisafi Sabit Sermaye Yatırımlarındaki Payı, %)	13,1	12,0	11,8	12,9	13,6	13,6
Ülkeden Çıkan DYY	0,8	-5,7	0,3	1,	-9,2	-4,3
Net DYY	54,8	40,3	37,7	41,6	35,9	27,8
DYY Stoku	601,9	597,6	582,6	614,5	700,6	732,7
Kişi Başına DYY Stoku (\$)	25.999	25.456	24.481	25.469	28.654	29.576
DYY Stoku (% GSYİH)	39,7	41,1	47,3	48,6	50,8	50,9
Ülkeye Giren DYY Açısından Dünyadaki Payı (%)	2,12	2,43	1,29	1,71	2,77	1,45
DYY Stoku Açısından Dünyadaki Payı (%)	2,62	2,43	2,21	2,19	2,33	2,29

Tablo 2.2. *Avustralya ekonomisinin portföy yatırımı istatistikleri (milyar dolar) (http-4).*

Yıllar	Portföy Yatırımları (net)
2001	6.372
2002	339.473
2003	41.261
2004	15.944
2005	32.719
2006	52.295
2007	-23.452
2008	32.867
2009	75.822
2010	68.783
2011	28.744
2012	13.511
2013	55.041
2014	22.542
2015	30.307
2016	-27.417
2017	20.465
2018	-11.944



Şekil 2.1. *Avustralya ekonomisinin yıllar itibariyle portföy yatırımları (milyar dolar) (http-5).*

Tablo 2.2’de görüldüğü üzere 2017 yılında 20.465 milyar dolar olan portföy yatırımları, 2019 yılında 11.944 milyar dolara düşmüştür. 2019 Dünya Yatırım Raporuna göre Avustralya’da 2018 yılında ülkeye giren yabancı yatırım miktarı 60.438 milyar dolara (Dünyada 8. sırada), ülkeden çıkan yabancı yatırım miktarı ise 3.635 milyar dolara (Dünyada 32. sırada) ulaşmıştır (Uluslararası Yatırımcılar Derneği [YASED], 2019).

Avustralya’nın topraklarının geniş olması, ülkede zengin yer altı kaynaklarının varlığı, hastane, okul gibi hizmet binalarının yenilenme ihtiyacı, ülkeye yönelik yatırımların artmasında önemli rol oynamaktadır. Ayrıca Avustralya’da mamul mal ihracatından ziyade yüksek oranda hammadde ihracatı yapıldığı için pasifik bölgesinde yer alan mamul mal üreticisi ülkelerle ticaret hacmi geliştirilebilir. Böylece ülkeye daha fazla döviz girdisi sağlanarak ithal ikameci politikalar izlenebilir.

2.1.2. Kanada ekonomisi

Kuzey Amerika ile Asya ekonomileri arasında köprü görevi gören konumu nedeniyle Kanada, 2019 yılında yayınlanan Dünya Yatırım Raporuna göre dünyanın en büyük dokuzuncu ekonomisidir. ABD ve Meksika ile gerçekleştirdiği Kuzey Amerika Serbest Ticaret Alanı (NAFTA) sayesinde 443 milyonu aşan bir tüketici kitlesine ulaşabilme imkânına kavuşmuştur. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) ve G7 üyesi olan Kanada, güvenli yatırım ortamına sahip dünyanın en zengin ekonomilerinden birisidir. Diğer gelişmiş ekonomilerden farklı olarak Kanada

ekonomisinde birincil endüstriler büyük bir yere sahiptir. Ülke ayrıca otomobil ağırlıklı bir imalat endüstrisine de sahiptir. Çoğu gelişmiş ülkede olduğu gibi ekonomik faaliyetlerin %75'ini hizmet sektörü oluşturmaktadır.

Kanada ekonomisi için belirleyici iki temel faktör bulunmaktadır. Bunlardan ilki, dünyanın üçüncü en büyük petrol rezervine sahip olmasından ve dördüncü en büyük petrol ihracatçısı olmasından dolayı petrol fiyatlarındaki dalgalanmaların makroekonomik göstergelerinde değişikliğe sebebiyet vermesidir; ikincisi ise ABD'nin hem ihracatta hem de ithalatta en büyük ticari ortağı olmasıdır.

Kanada ekonomisinde 2000-2018 döneminde düşük enflasyon düzeyi korunmuştur. 1991 yılında yaşanan %2,1'lik daralmadan sonra 2018 yılına kadar sadece 2009 yılında %2,95'lik bir küçülme yaşanmıştır. Ülkede, kişi başına düşen GSYH; ABD'den düşük, Avrupa ülkelerinden fazladır. 2000 yılında 24.124 dolar olan kişi başına düşen GSYH, 2018 yılında 48.870 dolara yükselmiştir. 2008 yılında yaşanan küresel krizden sonra Kanada'nın cari işlemler dengesinin bozulduğu ve bu durumun hala devam ettiği söylenebilir.

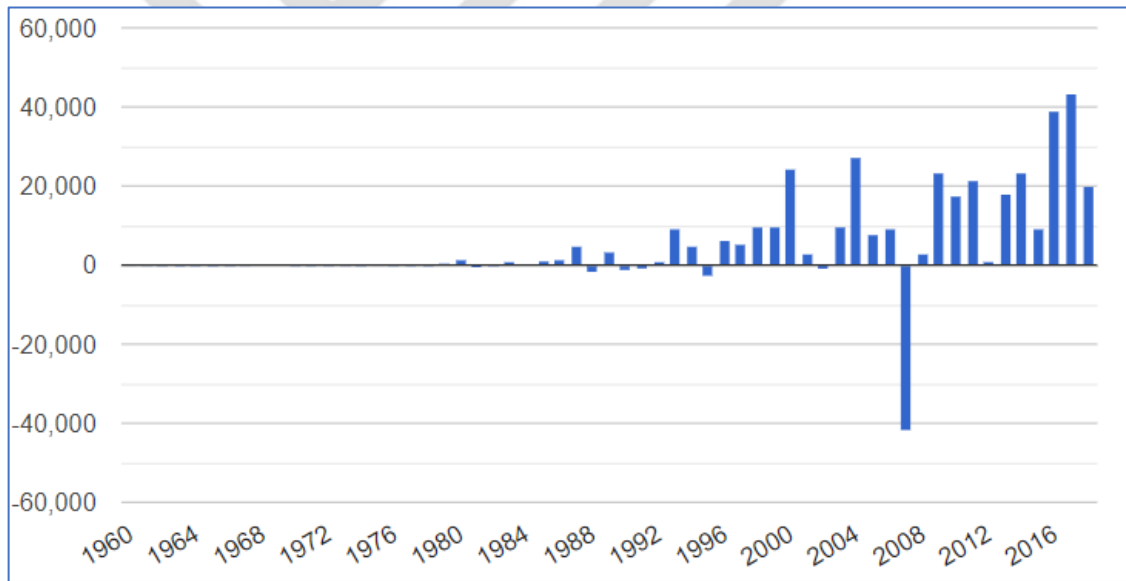
Kanada'nın 2019 yılında ihracatı bir önceki yıla göre %5,8 oranında azalmış olup, 423,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. İthalatı ise bir önceki yıla göre %3,6 oranında azalarak 2019 yılında 442,1 milyar dolar olmuştur. 2008 küresel finans krizine kadar dış ticaret fazlası verdiği görülen Kanada, 2009 yılından itibaren dış ticaret açığı vermeye başlamıştır. 2018 yılında toplam 9,1 milyar dolarlık dış ticaret açığı, 2019 yılında 18,6 milyar dolara ulaşmıştır. Kanada'nın dış ticaretinde belirleyici etkisi olan petrol fiyatlarının 2008 küresel finans krizinden sonra düşmesi, her ne kadar dış ticaret açığının ortaya çıkmasına neden olmuş olsa da 2017 yılının ikinci yarısından itibaren tekrar yükselmeye başlayan petrol fiyatları sonrası dış ticaret dengesinde toparlanma olmuştur.

Kanada'nın ihracatın da ABD en önemli ülkedir. 2018 ihracatının yarısından fazlası ABD'ye yapılmaktadır. Özetle ülkenin ABD ile bağımlı bir dış ticaret yapısı içinde olduğunu Kanada'nın ihracat rakamları ispatlamaktadır. Fakat 20 Mart 2020 tarihinden itibaren Covid-19 olarak adlandırılan virüsün neden olduğu dünya genelinde yaşanan salgın nedeniyle Kanada ile ABD arasındaki sınır geçişleri acil durumlar hariç askıya alınmıştır. İngiltere, Japonya, Meksika, Güney Kore gibi ülkeler Kanada'nın ihracat yaptığı diğer önemli ülkelerdir. Kanada'nın 2019 yılında ihraç ettiği en önemli

ürün grupları; petrol, motorlu taşıtlar ve parçalar, endüstriyel makineler, orman ürünleri, kıymetli taşlar ve metallerdir.

Kanada ithalatının %75'ini ABD'den yapmaktadır. ABD, hem ihracatta hem de ithalatta Kanada'nın en büyük ticaret ortağıdır. ABD'yi Çin, İngiltere, Japonya ve Meksika izlemektedir. Otomotiv ana ve yan sanayi ürünleri, petrol ve petrol ürünleri, elektrikli – elektriksiz makineler, plastik ve plastikten eşyalar Kanada'nın ithalatında başlıca ürün gruplarıdır.

Güçlü ve istikrarlı ekonomisi, rekabetçi yatırım ortamı, gelişmiş araştırma ve geliştirme altyapısı ile beraber nitelikli işgücünün varlığı, Kanada'yı yabancı yatırımlar için cazip bir ülke haline getirmiştir. Bu özellikleri ile imalattan bilgi ve iletişim teknolojilerine, gıda işlemeden yenilebilir enerjiye kadar pek çok sektörde dünyanın önde gelen firmaları Kanada'da yatırım yapmaktadır.



Şekil 2.2. Kanada ekonomisinin yıllar itibariyle portföy yatırımları (milyon dolar) (http-5).

UNCTAD 2019 Dünya Yatırım Raporuna göre, 2018 yılı itibarı ile Kanada'ya gelen doğrudan yabancı yatırım akışı tutarı 39,6 milyar dolar; ülkedeki doğrudan yabancı yatırım stoku ise 1,28 trilyon dolardır. 2018'de Kanada'nın net doğrudan yatırım pozisyonu ise 412 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (http-6).

Ülkede yabancı yatırımlara doğrudan sağlanan bir vergi avantajı ya da muafiyeti bulunmamakla beraber uygulanan vergi oranları, diğer G7 ülkelerine göre daha düşüktür. Diğer taraftan ülkenin İhracat Geliştirme Ajansı (EDC), Kanadalı ihracatçılara ve yabancı yatırımcılara ticaretle ilgili finansman ve risk yönetim hizmetleri

sağlamaktadır. Ayrıca ülkenin aynı zamanda Great Lakes/St. Lawrence Denizyolu ile dünyanın en uzun iç denizyolu hattına sahip olması ve ülkede 300'den fazla limanın mevcut olması, ticaret akımını arttırmaktadır. Kanada'da madencilik, petrol ve doğalgaz çıkarma sektörleriyle, imalat ve finans sektörleri en fazla yabancı yatırım çeken alanlardır.

Kanada İstatistik Kurumu verilerine göre 2019 yılında Kanada'da en fazla yatırım stoku bulunan ülke ABD'dir. Sırası ile İngiltere, Çin, Japonya, Brezilya, Hollanda ve Almanya ülkedeki diğer başlıca yatırımcı ülkelerdir. Fakat ABD'nin Çin ile başlattığı ticaret savaşı karşısında Kanada'da tahvil getirileri düştü ve hisse senedi piyasaları küresel finansal piyasalarda önemli ölçüde yeniden fiyatlandı. Covid-19 olarak adlandırılan virüsün neden olduğu salgından dolayı küresel ekonomide yaşanan resesyon ve belirsizlik doğrultusunda, Kanada'nın ekonomik göstergelerinde diğer ülkelerde olduğu gibi olumsuz seyir gözlemlenmektedir. Covid-19 salgını sonrası petrol fiyatlarındaki ani düşüş, Avrupa'da yaşanan borç krizi ve Çin borsasında yer alan birçok yatırımcının hisse senedi satması, Kanada'nın makroekonomik görünümünü etkilemiştir. Özellikle Kanada'nın ihracatında önemli bir yeri olan petrol ve doğalgaz da yaşanan fiyat dalgalanmaları ekonomiyi olumsuz yönde etkilemiştir. Kanada'nın en büyük bankası Royal Bank of Canada tarafından yayımlanan bir raporda, salgının ekonomik etkisinin 2020 yılının ilk yarısıyla sınırlı kalacağı varsayımıyla ülke ekonomisinin ikinci çeyrekte %2,5, üçüncü çeyrekte %0,8 küçüleceği, bir başka ifadeyle ülkenin sonbaharda resesyona gireceği, krizin ekonomik etkilerinin bir yıldan önce atlatılamayacağı tahmin edilmektedir (<http-7>).

2.1.3. Çek Cumhuriyeti ekonomisi

Çek Cumhuriyeti Avrupa Birliği coğrafyasındaki konumu, vasıflı işgücü, istikrarlı ekonomisi ve uygun yatırım ortamı nedeniyle yabancı sermaye girişi için en elverişli ülkelerin başında gelmektedir. IMF'nin 2019 yılında yayınladığı rapora göre, Çek Cumhuriyeti dünyanın 46. büyük ekonomisidir. Cari fiyatlara göre Çek Cumhuriyeti, 2018 yılında 22.850 dolarlık kişi başına düşen milli geliri ile dünyada 43. sırada yer almaktadır (<http-8>).

Çek Cumhuriyeti ekonomisi dış talebe dayanmaktadır. Çek Cumhuriyeti'nin makroekonomik göstergeleri incelendiğinde, makroekonomik istikrarın 2009 yılına kadar sürdürdüğü görülmektedir. 2009 yılında Çek ekonomisi %4,7 oranında

daralmıştır. Bunun en önemli sebebi, Çek ekonomisinin ağırlıklı olarak ihracata yönelik sanayileşme politikası çerçevesinde şekillenmiş olması ve ekonominin dış talebe bağımlı olmasından dolayı 2008 yılında yaşanan global kriz sonrasında yaşanan ihracat talebindeki azalıştır. Euro bölgesinde yaşanan toparlanma ve iç talepteki artış sonucunda 2010 yılında yeniden büyümeye başlayan Çek ekonomisi, %2,27 oranında büyümüştür. 2012 yılında ekonomisi tekrar daralsa da ihracatta başta Almanya olmak üzere Avrupa Birliğine bağımlılığın azaltılmasına yönelik uygulamalar sonucu 2019 yılında ekonomide %2,8 oranında büyüme gerçekleşmiştir.

İşsizlik oranları incelendiğinde, Çek Cumhuriyeti'nin 2000 yılındaki %8,8'lik işsizlik oranının, 2004 yılında AB'ye üye olmasıyla birlikte %4,4'e düştüğü görülmektedir. 2008 yılında yaşanan küresel kriz sonrası işsizlik oranı tekrar yükselmeye başlamıştır. Ülkedeki işsiz sayısının toplam işgücüne oranı 2018 yılında %2 olup, dünyada işsizliğin yüksek olduğu ülkeler arasında 168. sıradadır ([http-9](http://9)). Kasım 2018 itibariyle AB'ye üye ülkeler arasında en düşük işsizlik oranına sahip olan ülkedir.

Sağlık ve sosyal güvenlik reformlarının hala gerçekleştirilmemesi nedeniyle ülkede 2000 yılından beridir genellikle bütçe açığı gözlemlenmektedir. 2016 yılında, 1995 yılından sonra ilk kez Çek Cumhuriyeti'nde 61 milyar Çek Korunası (CZK) bütçe fazlası görüldü. 2018 yılında %2,2 olan tüketici fiyatlarındaki yıllık ortalama enflasyon oranı, 2019 yılında %2,1 olmuştur. Çek Cumhuriyeti'nde 2015 yılından itibaren cari işlemler dengesi pozitif bir eğilim içerisindedir. 2019 yılında ise cari ödemeler dengesinin GSYH'ye oranının %0,29 olduğu ve bu oranın 2024 yılında %2 olacağı öngörülmektedir. Sadece 2013 yılında dış ticaret hızla azalmış ve bu da birçok sorunla birlikte bütçe açığının artmasına neden olmuştur. Ayrıca Çek Cumhuriyeti, Macaristan ile birlikte doğrudan yabancı yatırımları, bütçe açığı finansmanında en çok kullanan iki ülkeden biridir.

Çek Cumhuriyeti'nin ihracatının önemli bir kısmını sermaye mallarının oluşturması, ülkenin küresel kriz sonrası yaşanan dış talepteki azalmaya duyarlı hale gelmesine sebep olmuştur. Başta Almanya olmak üzere ticaretin AB ülkeleri ile yapılıyor olması ve Covid-19 salgınından en çok etkilenen sektörlerden biri olan otomotiv sektörünün ülkenin ihracatı içinde önemli bir yer tutması göz önünde bulundurulduğunda, hali hazırda son derece sıkı olan kredi alma sürecini basitleştirici yeni bankacılık düzenlemelerinin getirilmesi ve dalgalı kurda aşağı yukarı oynayan Çek

Kronu'ndan, "euro" ya geçişin tamamlanması durumunda Çek Cumhuriyeti yabancı yatırımcı için daha çekici olabilecektir (Konya Ticaret Odası, 2016).

Çek Cumhuriyeti'nde ithalat, 2008 yılında 141.833.836 bin dolar iken ekonomide görülen küresel krizinde etkisiyle azalarak 2009 yılında 104.849.536 bin dolar olmuştur. Ayrıca 2001 yılında 36.476.654 bin dolar iken 2019 yılında 177 bin dolar olan ithalat tutarında iyi bir artışın yakalandığı söylenebilir. Bunun sebebi, AB'ye üyelikten sonra yapılan ekonomik reformlardır. 2018 yılında Çek Cumhuriyeti'nin 184.454 milyon dolarlık ithalat yaptığı başlıca ülkeler; Almanya, Polonya ve Çin'dir. 2018 yılında ithal ettiği başlıca ürünler ise telefon cihazları, ham petrol, otomatik bilgi işlem makineleri ve karayolu taşıtları için aksam parçalarıdır.

İhracat rakamları incelendiğinde, ithalat rakamlarında olduğu gibi 2009 yılı dışındaki yıllarda genel olarak bir yükseliş olduğu görülmektedir. 2019 yılında ise ihracat rakamı, ithalat rakamından daha yüksek olmuştur. Dolayısıyla dış ticaret dengesi fazla vermiştir. 2018 yılında Çek Cumhuriyeti'nin 202.254 milyon dolarlık ihracat yaptığı başlıca ülkeler; Almanya, Slovakya ve Polonya'dır. Ülkenin 2018 yılında ihraç ettiği başlıca ürünler; otomobiller, karayolu taşıtları için aksam ve parçalar, otomatik bilgi işlem makineleri ve telefon cihazlarıdır.

Çek Cumhuriyeti, Avrupa'nın birçok başkentine sadece 2 saatlik uçuş mesafesinde olması nedeniyle yatırım için cazip bir bölgedir. Çek Cumhuriyeti'nde otomotiv, elektronik, nano teknoloji, bilişim ve yazılım sektörü, yatırım için öncelikli alanlar olarak öne çıkmaktadır. Çek Cumhuriyeti'nde yatırımcıları ülkeye çekmek için Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na bağlı bütün teşvikleri bünyesinde bulunduran; yabancı yatırımcılar ile doğrudan iletişim kurulabilmesi amacıyla CzechInvest (Business and Investment Development Agency) adında bir yatırım ajansı kurulmuştur. Uluslararası alanda yabancı yatırımların Çek Cumhuriyeti'ne yönelmesinde etkili olan teşvik unsurları içerisinde; yeni kurulan şirketlerde on yıllık, mevcut şirketlerin genişletilmesinde beş yıllık vergi muafiyeti, makine ve ekipman ithalatında gümrük vergisi muafiyeti, küçük şirketlere düşük faizli kredi ve benzeri destekler sağlanması en önemlileridir (İstanbul Sanayi Odası, 2002). Ayrıca teşvikler içerisinde üretim sektörüne yapılacak yatırımların zorunlu olduğunun belirtilmesi, ülkenin üretim üssü olarak yapılanma isteğini ortaya koymaktadır. Stratejik sektörler olarak belirlenen ileri teknolojiye dayalı sektörlerle verilen destek ve gelen yatırımlar, ülkenin katma değeri yüksek ürünlere yönelim ve ihracattaki payının giderek artması anlamına gelmektedir

(Batmaz ve Tekeli, 2009, s. 103). Yıllar itibariyle ÷lkeye yapılan yabancı sermaye yatırımlarının büyük bölümünü hizmet ve imalat sektörü oluşturmaktadır. Elektrik, finans, ticaret ve gayrimenkul öncelikli hizmet sektörleri arasındadır. Otomotiv sektörü ise imalat sanayi yatırımları arasında önemli yer tutmaktadır.

Tablo 2.3. *Çek Cumhuriyeti ekonomisinin doğrudan yabancı yatırım istatistikleri (milyar dolar) (http-3).*

Veriler	2014	2015	2016	2017	2018
÷lkeye giren DYY	8,09	1,70	10,85	11,23	8,49
÷lkeye giren DYY (% GSYİH)	3,9	0,9	5,6	5,2	3,5
÷lkeye giren DYY (Gayrisafi sabit sermaye yatırımlarındaki payı, %)	15,5	3,4	22,3	21,0	13,6
÷lkeden çıkan DYY	-4,07	-3,73	-3,14	-9,40	-4,39
Net DYY	4,01	-2,03	7,71	1,83	4,10
DYY stoku	146,00	140,30	145,86	185,61	183,94
Kişi başına DYY stoku (\$)	13.785	13.234	13.736	17.443	17.246
DYY stoku (% GSYİH)	70,3	75,1	74,8	85,9	74,9
÷lkeye giren DYY açısından dünyadaki payı (%)	0,42	0,06	0,43	0,66	0,54
DYY stoku açısından dünyadaki payı (%)	0,59	0,53	0,52	0,62	0,57

Çek Cumhuriyeti 2018 yılında 9 milyar dolar ile doğrudan yabancı yatırım çeken ÷lkeler arasında 31. sıradadır. Ayrıca 155 milyar dolarlık toplam yabancı sermaye stoku ile dünyada 34. sıradadır. Tablo 2.3’de gör÷ldüğü üzere 2018 yılında %3,5 olan ÷lkedeki doğrudan yabancı yatırımların GSYH içindeki oranın, Covid-19 tedbirleri sonucu ÷lkede pek çok ekonomik faaliyetin aniden durması ve tedarik zincirlerinin kopması sonucu 2020 yılında azalarak %2,7 olması beklenmektedir.

Çek Cumhuriyeti’ne diğer Merkezi ve Doğu Avrupa ÷lkelerinde olduğu gibi doğrudan yabancı sermaye yatırımı yanında portföy yatırımı da yapılmıştır. Bu tür yatırımlar özellikle 2000’li yıllardan itibaren başlamış olup, Çek Cumhuriyeti’nin 2004 yılında AB’ye üye olmasıyla miktarları oldukça yükselmiştir. Portföy yatırımlarına ilişkin verileri Tablo 2.4’de izlemek mümkündür.

Tablo 2.4. *Çek Cumhuriyeti ekonomisinin portföy yatırımları (milyon dolar) (http-10).*

Yıl	Tutar	Değişim Oranı (%)
2007	2,736,101,019	-
2008	40,319,383	%-98.53
2009	-8,587,721,032	%-21,399.24
2010	-7,730,548,254	%-9.98
2011	-362,051,834	%-95.32
2012	-2,786,207,617	% 669.56
2013	-4,723,384,137	% 69.53
2014	4,403,755,748	%-193.23
2015	-6,690,338,081	%-251.92
2016	-6,844,079,722	%2.30
2017	-9,939,186,720	%45.22
2018	1,011,701,721	%-110.18

Tablo 2.4'ten de anlaşılacağı üzere, 2000-2005 yılları arasında portföy yatırımları dalgalı bir seyir izlemiştir. Portföy yatırımlarının yoğunluk arz ettiği 2005 yılı sonrası, 2006 yılında oldukça düşük seviyede seyretmiştir. 2008 yılından 2014 yılına kadar portföy yatırımlarındaki azalış devam etmiş ve 2018 yılında artış göstermeye başlamıştır. 2014 yılında portföy yatırımlarındaki yükselişin Euro bölgesindeki toparlanma, iç talepteki artış ve sürdürülen düşük kur politikasından kaynaklandığı düşünülmektedir.

Çek Cumhuriyeti'nin daha fazla yatırım çekebilmesi için dış ticarete AB'ye bağımlılığın azaltılmasına yönelik uygulamaların bir an önce gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Uluslararası işçi hareketliliğinden doğan imkânlardan yararlanabilmek adına göçmenlik mevzuatında yeni kalifiye işçi göçünü sağlayacak reformlar yürürlüğe geçmelidir. Ulaştırma projeleri için sadece havayolu değil, karayolu ve demiryolu kullanımında da AB'den sağlanan fonlar kullanılarak rekabeti arttırıcı uygulamalara yer verilmelidir. Özetle, teşvikler uzun dönemde katma değeri daha yüksek olan yatırımlara kaydırılmalıdır.

2.1.4. Macaristan ekonomisi

Macaristan'ın iç pazarı diğer AB ülkelerine göre daha küçüktür. Macaristan'ı ilk kez ekonomik reformlara iten sebep, ülkenin diğer AB ülkelerinin çok gerisinde kalan ekonomik ihtiyaçlarıdır. Macaristan'ın ekonomik reform sürecinde başlıca amacı,

serbest pazar ekonomisine geçiş olmuştur. Ekonomik reform sürecinde yaşanan gelişmeler, makroekonomik göstergelerde değişikliklere neden olmuştur.

Macaristan'ın 2000 yılında %9,78 olan enflasyon oranı 2007 yılına kadar gerilemiş, 2007 yılından sonra da istikrarlı bir şekilde yükselmeye devam etmiştir. 2007 yılında enflasyondaki yükselişin nedenleri arasında Macaristan'ın küresel krizden en çok etkilenen ülkeler arasında yer alması ve bunun gıda fiyatlarının artmasına etki etmesi, bazı vergilerde indirimle gidildiği için kişilerin harcanabilir gelirlerinin artması, kriz vergisi adıyla yeni vergilerin kişilerden toplanması sonucunda piyasaya daha fazla para girişinin olması yer almaktadır. Yapılan reformlar sonucunda enflasyon oranı düşerek 2018 yılında %2,9 olmuştur. Enflasyon oranındaki düşüşe bağlı olarak bir yandan yerli paranın değeri artmış bir yandan da gösterge faiz değeri düşmeye başlamıştır.

Küresel krizden en çok etkilenen ülkeler arasında yer alan Macaristan'da 2009 yılındaki büyüme oranı %-6,6 olmuştur. 2010-2011 yılları arasında %1'in üzerinde büyüme olmasına rağmen 2012 yılında %-1,64 oranında küçülen Macaristan ekonomisinde son yıllarda uygulanan sıkı para ve maliye politikaları sonucu 2018 yılı büyüme oranı %5 olmuştur. İşsizlik oranının ise 2000-2009 arası dönemde tek haneli olduğu gözlemlenmiş, küresel finansal krizin da etkisiyle 2009'dan sonra çift haneli rakamlara ulaşmıştır. 2014 yılından itibaren uygulanan agresif özelleştirme politikaları sonucunda 2018 yılında işsizlik oranı %3,7'ye düşmüştür. Bütçe açığı/GSYH oranı ise %-11,66 ile en yüksek 2006 yılında gerçekleşmiştir. En yüksek bütçe açığı da küresel finans krizinin etkilerinin görüldüğü 2009 yılında verilmiştir. Hükümet Covid-19 salgını nedeniyle açıkladığı yeni programlar ile 2020 bütçe açığı hedefini %1'den %2,7'ye revize etmiştir.

Macaristan 1944-1957 döneminde Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği (SSCB) yönetiminde döviz kurunu rubleye sabitlemiş, 1957-1992 döneminde ise sürünen band/çoklu döviz kuru politikasını uygulamıştır (Ilzetzki, Reinhart ve Rogoff, 2017, s. 55). 1992-1994 döneminde ise sürünen band politikası uygularken sepet içerisinde %50 Alman Markı bulundurmuş, Meksika Krizi'nden sonra Alman Markı'nın ağırlığını %70'lere kadar çıkarmıştır (Dibooğlu ve Kutun, 2001, s. 260-261). 1999 yılında ise sepetteki Alman Markı'nın yerine euro koyan Macaristan, 2001 sonrasında döviz kuru rejimini oldukça dalgalı hale getirmiştir. 2003 sonrası dönemde ise enflasyon hedeflemesi politikasının altında döviz kuru rejimi yürütmüştür (Josifidis, Allegret ve

Pucar, 2009, s. 55). Çünkü Macaristan, Avrupa'ya ticaret ve yabancı yatırım yolu ile sıkı şekilde bağlanmış önemli sektörleri ile bölgedeki en açık ekonomiye sahip ülkedir (Türker, 2018).

Macaristan'ın mal ticaretini gösteren dış ticaret dengesi, cari işlemler dengesinin de önemli bir alt kalemi olduğundan, gelecekte uygulanacak ekonomik reformların içeriğinin belirlenmesinde etkili olmaktadır. 2001-2009 döneminde ithalatı ihracatından fazla olan Macaristan'ın, 2009 yılından sonra ihracatı ithalatından fazla olmuştur. Macaristan'ın mal ihracatının %75'i, AB'ye üye ülkelere yapılmaktadır. Macaristan ihracata dayalı bir piyasa ekonomisi yapısına sahiptir ve dünyanın 35. en büyük ihracatçısıdır. 2009 yılından itibaren dış ticaret dengesi pozitif seyretmiştir. 2018 yılında gerçekleşen ithalat tutarı 129 milyar dolar iken; aynı yıl içinde gerçekleşen ihracat tutarı ise 138 milyar dolar olarak açıklanmıştır. Macaristan'ın en çok ihracat yaptığı ülkeler Almanya, Romanya ve İtalya'dır. En çok ihracat yaptığı ürünler ise otomobiller, ilaçlar, telefon cihazları ve otomatik bilgi işlem makinalarıdır. Macaristan, Orta ve Doğu Avrupa'nın en büyük elektronik üreticisidir.

Macaristan'ın 2018 yılında en çok ithalat yaptığı ülkeler Almanya, Avusturya ve Polonya'dır. Macaristan'ın 2018 yılında ithalat yaptığı ülkeler sıralamasında 5. sırada yer alan Çin, 2019 yılında 2. sıraya yükselmiştir. Fakat hala Macaristan'ın Çin Cumhuriyeti ile ithalatına Covid-19 kaynaklı salgın nedeniyle bir kısıtlama getirilmemiştir. En çok ithalat yaptığı ürünler ise elektrikli makinalar, demiryolu veya tramvay haddehanesi dışındaki taşıtlar ve oyuncaklardır.

Macaristan'da 1995 yılından sonra dış ticarete yapılan liberalizasyon ve yabancı kur düzenlemeleri ile Macaristan'ın ulusal parası Forint konvertibl hale getirildikten sonra ülkeye yapılan yatırımlarda artış olmuştur. Ülkedeki dış borç oranının büyüklüğü ve yatırımların düşük seviyelerde gerçekleşmesi yeni arayışları beraberinde getirmiştir. Diğer ülkelerde olduğu gibi Macaristan da çıkış yolunu, ülkeye doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çekmekte görmüştür. Yatırımları ülkeye çekmek için yapılan yeni düzenlemelerle Macaristan, diğer ülkelere kıyasla daha kısa süre içerisinde doğrudan yabancı yatırımlar açısından bir çekim merkezi haline gelmiştir.

2004 yılından itibaren kurumlar vergisi oranının %18'den %16'ya çekilmesi, eğitim ve AR-GE maliyetlerinin azaltılması, kalkınmaya yönelik daha avantajlı uygulamaların hayata geçirilmesi ve AB fonlarından da kaynak aktarımının gerçekleşmesiyle oluşan yapısal değişimler sonucunda; üretimin yüksek katma değerli

ürünlere kayması, emek ve doğal kaynak yoğun ürünlerden teknolojiye ve üst seviye ürünlere yönelim, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının en önemli etkileri olmuştur.

Macaristan AB faktörünü en iyi kullanan ülkelerden biri olmuştur. Avrupa Anlaşmaları, Macar üreticilerini AB pazarına sokmakla kalmamış dış ticaret rejiminin de daha liberal hale gelmesine yardımcı olmuştur. Yapısal reformlara olan bağlılık, yabancı yatırımların çekilmesinde önemli rol oynamıştır. Ayrıca ülke, Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri arasında yapısal reformlarda en fazla ilerleme kaydeden ülkelerden biri olmuştur (Batmaz ve Tekeli, 2009, s. 115-116).

Tablo 2.5. *Macaristan’da doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yıllara göre dağılımı (milyon dolar) (http-11).*

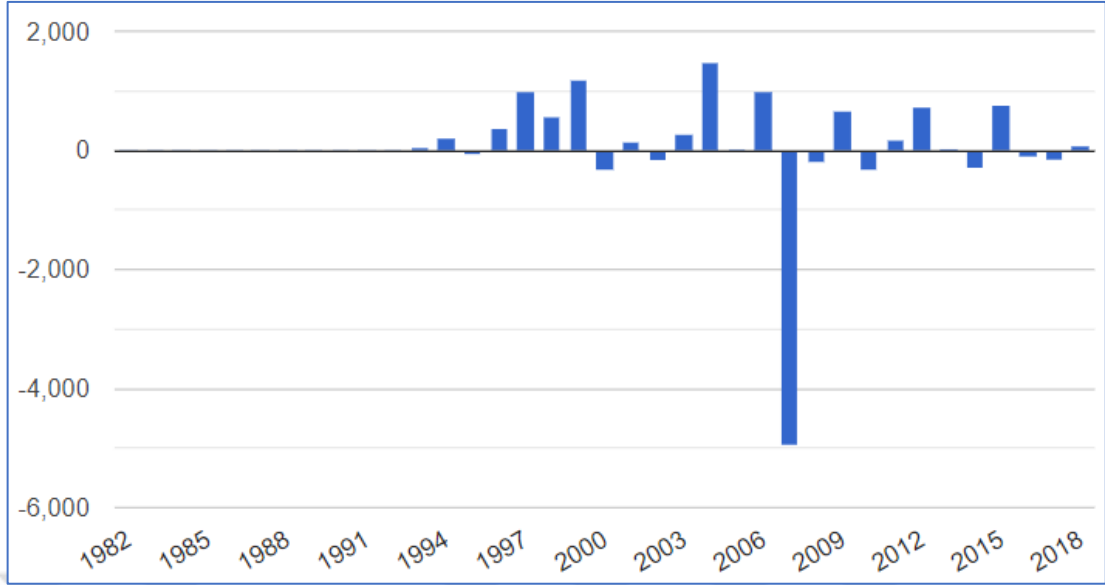
Yıllar	DYSY
1990-2000 (ortalama)	3244
2000	2764
2001	3936
2002	2994
2003	2137
2004	4265
2005	7709
2006	6817
2007	3950
2008	6327
2009	1995
2010	2192
2011	6300
2012	14409
2013	3402
2014	7806
2015	-14750
2016	-5854
2017	2491
2018	6389

2000-2004 yılları arasında ortalama 3.3 milyar dolar düzeyinde seyreden uluslararası yatırımlar, 2004 yılında Macaristan’ın AB’ye tam üyeliğinin ardından 2005 yılında 7.7 milyar dolar olmuştur. UNCTAD verilerine göre Macaristan, 2018 yılında 6.3 milyar dolar ile doğrudan yabancı yatırım çeken ülkeler arasında 38. sıradadır. 2016-2018 döneminde yapılan toplam doğrudan yabancı yatırım miktarı 14 milyar dolar

iken 2018 yılında 89 milyar dolarlık toplam yabancı sermaye stoku ile Macaristan, dünyada 50. sıradadır (Macaristan Ülke Raporu, 2020).

Macaristan'ın kalifiye işgücüne sahip olması, yatırımları çekmesine ve yatırımlarla birlikte teknoloji transferlerinin verimliliğe dönüşmesine katkı sağlamıştır. Ayrıca uluslararası yatırımlar, ikincil nesil şirketler sayesinde Macaristan'ın rekabet gücü elde etmesine ve AB piyasaları ile entegre olmasına yardımcı olmuştur. Fakat Macaristan'ın en önemli dezavantajı, komünist dönemden kalan 35 milyar dolarlık dış borcuydu. Ülke, borçlarını sıfırlamak amacıyla büyük çapta bir özelleştirme programını başlattı. Özelleştirme, şirket yönetiminde, ekonomik büyümede, verimlilik artışında kısacası yeniden yapılanma sürecinde kilit rol oynamıştır. İstanbul Sanayi Odasına göre, Macaristan ekonomisinin %80'den fazlası özelleştirilmiştir. Dünyadaki en büyük 50 çok uluslu şirketlerin %40'ı Macaristan'da faaliyette bulunmakla birlikte yabancı yatırımların %60'a yakın kısmı bu firmalar aracılığıyla yapılmaktadır.

Ülkede son yıllarda uygulanan ekonomik reformlar sayesinde ekonomik istikrarın sürdürülebilirliği yönünde bir yandan kamu harcamaları azaltılmış, bir yandan da finans sektörünü güçlendirmek için yeni bankacılık düzenlemeleri yürürlüğe girmiştir. Macaristan, Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri arasında en istikrarlı finansal piyasalardan birine sahip olması nedeniyle sadece doğrudan yabancı yatırımları değil portföy yatırımlarını da ülkeye çekmiştir. 2001 yılından itibaren çekmeye başladığı portföy yatırımları, 2010 yılında doğrudan yabancı yatırım miktarından fazla olmuştur. En az net portföy yatırımı miktarı 2007 yılında gözlemlenmiştir(-4969,95 milyon dolar). 2018 yılında ise net portföy yatırım miktarı 71,44 milyon dolara yükselmiştir.



Şekil 2.3. Macaristan ekonomisinde yıllar itibariyle portföy yatırımları (milyon dolar) (http-5).

Macaristan'ın ekonomisini büyük oranda iç talep etkilemektedir ama Macaristan daha çok dış talebi canlandırmaya yönelik tedbirler aldığı için ekonomisinin izleyeceği seyri maalesef büyük ölçüde bağımlı olduğu AB ülkeleri belirlemektedir. Hükümetin Covid-19 salgını nedeniyle ihracata yönelik üretim yapan özellikle imalat sektöründe yer alan firmalara yönelik sağlayacağı desteklerin, salgının ekonomik performans üzerindeki kötü etkisini az da olsa hafifleteceği düşünülmektedir.

2.1.5. İzlanda ekonomisi

İzlanda, refah seviyesi yüksek, gelişmiş ancak sınırlı hacimde bir ekonomiye sahiptir. Ülke ekonomisi büyük oranda turizm, alüminyum işleme ve balıkçılığa dayanmaktadır. İzlanda 2008 küresel ekonomik kriz öncesi düşük işsizlik ve yüksek büyüme verileri ile dikkat çekmiştir. Ülke işgücünün yaklaşık %51'i deniz ürünlerine yönelik işletmelerde istihdam edilmesine karşın son yıllarda biyoteknoloji, yazılım, turizm gibi alanlara da önem verilmeye başlanmıştır. 2000 yılı öncesinde bankalar, uluslararası piyasaya açılarak büyük oranda ülkeye nakit akışı sağlamıştır. 2008 küresel ekonomik krizinde ise GSYH'nin 10 katı civarında bir para çıkışı bankaların iflasına neden olmuştur. Bu deneyimden sonra İzlanda'da para istikrarı, düşük bütçe açığı ve sıcak paranın kontrolü gibi ülke ekonomisini kırılganlıklardan koruyacak bazı alanlarda tedbirler alınmıştır.

İzlanda'da 2008 ve 2009 yıllarında enflasyon %12 düzeyine çıkmıştır. 2009 yılında ülke %6,94 oranında daralmıştır. 2009 yılında kişi başına düşen GSYH oranı

düşmüş, işsizlik oranı ise yükselmiştir. Bu olumsuz gelişmelere karşın 2018 yılında enflasyon %3,7; GSYH büyüme oranı %4,2; kişi başına GSYH 56.640 dolar; reel faiz oranı %4,43; işsizlik oranı %2,7 olmuştur.

İzlanda genel olarak dış ticaret açığı vermektedir. 2008 yılında yaşanan küresel kriz sonrasında ise dış ticaret göstergeleri 4 yılda olsa pozitif seyretnmiştir. 2018 yılı dış ticaret hacminin 12 milyar doları ihracat, 11 milyar doları ithalat olmak üzere toplamda dış ticaret hacmi 23 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Dış ticarete İzlanda'nın en önemli ortakları Hollanda, İngiltere, İspanya ve Almanya'dır. İzlanda ihracatındaki en önemli kalemler alüminyum, demir-çelik ve deniz ürünleridir. Ülke ihracatının büyük bölümünü Avrupa ülkelerine yapmaktadır. Bunların arasında Hollanda, İngiltere ve İspanya ilk üç sırada yer almaktadır. Küçük ve homojen bir yapıya sahip olan İzlanda ekonomisi ithalata dayalı bir ekonomidir. Ülke ithalatında Almanya, ABD ve Norveç ilk üç sırada yer almaktadır. Ülke ithalatının önemli bölümünü petrol yağları, elektrikli makine ve cihazlar, uçak, uzay aracı ve parçaları oluşturmaktadır.

Çevreye duyarlı projeleri içeren yabancı yatırımlara İzlanda hükümeti son yıllarda çok önem vermektedir. 2008 yılında yaşanan küresel finans kriziyle beraber İzlanda'ya yapılan yabancı yatırımlar da gerileme görülmüştür. Bu nedenle, İzlanda ekonomisinin tekrar yabancı yatırımcılar için cazip olması amacıyla yeni finansal düzenlemeler yapılmıştır. Bürokratik işlemlerin azlığı, devlet kurumları ile kolaylıkla ve direkt olarak temasa geçilebilmesi, Avrupa'da yer alan ülkeler içerisinde yatırımcılardan en düşük oranda kurumlar vergisi (%20) alan ülke olması, düşük elektrik ücreti, ülkenin birçok yerinde bulunan doğal limanlar, kalifiye işgücü ve işlevsel işçi sendikaları ile hidro-elektrik ve jeotermal güçle elde edilen yenilebilir enerji kaynaklarının mevcudiyeti, İzlanda'yı yatırımcılar için cazip kılmaktadır. İzlanda'daki yabancı yatırımlar daha çok metal, bio - teknoloji, jeo - termal enerji, bilişim ve iletişim gibi enerji yoğun sanayilerde ve toptan satış ile sağlık teknolojilerinde ağırlık kazanmıştır.

Tablo 2.6. *İzlanda'da doğrudan yabancı yatırımlar (milyon dolar) (http-12).*

İzlanda'ya Yapılan DYY			İzlanda'dan Yapılan DDY		
Toplam	11.786	% Pay	Toplam	13.831	% Pay
Lüksemburg	7.814	66	Hollanda	3.701	27
Hollanda	2.380	20	İsviçre	2.299	17
Bermuda	2.315	20	İngiltere	1.839	13
İsviçre	599	5	ABD	1.672	12
Danimarka	389	3	Lüksemburg	1.305	9

İzlanda; Şili, Mısır, Hindistan, Çin, Letonya, Litvanya, Lübnan, Meksika, Vietnam ve Uganda ile ikili yatırım anlaşması imzalamıştır. Ayrıca Güney Kore ve Singapur ile European Free Trade Association (EFTA) çerçevesinde serbest ticaret anlaşması imzalamıştır. Belçika, Lüksemburg ve Hollanda İzlanda'ya en fazla yatırım yapan ülkelerdir (http-13).

Tablo 2.7. *İzlanda'da portföy yatırımları (milyon dolar) (http-14).*

Yıl	Tutar	Değişim Oranı (%)
2007	8,778,613,662	-----
2008	-6,085,433,844	%-169.32
2009	-1,318,203,110	%-78.34
2010	456,334,537	%-134.62
2011	-42,086,114	%-109.22
2012	-479,289,325	%1.038.83
2013	1,107,898,195	%-331.15
2014	-1,125,324,608	%-201.57
2015	3,933,628,919	%-449.56
2016	1,860,329,385	%-52.71
2017	2,461,543,016	%32.32
2018	935,631,843	%-61.99

Yerleşikler tarafından yabancı özkaynaklara ve yerleşik olmayanlar tarafından İzlanda özkaynaklarına yapılan yatırımlar, %10'u aşmaması kaydıyla portföy yatırımı olarak sınıflandırılmaktadır. Yatırım fonlarındaki ve borçlanma araçlarındaki (bono ve senetler) birimler de portföy yatırımı olarak sınıflandırılmaktadır. 2008 yılında küresel finans krizinin patlak vermesiyle İzlanda'da döviz alım-satımına kısıtlama getirilmiştir. Çünkü İzlanda Kronu (ISK), ABD Doları (USD) karşısında aşırı derecede değer

kaybetmiştir ve bu süreçte İzlanda'da yaşanan bankacılık krizi üzerine yetkililer, portföy yatırımlarına ilişkin bazı kontroller devreye sokmuştur. 2016 yılında kontrollerin kalkması üzerine portföy yatırımlarında artış gözlemlenmiştir. Tablo 2.7'de görüldüğü üzere, 2012 yılı hariç 2008 yılından 2018 yılına kadar İzlanda'da portföy yatırımları negatif seyir izlemiştir. İzlanda, Dünya Bankası tarafından yayınlanan 2020 İş Yapma Kolaylığı endeksine göre 190 ülke içerisinde 26. sırada yer almaktadır. Fakat yüksek yaşam maliyeti, zayıf demografik yapı ve Avrupa kıtasına uzaklığı, İzlanda'ya yatırım yapmayı zorlaştırmaktadır.

2.1.6. İtalya ekonomisi

Avrupa'nın 4., dünyanın 8. büyük ekonomisine sahip olan İtalya; Avrupa Birliği, OECD, G7 ve G20'nin kurucu üyesidir. Ülke aynı zamanda G8 adı verilen sanayileşmiş ülkeler grubuna dahildir. İtalya, Avrupa Birliği'nin bütçesine 3. en yüksek net katkıda bulunan ülke konumundadır.

İtalya ekonomisinde 2000-2018 yılları arasında genel olarak istikrarsızlık hüküm sürmüştür. 2000 yılında yaklaşık %2,52 olan enflasyon oranı, %3,38 ile en yüksek 2008 yılında, %-0,12 ile en düşük 2016 yılında görülmüştür. Daha sonra bu oran yükselerek 2018 yılında %1,2 olmuştur. Uluslararası İstatistik Kurumu tarafından yayımlanan verilere göre İtalya, 2013'ten beridir en büyük GSYH'ya ilişkin daralmayı 2018 yılında yaşamıştır. GSYH, 2018'in son çeyreğinde %0,2 oranında azalmıştır. Bir önceki çeyrekte de %0,1 oranında daralma kaydedilmiştir. Ülke ekonomisinin 2018'in sonunda resesyona girdiği anlaşılmaktadır. Son yıllarda İtalya'nın kişi başına düşen GSYH büyüme oranı, yavaş yavaş yükselerek Euro bölgesinin ortalamasını yakalasa da istihdam oranı hala Euro bölgesinin gerisinde kalmaktadır. İşsizlik oranı %12,68 ile en yüksek 2014 yılında, %6,1 ile en düşük 2007 yılında görülmüştür. 2019 yılında ise bu oran %9,7 olmuştur.

İtalya'da 2008-2009 ile 2012-2013 yılları arasında mali sıkılaştırma politikaları, zayıf iş dünyası ve tüketici güveni sonucu büyüme oranı negatif olmuştur. 2015 yılından itibaren az da olsa bir büyüme gözlenmiş (%0,6) ve 2019 yılında %0,3 oranında büyüme kaydedilmiştir. 2020 için %0,6'lık büyüme öngörülmüyordu. Fakat OECD'nin 2 Mart tarihinde yayımlanan raporunda, ülkenin 2020 için büyüme tahmini 0,4 puan azaltılarak sıfıra çekilirken 2021 için %0,5'te sabit tutulmuştur. Cari fiyatlara göre İtalya'da kişi başına düşen milli geliri 2000 yılında 30.940 USD iken 2009 yılında

29.452 USD' ye inmiştir. En kötü yılın 27.421 USD ile 2013 yılı olduğu söylenebilir. 2018 yılında ise 34.321 USD kişi başına düşen milli gelir ile İtalya dünyada 27. sırada yer almaktadır.

2008 yılında patlak veren küresel finans krizinden sonra uygulanan ekonomik paketlerle ülke ekonomisi yavaş yavaş toparlanma trendine girmiştir. Fakat Covid-19 salgını sebebiyle Asya ülkeleri dışında en fazla virüs enfeksiyonunun yaşandığı ülkelerden biri olmasından dolayı; Avrupa Birliği'nin 4. en büyük ekonomisi olduğu halde 16 Mart 2020 tarihinde kabul edilen 25 milyar euroluk kurtarma paketi bile ülkede bir kaldıraç etkisi yaratamamıştır. Diğer AB ülkelerine kıyasla İtalya'da daha fazla bürokratik engellere maruz kalınması, İtalya'nın yavaş işleyen adalet sistemi, ağır vergi yükü ve yüksek bütçe açığı, yavaş büyüyen bir ülke olmasına sebep olmuştur.

İtalya ekonomisinin 2001-2018 yılları arası dış ticaret dengesinde istikrarsızlık olduğu, 2012 yılından itibaren de pozitif seyir izlediği; ihracatının da arttığı söylenebilir. İtalya 2018 yılında dünyanın en çok ihracat yapan 9. ,en çok ithalat gerçekleştiren 11. ülkesi olmuştur. İtalya ekonomisinde imalat sektörü çok gelişmiştir. İmalat sektöründe İtalya son 30 yıldır Avrupa'nın 2., dünyanın 6. büyük üreticisi olup; G-20 ülkeleri arasında imalat sektörü ihracatında ticaret fazlası veren 5. ülkedir. Makine üretiminde imalat sanayi ticaretinde olduğu gibi Almanya'dan sonra 2.; ilaç sanayisinde ise Avrupa'nın 3. en büyük üreticisidir.

İtalya'nın değişken bir ihracat yapısına sahip olması, belli sektörlerdeki rekabet ve know-how üstünlüğü, inovasyon adına girişimleri, "Made in Italy" markasının oluşumuna sebep olmuştur. İtalya'nın ihracatında AB'ye üye ülkelerin payı, 2001 yılından itibaren düşmeye başlasa da oran hala %50'nin üzerindedir. İtalya'nın ihracat yaptığı ülkeler arasında Almanya %12,6 pay ile ilk sıradadır. Almanya'yı, %10,5 ile komşusu Fransa ve %9,2 ile ABD izlemektedir. İtalyan İstatistik Enstitüsü (ISTAT) tarafından yayınlanan son verilere göre, 2019 yılının Aralık ayında İtalya'nın toplam ihracatı bir önceki aya göre %-7 oranında azalmıştır. İtalya'nın ihracatına bakıldığında en büyük kalemi %3,5 ile tedavide kullanılmak üzere hazırlanan ilaçlar, %3,1 ile otomobil yarış arabaları ile petrolden elde edilen ürünler oluşturmaktadır. Düşük maliyetle üretim yapan Çin firmaları karşısında İtalyan firmaları; tekstil, mobilya ve beyaz eşya gibi ürünlerin üretimini yapmakta zorlanmaktaydı. Covid-19 salgınıyla birlikte Çin menşeli firmalar ile yapılan alışverişe kısıtlama getirildi. Ayrıca Türkiye'nin 3.en büyük ihracat ve 5.en büyük ithalat pazarı olan İtalya'nın Covid-19

salgını sonrası durumu Türk otomotiv sektörünü de sekteye uğratmıştır. Çünkü Türkiye’de yapılan ihracatın %15’inden fazlası İtalya’ya yapılmaktaydı. 2019 yılının Aralık ayında, İtalya’nın Türkiye’ye toplam ihracatı bir önceki aya göre %-17, ithalatı ise %-8 oranında azalmıştır.

İtalya’nın ithalatında AB ülkelerinin payı %60 civarındadır. 2019 yılında ithalat da ilk sırada Almanya, Fransa ve Çin yer almaktaydı. Fakat Covid-19 salgını nedeniyle İtalyan mallarının ithalatçıları tarafından malların virüssüz olduğunu belirten ek sertifika karşılığında alınmak istenmesi, ithalatın %-8 oranında azalmasına neden olmuştur. Ülke ithalatında başlıca ürünler; ham petrol, otomobil, yarış arabaları ve kimyevi ürünlerdir.

İtalya’ya yapılan yatırımlar sürekli istikrarsız bir tutum sergilemiştir. Yabancı yatırımcıların İtalya’yı tercih etmesinin temel sebepleri; İtalya’nın dünyanın en büyük ekonomilerinden biri olması, önemli bir dış ticaret hacmini barındırması ve AB’ye üye olmasıdır. OECD tarafından en son yayınlanan verilere göre; İtalya’ya en çok Lüksemburg, Hollanda ve Almanya yatırım yapmaktadır. Yatırımların birçoğu imalat, tarım ve balıkçılık sektörü üzerine yapılmaktadır.

Tablo 2.8. İtalya’ya 2005-2018 dönemi yapılan doğrudan yabancı yatırımlar(milyar dolar) ([http-15](http://15))

Yıllar	İtalya	Dünya	%
2005	23.291	948.585	%2,5
2006	42.581	1.403.250	%3
2007	43.849	1.891.445	%2,3
2008	-10.835	1.479.747	%-0,7
2009	20.077	1.172.234	%1,7
2010	9.178	1.365.107	%0,7
2011	34.324	1.561.354	%2,2
2012	93	1.490.334	%0
2013	24.273	1.431.164	%1,7
2014	23.223	1.357.239	%1,7
2015	19.628	2.033.802	%1
2016	28.449	1.918.679	%1,5
2017	21.969	1.497.371	%1,5
2018	24.276	1.297.153	%1,9

Tablo 2.8’de görüldüğü üzere İtalya 2005-2018 döneminde en çok yatırımı 43,8 milyar dolar ile 2007 yılında çekerken, en az yatırımı ise 92,5 milyar dolar ile 2012 yılında çekmiştir. İtalya’ya yapılan doğrudan yabancı yatırımlar, 2018 yılında 24,3

milyar dolar ile dünya genelindeki yatırımların %1,9'u kadar olmuştur. Ayrıca 2018 yılında yaklaşık %18 olan toplam yatırımların GSYH'ye oranı, 2019 yılında %17,7 olmuştur.

Tablo 2.9. *İtalya'da 2006-2018 dönemi portföy yatırımları (milyon dolar) (http-16)*

Yıllar	Portföy Yatırımları (net)
2006	-43.880.384
2007	-4.368.367
2008	-105.571.461
2009	-47.456.876
2010	63.486.075
2011	26.251.676
2012	-20.691.851
2013	-6.322.944
2014	-1.607.052
2015	107.443.572
2016	177.628.258
2017	110.023.286
2018	141.337.273

Tablo 2.9'da görüldüğü üzere 2006-2009 döneminde portföy yatırımları negatif seyir izlemiş, 2015 yılından itibaren de portföy yatırımlarında artış kaydedilmiştir. Söz konusu artış, özellikle İtalya'da yerleşik olmayan yabancı yatırımcıların borçlanma tahvillerine olan yatırımlarından kaynaklanmaktadır. 2018 yılı Nisan ayı itibariyle portföy yatırımları ile diğer yatırımların (14,6 milyar euro) bakiyesi pozitif olurken, uluslararası doğrudan yatırımların bakiyesi 11 milyar euro olarak gerçekleşmiştir (http-17).

2.1.7. Güney Kore ekonomisi

Son otuz yılda dünyanın en hızlı büyüyen ve gelişen ülkeleri arasında yer alan Güney Kore, IMF desteği ve ekonomik alanda gerçekleştirilen reformlar sayesinde 1997-1998'de meydana gelen Asya Krizini kısa sürede atlatarak 2000'li yılların başından itibaren yeniden istikrara kavuşmuştur (http-18). Söz konusu kriz nedeniyle 1998 yılında 7.607 dolara gerileyen kişi başına düşen milli gelir, 2018 yılında 31.363 dolara yükselmiştir.

Dünya Bankası'ndan elde edilen verilere göre, Güney Kore'de yıllık enflasyon ortalama %1 olurken; reel faiz oranı da %-0,10 olmuştur. İşgücüne katılım oranının artış gösterdiği ülkede, 2018 yılında işsizlik oranının yıllık ortalama %4,2 seviyesinde

olduğu kaydedilmektedir. Bütçe ve cari işlemler dengesinde ise ülke, sürekli olarak pozitif bir dengeyi yakalamaktadır.

2000 yılından itibaren her yıl ortalama %4,2 büyüyen Güney Kore ekonomisi, 2008 yılında etkileri tüm dünyada hissedilen krizden dolayı ciddi anlamda daralma yaşasa da 2010 yılında toparlanmış ve %6,5 oranında büyümüştür. 2017 yılında %3,6, 2018 yılında ise %2,7 oranında büyüme göstermiştir. Buna rağmen, kişi başına düşen milli gelir 2018 yılında 30 bin doları aşmıştır. Moody's ve S&P kredi derecelendirme kuruluşları, Covid-19 salgınının ülke ekonomisinin iki temel taşı olan ihracat ve iç talebi olumsuz yönde etkileyeceğine ilişkin Güney Kore'yi uarmıştır. Ayrıca Moody's Investors Service, Güney Kore'nin 2020 yılı için büyüme oranını %1,4; S&P Global Ratings ise %1,1 olarak güncellemiştir.

Son yıllarda mal ticaretinin yönü, eski Doğu Avrupa ülkeleri ile gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızlarında artışa sebep olmuştur. Bu gelişimden nasibini alan ülkelerden biri de Güney Kore olmuştur. Güney Kore, IMF ile yaptığı yardım paketi antlaşması gereğince mali yapısına ilişkin önemli reformları yürürlüğe geçirmiştir. Örneğin, bankaların ve büyük firmaların borçlanma oranlarına sınırlama getirilerek borç/sermaye yapısı güçlendirilmeye çalışılmıştır. Ayrıca karlı olmayan şirketlerin kapatılması yoluna gidilerek güçlü firmaların desteklenmesi yoluna gidilmiştir.

Güney Kore, 2008 yılı hariç 1998 yılından itibaren sürekli dış ticaret fazlası vermiştir. Güney Kore'nin doğal kaynaklar bakımından yetersiz ve iç pazarının küçük olması, ülkenin sanayi sektörüne önem vermesine ve ürettiği katma değeri yüksek sanayi mallarının ihracatının kalkınabilmek için yapılmasına sebep olmuştur. Güney Kore'nin dış ticaret konusunda uygulamış olduğu “önce ihracat” politikası ya da bazı sektörlerde kapasitenin iç talebin üzerinde kurdurularak firmaları ihracata zorlama politikası; şirketleri iç pazarı dış rekabete açmadan rekabete yöneltme olanağı yaratmıştır. Gümrüklerle korunan iç piyasadaki yüksek karlardan yararlanabilme imkanı ihracat hedeflerin tutturma koşuluna bağlanmış, bu da dinamik ve rekabet edilebilir bir sanayi yapısının ortaya çıkmasını sağlamıştır (Çetin ve Karadaş, 2018, s. 102).

Güney Kore'de, hemen hemen diğer gelişmiş ülkelerde olduğu gibi genellikle teknoloji ve hizmet sektörü yoğun bir şekilde mal üretilmekte ve bunlar satılmaktadır. Güney Kore de Japonya gibi bilim ve teknoloji, AR-GE harcamaları alanında önemli adımlar atmış ve bu adımların neticesinde hem ihracat ürünlerini çeşitlendirmeyi hem de katma değeri yüksek olan ürünleri üretmeyi başarabilmiştir. Güney Kore'de 2001

yılında 150 milyar dolar olan ihracat rakamları, 2018 yılında 605 milyar dolara çıkmıştır. Aynı şekilde 2001 yılında 141 milyar dolar olan ithalat rakamları, 2018 yılında 535 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır.

Güney Kore’de ihracata yönelik sanayileşme stratejisinin ekonomiye olumlu etkileri; kaynakların mukayeseli üstünlüklerinin olduğu alanlara kayması, emek faktörünün bol olduğu ülkelerde istihdam olanaklarının artması, dış ticaret rejiminin liberalleşmesi sonucu kapasite düzeyinin büyümesi, ölçek genişlemesi ve ölçek ekonomilerinden faydalanılması, ihracatın özendirilerek firmaların dış rekabete açılmalarının sağlanması, rekabetin etkisiyle verimlilik artışlarının ve yeni teknolojilerin kullanımının gerçekleşmesidir (Mete, 2018, s. 13). Güney Kore, ihracat yapacağı ürünler için hammadde ve ara malı ihtiyacını karşılamak amacıyla diğer ülkelerden ithal etmeyi tercih etmiştir. Ülkenin ihracatındaki başlıca ürünler; petrol yağları, telefonlar, elektronik devreler ve gemilerdir.

Güney Kore’de ihracat yapanlara Cumhurbaşkanı tarafından teşvikler, altın, gümüş ve bronz madalyalar verilmektedir. Ayrıca, ihracat yapan imalatçılara düşük faizli (normal faizin %40-%60’ı oranında) teşvik kredilerini vermek için Kore Kalkınma Bankası, İhracat ve İthalat Bankası, Teknolojik Kalkınma Kurumu, Milli Yatırım Fonu ve Kore Ticareti Geliştirme Kurumu (KOTRA) kurulmuştur. Güney Kore’nin ihracat yaptığı ülkelerin başında Çin, ABD ve Vietnam gelmektedir. Güney Kore, Japonya gibi sadece kendisine yakın ülkelerle değil Avrupa’daki birçok ülkeyle de ihracat yapmaktadır. Covid-19 pandemisi nedeniyle ihracat oranında azalma kaydedilmiştir. Yavaşlayan ihracatın artırılması amacıyla serbest bölgelerin genişletileceği açıklanmıştır. Böylece farklı sektörlerdeki 50 firmanın yapacağı 808 milyon dolar yatırım ile 22.000 yeni iş yaratılması ümit edilmektedir.

Güney Kore, yapısal ve coğrafi olarak tarım ve gıda ürünleri ithalatına bağımlı olan bir ülkedir. Sadece tarım ve gıda ürünleri değil enerjide de dışa bağımlılığın sürekli arttığı gözlemlenmektedir. Güney Kore’nin ithalatını yaptığı başlıca ürünler; ham petrol, doğal gaz ve elektronik entegre devrelerdir.

Güney Kore Gümrük İdaresi’nin verilerine göre, ülkenin Avrupa’dan ithalatı 75 milyar dolar civarındadır. Güney Kore’nin ithalat yaptığı başlıca ülkeler; Çin, ABD ve Japonya’dır. Güney Kore teknoloji ağırlıklı üretim yaptığı için gerekli olan hammadde ve ara malını da yine teknolojisi gelişmiş olan ülkelerden ithal etmektedir. Çin, Covid-

19 pandemisinin patlak verdiği ilk ülke olmasına rağmen Güney Kore’de Çin’e yönelik Covid-19 salgını kaynaklı herhangi bir ithalat kısıtlaması bulunmamaktadır.

Güney Kore dış ticaretin gelişmesi amacıyla yeni sanayileşme ve büyüme politikaları uygulamıştır. Ayrıca uyguladığı teknoloji politikaları, Güney Kore’nin yatırımcılar için yatırım merkezi haline gelmesine vesile olmuştur. Hükümet bilim ve teknolojiyi desteklemek için kurumsal altyapıları oluşturmakla kalmayıp, AR-GE konusunda çeşitli mali destekler sunmuştur. 1997 yılında yaşanan krizin öncesinde ülkeye yapılan doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde sıkı kontrol vardı. Buna bağlı olarak da kısa vadeli borçlar döviz rezervlerinin iki katından bile fazlaydı. Fakat kriz sonrası daha liberal bir ekonomi izlenerek yatırımların üzerindeki kısıtlayıcı politikalar hafifletildi. Tablo 2.10’da da görüldüğü üzere ülkeye yapılan doğrudan yabancı yatırımlar, son zamanlarda dalgalı bir seyir izlemiştir. Çünkü Güney Kore’de uygulanan yasalara ilişkin şeffaflık eksikliği, yabancı yatırımcılar için endişe kaynağı olmaya devam etmektedir.

Tablo 2.10. Güney Kore’de 2016-2018 dönemi doğrudan yabancı yatırımların gelişimi (http-19)

Veriler	2016	2017	2018
Ülkeye giren DYY	5,1	5,8	6,2
Ülkeye giren DYY (% GSYİH)	0,4	0,4	0,4
Ülkeye giren DYY (Gayrisafi sabit sermaye yatırımlarındaki payı, %)	1,2	1,4	1,5
Ülkeden çıkan DYY	-31.2	-33,7	-36.8
Net DYY	-26.1	-27.9	-30.6
DYY stoku	179.6	185.5	191.7
Kişi başına DYY stoku (\$)	3,556	3,657	3,765
DYY stoku (% GSYİH)	12.8	12.7	13.2

UNCTAD 2019 Dünya Yatırım Raporuna göre, doğrudan yabancı sermaye girişleri 2018 yılında %19 oranında azalmış ve şirket içi kredilerdeki önemli düşüş nedeniyle 14,5 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Ülke, 2018 yılında en fazla yatırım yapılan ülkeler içerisinde 19. sırada yer almaktaydı. Doğrudan yabancı yatırım stokları, 2017 yılından sonra %0,8 artış oranıyla 2018 yılında 231 milyar ABD dolarına (GSYH’nin %14,3’ü) ulaştı. Güney Kore’nin yabancı yatırımcılar için çekici gelmesinin nedeni, ülkenin hızlı ekonomik gelişimi ve yeni bilgi ve iletişim teknolojilerindeki uzmanlığıdır (http-20). Fakat Güney Kore Ticaret, Sanayi ve Enerji Bakanlığı tarafından yapılan açıklamalara göre, 2019 yılının ilk iki çeyreğinde ülkeye yapılan doğrudan yabancı yatırımlar %37

oranında düşerek 9,87 milyar dolar olmuştur. Yatırım miktarındaki azalışın en önemli sebebi, 2019 yılı Ocak-Haziran döneminde Çin'in Güney Kore'ye olan yatırımlarını azaltmasıdır. Çin 2019 yılında Güney Kore'ye sadece 301 milyon dolar yatırım yapmıştır (http-21).

Tablo 2.11. Güney Kore'de 2007-2018 dönemi portföy yatırımlarının gelişimi (1000 ABD doları) (http-22).

Yıllar	Tutar	Değişim
2007	27,078	-----
2008	2,421,400	%-91,06
2009	-51,187,500	%-2,213,96
2010	-42,364,700	%-17,24
2011	-13,142,700	%-68,98
2012	-6,747,800	%-48,66
2013	9,344,500	%-238,48
2014	30,608,900	%227,56
2015	49,529,800	%61,82
2016	66,970,200	%35,21
2017	57,853	%-13,61
2018	43,884	%-24,15

2008 küresel finans krizinden en çok etkilenen ülkelerden biri olan Güney Kore'de, 2009 yılından itibaren yabancı portföy yatırımlarında Tablo 2.11'de de görüldüğü üzere azalış kaydedilmiştir. 2013 yılından itibaren portföy yatırımları pozitif seyir izlemiştir. FSS (Financial Supervisory Service) tarafından 2018 yılında yabancı portföy yatırımlarındaki düşüşün, büyük ölçüde Federal Rezerv'in tahvil alımlarını azaltmaya başlama kararından kaynaklandığı söylenildi. Ülkede portföy yatırımlarının tekrar artması için özel sektör borçlanma araçları üzerinden vergi yükleri, kamu menkul kıymetleri ile aynı seviyeye getirilerek çeşitliliğini engelleyen mevzuat hükümleri kaldırılmalıdır. Ayrıca yabancı yatırımcıların üzerindeki kaygıyı azaltmak için para ve sermaye piyasaları daha çok liberalleştirilmelidir.

2.1.8. Singapur ekonomisi

Asya-Pasifik Bölgesi'nin dünya ekonomisi ve ticaretindeki yeri ve önemi gün geçtikçe artarken; Singapur, Asya-Pasifik bölgesinde ve özellikle Güneydoğu Asya'da önemli bir ticaret merkezi konumunda bulunmaktadır. Singapur ekonomik olarak çok kısa bir süre içinde yapılanarak; dünya çapında önemli bir liman ve serbest ticaret merkezi, dünyanın önemli petro-kimya ve elektronik üreticilerinden birisi, başarılı bir

finans ve bankacılık merkezi, gelişen ticaret koşullarına uyum ve hızlı adaptasyon kabiliyetinin de etkisiyle dünya çapında bir transit ticaret merkezi konumuna ulaşmıştır. ABD, Japonya, AB ülkeleri gibi dünyanın gelişmiş ekonomilerinin yanı sıra Malezya, Endonezya, Çin Halk Cumhuriyeti, Hong Kong, Hindistan, Tayvan ve Avustralya gibi bölge ülkeleri ile güçlü ekonomik ve ticari bağları bulunmaktadır.

Singapur'da enflasyon ve büyüme oranları 2008-2009 dönemi dışında olumlu seyretnmiştir. 2009 yılında enflasyonun %0'ın altına düşmesi dengeyi bozmuştur. 2015 ve 2016 yıllarında denge bozulsa da 2017 yılından sonra toparlanma başlanmış; 2019 yılı enflasyon oranı %0,6 olmuştur. 2010 yılı Singapur ekonomisi için dönüm noktası olmuş ve GSYH, %15 oranında artmıştır. 2010 yılından sonra ise GSYH'nin büyüme hızında düşüş yaşanmış (Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu [DEİK], 2014); 2019 yılında yaklaşık 372,1 milyar dolarlık bir ekonomik hacme sahip olunmuştur. Kişi başına düşen milli gelir son yıllarda ciddi bir artış göstererek yaklaşık 59 bin dolar olmuştur. Singapur ekonomisi 2018 yılında %3,2; 2019 yılında %0,7 oranında büyüme kaydetmiştir. Covid-19 salgını nedeniyle Singapur Ticaret ve Sanayi Bakanlığı (MTI) tarafından açıklanan ilk çeyrek büyüme rakamlarına göre, Singapur ekonomisi %2,2 oranında küçülmüştür. Buna rağmen, ülkedeki işsizlik oranlarında büyük değişiklikler görülmemiştir. Singapur ekonomisinde bütçe ve cari işlemler dengesi sürekli fazla vermektedir. Söz konusu salgından sonra Singapur Hükümeti tarafından açıklanan üçüncü destek paketi sonrası Singapur'un cari finans yılındaki bütçe açığının 44,3 milyar Singapur Doları'na yükselmesi beklenmektedir.

Coğrafi konumu, limanları, sahip olduğu geniş bölgesel entegrasyonları, serbest ticaret anlaşmaları ağı, doğu-batı ticaretinin geçiş güzergâhında bulunması, özellikle Güneydoğu Asya Ülkeleri ile kurmuş olduğu ticari ilişkiler, Singapur'u dünyanın en işlek merkezlerinden biri yapmaktadır. Singapur, milli gelirinin 2 katını aşan 749,3 ABD Doları dış ticaret hacmi ile önemli seviyede ekonomik ve ticari potansiyele sahip bir ülkedir. 2010 yılı Singapur dış ticaretinde adeta bir dönüm noktası olmuştur. 2010 yılında %14,5'luk büyümeyle Singapur, dünyanın en çok büyüyen ikinci ülkesi olmuştur. Bunun en önemli sebebi de 2010'da yıllık üretim oranının %27,2 artmış olmasıdır.

Singapur'da 2018 yılında ihracat rakamları 121 milyar dolardan 411,9 milyar dolara çıkmıştır. Küresel ticaret savaşlarına bağlı olarak talepte yaşanan daralma sonucu Singapur'un 2019 yılında ihracatı bir önceki seneye göre %5,2 oranında azalmıştır. İthalat

rakamları ise 116 milyar dolar seviyelerinden 370 milyar dolar seviyelerine çıkmıştır. 2019 yılında ithalat 359 milyar dolar olarak kaydedilmiştir. Singapur'un en önemli ihracat partnerleri Çin, Hong Kong ve Malezya'dır. Çin, Singapur'un en önemli ticaret ve yatırım ortağı konumunda yer almaktadır. 2019 yılında Çin'e ihracatı 52 milyar ABD Doları olarak kaydedilmiştir (http-23). 2019 yılında Singapur'un ihracatında elektronik entegre devreler, mineral yağlar ve altın dikkat çeken ürün gruplarıdır.

GSYH'nin 3 katı oranında ticaret hacmine sahip olan ve dışa açıklık açısından dünyadaki en liberal ülkeler arasında yer alan Singapur, ithalatının yaklaşık yarısını reeksport suretiyle özellikle bölge ülkelerine ihraç etmektedir. Bu özelliği nedeniyle Singapur, yüksek gelir düzeyine sahip tüketicilerden oluşan dinamik iç pazarının yanı sıra; özellikle bölge ülkelerine ulaşabilmek açısından pek çok ülke tarafından bir merkez olarak kullanılmaktadır (http-24).

Singapur'da çevreci nedenlerle alkol, tütün, motorlu araçlar ve petrol ürünlerine yüksek oranda özel tüketim vergisi (ÖTV) uygulanmaktadır. Ülkede motorlu araç üretilmediği için motorlu araçların tamamı ithal edilmektedir. İhracatta olduğu gibi ithalatta da genellikle coğrafi yakınlık içinde bulunduğu Asya Bölgesi ülkelerini tercih eden Singapur'un en çok ithalat yaptığı ülkeler Çin, Malezya ve ABD'dir. İthalatında başlıca ürünler ise entegre devreler, mineral yağlar ve ham petroldür. Singapur genel olarak ihracatını yaptığı ürünlerin ara malını ve hammaddelerini ithal etmektedir.

Uluslararası ticarete önemli bir faktör olan pazara giriş engelleri bakımından Singapur'un dünyanın en serbest ülkelerinden biri olmasında; rüşvetin neredeyse tamamen engellenmiş olması, petrol ürünleri, tütün ve tütün mamulleri, alkollü içkiler ve motorlu taşıtlar dışındaki hiçbir maldan gümrük vergisi, resim ve harç alınmaması rol oynamıştır. Singapur'un liberal ticaret politikaları sayesinde yüksek dışa açıklık derecesi, ülke ekonomisini global ekonomide yaşanan kriz ortamlarından daha fazla etkilemesine neden olmaktadır.

Küçük bir ada ülkesi olan Singapur'un ülkeye daha çok yatırım çekebilmek amacıyla yatırımcılara sağladığı vergi kolaylıkları, sanayi teşvikleri, dünyanın en işlek limanlarından birisine sahip olması, resmi dilinin İngilizce olması, tüm kamu işlerinin internet aracılığıyla yürütülmesi, Güneydoğu Asya ülkeleri içerisinde en iyi ulaşım ve telekomünikasyon alt yapısına sahip olması, yatırımcıların Singapur'u tercih etmesinde etkili olmuştur.

Tablo 2.12. *Singapur’da 2013-2016 dönemi doğrudan yabancı yatırım stoku (milyar Singapur doları) (http-25).*

	2013	2014	2015	2016
Singapur’a Yapılan Doğrudan Yatırımlar Stoku	905	1112	1267	1359
Sinapur’un Yurtdışında Yaptığı Yatırımlar Stoku	544	648	703	764

Singapur Ticaret ve Sanayi Bakanlığı’ndan ve Singapur İstatistik İdaresi’nden alınan verilere göre, 2017 yılı sonu itibariyle Singapur’a dışardan gelen doğrudan yabancı yatırım tutarı bir önceki yıla göre %19,4 azalarak 62 milyar dolara düşmüştür. Aynı şekilde 2017 yıl sonu itibariyle Singapur’un yurtdışına yapmış olduğu doğrudan yabancı yatırım stoku bir önceki yıla göre %10,7 azalışla 25 milyar dolara düşmüştür. Singapur’a en çok yatırım yapan ülkeler Çin, Hong Kong ve ABD’dir. Singapur, gelişmekte olan Asya ülkeleri içerisinde en çok doğrudan yabancı yatırım çeken ülkeler listesinde 3.; en çok yatırım yapan ülkeler listesinde ise 4. sıradadır.

Tablo 2.13. *Singapur’da 2007-2018 dönemi portföy yatırımlarının gelişimi (1000 ABD doları) (http-26).*

Yıllar	Tutar	Değişim Oranı (%)
2007	47,449	-----
2008	-11,577	%-124.4
2009	27,151	%-334.5
2010	30,476	%12.2
2011	10,005	%-67.1
2012	78,889	%688.4
2013	64,035	%18.8
2014	46,534	%-27.3
2015	61,651	%32.4
2016	19,361	%-68.6
2017	33,526	%73.16
2018	23,890	%-28.74

Singapur’a yıllar itibariyle gerçekleşen portföy yatırımları incelendiğinde; 2008 yılında yaşanan kriz nedeniyle devletin tahvil yoluyla borçlanma kapasitesinin azalmasıyla birlikte portföy yatırımlarının bir önceki yıla göre yaklaşık %124 oranında azaldığı gözlemlenmektedir. 2012 yılında rekor düzeyde yatırım gerçekleştirilse de portföy yatırımları, yıllar itibariyle istikrarsız bir seyir izlemiştir. Dolayısıyla istikrarsızlığın başta reel döviz kuru olmak üzere birçok ekonomik değişkene olan

olumsuz etkisini azaltmak için yabancı portföy yatırımlarına yönelik vergilendirme yoluyla yeni tedbirler alınmalıdır.

2.2. Gelişen Ekonomilerde Reel Döviz Kuru Hareketleri ve Yabancı Sermaye Yatırımları

2.2.1. Brezilya ekonomisi

Latin Amerika'nın en büyük nüfusuna, dünyanın 9. büyük ekonomisine sahip olan ve gelecekte petrol devi olması beklenen Brezilya, 1990'lı yıllardaki liberalleşme adına gerçekleştirilen ekonomik reformlar sonucunda önemli bir gelişme göstermiştir. Art arda yaşanan Meksika (1995), Asya (1997), ve Rusya (1998) krizlerinin Brezilya'nın BRIC ülkeleri arasında varlığını sürdürmesinde, enerji kaynakları bakımından zengin ve tedarikçi ülke olmasında payı büyüktür. 2008 yılında başlayan küresel finans krizi, Brezilya'yı da etkilemiştir. Real Plan ile Brezilya'da, yüksek enflasyon oranı ve dış ticaret açığı ile başa çıkılabilsede artan bütçe açığı kontrol altına alınamamıştır.

Brezilya, küresel finans krizinden ciddi yaralar almadan 2013 yılına kadar gelişimini sürdürdü. Fakat 2013 yılında enflasyon artışı, ülkede uygulanan yüksek vergi oranları gelir dağılımında adaletsizlik gibi nedenler; halkın hükümeti protesto etmesine, ülkenin uluslararası prestijinin azalmasına Brezilya para birimi Real'in değer kaybetmesine sebep oldu.

Brezilya'nın ekonomik büyümesi 2004 yılından itibaren artmaya başlamıştır. 2007 ve 2008 yıllarında sırasıyla %6,1 ve %5,2 oranında ekonomik büyüme kaydedilmiştir. Küresel ekonomik kriz nedeniyle 2009 yılında Brezilya ekonomisi %0,3 oranında daralmıştır. Brezilya ekonomisi 2009 yılının ikinci yarısından itibaren toparlanmaya başlamıştır (T.C. Karacadağ Kalkınma Ajansı, 2013). Brezilya'da 2018 yılında %1,1 oranında büyüme kaydedilmiştir. Brezilya Merkez Bankası, Covid-19'un etkisiyle 2020 yılı büyüme oranı beklentisini %1,68'den %1,48'e düşürmüştür. 2021-2023 dönemi büyüme beklentisini ise %2,5 oranında sabit tutmuştur. Ülkenin 2018 yılı için %3,7 olan tüketici fiyatlarına göre yıllık ortalama enflasyon oranının 2020 yılı için öngörülen tahmini değeri, %3.10 seviyesinden %3,04'e çekilmiştir. 2021 yılında ortalama enflasyon oranının %3,6; 2022-2023 yıllarında ise %3,5 olması beklenmektedir (http-27).

Brezilya ekonomisi dış ticaret açısından sürekli istikrarsız bir tutum sergilemiştir. Bu istikrarsızlığın nedeni, 1950'lerin ortasında hızlı sanayileşmesinden önce ülke ekonomisinin doğal kaynak ürünleri ihracatına dayalı olmasıdır. Zamanla ihracata dayalı ürün çeşidinin artması, imalat sanayi ihracatının büyümesi, sınıflar arası ekonomik farkın artması, zayıflayan diplomatik ilişkiler ve kayıt dışı ekonominin artması dış ticaret açığını arttırmıştır. 1989 yılında Brezilya, uygulanan serbest piyasa ekonomisi ile ihracat performansını yükseltmiş; 1991 yılından sonra MERCOSUR Gümrük Birliği'nin oluşturulmasıyla Arjantin, Paraguay ve Uruguay ile olan tarife ve tarife dışı engeller kaldırılmıştır. 2006 yılında uluslararası işbirliğini artırmayı hedefleyen Hindistan, Brezilya ve Güney Afrika'nın dahil olduğu IBSA Diyalog Forumu başlatıldı. Bu süreçte Brezilya'nın Güney Afrika ülkeleriyle ticaret hacmi üç katına çıkarken, 2010 yılında Çin Brezilya'nın en büyük ticaret ortağı haline geldi. 2019 yılında ülke ihracatının %30'u Çin'e karşı gerçekleştirilmiştir. İhracat kalemleri soya, demir cevheri ve petrolden oluşmaktadır. 2019 yılında Brezilya'nın ithalatının %20'si Çin'den yapılmıştır. Çin'de üretimin salgın sonrası durma noktasına gelmesi, Brezilya'da Ocak ayı ortası itibariyle Çin'den ithal edilen ürünlerin fiyatlarının %78 oranında azalmasına neden olmuştur.

Brezilya ekonomisinde 2000'li yılların başından itibaren yaşanan tüm olumsuzluklara rağmen 2014 yılı dışında Brezilya'nın dış ticaret dengesi pozitif seyretmiştir. Geleneksel pazarı olan Amerika kıtası ve Avrupa Birliği'nin yanı sıra Afrika, Orta Doğu ve Körfez, Doğu Avrupa ve Asya pazarlarına ihracatını önemli ölçüde artırmaya başlamıştır (Mete ve Bozgeyik, 2018, s. 120). 2019 yılında 224 milyar dolarlık ihracat gerçekleştiren Brezilya'nın ihracat yaptığı başlıca ülkeler; Çin, ABD, Hollanda, Arjantin ve Japonya'dır. Ülkenin 2018 yılında ihraç ettiği başlıca ürünler; soya fasulyesi, ham petrol, demir cevherleri, mısır ve kimyasal odun hamurudur ([http-](http://)28).

2018 yılında yaklaşık 181 milyar dolar olan ithalat, 2019 yılında 177 milyar dolara düşmüştür. İthalat miktarındaki azalışın temel nedenleri arasında Brezilya'da ithalat üzerinden alınan sosyal entegrasyon programı fonu (PIS), sosyal güvenlik finansmanına katkı fonu (COFINS), sanayileşmiş ürün vergisi (IPI) ve katma değer vergisi (ICMS) gibi iç vergiler; ithal edilen pek çok üründen istenen sertifikasyon, yüksek gümrük vergileri sayılabilir. Ayrıca ihracat amaçlı üretim için ithal edilen ürünlerin ithalatı, her türlü vergiden muaftır ve makine-ekipman ithalatında gümrük

vergileri alınmamaktadır (http-19). Brezilya'nın ithalatındaki en önemli ticaret ortakları Çin, ABD, Arjantin, Almanya ve Güney Kore'dir. 2019 yılında ithal ettiği başlıca ürünler de petrol yağları, mobil telefonlar ve fener gemileridir.

Brezilya'da istikrarlı bir kalkınma için ihracata dayalı ekonomik reformların devreye sokulmasına, rüşvetle mücadele politikalarına, güçlü iç talep fazlalığına ve ekonomik faaliyetlerin çeşitliliğine önem verilmiştir. İlerleyen zamanlarda özelleştirmeye hız verilmesi ile yatırımların artacağı ve işgücü piyasasında beklenen iyileşmenin sağlanacağı düşünülmektedir. Brezilya'da 2022 yılına kadar devlet tekelinde olan 130 firmanın özelleştirilmesi planlanmaktadır. Brezilya'da her bir eyaletin yatırımlarını artırması için özel projeler yürüten ve yatırım teşvikleri sunan yatırım ajansları bulunmaktadır. Ayrıca 2003'te kurulan APEX Brasil, yabancı yatırımcılara yatırım imkânları sunarak yardımcı olmakta ve yasal prosedürlerin işgücü teminini kolaylaştırmaktadır.

Tablo 2.14. Brezilya'da doğrudan yabancı yatırımların gelişimi (milyar dolar) (http-3).

Veriler	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Doğrudan Yabancı Yatırımlar	69,2	97,2	74,7	78,2	69,0	70,0
Yurtdışındaki Doğrudan Yatırımlar	-14,9	-26,0	-13,5	-12,8	-4,0	-4,2
Toplam Doğrudan Yabancı Sermaye Stoku	741,4	738,9	568,2	723,0	792,0	862,0
Doğrudan Yabancı Sermaye Stoku (% GSYİH)	30,0	30,1	31,6	40,3	38,6	41,5

Brezilya, 2018 yılında 61 milyar dolar ile doğrudan yabancı yatırım çeken ülkeler arasında 7. sıradadır. 2016-2018 döneminde toplam doğrudan yabancı yatırım miktarı 310 milyar dolar olan Brezilya, 2018 yılında 684 milyar dolarlık toplam yabancı sermaye stoku ile dünyada 12. sıradadır (Uluslararası Yatırımcılar Derneği [YASED], (2018). 2008 yılı sonunda 288 milyar dolardan 2009 Eylül ayında 490 milyar dolara yükselen toplam yabancı yatırım portföyü, 2017 yılı sonunda 1899 milyar dolardan 1404 milyar dolara düşmüştür.

Yabancı ortaklıklara ve girişimcilere yönelik kısıtlamalar Brezilya'ya yapılmak istenen yatırımları engellemektedir. Örneğin, yabancı mühendislik ve inşaat firmalarına eğer Brezilya firmaları, teknik hizmet yerine getirebilecek kapasitede ise kamu ihalelerinde teknik hizmet sağlamalarına izin verilmemektedir. Yabancı firmalar, Brezilyalı firmalarla yerel ortaklık yapmaya zorlanmakta; yöneticilerin yabancı olması

istenmemektedir. Bu tarz kısıtlamalardan dolayı yabancı yatırımcılar ülkeyi terk etmektedirler. 2008 küresel finans krizinin yaşandığı sırada Brezilya ulusal parası Real, %30'luk bir reel değerlenmeye uğramıştır. Döviz piyasasında yaşanan bu gelişmenin, Brezilya'nın cari işlemler dengesini olumsuz etkilememesi için yurtdışından gelen yabancı yatırım talepleri üzerine hisse senetlerinde %2 oranında vergi oranı uygulamasına geçilmiştir. Bu şekilde Tobin Vergisi uygulanmasının nedeni, krize rağmen ülkedeki sermaye akımlarının devam ettirilmek istenmesidir. Tobin Vergisi uygulamasına geçildikten sonra yavaşlaşa da Brezilya'ya yönelik sermaye akımı devam etmiştir. Sermaye akımları özellikle hisse senedi tarafında gerçekleşmiştir.

2.2.2. Bulgaristan ekonomisi

Bulgaristan'ın serbest piyasa şartlarına göre işleyen ve dışa açık bir ekonomisi vardır. 2007 yılında AB'ye tam üye olan Bulgaristan, AB üyeliği koşulları sebebiyle ekonomik yapısında yeni reformları uygulamaya sokmuştur. 2007-2018 döneminde Bulgarların gelirleri AB ortalamasının %41'nden %49'una kadar yükselmiştir. Fakat tüm bu olumlu gelişmelere rağmen Bulgaristan, AB'ye üye ülkeler içerisinde en yoksul ülke olmaya devam etmektedir.

AB'ye üye olduktan sonra Bulgaristan'a AB fonlarından büyük kaynaklar tahsis edilmiştir. Bulgaristan, tahsis edilen kaynakları; diğer üye ülkelere nazaran daha düşük ekonomik gelişim seviyesi, yetersiz altyapısı ve düşük yaşam standardını gidermek için kullanmıştır (T.C. Sofya Büyükelçiliği Ticaret Müşavirliği, 2019). 2014-2018 döneminde Avrupa fonları Bulgaristan ekonomisinde; GSYH'de %4 artış, ihracatta %0,5 artış, ithalatta %9,5 artış, istihdamda %6,7 artış ve enflasyonda %0,9 artış sağlayarak katkıda bulunmuştur. Ayrıca, AB fonlarının kullanımı sayesinde Bulgaristan ekonomisinin gelecek üç yılda %4,4 büyüyeceği tahmin edilmektedir.

Ekonomik büyüme; 2004-2007 döneminde yabancı yatırımlar destekli, 2010-2016 döneminde ihracat destekli ve 2017 sonrasında iç tüketim destekli gerçekleşmiştir. 2017 yılında %3,8 seviyesinde gerçekleşen ekonomik büyüme oranı, 2018 yılında %3,1'e düşmüştür. Ekonomideki büyümenin dış talep miktarındaki azalma, işgücü piyasasındaki düşüş ve müşteri duyarlılığının zayıflaması nedeniyle yavaşladığı düşünülmektedir. Maliye Bakanlığı'nın 2020-2021 dönemine ilişkin orta vadeli bütçe tahminlerinde, 2019 yılında ekonomik büyümenin %3,4 olacağı öngörülmektedir.

GSYH'nin %4,2 oranında daralma yaşadığı 2009 krizinden sonra GSYH, 2014 yılına kadar ortalama %1,1 oranında büyümüştür. 2015-2018 döneminde büyüme oranı yılda ortalama %3,6 seviyesine yükselmiştir. Nitekim 2018 yılında reel GSYH artış oranı, %3,1 ile 55.181 milyar euro olarak gerçekleşmiştir. GSYH büyüme oranının 2019 yılında %3,3, 2020 yılında ise %3,4 olması beklenmektedir. Güçlü iç talep, GSYH'nin büyüme oranı artış hızının beklenilenin altına düşmesini engellemektedir. Ulusal İstatistik Enstitüsü verilerine göre, 2019 yılının ilk çeyreğinde cari fiyatlarla GSYH 12.606 milyon euro olarak gerçekleşmiştir. Kişi başına GSYH ise 1.801 euro olmuştur. Mevsim etkilerinden arındırılmış verilere göre, 2019'un ilk çeyreğinde GSYH yıllık baz da %3,5 oranında büyümüştür. 2018'in son çeyreğine göre ise %1,2 oranında bir büyüme kaydedilmiştir (http-29).

Küresel ölçekte 2019 yılının son aylarında enerji sektöründe oluşan yüksek fiyatlar, gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun artmasına etki etmiştir. 2018 yılında Bulgaristan'da enflasyon oranı %2,7 olmuştur. Ulusal İstatistik Enstitüsü'nün açıkladığı verilere göre Mart 2019'da aylık enflasyon %0,1 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyondaki düşüş, yerli paranın değerini artırırken gösterge faiz oranının düşmesine de etki etmiştir. 2019 yılında yıllık enflasyonun %2 ve 2020 yılında da %1,8 olacağı tahmin edilmektedir.

Ulusal İstatistik Enstitüsü, 2018 yılı işsizlik oranını %5,2 olarak açıklamıştır. Bulgaristan'da 2018 yılında istihdam edilenlerin sayısı %0,08 oranıyla artmış; kişi başına ortalama gelir 777 euro olarak gerçekleşmiştir. İşsizlik oranının 2019 yılında %5'e, 2020 yılında %4,8'e düşeceği tahmin edilmektedir.

Bulgaristan, dış ticaret açığı olan ve dışa çok açık bir ekonomiye sahiptir. Bu nedenle küresel çapta meydana gelen gelişmelere karşı aşırı duyarlıdır. Üretimde AR-GE yetersizliği, yatırım eksikliği ve düşük işgücü verimliliği Bulgaristan'ın dış ticaretini olumsuz etkilemektedir. Dünya ticaretinde Bulgaristan'ın payı %1,8'dir ve dış ticaret hacmi GSYH'nin üzerindedir. 2009-2018 döneminde Bulgaristan'ın ihracatı %141,5, ithalatı %90,6, ticaret hacmi %111,4 oranında artmıştır. Küresel finans krizi sonrasında ihracatın artış oranı, ithalatın artış oranının üzerinde olduğu için dış ticaret açığında %24 oranında bir azalma meydana gelmiştir.

Bulgaristan Merkez Bankası verilerine göre, 2018 yılında ülkenin ihracatı %1,2 oranında artarak 28,2 milyar euro, ithalatı %6,2 artarak 32,2 milyar euro olmuştur. 2019 yılının ilk çeyreğinde de ülke ihracatı yıllık baz da 7.128 milyon euro olarak

gerçekleşmiştir. İhracatın GSYH'ye oranı %51,2, ithalatın GSYH'ye oranı ise %58,3 olmuştur. Dış ticaret hacmi 60,4 milyar euro, dış ticaret dengesi ise -3,9 milyar euro olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılının ilk çeyreğinde dış ticaret dengesi yine negatif olup 670 milyon euro olarak gerçekleşmiştir.

Ülke ihracatında 4,17 milyar euro ihracat değeri ve %14,8'lik payıyla Almanya, Bulgaristan'ın birinci ihracat partneri olmuştur. %8,6'lık payı ve 2,43 milyar euro ihracat değeri ile İtalya ikinci, 2,4 milyar euro ihracat değeri ve %8,5'luk payıyla Romanya üçüncü sırada yer almıştır. Ülkenin ana ihracat destinasyonları olan Almanya, İtalya, Romanya, Yunanistan, Fransa ve Belçika ülkelerine olan ihracat; 2019 yılının ilk çeyreğinde 4.912 milyon euro olan AB'ye ihracatın %67,3'ünü teşkil etmiştir (http-30). Bulgaristan'ın 2018 yılında en çok ihraç ettiği ürünler ise petrol yağları, işlenmemiş bakır alaşımlar ve ilaçlar olmuştur.

Bulgaristan Merkez Bankası verilerine göre, 2018 yılında ülkenin ithalatı yıllık baz da %6,2 artarak yaklaşık 32,2 milyar euro olarak gerçekleşmiştir. AB'den ithalat ise 2018 yılında %6,3 artarak 16.427,2 milyon euro olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılının ilk çeyreğinde ise AB ülkelerinden ithalat %0,3 oranında artmış ve CIF fiyatlarla 5.020 milyon euro olmuştur. Ülke ithalatında 3,59 milyar euro ithalat değeri ile Almanya, Bulgaristan'ın birinci ithalat partneri olmuştur. Almanya 2016 yılından beridir Bulgaristan'ın en önemli ticaret partneridir. Enerji ürünleri ithalatında Rusya'ya bağımlılık nedeniyle 2016 yılına kadar Bulgaristan'ın en büyük ithalat partneri Rusya idi. Fakat 2016 yılından sonra dünya çapında yakıt fiyatlarında yaşanan düşüşler sonrası Rusya, pozisyonunu Almanya'ya devretmiştir. Rusya ile 2018 yılında 3,03 milyar euro, Bulgaristan'ın üçüncü ithalat partneri Çin ile 2,54 milyar euro ithalat yapılmıştır. 2018 yılında ülke ithalatının bileşenlerinden en büyük payı ham petrol, doğalgaz, makina ve cihazlar almıştır.

Bulgaristan'a yönelik yapılan yabancı yatırımlarda 2016'daki %6,6'lık düşüşten sonra iyileşme görülmüştür. 2016'daki %6,6'lık düşüşten sonra 2017'de %3,2, 2018'de ise %6,5'lik bir artış meydana gelmiştir (T.C. Sofya Büyükelçiliği Ticaret Müşavirliği, 2019). Ülkede en çok gayrimenkul, imalat ve finans/sigortacılık sektörüne yatırım yapılmaktadır. Bulgaristan'a 2018 yılında yapılan doğrudan yabancı sermaye yatırımları, 2017 yılına göre %24,6 oranında azalarak 2018 yılında 43 milyar euro olmuştur. 2018 yılında Bulgaristan'a en çok yatırım yapan ülkeler sırasıyla Hollanda, Avusturya, Almanya ve İtalya'dır.

Tablo 2.15. 2016-2018 döneminde Bulgaristan'a en çok yatırım yapan ilk 20 ülke (milyon euro)
(Bulgarian National Bank)

Ülke	2016	2017	2018
Toplam	1 003	2 314	1 744
1 Hollanda	190	1 583	1 265
2 Avusturya	28	-30	5
3 Almanya	290	152	185
4 İtalya	175	93	-57
5 İngiltere	79	-28	-85
6 Yunanistan	58	19	-20
7 Rusya	-45	55	6
8 Kıbrıs	59	57	-67
9 Macaristan	-52	1	588
10 Belçika	77	7	64
11 İsviçre	-74	146	-101
12 Lüksemburg	-32	36	-20
13 Fransa	122	24	46
14 İspanya	-42	-3	16
15 ABD	-31	-136	14
16 Türkiye	65	74	-37
17 İngiliz Virjinya Adaları	-38	-62	1
18 Malta	-27	130	-20
19 İrlanda	30	3	-63
20 Çek Cumhuriyeti	22	49	-90
İlk 20 Toplamı	855	2 167	1 628

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları ve ekonomi uzmanlarının bazı değerlendirmelerine göre nitelikli işgücü yetersizliği, yolsuzluk, siyasi istikrarsızlık, kısıtlı AR-GE faaliyetleri, kötü altyapı, ağır çalışan yargı sistemi, verimsiz kamu hizmetleri, finansman sıkıntısı ve devlet politikalarında şeffaflığın bulunmaması, yabancı yatırımcıların Bulgaristan'ı tercih etmemesinin en önemli nedenlerini teşkil etmektedir.

Bulgaristan Merkez Bankası'nın açıkladığı son verilere göre, 2019 yılının ilk çeyreğinde ülkeye yapılan yabancı sermaye yatırımları negatif olup 254,4 milyon euro düzeyinde gerçekleşmiştir. Ancak söz konusu negatif rakam sermaye çıkışından ziyade DSK Bankası'nın 29 Ocak 2019 tarihinde Societe Generale Expressbank'ı satın almasından kaynaklanmaktadır. Satış işlemi sonrası Fransız Societe Generale Expressbank'a yaklaşık 600 milyon euro büyüklüğünde bir sermaye aktarımı gerçekleştirilmiştir. Bulgaristan'ın yabancı portföy yatırımları, Eylül 2014'te tüm zamanların en yüksek seviyesi 1.859 milyar dolara ve Mart 2019'da -932.378 milyon dolar ile en düşük seviyesine ulaşmıştır. Aralık 2019 tarihinde ise ülkeye ait yabancı portföy yatırımları bir önceki çeyreğe göre %8,8 oranında azalış kaydederek 54.503 milyon dolara düştüğü açıklanmıştır.

Bulgaristan'a yönelik yatırım miktarının artırılabilmesi için her ne kadar minimum 50 kişiye istihdam yaratan yatırım projelerinde donanım ithalatında iki yıl süreyle KDV muafiyeti sağlanması, yeni istihdam edilen personel için işveren tarafından ödenen sigorta primlerinin en fazla iki yıl süreyle iade edilmesi gibi destek paketleri açıklansa da Bulgaristan, AB'ye üye ülkeler arasında en az yabancı yatırımcıların ilgisini çeken ülkelerden biri olmaktan kurtulamamıştır. Bu sorunun çözümü için finans sektöründe denetim güçlendirilmeli, banka aktifleri gerçekçi bir şekilde değerlendirilmeli, para aklama ile etkin bir şekilde mücadele edilerek yolsuzluğun önüne geçilmeli, ülkenin turizm potansiyeli kullanılmalı, işgücü niteliği artırılmalı ve enerji altyapısına yönelik iyileştirme çalışmaları yapılmalıdır.

2.2.3. Çin Halk Cumhuriyeti ekonomisi

Çin'de 1978 yılından önce merkezi planlı ekonomi uygulanıyordu. Bu dönemde Çin ekonomisinin hükümet tarafından idare edilmesi, rekabetin sınırlı olması, aşırı derecede fiyatların ve üretimlerin hükümetin kontrolünde olması ekonomide verimsizliğe neden oldu. Çin Halk Cumhuriyeti'nin yaşam standartları gelişmekte olan birçok ülkenin gerisinde kaldı.

2018 yılında bile dünyanın ikinci büyük ekonomisi olmuş olan Çin, 1978 yılında başlatılan reformlarla birlikte Sovyet tarzı ekonomi politikalarını değiştirerek serbest piyasa ekonomisine geçiş sürecinde ekonomik anlamda hızlı bir gelişme gösterdi. 1978 yılında uygulanan açık kapı politikası ile Çin, dünyanın en kapalı ekonomilerinden biriyken minimum maliyet ile en açık ekonomisine dönüşmeyi başardı. Çin'in dış ticarete devlet tekeli ve otarşik politikayı terk etmesi, yerel para birimi Yuan'ın devalüe edilmesi, rekabetin yeni ekonomik reformlarla hızlandırılması, dış pazarlara erişiminin kolaylaşabilmesi için Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ)'ne üyeliği; Çin'in dünya ekonomisi ile bütünleşme de attığı önemli adımlardır.

Çin'in 1986 yılında başlayan ve 2001 yılında sonuçlanan DTÖ'ye üyeliği sonucunda bir takım yeniliklere imza atılmıştır. Bunlardan ilki, Çin'in üyelik sonrasında tarife dışı engellere ve kotalara derhal son vermesidir. İkincisi, gümrük tarifelerinin sanayi mallarında %8,9 düzeyine çekilirken tarım ürünlerinde %15 düzeyine çekilmesidir. Buna ilaveten üretimde belirli oranda yerli girdi kullanımının zorunlu kılınması, performansına dayalı uygulamaların artırılması ve haksız rekabet unsuru olarak görülmesi nedeniyle bazı firmalara tanınan ayrıcalıklara son verilmesi diğer

önemli gelişmelerdir (Aynagöz ve Çakmak, 2008, s. 253). Bu gelişmeler sonucunda Çin'in uluslararası piyasalarda güvenilirliği artmış, ihracat ve ithalat düzeyinde her yıl %20 oranında artış kaydedilmiştir.

Çin'in DTÖ'ye üyeliği dışında yükselmesine etki eden başka faktörler de vardır. Bunlardan biri de Çin'in ulusal tasarruf oranlarını hızla arttırmasıdır. Ulusal tasarruf düzeyindeki bu artışın temelinde gelir ve üretim üzerine konulan vergilerdeki artış, o dönemde sosyal güvenlik sisteminin bulunmaması, hane halkı gelirlerinin üç kat artmasına rağmen tüketim harcamalarının aynı düzeyde artmaması ve finansal anlamda kontrollerin artması yatmaktadır. Ulusal tasarruf oranlarındaki artış, ekonomik büyümeyi beraberinde getirmiştir. 2010 yılında ülkenin %10,6 olan büyüme oranı, 2014 yılında %7,2 düzeyine, 2018 yılında %6,6 düzeyine inmiştir. 2019 yılında ise büyüme oranı %6,1 olmuştur.

Covid-19 salgınının dünya ekonomisine zararı ilk olarak salgının başladığı Çin'de görülmeye başlandı. Çin ekonomisinin 2020 yılının ilk çeyreğinde %4,5 oranında büyümesi beklenirken %6,8 oranında küçüldü. Dünyadaki büyümenin 1/3'ünü sağladığı için Çin ekonomisindeki daralma, dünya ekonomisinin de fazlasıyla etkilenmesine neden olmuştur. Çin'de ekonomik büyüme hızı hiçbir zaman istikrarlı olmamıştır. Tüketim eğilimi sürekli artmakta, fiyatlar yükselmekte, yapılan yabancı yatırımlar ve kişi başına düşen milli gelir artmaktadır. Cari fiyatlara göre 2019 yılında kişi başına düşen milli gelir 10,1 bin dolar olmuştur. Kişi başına düşen milli gelirin büyümesine bağlı olarak yoksulluk oranı azalmasına karşın gelir dağılımı eşitsizliği artmıştır. 2018 yılında %2,1 olan tüketici fiyatlarına göre yıllık ortalama enflasyon oranı, 2019 yılında %2,9 olmuştur. 2020 yılı ilk çeyrekte ise bu oran %5,2'ye yükselmiştir. Covid-19 salgınıyla birlikte ülke ekonomisinde düşük enflasyon için bütün şartlar var olmasına rağmen gıda fiyatlarındaki artıştan dolayı enflasyondaki gerileme sınırlı düzeyde kalmıştır. Ülkede işsiz sayısının toplam işgücüne oranı 2018 yılında %5 iken 2019 yılında %5,2 olmuştur. Fakat Covid-19 salgınına bağlı olarak 2020 yılı Ocak-Şubat döneminde 5 milyon kişi işini kaybetmiştir (http-31). Covid-19 salgınının başlamasıyla birlikte Çin ekonomisi deflasyon riski ile karşı karşıya kalmıştır. Çin'in devamlı olarak para arzını arttırması, finansal şartları gevşetmesi Yuan'ı hak ettiği seviyeden daha ucuza alınıp-satılmasını sağlamıştır. Bu durum da, Çin ekonomisi üzerinde artan borç yükü sorununa neden olmuştur.

Çin ekonomisi, 1978 yılında başlayan açık kapı politikasıyla birlikte dış açılmaya başlamış ve artan yabancı yatırımların da etkisiyle ihracat odaklı büyüme stratejisi izlemiştir. 1994 yılından beridir ayarlanabilir sabit döviz kuru sistemini uygulayan Çin, resmi parası Ren Min Bi'nin (RMB, Birimi Yuan) değerini düşük tutarak dış ticarete avantaj sağlamaya çalışmaktadır. Yuan'ın ABD doları ve diğer para birimlerine göre uluslararası piyasalarda aşağıya doğru düşmesi ile birlikte ticaret hacmi arttırılmaya çalışılmıştır. 2001'de Çin'in DTÖ'ye üye olması, Çin hükümetinin yabancı yatırımcılara sağladığı teşvikler ve Çin'deki ucuz işgücü sayesinde dış ticaret hacminde artış kaydedilmiştir. İthalat ve ihracat sağlıklı bir hızda büyüyerek ticaretin GSYH içindeki payı, istikrarlı bir şekilde artarken 1996-2001 döneminde yavaşladı. Yavaşlamada dış olaylar (örneğin Asya Mali Krizi gibi), 1994 ve 1997 yılları arasında RMB'nin %30 reel değer kazanması ve bu dönemde ticaretin serbestleştirilmesinde önemli ölçüde ilerleme görülmemesi etkili oldu (Ertekin, 2017, s. 237).

2017 yılı verilerine göre, 443 milyar dolar dış ticaret fazlası vererek dünyanın en fazla dış ticaret fazlası veren ülkesi olan Çin'in bu rakamı 2018 yılında azalmıştır (Uysal, 2020:244). Çin'in 2020 Mart ayı dış ticareti 2019 Mart ayına göre %4 oranında düşerek 350,4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu veri 2019 Mart ayında 365,7 milyar dolardı. 2020 yılı Ocak-Mart dönemini kapsayan ülke dış ticaret hacmi ise %8,4 (1,02 trilyon dolardan 943,2 milyar dolara gerilemiştir) oranında azalmıştır.

2018 yılında 2,49 trilyon dolarlık ihracatla dünyada 1. sırada olan ülkenin ihracat yaptığı başlıca ülkeler; %19,2 pay ile ABD, %12,1 pay ile Hong Kong ve %5,9 pay ile Japonya olmuştur. Ülkenin 2018 yılında ihraç ettiği başlıca ürünler ise telefon cihazları, otomatik bilgi işlem makineleri ve elektronik entegre devrelerdir. Çin'in 2020 Mart ayı ihracatı, 2019 Mart ayına göre %6,6 oranında düşerek 185,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

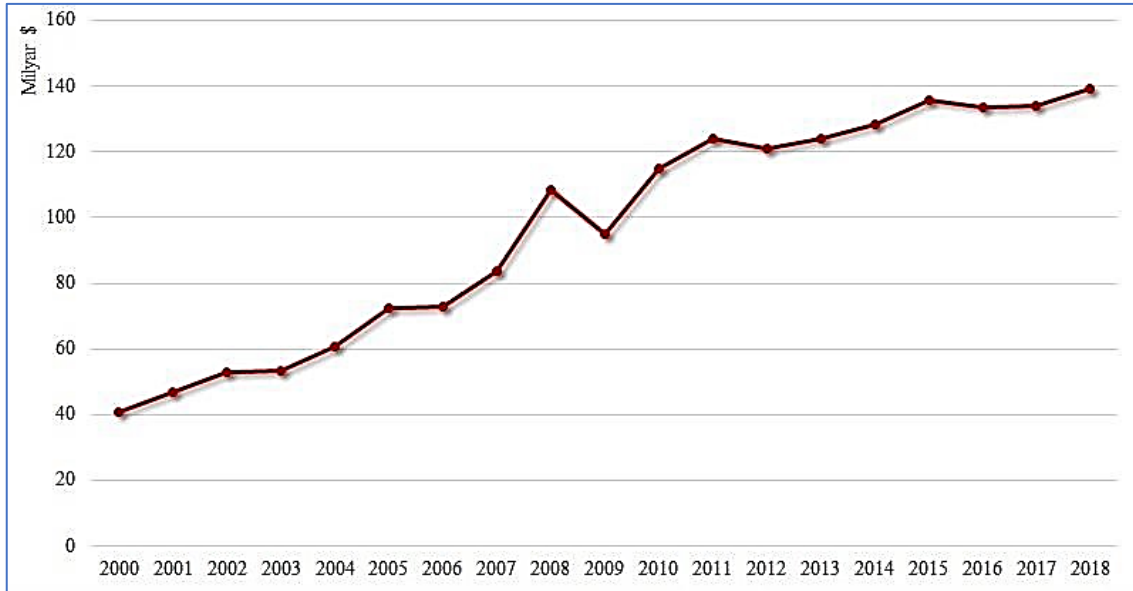
2018 yılında 2,13 trilyon dolarlık ithalatla dünya ithalatında 2. sırada olan ülkenin ithalat yaptığı başlıca ülkeler; %9,6 pay ile Güney Kore, %8,4 pay ile Japonya ve %8,3 pay ile Tayvan olmuştur. 2018 yılında ithal ettiği başlıca ürünler ise elektronik entegre devreler, ham petrol, demir cevherleri ve konsantreleridir. Ülkenin Mart ayı ithalatı, 2019 Mart ayına göre %0,9 oranında düşerek 165,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2019 Mart ayında ise 167 milyar dolar düzeyindeydi. Çin'in Ocak-Mart dönemini kapsayan üç aylık ihracatı %13,3 (551,4 milyar dolardan 478,2 milyar dolara

gerilemiştir) ; ithalatı %2,9 (476,6 milyar dolardan 465 milyar dolara gerilemiştir) olarak gerçekleşmiştir.

1995 yılından itibaren Çin'e yapılan yatırımlarda büyük oranda artış kaydedilmiştir. Çin'in dünya ekonomisinde Asya ejderhası haline dönüşmesinin nedenleri; Serbest Bölgeleri'nin kurulması, Çin pazarının büyüklüğü, tüketici sayısının bolluğu, altyapıdaki iyileşmeler, birçok teşvik uygulamasının hayata geçirilmesi, zarar gören KİT'lerin özelleştirilmesi, DTÖ'ye üyelik, yüksek büyüme hızı ve ucuz işgücü olarak sıralanabilir.

Tablo 2.16. Çin'de doğrudan yabancı yatırımlar (milyon ABD doları)

Veriler	2005-2007 (ortalama)	2015	2016	2017	2018
Ülkeye Giren DYY	76.214	135.610	133.710	134.063	139.043
Ülkeye Giren DYY (Gayrisafi Sabit Sermaye Yatırımlarındaki Payı, %)	6,7		2,8	2,6	2,4
Ülkeden Çıkan DYY (Gayrisafi Sabit Sermaye Yatırımlarındaki Payı, %)	1,7		4,1	3,1	2,3
Ülkeden Çıkan DYY	18.800	145.667	196.149	158.290	129.830



Şekil 2.4. Çin'in doğrudan yabancı yatırım dinamikleri (2000-2018) (http-32).

Tablo 2.17. Çin’de 2000-2018 dönemi portföy yatırımları (milyar dolar) (<http-33>).

Yıllar	Portföy Yatırımları (net)
2000	3,990
2001	19,405
2002	10,342
2003	-11,437
2004	-19,743
2005	4,709
2006	68,416
2007	-16,442
2008	-34,852
2009	-27,087
2010	-24,038
2011	-19,639
2012	-47,779
2013	-52,891
2014	-82,429
2015	66,470
2016	52,270
2017	-29,497
2018	-106,698

Asya Krizi nedeniyle 1997 yılında 44,23 milyon dolar seviyesine ulaşan doğrudan yabancı yatırımlar 1998-1999 döneminde düşüş göstermiştir. Daha sonra 2001 yılında Çin’in DTÖ’ye üyeliğiyle birlikte tekrar yükselişe geçerek 44,24 milyar dolara, 2005 yılında da yaklaşık 104,1 milyar dolara ulaştığı görülmektedir. 2012 yılından itibaren Çin’de işçi ücretlerinin eskisi gibi düşük olmadığı ve gelişmiş ülkelere yönelik ihracat payı azaldığı için doğrudan yabancı yatırım girişi, 2010-2015 döneminde GSYH’nin %2,7’sine gerilemiştir. 2016 yılında Çin hem yurtdışında en çok yatırım yapan hem de kendi ülkesine en fazla yatırım çekebilen ülke konumuna gelmiştir (Timurtaş, 2018, s. 65). 2015-2017 yılları arasında ise dünyadan en fazla doğrudan yabancı yatırım çekebilen ülke konumunda olmuştur. Çin 2018 yılında 139 milyar dolar ile doğrudan yabancı yatırım çeken ülkeler arasında dünyada 2., 2 trilyon dolarlık toplam yabancı sermaye stoku ile de 5. sırada yerini almıştır (T.C. Ticaret Bakanlığı, 2019).

Covid-19 salgınının Çin’in Hubei eyaletinin yönetim merkezi ve en büyük şehri olan Wuhan kentinde patlak vermesiyle Çin’e yapılan doğrudan yabancı yatırım miktarı, 2020 yılının ilk çeyreğinde %10,8 düşüşle 31,2 milyar dolara gerilemiştir. Salgınla birlikte işsizliğin, yolsuzluğun ve rüşvetin artışı, zayıf bankacılık sistemi, gelir

dağılımında eşitsizlik, ABD başta olmak üzere dış ilişkilerde yaşadığı sorunlar, devlet yapısının katı tutumu gibi zorluklarla karşı karşıya kalmıştır. Çin ekonomisinin yeniden toparlanabilmesi için kaynakların başta imalat ihracatına dayalı büyüme anlayışından ziyade yurtiçi tüketim odaklı büyüme anlayışına kayması, alışlagelmiş düşünce yapısını kırmak amacıyla taklit yoluyla niteliksiz ürün üretiminden vazgeçilerek taklitten bağımsız inovasyona geçilmesi, sürekli sanayi alanında gelişimin gölgesinde kalan tarım sektörüne daha çok önem verilmesi, yükselen işgücü maliyetlerine uyum sağlayabilecek yeni reformlar geliştirilmesi, eskisi gibi yüksek oranda yatırım yapılan ülke olabilmek için kaynak diplomasisine ABD, Hong Kong, Singapur, Güney Kore, Tayvan ülkeleri dışında Orta Doğu ve Afrika'da yer alan ülkeleri de ekleyerek diplomasisini genişletmesi, ithalat tarife oranlarının düşürülmesi gibi yaratıcı katılım politikalarına ihtiyaç vardır.

2.2.4. Kuzey Makedonya Cumhuriyeti ekonomisi

Kuzey Makedonya 1991 yılında bağımsızlığını kazanmıştır. Bağımsızlığını kazanmasıyla birlikte serbest piyasa ekonomisine geçiş süreci başlamıştır. Bu süreçte oldukça yol almıştır fakat diğer Balkan ülkelerine kıyasla yabancı yatırımları çekme hususunda geri kalmıştır. Çok ağır işleyen bürokratik uygulamalarda şeffaflığın olmaması, iç politik krizler, güven duyulmayan yargı sistemi, sık değişen mevzuatlar, ekonomik krizler, çalışma ve oturma izinlerinde yaşanan sıkıntılar yabancı yatırımcıların Kuzey Makedonya Cumhuriyeti'ne yönelik ilgisini sınırlı kılmaktadır.

Kuzey Makedonya Cumhuriyeti genel olarak tarıma dayalı bir ekonomiye dayanan ülkedir. Tarım sektörü GSYH'nin %10'unu oluşturmaktadır. 2018 yılında sabit fiyatlara göre 12,7 milyar dolar olan GSYH 2019 yılında 12,3 milyar dolar olmuştur. Ülkede en önemli sorunlardan biri olan işsizlik 2008 yılından itibaren %20-%25 bandında gezmekle birlikte; GSYH'nin geniş bir kısmını oluşturan ve resmi istatistiklerde yer almayan, ülkede GSYH'ye %20-%45 arasında katkı sağlayan gri pazar yüzünden işsizlik oranının daha düşük olduğu tahmin edilmektedir. İşsizlik oranı 2018 yılında %22,4, 2019 yılında %19,8 olarak açıklanmıştır. Cari fiyatlara göre 2018 yılında ülkede kişi başına düşen milli gelir ise 6.100 dolar olmuştur ([http-8](http://8)).

Kuzey Makedonya ekonomisi Avrupa'ya bağımlıdır. Bu nedenle ekonomi, euro bölgesinde uzun süredir devam eden durumdan olumsuz olarak etkilenmektedir. 2018

yılında ekonomik büyüme %2,7, 2019 yılında %3,2 olmuştur. Ortalama enflasyon oranı ise 2018 yılında yaklaşık %1.5, 2019 yılında da %-0,1 olarak gerçekleşmiştir (http-34).

Kuzey Makedonya ekonomisi hem ihracat hem de yatırım kaynakları bakımından AB'ye bağımlıdır. Özellikle Yunanistan, Kuzey Makedonya'nın en önemli dış ticaret ortaklarından biridir. Ülke piyasasında özel sermaye hâkimdir. Hatta Kuzey Makedonya Cumhuriyeti kanunlarına göre devlet sermayeli şirketlerin özelleştirilmesinde, yerli ve yabancı yatırımcılar eşit fırsatlara sahiptir. Yunanistan, Kuzey Makedonya'da 1990'lı yıllardan beridir gerçekleştirilen özelleştirmeler sırasında yapılan satın almalar nedeniyle yaklaşık 1 milyar euronun üzerinde olduğu tahmin edilen yatırım tutarı ile Kuzey Makedonya'ya en çok yatırım yapan ülkeler arasında yerini almıştır. Yunanistan ile yaşanan isim sorunu da 2018 yılı Haziran ayında Makedonya'nın resmi adının "Kuzey Makedonya Cumhuriyeti" olarak değiştirilmesi ile çözüme kavuşmuştur. Böylece Kuzey Makedonya Cumhuriyeti'nin NATO ve AB üyeliği önündeki en büyük engellerden biri olan isim krizi çözümlenmiş; bölgesel güvenliği dikkate alan yabancı yatırımcılar için önemli bir engel atlatılmıştır.

Tablo 2.18. Kuzey Makedonya Cumhuriyeti'nde doğrudan yabancı yatırımların stoku (milyon euro) (Aliyi, 2019).

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1 İngiltere	5,3	5,9	4,2	30,2	19,0	12,7	23,1	27,7	26,4	53,4	80,6	114,8	76,7	102,5	48,1	39,0	111,6	141,5	134,9	519,4	531,6	739,6
2 Avusturya	17,6	30,1	39,5	33,0	36,8	37,7	42,8	62,3	57,7	219,4	238,3	334,6	362,6	341,5	365,0	396,8	484,3	516,3	524,9	567,5	636,7	687,1
3 Yunanistan	9,7	12,8	20,5	105,3	174,2	213,0	223,0	264,1	279,2	320,4	387,1	450,7	380,3	431,2	442,9	436,2	433,5	429,2	477,3	463,4	473,9	488,3
4 Hollanda	1,4	4,6	10,2	14,7	15,6	61,1	69,7	103,2	213,3	212,0	431,3	435,6	523,6	550,4	740,4	783,0	815,1	869,7	960,0	423,3	375,3	426,1
5 Slovenya	16,4	21,2	43,7	56,2	58,8	66,4	84,7	101,8	106,8	126,7	165,8	262,8	391,2	366,6	380,3	348,8	396,7	387,6	375,0	374,5	323,9	362,9
6 Almanya	9,3	14,1	15,9	50,2	54,6	52,5	57,3	70,6	64,1	64,1	85,9	66,2	62,0	71,3	86,3	83,5	111,3	154,5	190,7	248,2	273,0	320,8
7 Türkiye	0,7	1,1	14,2	16,1	16,2	18,0	18,9	26,5	25,1	27,7	34,9	43,0	49,7	48,3	117,2	145,3	168,1	192,1	214,6	247,8	252,3	283,9
8 Macaristan	0,0	0,0	0,0	300,6	300,1	313,4	354,4	350,0	350,4	421,3	410,6	388,7	346,9	346,6	346,4	324,6	227,3	226,5	209,5	213,5	213,8	213,8
9 İsviçre	32,1	40,8	45,8	61,5	79,2	85,2	101,9	143,9	164,2	150,8	166,8	200,7	202,1	149,8	124,2	88,5	72,0	173,8	152,1	179,6	184,4	176,3
10 Bulgaristan	2,6	3,4	2,9	3,5	6,6	11,7	23,3	24,3	27,4	42,8	62,5	86,5	92,3	117,3	120,3	142,8	138,9	116,6	130,3	148,0	150,4	163,1
	141,2	270,4	359,9	580,1	1.039,2	1.160,7	1.292,1	1.610,2	1.769,0	2.098,6	2.545,2	2.968,8	3.141,4	3.256,0	3.615,1	3.685,5	3.980,0	4.013,6	4.400,1	3.381,4	3.415,0	5.307,0

Kuzey Makedonya Cumhuriyeti, yatırımları çekmek için yabancı yatırımcıların ortaklarla aynı haklardan yararlanabilmelerini sağlayıcı aktif adımlar atmaktadır. Özellikle yatırımları teşvik etmek amacıyla vergi oranlarına ilişkin yeni uygulamalar yatırımcılara sunulmuştur. Kuzey Makedonya, Avrupa'da en düşük vergi oranına sahip ülkelerden biridir. Ülkede uygulanan kurumlar ve gelir vergisi oranı %10'dur. Katma değer vergisinin (KDV) genel uygulama oranı %18 olup; gıda ürünleri, kamu tarafından sağlanan şebeke suyu, kitap, gazete ve dergi gibi yayım-basım ürünleri, güneş enerjisi kolektörleri, ulaşım, bilgisayar donanım ve yazılımda ise %5'lik

KDV alınmaktadır (http-35). 2015-2017 döneminde toplam doğrudan yabancı yatırım miktarı 15,3 milyar dolar olan Kuzey Makedonya'ya, 2018 yılında yapılan net doğrudan yabancı yatırım miktarı 706,9 milyon dolar olmuştur (http-36). Kuzey Makedonya portföy yatırımları ise Aralık 2019'da bir önceki çeyreğe göre 35.245 milyon dolar düşüşle 77.469 milyon dolar olarak güncellenmiştir. Ülkeye ait portföy yatırımları 678.385 milyon dolar ile en yüksek Eylül 2014 tarihinde, -169.298 milyon dolar ile en düşük Mart 2013'te kaydedilmiştir (http-37). Hollanda, Avusturya ve Slovenya ülkeye yatırım yapan ülkeler arasında ilk üç sırada yer almaktadır.

Kuzey Makedonya'da 11 adet ülkedeki ekonomik gelişiminin hızlandırılmasını ve ülkeye yabancı yatırımcı çekilmesini sağlayan serbest bölgeler (özel ekonomik bölgeler) tasarlanmıştır. Teknolojik Sanayi Geliştirme Bölgesi olarak adlandırılan Makedonya serbest bölgelerindeki yatırımcılar hammadde, makineler ve parçaları için KDV ve gümrük vergilerinden; 10 yıl boyunca da kazanç ve kişisel gelir vergilerinden muaf tutulmaktadırlar. Ayrıca serbest bölgelerde yatırım yapan firmalar, altyapı hizmetlerinin sağlanmasına yönelik herhangi bir masraf üstlenmemekte ve altyapı vergilerinden de muaf tutulmaktadırlar. Serbest bölgedeki araziler uzun dönemli kiralama imkânıyla yatırımcılara sunulmaktadır. Her ne kadar yatırımcıları teşvik eden reformlar gerçekleştirilse de yabancı yatırımcıları çekmekte ülke içinde yaşanan iç krizler nedeniyle başarılı olunamamaktadır.

Kuzey Makedonya sürekli dış ticaret açığı veren bir ülkedir. En fazla ihracat yaptığı ülkeler Almanya, Sırbistan ve Bulgaristan'dır. İhracatının büyük kısmını kimyevi maddeler, sanayi hammaddeleri ve makine parçaları oluşturmaktadır. Almanya, İngiltere ve Yunanistan ise ülke ithalatında ilk sıralarda yer almaktadır. Almanya, Kuzey Makedonya'nın en önemli ticaret ortağıdır. Kuzey Makedonya'nın başlıca ithal ettiği ürünler; petrol ve türevleri, metaller, demir-çelik, otomobil ve diğer karayolu taşıtlarıdır.

Kuzey Makedonya'nın diğer Balkan ülkeleriyle kıyaslandığında gelişmiş bir altyapıya sahip olduğu görülmekle birlikte, ülke ekonomisinin hemen hemen her alanda geliştirilmesi, ağır işleyen yargı sisteminde hakim olan iş kültürünün hızlandırılması ve ticarete Avrupa'ya bağımlılığın önüne geçebilmek adına özelleştirme yerine üretken kamu harcamalarıyla planlı maliye politikaları güdülerek mali hedeflere ulaşılmaya çalışılmalıdır.

2.2.5. Meksika ekonomisi

Meksika, 2018 yılı itibariyle 194 ülke arasında dünyanın en büyük 15. ekonomisine sahip olan ülkedir. 1980’li yıllarda piyasa ekonomisine geçiş ve 1994 yılında Kuzey Amerika Serbest Ticaret Antlaşması (NAFTA)’nın imzalanması ile Meksika; Çin, Brezilya, Rusya ve Hindistan’dan sonra dünyanın 5. büyük “gelişmekte olan pazarı” haline geldi. NAFTA’nın imzalanması ile ekonomik büyüme oranı 2000 yılına kadar ortalama %5 oranında ivme kazanmıştır. Meksika pesosunun değer kazanması ve 2001’de ABD ekonomisinin yavaşlaması, ihracata dayalı büyüme dinamizmine son vermiştir (Moreno-Brid vd., 2005, s. 11). 2001-2006 döneminde ekonomik büyüme hızı düşmüştür. ABD’de başlayan kriz, uyuşturucu kartellerinin neden olduğu şiddet olayları ve Meksika’dan dünyaya yayılan H1N1 virüsü ülke ekonomisinin resesyona girmesine sebep olmuştur ve 2009 yılında ülke ekonomisi %6,5 oranında küçülmüştür. H1N1 virüsünün ülke ekonomisine zararı ise yaklaşık 2 milyar dolar olmuştur. 2008 krizinden sonra ülke ekonomisinde daralma yaşanmasının temel sebebi, Meksika’nın ihracatının büyük bir kısmını ABD’ye yapması ve ABD’de ikamet eden çok sayıda Meksikalı vatandaşın Meksika’ya gönderdiği işçi dövizlerinin miktarının azalmasıdır.

2019 yılında 6,4 milyar varil ham petrol rezervine sahip Meksika’da petrolün ülke ekonomisindeki payı azalmakla birlikte petrol gelirleri, ihracat gelirlerinin %10’unu ve kamu gelirlerinin üçte birini oluşturmaktadır. Hatta kamuya ait olan petrol şirketi Pemex, dünyanın 7. büyük petrol şirketidir. Son zamanlarda petrol fiyatlarındaki düşüş ihracatın yanı sıra kamu maliyesini de olumsuz etkilemiştir. Bütçenin büyük kısmını oluşturan petrol gelirleri fiyatlar düştüğü için mali kısıtlamalara sebep olmuştur. Enerji sektöründe yapılan reformlar sonrası petrol fiyatlarının ve üretiminin azalması nedeniyle Meksika ekonomisi 2014 yılında %2.1, 2015 yılında ise %2.3 oranında büyümüştür. 2017-2020 döneminde ülke ekonomisinin yaklaşık %3.7 oranında büyüyeceği tahmin edilirken, 2019 yılında %0.1 oranında küçülmüş olup; Covid-19 salgını nedeniyle 2020 yılı büyüme tahminleri yerini %4-%10 arasında küçülmeye bırakmıştır. ABD’deki olumsuz ekonomik gidişatın, dış ticaretinin yaklaşık %80’ini ABD ile gerçekleştiren Meksika’da ciddi boyutlarda pazar daralmasına sebep olacağı düşünülmektedir.

2001-2018 dönemi boyunca en yüksek işsizlik seviyesi (%5,4), küresel krizin etkisiyle 2009 yılında görülmüştür. 2018 yılına gelindiğinde ülke işsiz sayısının toplam

işgücüne oranı %3,4 olmuştur. Ayrıca, cari fiyatlara göre Meksika 2018 yılında 9.807 dolarlık kiři başına dūřen milli gelir ile dūnyada 71. sırada yer almaktadır ([http-8](http://8)). 2018 yılında %4,9 olan tūketici fiyatlarındaki yıllık ortalama enflasyon oranının 2019 yılında %3,8 olacağı tahmin edilmektedir. Meksika'nın 2008 kūresel finans krizinden itibaren uygulamaya koyduğu genişletici para ve maliye politikaları brüt borç stokunu yıllar itibariyle arttırmıştır. 2018 yılında %-1,8 olacağı tahmin edilen cari ōdemeler dengesinin GSYH'ye oranı ise 2019 yılında yaklaşık %-1,7 olmuştur.

Cari dengenin korunmasında en etkili unsurlar, ekonominin %30'unu oluşturan turizm gelirleriyle ABD'de çalışan Meksikalı gōçmenlerin gōnderdiđi dōvizlerdir. Nitekim ABD'de yaşayan yaklaşık 36 milyon Meksikalı, ABD standartlarına göre çok dūřuk; ancak Meksika'da kazanacaklarından 7 kat daha fazla kazanmaktadır ve bu kazançlarının dōrtte birini ōlkelerine gōndermektedir. Bu birikimler Meksika ekonomisi için ōnemli bir avantajdır. Ancak bu durum, ABD'deki olumsuz ekonomik gelişmelerden Meksika'nın etkilenmesine neden olmaktadır.

Kūresel ekonomik krizle birlikte Meksika'da yaşanan likidite yetersizliği durumu yabancı sermaye girişinde dūřuře neden olmuştur. ABD'de ihracat olanaklarının daralması, Meksika'da otomotiv, inşaat ve turizm sektōrlerini etkilemiştir. ABD otomotiv endūstrisinde yaşanan olumlu gelişmeler sonrasında ABD'nin ōretiminin bir kısmını maliyet bakımından daha avantajlı olan Meksika'ya kaydırması, ABD'ye ihracat yapma amacıyla Çinli firmaların Meksika'da fabrika kurmaları, Çin'den daha dūřuk taşıma ve ōretim maliyetleri sebebiyle birçok firmanın Meksika'da ōretim yapmayı tercih etmek istemesi, Çin'in Meksika'da ōretimini gerçekleştirmesiyle "Made in China" etiketinin yarattığı kōtū algının aşılabileceğini dūřünmesi, Meksika'nın yatırım kaynağını arttıran sebeplerdir.

NAFTA ūyeliđi ve ōzelleřtirme politikaları nedeniyle Meksika'ya son zamanlarda yapılan yatırım miktarı artmıřtır. 1 Ocak 1994 tarihinde yōrūrlūge giren NAFTA'nın bařlıca hedefleri; ticari engelleri ortadan kaldırmak, çalıřma kořullarının iyileřtirilmesi için iřbirliđi yapmak ve ōretilen mal ve hizmetler için güvenli bir pazar yaratmaktı. NAFTA'yı destekleyenler için ABD'nin ōretim tesislerini daha dūřuk maliyetli yerlere dođru çekme dūřūncesi, 1980 Krizi'nden beridir dođrudan yabancı yatırımcı çekme konusunda zorlanan Meksika için umut ıřıđı olmuřtu (Alvarado, 2008, s. 84). Asya ve Avrupa'ya rakip olabileceđi dūřūnūlen NAFTA pazarı, Meksika'ya ABD ūrūnleri ve hizmetlerine eriřim garantisi sađlayabilecek (Mestral, 2011, s. 651) ve aynı zamanda

kendi üreticilerine daha fazla potansiyel alıcı sunabilecekti. Fakat Meksika'daki çiftçiler, anlaşmanın Meksika ekonomisini ABD'ye daha bağımlı hale getireceğini ifade ediyorlardı. Çünkü anlaşmadan önce küçük arazilerin mülkiyeti çiftçilere devrediliyor ve tarımsal faaliyetler için onlara sübvansiyon sağlanıyordu. Ancak anlaşma ile ABD'li ve Kanadalı firmalar tarafından bu arazilerin satın alınması ve işletilmesi kolaylaşacak ve bu durum çiftçilerin geçim kaynağını tehlikeye sokabilecekti (Oğuz, Atvur ve İzol, 2019, s. 448). ABD Başkanı Trump'ın NAFTA'yı "tarihteki en kötü ticaret anlaşması" olarak nitelendirmesi ve anlaşmanın iptalinin teklifinde bulunması sonucu Kasım 2018 tarihinde; otomobil sektörüne, süt ürünlerine, fikri mülkiyet haklarına ve geçerlilik süresine ilişkin anlaşma revize edilerek dört başlıkta NAFTA'dan farklılaşan ABD-Meksika-Kanada Anlaşması (USMCA) imzalanmıştır. Ayrıca, Donald Trump Meksikalılara yönelik sıfır tolerans politikasını uygulamaya koymuştur. Bu uygulama ile yasa dışı yollarla Meksika'dan ABD'ye göç sorunu halledilememiş fakat göçmenlere karşı politikalar katılmıştır. Ancak her ne olursa olsun Meksika, ABD için ucuz işgücü kaynağı olmaya devam etmektedir.

Meksika'dan ABD'ye göç sorunu; 1965 yılında ABD'nin fason imalatla düşük maliyetli üretim malları üreterek, üçüncü dünya ülkelerinde pazar gücünü arttırabilmek için Meksika'nın yabancı sermaye girişini hızlandırarak nitelikli insan gücüne ulaşip teknoloji gelişimini sağlaması amacıyla Meksika'nın sınıra yakın kalabalık şehirlerinde gümrüksüz ve kotasız ara ve sermaye malı imalatına imkân veren "maquiladora" üretim bölgeleri kurularak önlenmeye çalışılmıştır. Bu bölgelerden Kuzey Amerika ve Latin Amerika bölgesindeki pek çok ülkeye kısa sürede teslimat gerçekleştirilmekle birlikte bölgede kurulu şirketlere bir takım vergi avantajları tanınmıştır.

Tablo 2.19. Meksika ekonomisinin doğrudan yabancı yatırım istatistikleri (milyar dolar) (http-3).

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Doğrudan Yabancı Yatırımlar	21,1	47,5	27,5	33,2	26,7	22,6	22,1
GSYİH'ye Oranı (%)	1,8	3,8	2,1	2,9	2,6	2,3	2,3
Yurtdışındaki Doğrudan Yatırımlar	-23,1	-12,9	-7,0	-10,7	-0,8	-10,0	-9,8
Net Doğrudan Yabancı Yatırımlar	-2,0	34,7	20,5	22,4	27,5	12,6	12,3
Toplam Doğrudan Yabancı Sermaye Stoku	455,4	480,9	486,9	509,3	473,5	496,1	518,3

Tablo 2.20. *Meksika 'da 2001-2018 dönemi portföy yatırımları (milyar dolar) (http-38).*

Yıllar	Portföy Yatırımları(net)
2001	5,010,295,000
2002	100,484,700
2003	4,220,223,000
2004	3,252,303,000
2005	13,487,220,000
2006	1,162,324,000
2007	3,091,411,000
2008	15,632,710,000
2009	20,846,730,000
2010	29,939,080,000
2011	43,335,730,000
2012	59,159,210,000
2013	44,090,650,000
2014	45,990,810,000
2015	18,619,670,000
2016	28,147,940,000
2017	10,190,210,000
2018	8,273,522,000

2015-2017 döneminde toplam doğrudan yabancı yatırım miktarı yaklaşık 95 milyar dolar olan Meksika'da, 2018 yılında toplam doğrudan yabancı yatırım miktarı yaklaşık 31,6 milyar dolar olmuştur (http-39). Meksika'da yapılan net portföy yatırımları da 2018 yılında yaklaşık -8,2 milyar dolar olmuştur.

Meksika, Sektörel Teşvik Programları (PROSEC) çerçevesinde ticarete verimliliğin ve kalitenin artırılması, ihracat sektöründe rekabet gücünün yükseltilmesi ve dış kaynak kullanımının teşvik edilmesi amacıyla bazı prosedürleri devreye sokmuştur. Örneğin yabancı yatırımcılara gayrimenkullerin düşük fiyattan ya da ücretsiz tahsis edilmesi, teknolojik gelişime veya AR-GE'ye yönelik yatırımlar için vergiden muafiyet gibi kolaylıklar söz konusudur. Ayrıca, ekolojik yapıyı koruma amaçlı yatırım yapan yatırımcılar kazançlarını yeniden yatırıma dönüştürdükleri takdirde kurumlar vergisinden muaf tutulmaktadır. Meksika ekonomisini güçlendirmeye yönelik enerji, çevreyi koruma, teknoloji ve maliye alanlarında sağlanan bu teşvik edici reformların uygulanmasıyla; başta diğer Latin Amerika ülkeleri olmak üzere tüm dünya ülkelerine karşı rekabet avantajı elde etmek amaçlanmaktadır. Ayrıca Meksika, ABD'ye olan bağımlılığını azaltmak, Latin Amerika ülkeleriyle arasındaki ticari ilişkileri

geliştirmek, dış yatırımı teşvik etmek ve özellikle Asya-Pasifik Bölgesi ile daha büyük ilişkiler kurmak amacıyla 2011 yılında kurulan Pasifik İttifakı içerisinde yer almıştır.

Latin Amerika ve Karayip ülkeleri arasında ihracat ve ithalat kalemleri dikkate alındığında en yüksek paya sahip olan Meksika, bölge dış ticaretinin üçte birini gerçekleştirmektedir. ABD'ye olan bağımlılığı azaltmak, ürün ve pazar çeşitliliğini artırabilmek için her ne kadar AB ile imzalanan Serbest Ticaret Anlaşması (STA) Temmuz 2000'den bu yana yürürlükte olsa da; 2018 yılında yaklaşık 451 milyar dolarlık ihracat ile dünyada 12. sırada yer alan Meksika'nın ihracatında %76,5 pay ile ilk sırada ABD yer almış, onu %3,1 pay ile Kanada ve %1,6 pay ile Almanya takip etmiştir. Ülkenin 2018 yılında ihraç ettiği başlıca ürünler ise otomobiller, oto yedek parçaları ve ham petroldür.

2018 yılında yaklaşık 464 milyar dolarlık ithalatla dünya ithalatında 12. sırada olan Meksika'nın ithalat yaptığı başlıca ülkeler; %46,6 pay ile ABD, %18 pay ile Çin ve %3,9 pay ile Japonya'dır. Meksika'nın 2018 yılında başlıca ithalat kalemleri; petrol yağları, oto yedek parçaları ve elektrik-elektronik ürünleridir.

Meksika yaklaşık 130 milyonluk nüfusu ile yatırımcılara geniş bir pazar sunmasına rağmen birçok sektörde yaşanan kayıt dışı ekonomi, yolsuzluk, işgücü yetersizliği, gelir dağılımı eşitsizliği, yabancı yatırımcılara genellikle İngilizce yerine İspanyolca tanıtım materyalleri hazırlaması gibi yapısal sorunlar, Meksika'da dış ticaretin ve rekabetin gelişmesini kısıtlamaktadır. Bu sorunların çözüme kavuşturulabilmesi için enerji maliyetlerinin azaltılması, altyapı hizmetlerinin geliştirilmesi, ekonomide ABD'ye ve petrole bağımlılığın azaltılması, vergi gelirlerinin artırılması, yolsuzlukla ve işsizlikle mücadele edilmesi gerekmektedir.

2.2.6. Romanya ekonomisi

Avrupa'nın güney doğusunda yer alan ve Polonya'nın ardından Orta ve Doğu Avrupa'nın en büyük ikinci pazarı durumunda olan Romanya'da sanayileşme sürecine girilmesiyle birlikte güçlü bir göç gerçekleşmiştir. 1989 yılına kadar komünist sistemle yönetilen Romanya bu tarihten sonra serbest piyasa sistemine de geçerek Batı ile entegrasyon sürecini hızlandırmıştır. 1989 yılından sonra Romanya'da tarım ve sanayi sektörleri küçülmüş, hizmetler sektörünün payı ise artmıştır. Yaklaşık 40 yıllık merkezi ekonomik planlamadan sonra uzun bir ekonomik geçiş dönemi yaşamıştır. 2000 yılından itibaren ekonomik gelişmelerin daha hızlı yaşandığı Romanya'da reformlar

kapsamında geniş kapsamlı özelleştirmeler yapılmış, enerji, maden ve sanayi sektörleri yeniden yapılandırılmıştır. Komünist dönemden kalan yaşlı sanayi tesisleri kapatılmış ya da modernleştirilmiştir (http-40). Bu reformlar özellikle IMF, Dünya Bankası ve Avrupa Birliği gibi uluslararası oluşumlar tarafından desteklenmiştir. Bu önemli gelişmelerle beraber 1 Ocak 2007 tarihi itibarıyla Avrupa Birliği tam üyesi olması Romanya'yı Avrupa'nın cazip ülkelerden.biri haline getirmiştir (http-41). Romanya, 2018 yılı itibarıyla de 194 ülke arasında dünyanın 48. büyük ekonomisi olmuştur.

Romanya ekonomisinin istikrarsız bir ekonomik büyüme oranına sahip olduğu söylenebilir. 2000-2008 yılları arasında ortalama %6 büyüyen Romanya ekonomisi, 2009 yılında küresel finansal krizin etkisiyle %7 oranında küçülmüştür. 2018 yılında cari fiyatlara göre 240 milyar dolar olacağı tahmin edilen GSYH'nin 2019 yılında 244 milyar dolar, 2024 yılında ise 342 milyar dolar olması beklenmektedir. Ayrıca cari fiyatlara göre 2018 yılında 12.285 dolarlık kişi başı milli gelirle Romanya, dünyada 62. sırada yer almaktadır (http-42). Romanya ekonomisine ilişkin raporda belirtilen tüm bu beklentiler, Covid-19 salgını nedeniyle revize edilmiştir. Şöyle ki; 2020 yılında Romanya ekonomisine ilişkin %4,7 oranında küçülme ve %7'nin üzerinde bütçe açığı öngörülmektedir.

1995 yılına kadar ülke ekonomisinde üç haneli enflasyon görülmektedir. 2015 yılına gelindiğinde ise yıllık enflasyon negatif seviyede gerçekleşmiştir. 2018 yılında %4,6 olan tüketici fiyatlarındaki yıllık ortalama enflasyon oranının, 2019 yılında %3,3 olacağı tahmin edilmektedir. Enflasyondaki düşüşe bağlı olarak yerli para birimi Rumen Leyi (RON)'nin değeri artarken; gösterge faiz oranı da düşmüştür. Romanya'da yıllar itibarıyla işsizlik oranı istikrarlı bir şekilde %5-%8 bandında hareket etmiştir. 2018 yılında ise ülkedeki işsiz sayısının toplam işgücüne oranı %5 olup; dünyada işsizliğin yüksek olduğu ülkeler arasında Romanya, 118. sırada yer almaktadır (http-43).

1990'lı yıllardan önce Romanya kapalı bir ekonomiye sahipti. Açık ekonomiye geçiş ile birlikte Romanya'da ithalat üzerindeki kısıtlamalar hafiflemeye başlamıştır. Romanya serbest piyasa ekonomisiyle birlikte uluslararası kuruluşlara üye olmaya başlamıştır. Ülke GATT ve Dünya Ticaret Örgütü'nün kurucu üyelerindendir. Romanya, 2007 yılında Avrupa Birliği üyesi olmuştur ve ortak ticaret politikasına tamamen uyum sağlamıştır.

Romanya'da serbestleşme döneminden itibaren dış ticaret hacminde sürekli artış kaydedilmiştir. 2010 yılında 111,4 milyar dolar olan dış ticaret hacmi, düzenli bir artışla

2018 yılına kadar 177,5 milyar dolara ulaşmıştır. Dönemsel iniş çıkışlar görülse de ekonomide son 20 yıl içerisinde dış ticaret dengesi sürekli negatif olmuştur. Bunun en önemli nedeni, tüketim artışının önemli bir kısmının ithalatla karşılanmış olmasıdır. Dış ticaret dengesi, son 5 yılda ortalama 15 milyar USD olmakla birlikte 2019 yılı Eylül ayında 13 milyar USD olarak açıklanmıştır.

2018 yılında 80 milyar dolarlık ihracat ile dünyada 41. sırada olan ülkenin ihracat yaptığı başlıca ülkeler Almanya, İtalya, Fransa, Macaristan ve İngiltere'dir. Ülkenin 2018 yılında ihraç ettiği başlıca ürünler ise karayolu taşıtları için aksam ve parçalar, otomobiller ve kablolardır. 2018 yılında 98 milyar dolarlık ithalat ile Romanya, dünya ithalatında 37. sırada yer almaktadır. İthalat yaptığı başlıca ülkeler Almanya, İtalya, Macaristan, Polonya ve Çin'dir. 2018 yılında ithal ettiği başlıca ürünler; karayolu taşıtları için aksam ve parçalar, tedavide veya korunmada kullanılmak üzere hazırlanan ilaçlar ve otomobillerdir (http-44).

Romanya 1990'lı yıllardan önce komünizm sonrası reformlar hızlı bir şekilde gerçekleştirilemediği için yabancı yatırımları çekmeyi başaramamıştır. Yabancı yatırımcıların Romanya'da yapacakları yatırımları teşvik etmek, yatırım süreçlerini kolaylaştırmak ve kontrol etmek amacıyla devlet, yatırımcılara yönelik bazı teşvikler uygulamıştır. Örneğin, 1 milyon USD üzerindeki yatırımlarda devlet bu yatırımı yapan firmalara %20 oranında kredi sağlamaktadır. Bununla birlikte normal şartlar altında Romanya'da yabancıların mülk edinmesinin önünde yasal engeller varken yatırımcılar için bu engel kaldırılmıştır. Firmalar yatırım yapmak şartıyla Romanya'da mülk edinebilmektedirler. Uygulanan tüm bu teşvik ve destekler dışında ucuz işgücü de Romanya'yı yabancı yatırımcılar için bir fırsat haline getirmiştir.

Tablo 2.21. Romanya ekonomisinin doğrudan yabancı yatırım istatistikleri (milyar dolar) (http-3).

Veriler	2014	2015	2016	2017	2018
Ülkeye giren DYY	3,9	4,3	6,3	6,0	6,9
Ülkeye giren DYY (% GSYİH)	1,9	2,4	3,3	2,8	2,9
Ülkeye giren DYY (Gayrisafi sabit sermaye yatırımlarındaki payı, %)	8,0	9,8	14,5	12,6	13,5
Ülkeden çıkan DYY	-0,3	-1,0	-1,3	-0,4	-1,0
Net DYY	3,6	3,3	5,0	5,6	5,9
DYY stoku	76,0	73,3	79,2	98,1	102,2
Kişi başına DYY stoku (\$)	3.793	3.677	4.001	4.993	5.240
DYY stoku (% GSYİH)	38,1	41,2	42,0	46,4	42,7
Ülkeye giren DYY açısından dünyadaki payı (%)	0,20	0,14	0,25	0,35	0,44
DYY stoku açısından dünyadaki payı (%)	0,31	0,28	0,28	0,33	0,32

Romanya, 2018 yılında 94 milyar dolarlık toplam yabancı sermaye stoku ile dünyada 49. sırada yer almıştır (http-45). Ülkeye yönelik en düşük yabancı portföy yatırım miktarı -1.417 milyon dolar ile Haziran 2012’de görülmüştür. Romanya’ya yönelik yabancı portföy yatırım miktarı 2019 Aralık ayında 384.062 milyon dolar olarak kaydedilmiştir (http-46). Romanya’ya yönelik yapılan yabancı portföy yatırım miktarları sürekli istikrarsız bir seyir izlemiştir. Romanya’da sürekli yaşanan mevzuat değişiklikleri, yargı mekanizmasının ağır işlemesi, yatırımcıların çalışma ve oturma izni alırken yaşadığı güçlükler, ülkede kayıt dışı ekonominin yüksek olması, eğitim, sağlık, refah, altyapı ve güvenlik harcamalarının yetersiz olması, yabancı yatırımcıların Romanya’ya karşı isteksiz bir tutum sergilemesine neden olmaktadır. Ayrıca Romanya, Doğu Avrupa ülkeleri arasında en düşük kişi başı gelire, vergi borçlarına, eğitim harcamasına ve çevre standartlarına sahip olan ülkedir.

2.2.7. Türkiye ekonomisi

Türkiye, 24 Ocak 1980 kararları ile birlikte ihracat odaklı bir büyüme modeline geçti. Aynı dönemde, finansal piyasalar da serbestleşmeye başladı. 1989 yılında sermaye giriş çıkışları üzerindeki kontrollerin de kaldırılmasıyla dünya ekonomisi ile konsorsiyum oluşturma yoluna gidildi. Ancak artması beklenen doğrudan yabancı yatırımlar sınırlı düzeyde kalırken; portföy yatırımları ve sıcak para olarak tanımlanan spekülasyon sermaye girişlerinde artış kaydedildi.

Türkiye ekonomisi 2001 yılında yaşanan finansal kriz ile birlikte %5,7 oranında küçülmüş, ülke ekonomisinde enflasyon ve faiz oranları aşırı derecede yükselmiştir.

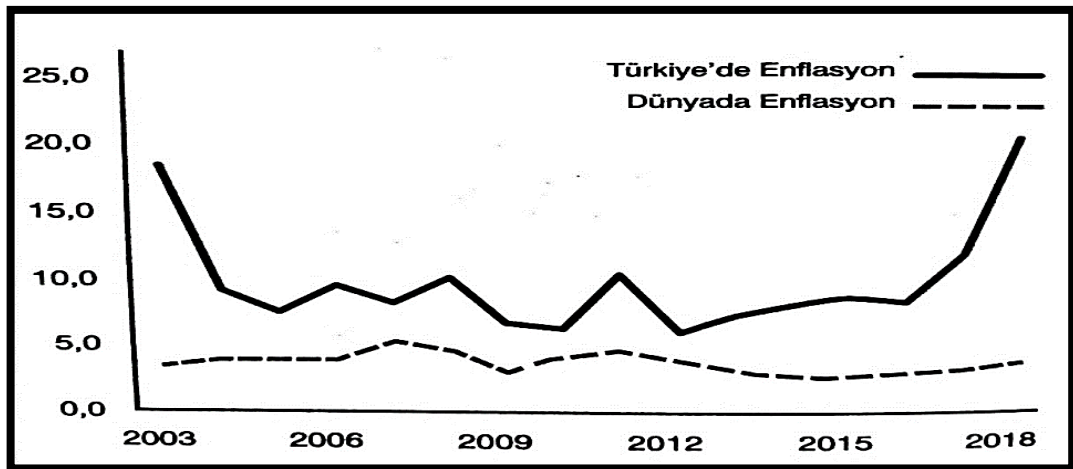
Ekonomide yaşanan bu kötü gelişmeler sonrası kur rejimi değiştirilmiş, IMF ile stand by anlaşması çerçevesinde “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” uygulanmış, bankacılık sisteminde yapısal reformlar oluşturulmuş ve özelleştirilmeye hız verilmiştir. Ayrıca, Merkez Bankası hükümetten bağımsız olarak enflasyonu tek haneli rakamlara düşürebilmek amacıyla sıkı para politikası izledi ve döviz kurlarının akıbeti de dalgalı kur rejimi prensibiyle tamamen piyasalara bırakıldı. Uygulanan ekonomik programdan beklenen fayda istikrarlı ekonomik büyüme olarak belirlenmiştir. Fiyat istikrarı anlamında bir başarının olduğu (2006 yılı hariç), kesintisiz yüksek oranlarda büyüme sağlanmış olmakla birlikte, yüksek oranlı faiz dışı fazlaya rağmen borç stokunda bir iyileşme sağlanamamış ve ekonomi giderek artan döviz açığı vermiştir. Ekonomi kesintisiz büyürken istihdam da yeterli artış sağlanamamış ve ekonomideki büyümeye rağmen istihdamın artmaması verimlilik artışlarına bağlanmıştır (Altun ve Mutan, 2007, s. 24).

Türkiye ekonomisinde 2008 küresel finans krizinin etkileri özellikle reel sektör üzerinde görülmüştür. Çünkü bu dönemde Türkiye’de dış ticaret hacminde daralma gerçekleşmiştir. Türkiye ekonomisi 2009 yılının ilk üç döneminde küçülmüş, ülkedeki istihdam oranı artmış ve geniş çapta ülkeden sermaye çıkışı olmuştur. 2010-2011 döneminde toparlanma süreci ve büyüme sürecine girilmiştir. Fakat 2016 yılında Türk Lirası’nda yaşanan değer kaybı, yüksek enflasyon, Türkiye ve Rusya arasında yaşanan gerilim, Suriye iç savaşının yarattığı jeopolitik riskler, art arda yaşanan terör saldırıları ekonomiyi olumsuz etkilemiştir. 2018 yılının ortalarında ise Türkiye bir döviz kriziyle karşı karşıya kalmış; büyüme hızı yavaşlamaya, enflasyon yükselmeye ve borçlanma artarak tasarruf oranı azalmaya başlamıştır. 2020 yılında ise pandemi, yaşanan döviz krizinin borç krizine evrilmesine katkıda bulunmuştur ve ülke ekonomisi için resesyon riski yaratmıştır.

2020 yılında Türkiye’de etkisini göstermeye başlayan Covid-19 salgını; tüketimde azalmaya, üretimde kayba, yüksek oranda işsizliğe, gelir kaybına, kur baskısına, kamu borçlanmasında artışa, yoğun sermaye çıkışına ve TL’de değer kaybına neden olmuştur. Tüm bu olumsuz gelişmelere rağmen; bu süreçte petrol fiyatlarının düşük seyretmesi cari dengeye olumlu katkı sağlamıştır ve enflasyonist baskının azalmasına etki etmiştir. Ayrıca yaşanan bu süreç, küresel ara mal tedarikçisi konumundaki Çin Halk Cumhuriyeti’nin sorgulanmasına ve bu hususta ön plana çıkmak isteyen Türkiye adına bir avantaj teşkil etmektedir.

Tablo 2.22. Türkiye’de makroekonomik göstergeler (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası [TCMB], 2020).

Yıllar	Enflasyon Oranları (%)	GSYH (Milyon \$)	GSYH (%)	Kişi Başı GSYH (\$)	İşsizlik Oranları (%)	Reel Efektif Döviz Kuru (Milyon \$)
2000	39,03	200.002	6,6	4.229	6	104,97
2001	68,53	145.693	-20,4	3.084	7,8	82,71
2002	29,75	180.892	17,7	3.581	9,8	89,18
2003	18,36	239.235	13,8	4.698	9,9	100
2004	9,32	299.475	21,3	5.961	9,7	103,21
2005	7,72	499.877	15	7.304	9,5	112,87
2006	9,65	547.834	25,6	7.906	9	111,23
2007	8,39	677.439	10,6	9.656	9,2	119,14
2008	10,06	776.640	-4,7	10.931	10	118,45
2009	6,53	646.895	-15,9	8.980	13,1	110,33
2010	6,40	772.367	17,1	10.560	11,1	120,73
2011	10,45	831.691	24,7	11.205	9,1	106,51
2012	6,16	871.123	8,3	11.588	8,4	109,07
2013	7,40	950.355	14	12.480	9	107,19
2014	8,17	934.857	5	12.112	9,9	101,74
2015	8,81	861.879	4,9	11.019	10,3	98,99
2016	8,53	862.744	0,2	10.883	10,9	98,9
2017	11,92	851.491	10,9	10.602	10,9	98,7
2018	20,30	784.087	5,6	9.632	13,5	76,36



Şekil 2.5. Enflasyonun (TÜFE) Türkiye’de ve Dünyada 2003-2018 yılları arasındaki seyri (Eğilmez, 2019, s.248)

Türkiye’de, para politikası kapsamında 2001’de yaşanan krizden sonra döviz kuru hedeflemesine dayalı para politikası terk edilerek, 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesine daha sonra da 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. 2002-2004 döneminde enflasyon oranlarında hızlı bir düşüş gözlemlenmiştir. Öyle ki Tablo 2.22’de de görüldüğü üzere, 2004 yılında ilk defa enflasyon tek haneye düşmüştür. Fakat 2006 yılında TL’nin yabancı paralar karşısında değer kaybı yaşaması, sermaye çıkışları ve kuraklık nedeniyle gıda fiyatlarının yükselmesi enflasyonun hedeflenen düzeyden sapmasına sebep olmuştur. 2008 yılında yaşanan küresel finansal kriz, likidite akışını olumsuz yönde etkileyerek ABD dolarına yönelik aşırı talepten dolayı TL’nin değerinin düşmesine ve enflasyonun yine çift haneye yükselmesine yol açmıştır. 2008 yılının son çeyreğine gelindiğinde ise küresel finans piyasalarındaki güven kaybının derinleşmesi, küresel likidite akışını olumsuz yönde etkileyerek özellikle ABD doları likiditesine olağanüstü bir talep doğurmuş ve bütün gelişmekte olan ülke paralarında olduğu gibi TL’nin de önemli ölçüde değer kaybetmesine yol açmıştır.

Yaşanan küresel finans krizi sonrasında kısa vadeli yurt dışı finansman imkanlarının bol ve düşük maliyetli olarak sağlanabilmesi ve hızlı kredi genişlemesi ile birlikte 2011 yılında TL’de gözlenen değer kaybı ve emtia fiyatlarındaki artışlar, 2011 yılında enflasyonun tekrar çift haneli değerlere yükselmesine yol açmıştır. TL’deki aşırı değerlenmeyi gidermek için 2011 yılı sonundan itibaren uygulanan parasal sıkılaştırma (politika faizinin düşürülmesi) sonucu, 2012 yılından itibaren enflasyon kontrol altına alınarak yeniden tek haneli rakamlara düşüş yönünde bir eğilime girilmiştir.

2016 yılı ikinci yarısında yaşanan küresel ve jeopolitik önemli şokların ardından 2017 yılının başlarında döviz kurlarında yaşanan oynaklık ve bu durumun enflasyon görünümü üzerindeki etkisi olumsuz olmuştur. 2017 yılı itibariyle enflasyon tekrar çift haneli değerlere yükselmiş ve bu artış alınan para politikası kararlarında belirleyici olmuştur. Döviz kuru gelişmelerinin enflasyona dair yukarı yönlü riskleri arttırması nedeniyle TCMB, 2017 yılı başlarından itibaren kademeli olarak enflasyon görünümündeki bozulmayı sınırlamak amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırma yaparak borç verme faiz oranlarını yükseltmiştir (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası [TCMB], 2020). Ancak 2018 yılında TL’de yaşanan değer kaybı ve fiyatlardaki artışlar sonucunda yıllık enflasyon %20,30’a yükselmiştir. Şekil 2.5’te de görüldüğü üzere, 2003-2018 döneminde Türkiye’de enflasyon ortalaması sürekli dünya ortalamasının üzerinde seyretmiştir.

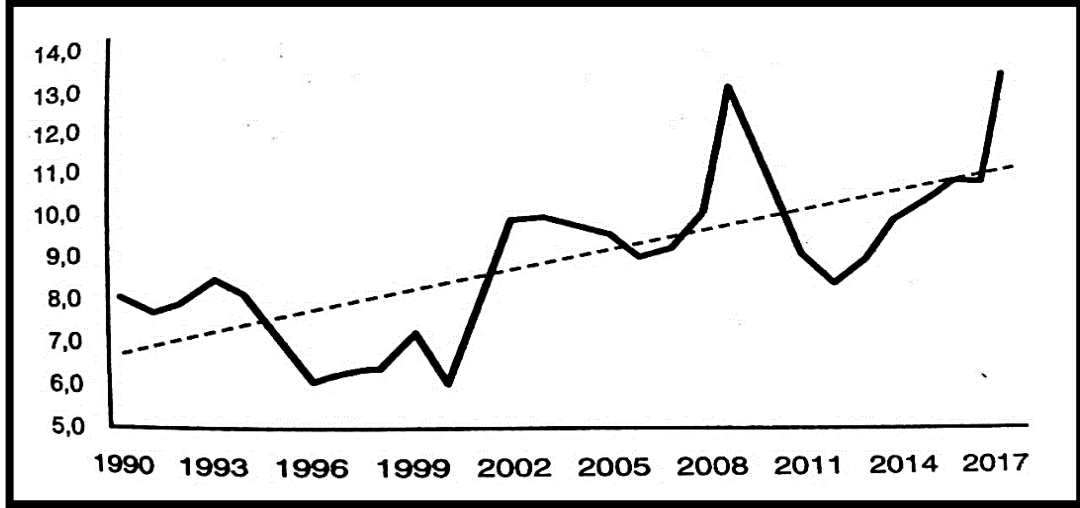
Tablo 2.23. Türkiye'nin dünya ekonomisindeki yeri, 2018 (cari fiyatlarla) (Eğilmez, 2019, s.20)

	GSYH (Trilyon USD)	Kişi Başına Gelir (USD)
Gelişmiş Ekonomiler (39)	51	48.026
Gelişmekte Olan Ekonomiler	35	5.352
Dünya	85	11.144
Türkiye/Dünya (%)	0,9	

Tablo 2.24. Türkiye'nin GSYH büyüklüğü açısından dünya sıralamasındaki yeri (cari fiyatlarla) (Eğilmez, 2019, s.21)

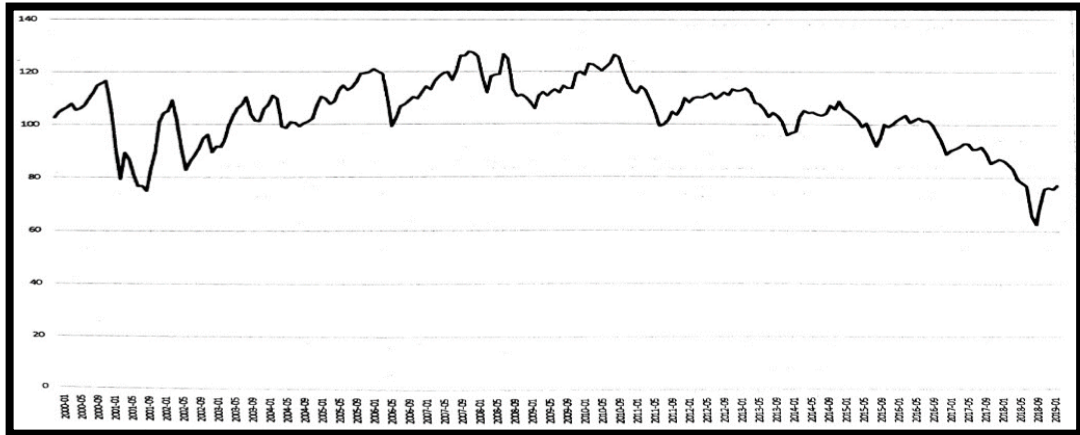
Sıra	Ülke	2018
1	ABD	20.494
2	Çin	13.608
3	Japonya	4.971
4	Almanya	3.997
5	İngiltere	2.825
6	Fransa	2.778
7	Hindistan	2.726
8	İtalya	2.074
9	Brezilya	1.868
10	Kanada	1.709
11	Rusya	1.658
12	Güney Kore	1.619
13	Avustralya	1.432
14	İspanya	1.426
15	Meksika	1.224
16	Endonezya	1.042
17	Hollanda	913
18	Türkiye	789
19	S.Arabistan	782
20	İsviçre	706

2000-2018 yılları arasında 2001 Şubat Krizi'nin bir sonucu olarak 2001 yılında GSYH büyüme hızı %-6 olarak gerçekleşmiştir. 2008 yılında GSYH büyüme hızı, küresel krizin etkisiyle bir önceki yıla göre %0,8 oranına gerilemiş ve 2009 yılında küresel krizin etkisinin daha derin bir şekilde hissedilmesi nedeniyle %-4,7 oranında gerçekleşmiştir. Büyüme hızının en yüksek gerçekleştiği yıl ise %11,1 büyüme oranıyla 2011 yılı olmuştur (Çoban, 2019, s. 159). 2001 ve 2009 yılları dışında 2013 yılına kadar GSYH gibi kişi başına milli gelirde de artış eğilimi olmuştur. Ancak 2014 yılından itibaren TL'de yaşanan değer kaybı nedeniyle kişi başına düşen milli gelir düşüş eğilimine girmiştir. Türkiye, 2018 yılında 789 milyar dolarlık GSYH ile dünya sıralamasında 18. sırada yer almaktadır.



Şekil 2.6. Türkiye’de işsizlik oranı (1990-2018) (Eğilmez, 2019, s.251)

İşsizlik sorunu Türkiye’de yıllardır çözölememiştir. Şekil 2.6’da da göröldüğü üzere, 2001 krizine kadar tek haneli düzeyde olan işsizlik oranı kriz sonrası çift haneli rakamlara çıkmıştır. 2009 yılında küresel krizin etkisiyle son yılların en yüksek seviyesine çıkarak %13,01 olmuştur. Fakat 2019 yılında işsizlik oranı daha da yükselerek %13,7 olmuştur. 2018 yılında 4 milyon 302 bin olan işsiz sayısı, 2019 yılında 4 milyon 394 bin oldu. İş aramayıp çalışmaya elverişli olanlarla, mevsimlik çalışanlar da dahil edildiğinde 2019 yılı işsizlik oranı, %20,2’ye yükselirken; işsiz sayısı da 6 milyon 984 bin olmuştur.



Şekil 2.7. TÜFE bazlı reel döviz kuru (2003=100) (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası [TCMB], 2019)

Reel döviz kurunun değeri kazanması, enflasyonun kontrol altına alınmasına ve politika faizinin düşük tutulabilmesine katkı sağlamaktadır. Fakat Türkiye’de reel döviz kurunun değeri kazanması, ithalatın yükselmesiyle ve sıcak para girişi ile sonuçlanmaktadır. Şekil 2.7’de de göröldüğü üzere, 2018 yılında reel döviz kurunda

yüksek oranda düşüş kaydedilmiştir. Bu düşüş eğilimi de ülkeden yüksek oranda sermaye çıkışlarına sebep olmuştur.

Tablo 2.25. Türkiye’de dış ticaret dengesi (milyon dolar) (Türkiye İstatistik Kurumu [TÜİK], 2020.)

YIL	Carli İşlemler Dengesi	Carli İşlemler Dengesi / GSYİH*	İhracat (FOB)	İthalat (CIF)	Dış Ticaret Dengesi	İhracatın İthalatı Karşılama Oranı
2000	-9.920,00	-4,94	27.775,00	54.502,00	-26.727,91	51,0
2001	3.760,00	-2,58	31.334,00	41.399,00	-10.064,86	75,7
2002	-626,00	-0,3	36.059,00	51.554,00	-15.494,70	69,9
2003	-7.554,00	-3,15	47.253,00	69.339,69	-22.086,85	68,1
2004	-14.198,00	-4,70	63.167,00	97.539,77	-34.372,61	64,8
2005	-20.980,00	-5,79	73.476,00	116.774,15	-43.297,74	62,9
2006	-31.168,00	-5,91	85.535,00	139.576,17	-54.041,49	61,3
2007	-36.949,00	-5,45	107.272,00	170.062,71	-62.790,96	63,1
2008	-39.425,00	-5,08	132.028,00	201.963,57	-69.936,37	65,4
2009	-11.358,00	-1,76	102.143,00	140.928,42	-38.785,80	72,5
2010	-44.616,00	-5,78	113.883,00	185.544,33	- 71.661,11	61,4
2011	-74.402,00	-8,95	134.906,00	240.841,68	-105.934,80	56,0
2012	-47.963,00	-5,51	152.462,00	236.545,14	- 84.083,40	64,5
2013	-63.642,00	-6,70	151.803,00	251.661,25	- 99.858,61	60,3
2014	-43.644,00	-4,67	157.610,00	242.177,12	- 84.566,95	65,1
2015	-32.109,00	-3,73	143.839,00	207.234,36	- 63.395,48	69,4
2016	-33.137,00	-3,84	142.530,00	198.618,24	- 56.088,65	71,8
2017	-47.436,00	-5,57	156.993,00	233.799,65	- 76.806,71	67,1
2018	-27.813,00	-3,54	167.967,00	223.046,48	- 55.079,26	75,3

2001 yılında yaşanan krizden sonra Türkiye toparlanma sürecine girmiştir. Fakat özellikle 2008 yılının son çeyreğinde dış ticaret kaleminde ihracat aleyhine makas açılmıştır. 2009 yılında Türkiye’nin en çok ticaret yaptığı AB ülkelerinin büyüme hızındaki yavaşlama ve yetersiz talep dış ticaret hacminde küçülmeye sebep olmuştur. Tablo 2.25’te de görüldüğü üzere, cari işlemler ve dış ticaret dengesi yıllar itibariyle sürekli açık verilmiştir. Ayrıca ihracatın ithalatı karşılama oranı sürekli %100’ün altında seyretmiştir. 2018 yılında da kur sıçraması, büyüme hızındaki düşüş ve TL’de gözlenen değer kaybı sonucunda ihracatın ithalatı karşılama oranı yükselmiştir.

Tablo 2.26. Türkiye’de 2018 yılında en çok ihracat yapılan ülkeler (http-28).

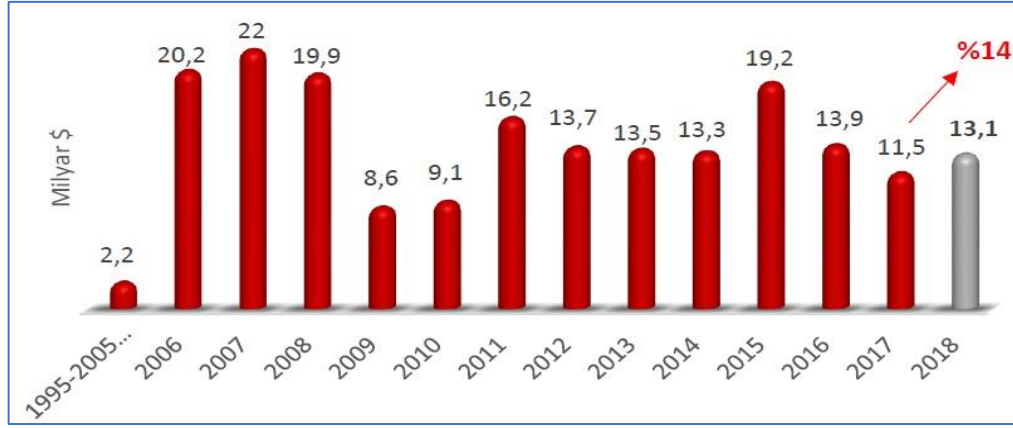
Ülke	İhracat(1000 USD)
Almanya	16.137.388
İngiltere	11.107.336
İtalya	9.560.405

Irak	8.346.276
ABD	8.304.672
İspanya	7.708.465
Fransa	7.286.992
Hollanda	4.760.826
Belçika	3.950.970
İsrail	3.894.506
İlk 10 Toplamı	81.057.836
Toplam	167.923.862

Tablo 2.27. *Türkiye’de 2018 yılında en çok ithalat yapılan ülkeler* (http-28).

Ülke	İthalat (1000 USD)
Rusya Federasyonu	21.989.574
Çin Cumhuriyeti	20.719.061
Almanya	20.407.294
ABD	12.377.681
İtalya	10.154.158
Hindistan	7.534.783
İngiltere	7.446.107
Fransa	7.413.025
İran	6.931.258
Güney Kore	6.343.174
İlk 10 Toplamı	121.316.114
Toplam	223.046.879

Tablo 2.26’da da görüldüğü üzere Türkiye’nin en çok ihracat yaptığı ülkeler; Almanya, İngiltere ve İtalya’dır. 2018 yılında ihraç edilen ürünler içinde en yüksek pay motorlu kara taşıtları, traktörler, hazır giyim ve konfeksiyon ürünlerine aittir. Rusya Federasyonu, Çin ve Almanya ise en çok ithalatın yapıldığı ülkelerdir. Türkiye’nin 2018 yılında en çok ithal ettiği ürünler ise doğal yakıtlar, makine ve cihazlar olmuştur.

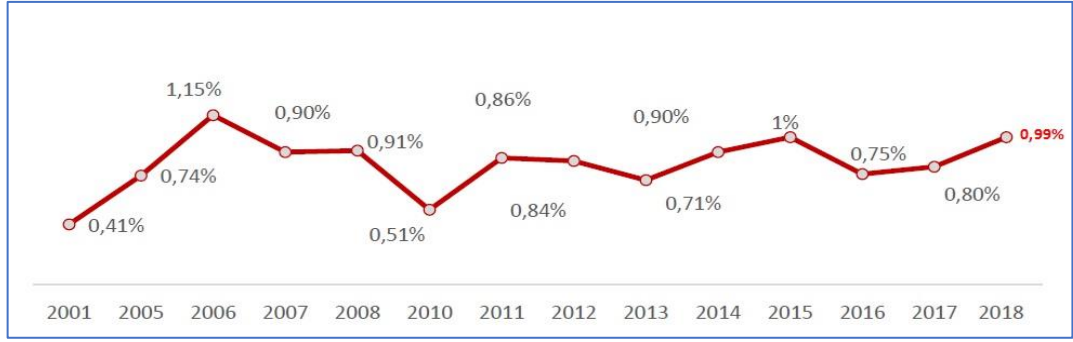


Şekil 2.8. Türkiye'ye doğrudan yabancı yatırım girişleri (http-47)

Tablo 2.28. Türkiye'de doğrudan yabancı yatırım girişlerinin dağılımı (milyon dolar) (http-47)

(Milyon \$)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018(IV)	2019(IV)
Sermaye(net)	9.936	8.371	11.729	6.904	5.532	6.064	1.267	1.737
Sermaye Girişi	10.523	8.632	12.093	7.534	7.401	6.534	1.448	1.743
Sermaye Çıkışı	587	261	364	621	1.869	470	181	6
Diğer Sermaye(net)	578	645	3.389	3.156	1.371	1.184	12	-434
Gayrimenkul (net)	3.049	4.321	4.156	3.890	4.643	5.915	1.087	1.470
TOPLAM	13.563	13.337	19.274	13.950	11.546	13.163	2.366	-167

Türkiye gibi gelişmekte olan bir ülkenin istikrarlı bir şekilde kalkınabilmesi için doğrudan yabancı yatırımları çekebilmesi çok önemlidir. 2002 yılından itibaren Türkiye, yabancı yatırımcılar açısından cazip bir ülke olmuştur. Özellikle gayrimenkul yatırımları 2003 yılı ve sonrasında miktar olarak artmıştır. Fakat 2008 küresel ekonomi krizinin etkisiyle doğrudan yabancı yatırım girişi, 2009 yılında yaklaşık %57 oranında azalarak 8,6 milyar dolara düşmüştür. 2018 yıl sonu itibariyle de 2017 yılına göre %14'lük bir artışla 13 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2019 yıl sonu itibariyle de Türkiye'ye en fazla doğrudan yatırım yapan ülkeler Azerbaycan, Hollanda ve İngiltere olmuştur. Şekil 2.9'da da görüldüğü üzere, Türkiye'nin 2018 yılında küresel uluslararası doğrudan yatırımlar içerisindeki payı %0,99 olmuştur.



Şekil 2.9. Türkiye'nin küresel UDY'deki payı (%)

Not:UNCTAD Dünya Yatırım Raporları'nda yer alan veriler kullanılarak oluşturulmuştur.

Tablo 2.29. 2013-2019 dönemi Türkiye'ye UDY girişlerinin ülkesel dağılımı (http-47)

	(milyon \$)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018 (IV)	2019 (IV)
1	Azerbaycan	803	884	839	661	1.005	516	94	528
2	İngiltere	300	1.051	587	974	328	409	75	469
3	Almanya	1.970	606	355	440	312	349	72	188
4	ABD	326	334	1.620	338	180	446	91	122
5	İspanya	581	74	2.305	318	1.460	233	58	69
6	Belçika	60	38	777	13	223	212	3	47
7	İtalya	148	488	180	87	128	509	13	45
8	Hollanda	918	2.022	1.183	1.016	1.727	833	201	43
9	Katar	469	8	350	420	113	169	68	29
10	Morityus Cumhuriyeti	0	0	0	0	41	23	1	27
	Japonya	439	257	314	454	193	80	19	27
	Diğer	4.509	2.870	3.583	2.804	1.691	2.755	753	149
	Toplam	10.523	8.632	12.093	7.525	7.401	6.534	1.448	1.743

Tablo 2.30. 2001-2019 dönemi varlıklar-portföy yatırımları ve diğer yatırımlar (yıllık, milyon ABD doları) (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası [TCMB], 2020)

Yıllar	Portföy Yatırımları	Diğer Yatırımlar
2001	546	27.098
2002	804	27.513
2003	1948	30.425
2004	920	40.356
2005	718	45.650
2006	3.111	68.750
2007	2.007	79.410
2008	1.938	92.341
2009	1.907	81.946
2010	2.230	73.657
2011	1.750	61.173
2012	1.320	62.412
2013	1.003	60.393
2014	1.505	61.671
2015	1.574	63.229
2016	1.284	68.606
2017	1.115	77.121
2018	1.142	90.159
2019	1.594	95.861

Türkiye’de yabancıların portföy yatırımlarına ilişkin yapı 1995 yılına kadar hisse senedi ve eurobond ağırlıklıydı. 1995 yılından sonra yabancılar devlet iç borçlanma senetlerine (DİBS) yönelmeye başlamışlardır. 2002 yılında net DİBS alımı 930 milyon dolar iken 2006 yılında yaklaşık 6 milyar dolar olmuştur.

Tablo 2.30’da da görüldüğü üzere, 2010 yılında 2.230 milyon dolar olan portföy yatırımları 2019 yılında 1.594 milyon dolara düşmüştür. Türkiye portföylerinin yaklaşık olarak yarısını, yurtdışında yerleşik Finansal Kuruluşlar tarafından ihraç edilmiş kıymetler oluşturmaktadır. Bunu Genel Hükümetler tarafından ihraç edilmiş menkul kıymetler izlemektedir. Bankalar ve Finansal Olmayan Kuruluşlar tarafından ihraç edilen kıymetlerin oranları ise birbirlerine yakın olmakla beraber Bankacılık sektörü kıymetlerine olan ilgi daha fazladır. Sigorta ve Emeklilik Fonları tarafından ihraç edilen kıymetlerin oranı ise sadece %1’dir (Bakar ve Yenice, 2019, s. 120). 2015 yılında 1.574 milyon dolar olduğu gözlemlenen portföy yatırımlarının, 2019 yılında 1.594 milyon dolar olduğu görülmektedir. Bu tutarların önemli bir bölümünü alt kalemi olan borç senetleri oluşturmaktadır. Borç senetlerindeki en büyük payı bankalar dışındaki finansal ve finansal olmayan kuruluşlar oluşturmaktadır.

Portföy yatırımlarının yükümlülükler kalemine ilişkin verilerin yer aldığı Tablo 2.31’de de görüldüğü üzere, portföy yatırımlarında 2017 yılından sonra azalış gözlemlenmektedir. 2017 yılı öncesinde de yer yer artış gözlemlense de TL’de yaşanan değer farkı, 2008 yılında yaşanan küresel finans krizi ve küresel ölçekte azalan likidite, portföy yatırımlarında istikrarsız bir tutum sergilenmesine neden olmuştur.

Tablo 2.31. 2001-2019 dönemi yükümlülükler-portföy yatırımları ve diğer yatırımlar (yıllık, milyon ABD doları) (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası [TCMB], 2020)

Yıllar	Portföy Yatırımları	Diğer Yatırımlar
2001	24.710	92.561
2002	23.883	105.072
2003	30.024	116.043
2004	45.751	129.639
2005	72.606	137.710
2006	84.410	169.592
2007	120.629	207.417
2008	68.726	235.578
2009	91.018	220.714
2010	118.195	238.738
2011	109.539	247.407
2012	179.452	268.500
2013	167.660	304.929
2014	191.006	301.826
2015	143.847	292.094

2016	139.550	293.406
2017	173.317	323.607
2018	139.916	313.451
2019	135.855	302.109

Portföy yatırımları, doğrudan yatırımlar ve rezerv varlıklar dışında kalan kalemler diğer yatırımlarda yer almaktadır. Tablolarda da görüldüğü üzere diğer yatırımların varlıklar içerisindeki payı 2010 yılından itibaren düzenli olarak azalmış, 2014 yılından itibaren ise artmıştır. Diğer yatırımların yükümlülükler içerisindeki paylarının da 2015 yılı hariç yıldan yıla arttığı gözlemlenmiştir. 2015 yılında 292.094 milyon dolar olan diğer yatırımların tutarı, 2019 yılında 302.109 milyon dolar seviyesine yükselmiştir. En yüksek seviyesi ise 323.607 milyon dolar ile 2017 yılında ortaya çıkmıştır.

Türkiye'ye yeterince yatırım yapılmamaktadır. Bu hususta öncelikle diğer ülkelerle rekabet edebilmek için gerekli olan hukuksal alt yapının, vergide adaletin, düşük faiz oranlarının sağlanması, sermayenin üzerindeki kontrollerin hafifletilmesi, siyasette istikrarın sağlanması, yıllardır süren terör sorununun çözüme kavuşturulması, yatırım teşviklerinin artırılması, kayıt dışı ekonomik faaliyetlerin oranının azaltılması ve yerli üretime ağırlık verilmesi gerekmektedir.

2.2.8. Ukrayna ekonomisi

Sovyetler Birliği'nin dağılmasından sonra Ukrayna ağır sanayiye dayalı bir ekonomi devralmıştır. 1990'lı yıllarda üretimde yaşanan düşüşler sonucunda ekonominin daralması ve hiper enflasyon süreci yaşam standardını düşürmüştür. Ekonominin yapılandırılmasına ilişkin reformlar zamanında gerçekleştirilememiş; ekonomisi dış talebe bağlı olan Ukrayna'nın, dış talebin düşmesi sonucu ihracat miktarı azalmıştır. Ayrıca işsizliğin artması, kredi hacminin azalması ve ülkenin para birimi olan Grivna'nın değer kaybetmesi sonucunda ülke ekonomisinin ticaret hacminde düşüş gözlemlenmiştir.

Bağımsız olduktan sonra Ukrayna'nın ekonomisi 8 yıl süren bir daralma yaşamıştır. 1999 yılından sonra büyüme trendini yakalamayı başaran Ukrayna ekonomisi, 2004 yılında iç talebin artması ve dünya ekonomisinde yaşanan iyileşme sonucunda %12 ile tarihinin en yüksek büyüme oranına ulaşmıştır. Çelik gibi emtia fiyatlarına ve dış finansmana bağımlı bir ekonomik yapıya sahip olan Ukrayna, 2008 yılında başlayan küresel ekonomik ve mali krizden en fazla etkilenen ülkelerden biri olmuştur. Krize yönelik tedbirlerin yetersiz kalması nedeniyle krizin etkileri

öngörülenden daha şiddetli olmuştur (http-48). IMF verilerine göre, ekonomi 2008 yılında %2,2 büyümüşken; küresel krizin etkisiyle 2009 yılında yaklaşık %14,8 daralma ile Ukrayna krizden en çok etkilenen ülke olmuştur. 2010 yılında %4,2 büyüyerek toparlanmaya başlamıştır. 2011 yılına gelindiğinde, özel tüketim harcamalarının yıllık reel büyümesinin %15 oranına ulaşması ve sanayi üretimindeki artışın ihracat rakamlarına yansması ile büyüme oranı %5,2 olarak gerçekleşmiştir. 2012 yılında sanayi üretimindeki düşüşün etkisiyle büyüme oranı %0,2'ye düşmüştür.

Dış talepte görülen zayıflama hem büyüme rakamlarında azalışa hem de faiz oranlarında yükselişe neden olmakla birlikte özel yatırımlarda da düşüşe sebep olmuştur. Ülkede 2013 yılı sonlarında ülke ekonomisinin %3'lük kısmını oluşturan Kırım'ın Rusya'ya katılması sonrasında çok ciddi sorunlar yaşanmıştır. Rus ticareti ile olan kısıtlamalar, kemer sıkma politikalarının dış talebi negatif etkilemesi, Donbas'taki çatışmaların altyapıyı bozması, ihracatın zayıflaması ve yatırımların azalması sonucu 2014 yılında ülke ekonomisi, %6,8 oranında daralmış ve ülke resesyon içine girmiştir. 2014 yılı sonrasında büyüme rakamları negatife dönmüştür. 2014 yılında Donbas'ta yaşanan askeri çatışma sonrası sanayi üretimi azalmış, Grivna'nın değeri düşmüş ve enflasyon çok yükselmiştir. 2015 yılında enflasyon beklenilenin çok üzerinde gerçekleşmiş ve %49'a yükselmiştir. Grivna'nın hızlı değer kaybı, yakıt gibi ihraç edilen tüketici malları, tekstil, ilaç ve elektrikli aletlerin fiyatlarını direkt etkilemiştir. Regüle uygulanan hizmet tarifeleri, demiryolu ücret tarifeleri, ekmek ve alkol fiyatları bazı tüketici vergi artışlarında etkili olmuştur. Rusya'ya ödenen doğalgaz maliyetlerindeki artışlardan kaynaklanan bütçe açığının büyüklüğü de enflasyon baskısını artırmıştır. Rusya'nın Ukrayna ihraç malları üzerindeki kısıtlamaları, yüksek tarım hasadı, yerel tüketimin zayıflaması, dünyada enerji fiyatlarının düşüşü ve daraltıcı para politikaları da enflasyon üzerindeki bu baskının bir kısmını dengelemiştir (Apak ve Kozan, 2015:358).

Ülkede milli gelir 2014 yılında %6,5 ve 2015 yılında %9,7 oranında küçülmüştür. Kişi başına GSYH, 2000-2016 dönemi için ortalama 1800-2000 dolar aralığında bir seyir izlemiştir. 2016 yılından sonra ekonomi toparlanmaya başlamış ve 2018 yılında GSYH tutarı yaklaşık 131 milyar dolar düzeyinde seyretmiştir. Ukrayna'da işsizlik oranları ise 2000'li yıllardan 2018'e kadar %5'in üzerinde seyretmekte iken 2018 yılında %9,8 olarak gerçekleşmiştir. Dünya Bankası'nın 2018 verilerine göre, Ukrayna Merkez Bankası'nın toplam döviz rezervi yaklaşık 21 milyar dolar ve toplam dış borcu

da 115 milyar dolar seviyesindedir. Söz konusu borcun %18'i kısa vadeli. Kısa vadeli dış borcun toplam rezerv oranı ise %99'dur. Ukrayna dış borcu 2013-2018 döneminde IMF tarafından yenilenen mali destek sonucu düşüş eğilimine girmiştir. IMF ile 2019 yılında üç yıllık bir dönem için 5,5 milyar dolar tutarında bir stand-by anlaşması imzalanarak toplam borcun milli gelire oranını azaltılmaya, enflasyon oranını düşürülmeye ve yatırımcılara makroekonomik istikrarın yakalanacağına ilişkin olumlu mesaj verilmeye çalışılmıştır.

Ukrayna genellikle dış ticaret açığı veren bir ülkedir. 2009 yılına kadar artış gösteren dış ticaret hacminin daralmasında, 2009 yılında Rusya ile Ukrayna arasında doğalgaz krizi ve küresel finans krizi etkili olmuştur. Demir-çelik üretiminde enerji girdisi olarak doğalgaza ihtiyaç duyulması nedeniyle ortaya çıkan emtia fiyatlarındaki değişimler dış ticaret göstergeleri üzerinde ciddi etkilere neden olmuştur. Daha önce de değinildiği üzere, 2013 yılında Kırım'da ve ülkenin doğu bölgesinde yaşanan gerginlik sonrası yaşanan kriz dış ticaret rakamlarını olumsuz etkilemiştir. 2017 ve 2018 yılları ile birlikte dış ticaret rakamlarında toparlanma başlamıştır. Ukrayna'nın 2014 yılındaki ihracatı, 53.9 milyar dolardan 2018 yılında 47.4 milyar dolara düşmüştür. Bu düşüş; sıkı mali politikalarla oluşan iç talepteki zayıflamadan, kurun değer kaybetmesinden, düşük enerji arzından, Ukrayna'nın sanayi üretim kapasitesinin ve altyapısının zarar görmesinden kaynaklanmış olabilir. 2018 yılında Ukrayna'nın ihracat yaptığı başlıca ülkeler; %7,7 ile Rusya Federasyonu, %6,9 ile Polonya ve %5,5 ile İtalya olmuştur. Ayrıca Ukrayna'nın ihraç ettiği başlıca ürünler arasında ilk üç sırada ayçiçek yağı, mısır ve buğday yer almaktadır.

2009 yılında Rusya ile Ukrayna arasında çıkan doğalgaz krizi ile eşzamanlı olarak yaşanan küresel finans krizi ile birlikte ülkede; reel ücretler düşmüş, işsizlik artmış, kredi hacmi daralmış, ülke para birimi Grivna değer kaybetmiş ve ülkede yaşanan çatışmaların etkisiyle ithal malların maliyetleri artmıştır. Ukrayna'nın en fazla ithalat yaptığı ülkeler arasında ilk sırada %14,2 ile Rusya Federasyonu, ikinci sırada %13,4 ile Çin, üçüncü sırada %10,4 ile Almanya yer almaktadır. Türkiye ise %3 pay ile Ukrayna'nın en fazla ithalat yaptığı 8. ülkedir. Ülkemiz, Ukrayna'nın en önemli tedarikçileri arasındadır. Ayrıca, Ukrayna'nın ithal ettiği başlıca ürünler arasında ilk üç sırada yakıt ve enerji, ilaçlar ve otomobiller yer almaktadır.

Tablo 2.32. *Ukrayna’da doğrudan yabancı yatırım girişlerinin dağılımı (milyar dolar) (http-49).*

	2008	2009	2012	2014	2017	2018
Milyar \$	10,7	4,7	8,1	0,847	3,4	2,4

Ukrayna’ya yapılan doğrudan yabancı yatırımlar 2018 yılında bir önceki yıla göre %12’lik bir düşüşle yaklaşık 2,5 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. 2008 yılındaki 10,7 milyar dolar seviyesinden 10 yıllık süreçte Ukrayna’ya yapılan doğrudan yabancı sermaye yatırımı 2,4 milyar dolara kadar gerilemiştir. Bu düşüşün birçok sebebi vardır. Ukrayna’da resmi dil Ukraynaca olmakla birlikte ticari işlemlerde Rusça kullanılmaktadır. Firmaların yaptıkları sözleşmelerde geçerli olan diller Ukraynaca veya Rusça’dır. İngilizcenin ticari işlemlerde kullanılmaması ve sözleşmelerde hükmünün bulunmaması karşılıklı ticari işlemlerde uyuşmazlığa neden olmaktadır. Ayrıca ülkenin doğusunda yer alan Lugansk ve Donetsk bölgelerinde yaşanan çatışmalar ciddi ekonomik sorunları da beraberinde getirmiştir. Ukrayna ekonomisinin %3’lük bölümünü oluşturan Kırım’ın Rusya’ya katılması sonucu AB’nin Rusya’ya yönelik yaptırımları, Ukrayna’ya yönelik yapılan yatırım miktarında azalmaya neden olmuştur. Çünkü Ukrayna’nın dış ticaret dengesini Rusya’dan ve BDT (Bağımsız Devletler Topluluğu) ülkelerinden ithal ettiği yakıt ve enerji kaynakları belirlemektedir.

Ukrayna’da uygulanan devlet politikaları ile yüksek vergi oranları, devlet istihdamının durması sonucu yerel tüketimin azalması, düşük banka likiditesi, kredi darlığı, Grivna’nın değer kaybetmesi, politik ve ekonomik riskler ülkeye ait portföy yatırım miktarının bir önceki yıla göre %15,56 oranında azalarak 2.080 milyon dolara düşmesine neden olmuştur. Ülkeye ait net portföy yatırım miktarı 3.657 milyon dolar ile en yüksek 2013 yılında, -2.191 milyon dolar ile en düşük 2014 yılında kaydedilmiştir (http-50).

Covid-19 salgınının Ukrayna ekonomisine olan etkilerine bakıldığında ülkede üretim durma noktasına gelmiştir. Ukrayna devlet bütçesi açığı GSYH’nin %2 oranına ulaşmış olup, 2020 yılına kadar bu oranın %7 olacağı değerlendirilmektedir. GSYH’nin en az %9 oranında düşeceği beklenmektedir. Ülkenin dış ticaret hacminin %20-%30 arasında düşeceği tahmin edilmektedir. Petrol fiyatı ve tüketicinin talebinin düşmeye devam etmesi ile Ukrayna ihracatının yaklaşık %21’ini oluşturan demir cevheri ve çelik fiyatlarındaki düşüşün, Ukrayna ekonomisini olumsuz etkileyebileceği değerlendirilmektedir.

Ukrayna’nın tarım alanında üretim potansiyeli oldukça yüksektir. Ülke topraklarının yaklaşık %70’i ekilebilir arazidir (Bulut, 2015, s. 57). Tahıl ihracatı tek

başına Ukrayna'nın küresel mal borsasında döviz kazancının üçte birini oluşturmaktadır. Covid-19 salgınının patlak vermesi sonrası tahıl ürünleri ihracat değerlerinin azalması, sanayi üretiminin yaklaşık %5,1 oranında düşmesi, petrol fiyatlarının küresel ölçekte düşüşü ve bu yüzden yatırımcılar arasında oluşan paniğin finansal piyasalara etkisi, Ukrayna Grivnası devalüasyonunu tetiklemiştir.

2.3. Yabancı Sermaye Yatırımları Açısından Gelişmiş ve Gelişen Ekonomilerin Karşılaştırılması

Doğrudan yabancı yatırımlar, yatırımcılar tarafından yatırılabilir kaynakların doğrudan başka bir ülkeye taşınması veya yerleştiği olduğu ekonomi dışındaki ülkede yer alan bir teşebbüsün yönetimini kontrol etmek amacıyla yapılan bir uluslararası yatırım kategorisidir. Birleşmiş Milletler her yıl yabancı sermaye yatırımları ile ilgili verileri UNCTAD Dünya Yatırım Raporları ile sunmaktadır. Bu raporlardan elde edilen verilere göre, dünya genelinde DYY hacmi 2000 yılında 1.399 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Ancak DYY hacmi; 2000 yılı sonrasında dünya GSYH'sinin düşük büyüme performansı sergilemesi, bazı sektörlerin karlılık oranlarının düşmesi, menkul kıymet borsalarındaki hisselerin değer kaybı, gelişmekte olan ülkelerde aksayan özelleştirme uygulamaları, şirketlerin birleşme ve satın alma işlemlerinde karşılaştığı güçlükler sebebiyle düşme eğilimi göstermeye başlamıştır (UNCTAD, 2004, s. 9).

Tablo 2.33. DYY giriş stokları, yıllık, 2000-2018 (cari fiyatlarla, milyon dolar) (http-51).

Yıllar	Gelişmiş Ülkeler	Gelişmekte Olan Ülkeler
2000	5.779.574	1.545.734
2001	5.653.061	1.739.677
2002	5.542.307	1.682.375
2003	7.054.607	1.943.488
2004	8.086.761	2.269.310
2005	8.520.894	2.651.602
2006	10.436.369	3.279.925
2007	12.948.134	4.369.104
2008	10.598.591	4.038.743
2009	12.169.153	4.905.011
2010	12.959.145	6.094.494
2011	13.246.850	6.437.353
2012	14.703.406	7.336.413
2013	16.081.248	7.780.422
2014	16.958.476	8.335.269
2015	17.172.899	8.541.117

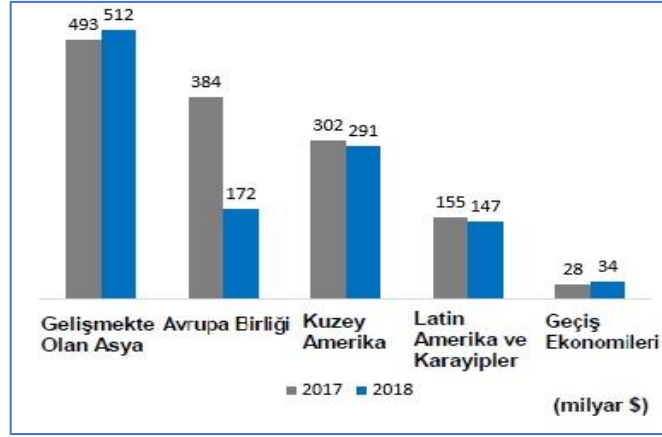
2016	18.405.228	9.087.389
2017	21.496.490	10.303.717
2018	20.789.577	10.678.872

Tablo 2.33’de görüldüğü gibi, 2000-2018 yılları arasında gelişmiş ülkelere yapılan doğrudan yabancı yatırım giriş stokları gelişmekte olan ülkelere yapılandan çok daha fazladır. Gelişmekte olan ülkelere yapılan doğrudan yabancı yatırım girişi 2000 yılında yaklaşık 1 trilyon 545 milyar dolar iken 2018 yılında 10 trilyon 678 milyar dolara ulaşmıştır. Gelişmiş ülkelere yapılan doğrudan yabancı yatırım girişi ise 2000 yılında 5 trilyon 779 milyar dolar iken 2018 yılında 20 trilyon 789 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Ekonomik anlamda küreselleşme ile birlikte ülke ekonomileri dünya ekonomisine entegre olma sürecine girmiş, böylece dünya tek bir pazar olarak bütünleşmeye başlamıştır. Bu bütünleşme süreciyle dünyada hem dış ticaret faaliyetleri hem de doğrudan ve dolaylı yabancı sermaye hareketleri artmıştır. Finansal piyasalardaki küreselleşme de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının farklı ülkelere yönelmeye başlamasına ve yatırım alanlarının genişlemesine yol açmıştır (Altıntaş, 2008, s. 42).



Şekil 2.10. Doğrudan yabancı yatırım akışlarının ekonomik gruplara göre dağılımı (http-52).



Şekil 2.11. Bölgelere göre DYY akışları (http-52).

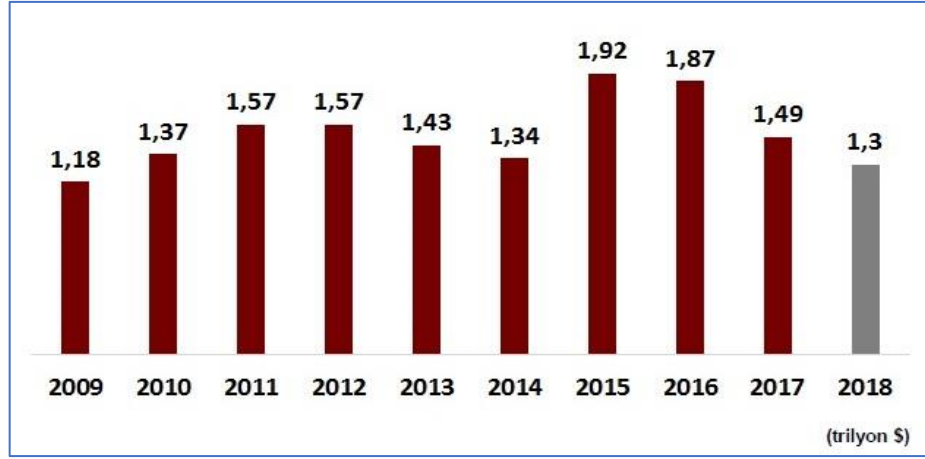
2018 yılında gelişmiş ekonomilere yönelik doğrudan yabancı sermaye akışı %27'lik sert bir düşüşle yaklaşık 556 milyar dolara inmiştir. Gelişmekte olan ekonomilere yönelik doğrudan yabancı sermaye akışı ise %2'lik bir artışla yaklaşık 706 milyar dolara yükselmiştir. Sınır ötesi satın alma ve birleşmelerdeki %18'lik bir artışa rağmen 2018 yılında gelişmiş ekonomilere yönelik DYY akışında azalma kaydedildi. ABD'de çok uluslu kuruluşlara yönelik vergi uygulamalarındaki değişiklikler ve Donald Trump'ın Çin, Meksika, Güney Kore gibi bazı ülkelere yönelik söylemleri sonucunda ABD'ye yapılan doğrudan yabancı yatırımların düşmesi; gelişmiş ekonomilere yönelik doğrudan yabancı yatırım miktarında azalmaya en çok etki eden hususlardır. Gelişmiş ekonomilere DYY akışı 2004 yılından bu yana en düşük seviyesine ulaştı. 2018 yılında gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yabancı sermaye yatırımındaki artışın en önemli kaynağının Asya kıtası olduğu söylenebilir. En az doğrudan yatırım yapılan bölge ise Afrika kıtası olmuştur.

Uluslararası sermaye piyasalarının entegrasyonu ile birlikte doğrudan yabancı yatırım girişi, 1990'lı yıllarda küresel ekonomik büyüme ya da ticaretin çok üstünde bir oranla büyümüştür. Büyük sınır ötesi birleşmeler ve satın almalar ile büyüyen uluslararası doğrudan yatırım girişi 1998-2000 yılları arasında yılda yaklaşık %50 oranında artarak 2000 yılında 1,5 trilyon ABD doları rekor seviyesine ulaşmıştır. Girişler, sınır ötesi birleşme ve satın alım işlemlerinde yaşanan keskin daralmanın bir sonucu olarak 2001 yılında ise 0,7 trilyon ABD doları azalmıştır (http-53).

UNCTAD verilerine göre 2016 yılında 1,41 trilyon dolar olan dünya toplam uluslararası yatırım girişleri 2007 yılında bir önceki yıla kıyaslandığında %30'luk bir artışla 1,83 trilyon dolar seviyesine ulaşmıştır. 2007 yılının ikinci yarısında başlayan

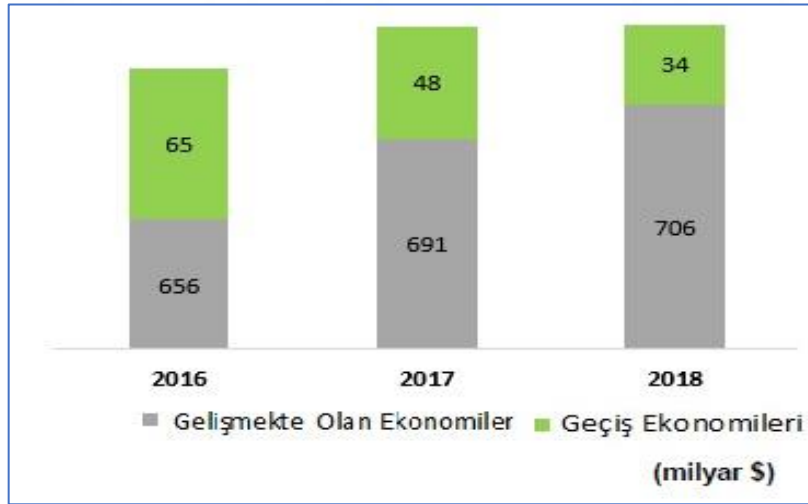
küresel finansal krize rağmen 2007 yılında hem gelişmiş hem gelişmekte olan hem de geçiş ekonomilerine yönelik doğrudan yabancı yatırım girişlerinde artış gerçekleşmiştir. Bu artış yüksek büyüme rakamları ve güçlü kurumsal performanslardan kaynaklanmıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkelere uluslararası şirketlerin karları artmıştır. Bu doğrultuda yeniden yatırımda kullanılan kazançlar, toplam uluslararası doğrudan yatırım girişlerinin %30'una ulaşmıştır. Doların diğer para birimleri karşısındaki değerinin düşmesi de 2007 yılındaki artışın başka bir nedenidir. 2007 yılında, gelişmiş ülkelere yapılan uluslararası doğrudan yatırımlar bir önceki yıllarla kıyaslandığında %33 oranında artarak 1,3 trilyon dolara; gelişmekte olan ülkelere yönelik yapılan yatırımlar ise %21 oranında artarak 500 milyar dolarlık tarihi rekor düzeyine ulaşmıştır (Bozdağlıoğlu, 2010, s. 151-152; Hazine Müsteşarlığı (HM) Arşivi (2009)).

UNCTAD (2016) Dünya Yatırım Raporuna göre, Afrika'ya yapılan DYY 2015 yılında bir önceki yıla göre %7 oranında düşerek 54 milyar dolar olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin bulunduğu Asya, 2015 yılında DYY girişlerini %16 artırarak 541 milyar dolara yükseltmiştir. Latin Amerika ve Karayipler'e yapılan DYY; 2015 yılında iç talepteki yavaşlama, emtia fiyatlarındaki düşmeyle birlikte ticaret hadlerinin kötüleşmesi sebebiyle 168 milyar dolara gerilemiştir. Orta Amerika'ya yapılan DYY akışları ise 2015 yılında imalat sanayisine yapılan DYY'ler nedeniyle artmıştır. Geçiş ekonomilerine yapılan DYY'ler; düşük emtia fiyatları, iç piyasaların zayıflaması, kısıtlayıcı tedbirler ve jeopolitik gerilimin etkisiyle yaklaşık 10 yıl önce görülen seviyelere gerilemiştir (Yücel, 2019, s. 143). Gelişmiş ülkelere yapılan DYY'ler ise 2007 yılından bu yana en düşük seviyesine gerilemiştir. Bunda etkili olan en önemli faktörler, bazı büyük gelişmiş ekonomilerde büyümenin yavaşlaması ve yaşanan daralmadır.



Şekil 2.12. Uluslararası doğrudan yabancı yatırımların dağılımı (http-54).

UNCTAD (2019) Dünya Yatırım Raporuna göre, 2018 yılında dünyada yapılan yatırım miktarı 5 trilyon dolar (GSYH'nin %5,9'u) olmuştur. Uluslararası doğrudan yatırım miktarı 2018 yılında bir önceki yıla göre %13 düşüşle 1,3 trilyon dolara geriledi. Bu gerilemenin en önemli sebebi, ABD'deki çok uluslu işletmelerin uygulanan yeni vergi reformları yüzünden 2018 yılının ilk iki çeyreğinde birikmiş yabancı sermayelerini ABD'den çekmesidir.



Şekil 2.13. Gelişmekte olan ekonomilere ve geçiş ekonomilerine yönelik DYY akışı (http-52).

Gelişmekte olan ekonomilere yapılan DYY akışı, 2018 yılında yapılan uluslararası doğrudan yatırımların %54'ünü oluşturmaktadır. Asya kıtasında yer alan ülkelere ve Afrika'ya yapılan yatırımlar sırasıyla %4 ve %11'lik artış gösterirken; Latin Amerika ve Karayipler'e DYY akışı %6 oranında azalmıştır. Geçiş ekonomilerinde ise

DYY miktarı %28'lik düşüşle 34 milyar dolar olmuştur. Bu düşüş, Rusya Federasyonuna yapılan yatırımlardaki %49'luk azalıştan kaynaklanmıştır.

Tablo 2.34. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı giriş stokları yıllık artış oranları (2001-2016) (http-51).

Yıllar	Gelişmiş Ülkeler	Gelişmekte Olan Ülkeler
2001	-2,18	12,54
2002	-1,95	-3,29
2003	27,28	15,52
2004	14,63	16,76
2005	5,36	16,84
2006	22,47	23,69
2007	24,06	33,20
2008	-18,14	-7,56
2009	14,81	21,4
2010	6,49	24,2
2011	2,22	5,62
2012	10,99	13,9
2013	9,37	6,05
2014	5,45	7,13
2015	1,26	2,46
2016	7,17	6,39
2017	16,79	13,3
2018	-3,28	3,64

*Tablo 2.33'deki verilerden yararlanılarak oluşturulmuştur.

Tablo 2.34 incelendiğinde, gelişmekte olan ülkelerde en yüksek artışın %33,2 ile 2007 yılında gerçekleştiği görülmektedir. Gelişmiş ülkelerde ise en yüksek artış 2003 yılında %27,28 olarak gerçekleşmiştir. 2008 yılında 2007 yılına göre yaşanan ekonomik kriz sebebiyle dünya genelinde DYY giriş stokları azalmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde DYY giriş stoklarındaki azalış %7,5 oranında iken gelişmiş ülkelerde %18,1'dir. Bu durum gelişmiş ülkelerin birbirlerine yaptıkları DYY'nin daha yüksek oranda azaldığını göstermektedir. Genel eğilim gelişmekte olan ülkelere daha fazla DYY yapıldığını göstermektedir. Bunun en önemli sebebi gelişmekte olan ülkelerde özellikle daha ucuz işgücü sebebiyle maliyet avantajıdır. Bunun yanı sıra nüfus ve iç talep yüksekliği ile potansiyel olarak büyüme eğilimi göstermeleri de gelişmekte olan ülkelerde DYY'nin artmasına yol açmaktadır.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları akım olarak 2008-2009 döneminde yaşanan küresel finans krizinden bu yana en yüksek değerine 2015 yılında ulaşmıştır. 2015 yılında küresel DYY akışı bir önceki yıla göre %38 oranında artarak 1,76 trilyon dolara yükselmiştir. Bu yükselişin sebeplerinden biri sınır ötesi birleşmeler ve satın

almalardır. Sınır ötesi birleşme ve satın almaların değeri 432 milyar dolardan 721 milyar dolara yükselmiştir. Yükselişin diğer bir sebebi de kurumsal yeniden yapılandırmalardır. Büyük ölçekli şirketlerdeki kurumsal yeniden yapılandırmalar DYY akışını %15 oranında arttırmıştır. Gelişmiş ülkelere yapılan DYY akımı iki katına çıkarak 962 milyar dolara ulaşmıştır. DYY'lerin %41'i gelişmiş ülkelere yapılırken; bu oran 2015'te %15'e yükselmiştir (UNCTAD, 2016, s. 2).

2015'te gelişmekte olan ekonomilere DYY akımları, 2014'e göre %9 yükselerek 765 milyar dolar seviyesine çıkmıştır. Dünyanın en büyük DYY alanı Asya olmuştur. Asya'ya yarım trilyon doları aşan DYY yapılmıştır. Gelişmekte olan ekonomiler, DYY akışları için ilk 10 ana ekonominin yarısını oluşturmaktadır. Gelişmiş ekonomilerin dışarıya yaptıkları DYY ise %33 oranında artarak 1,1 trilyon dolara çıkmıştır. Dünyada en çok DYY yapan bölge ise 576 milyar dolarlık akış ile Avrupa olmuştur. 2015 yılında anlaşma, sınır ötesi birleşme ve satın alımda imalat sektörünün payı %50'nin üzerinde artmıştır. Küresel DYY stokunun %60'tan fazlasını hizmetler sektörü oluşturmaktadır (UNCTAD, 2016, s. 3).

UNCTAD (2017) Dünya Yatırım Raporuna göre, 2016 yılında küresel DYY akışlarında büyüme oranı azalmıştır. Ekonomik büyümede azalma ve politika risklerinin etkisiyle küresel DYY girişi, %2 azalarak 1,75 trilyon dolara gerilemiştir. Gelişmekte olan ekonomilere yapılan doğrudan yabancı yatırımlar %14'lük bir düşüşle 646 milyar dolar olmuştur. Gelişmiş ekonomilere yönelik doğrudan yabancı yatırımlar ise bir önceki yıla göre %5 artarak 1 trilyon dolara yükselmiştir.

Tablo 2.35. 2001-2018 dönemi doğrudan yabancı sermaye yatırımları giriş stoklarının GSYH'ye oranı (%) (http-51).

Yıllar	Gelişmiş Ülkeler	Gelişmekte Olan Ülkeler
2001	21,98	24,35
2002	20,86	22,95
2003	23,61	24,03
2004	24,39	24,02
2005	24,18	23,76
2006	28,18	25,19
2007	31,94	27,95
2008	24,64	22,1
2009	29,99	27,27
2010	30,76	27,98
2011	29,33	25,25
2012	32,76	27,03
2013	35,57	27,04
2014	36,74	27,81
2015	39,44	29,37
2016	41,7	31,17
2017	46,23	32,52
2018	42,26	31,7

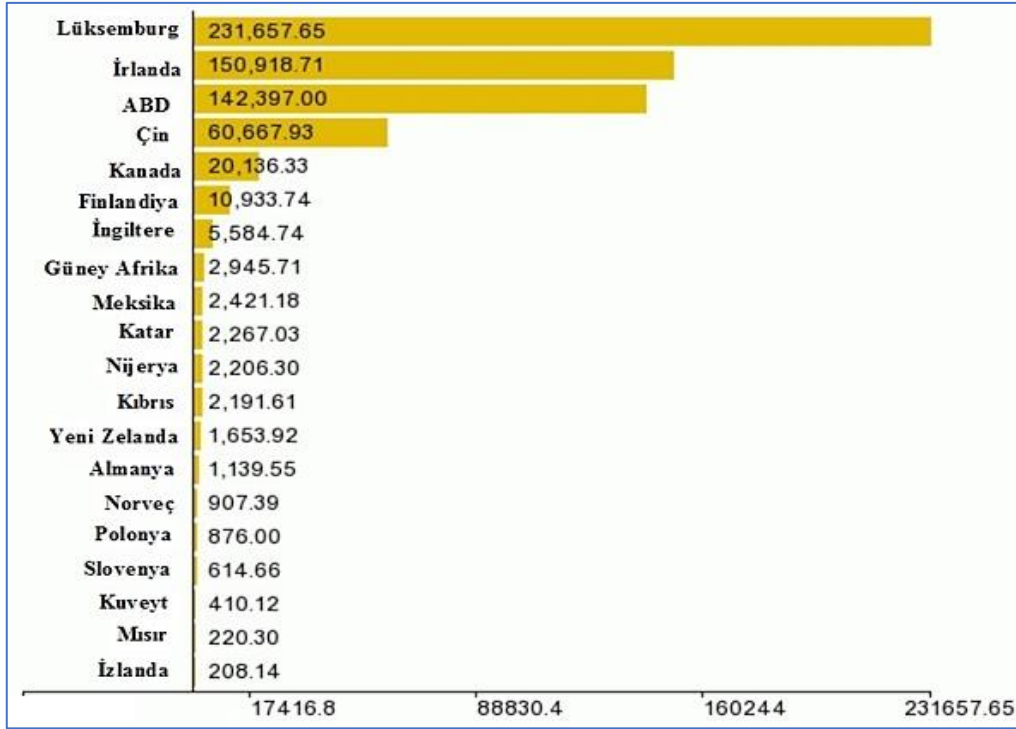
Tablo 2.35’de de görüldüğü gibi, 2007 yılından itibaren gelişmiş ülkelere yapılan DYY girişlerinin GSYH’ye oranı gelişmekte olan ülkelere göre daha yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde DYY girişlerinin GSYH’ye oranı, 2001 yılında %24,3 iken 2018 yılında %31,7 olmuştur. Gelişmiş ülkelerde ise bu oran, 2001 yılında %21,9 iken 2018 yılında %42,2’ye yükselmiştir. DYY girişlerinin GSYH’ye oranları dünya genelinde giderek artmıştır.

Tablo 2.36. UDY akışları ve yatırımlar (http-47)

	GELİŞMİŞ ÜLKELER		GELİŞMEKTE OLAN ASYA		LATİN AMERİKA VE KARAYİPLER	
	Ülke	Tutar (Milyar \$)	Ülke	Tutar (Milyar \$)	Ülke	Tutar (Milyar \$)
En Çok UDY Çeken Ülkeler (2018)	1 ABD	251	1 Çin	139	1 Brezilya	61
	2 Hollanda	69	2 Hong Kong	115	2 Meksika	31
	3 İngiltere	64	3 Singapur	77	3 Arjantin	12
	4 Avustralya	60	4 Hindistan	42	4 Kolombiya	11
	5 İspanya	43	5 Endonezya	21	5 Şili	7
En Çok Yatırım Yapan Ülkeler (2018)	1 Japonya	143	1 Çin	129	1 Meksika	6
	2 Fransa	102	2 Hong Kong	85	2 Kolombiya	5
	3 Almanya	77	3 Güney Kore Cumhuriyeti	38	3 Şili	3
	4 Hollanda	58	4 Singapur	37	4 Arjantin	1
	5 Kanada	50	5 S.Arabistan	21	5 Venezuela	1

Tablo 2.36’da görüldüğü üzere 2018 yılında gelişmiş ülkeler içinde en fazla UDY çeken ülkeler sırasıyla ABD, Hollanda ve İngiltere olurken; gelişmekte olan Asya ülkeleri içinde Çin, Hong Kong, Singapur olmuştur. Latin Amerika ve Karayipler bölgesine yönelik yapılan yatırımlarda en yüksek payı sırasıyla Brezilya, Meksika ve Arjantin almıştır.

Tablo 2.37. Portföy akımını yönlendiren ülkelerin sıralaması (2018) (http-55).



Tablo 2.37’de görüldüğü üzere 2018 yılında net portföy yatırımlarına ilişkin 231.657,65 milyon dolar ile en yüksek değer Lüksemburg’da görülmüştür. En düşük oranda net portföy yatırımı da -53.996,79 milyon dolar ile Hollanda’da kaydedilmiştir. Lüksemburg’a ait portföy yatırımı miktarının yüksek oluşunda; 2018 yılında Lüksemburg’da yapılan büyük ölçekli, kaliteli halka arzların teşviklerle, halka açık şirketlerin çalışanlarına prim gibi yan hakların hisse bazlı ödemesini teşvik edecek düzenlemelerle yatırımcı tabanının genişlemesi sağlanarak katkıda bulunulduğu söylenebilir. Ayrıca 2018 yılında gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımlarında %30, diğer yatırımlarda ise %14 oranında bir düşüş gözlemlenmiştir. Portföy yatırımları özellikle Latin Amerika ve Batı Asya bölgelerinde politika belirsizliği ve para birimlerinde yaşanan istikrarsızlık nedeniyle çok düşmüştür.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. REEL DÖVİZ KURLARININ YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN PANEL VERİ ANALİZİ İLE İNCELENMESİ

3.1. Ekonomik Tahmin Yöntemleri

Çalışma kapsamında anlaşılabilmesi için öncelikle klasik regresyon modeli, aşırı belirlenmiş modellerin tahmini için geliştirilmiş iki aşamalı en küçük kareler yöntemi, modelde kullanılan değişkenlerin durağanlık durumunun tespiti amacıyla kullanılan panel birim kök testleri, eşanlı denklem sistemine bir eleştiri olarak ileri sürülen geleneksel VAR yaklaşımıyla panel veri modellerinin bir araya getirilmesiyle oluşturulan Panel VAR modeli ile dinamik panel veri analizi tahmin yöntemlerinden GMM - Sistem tahmin tekniği açıklanmıştır.

3.1.1. Panel veri analizinde tahmin yöntemleri: Klasik denklemin genişletilmesi

Klasik panel veri regresyon denklemi şu şekilde yazılabilmektedir:

$$y_i = \alpha + \beta x_i + \theta z_i + u_i \quad (1)$$

$i=1, \dots, n$ olarak belirtilebilir.

Burada y_i bağımlı değişkeninin i . gözleme ilişkin değerini, α sabit terimi, β bağımsız değişken regresyon katsayısını, x_{ij} , j . açıklayıcı değişkenin i . gözlem değerini yani bağımsız değişkeni, u_i ise rassal hata terimini ifade etmektedir. Diğer taraftan 1 numaralı eşitlikte yer alması gerekirken eşitliğe dahil edilmeyen z değişkeni modelde yoksa bunun etkileri hata terimi tarafından yakalanır, z 'nin x ile ilişkili olma durumunda ise regresyon varsayımlarından biri olan

$$E(z_i x_i) = 0$$

koşulu çiğnenmiş olur. Burada E , beklenen değeri ifade etmektedir.

Modelde yer alması gerekirken modele dahil edilemeyen z değişkeni için,

- $E(z_i x_i) = 0$ ise klasik regresyon modelleri kullanılabilir.
- $E(z_i x_i) \neq 0$ ise yanlışlık ortaya çıkar.

Bu sorunun çözümü için farklı yollar mevcuttur. Bunlar:

- Modelde içerilmeyen değişkenler mümkün olabilirse modele eklenebilir.
- Yardımcı değişkenler kullanılabilir.

- Araç değişkenler kullanılabilir.
- Ölçüm hataları azaltılabilir.
- Panel veri modelleri kullanılabilir.

Eşitlik (1)'de belirtilen modelde, modele dahil edilemeyen z değişkeninin açıklayıcı değişkenlerle ilişkili olduğu durumda içsellik problemi ortaya çıkmakta ve tahmin ediciler yanlı olmaktadır. Örnek olarak z değişkeninin x_k açıklayıcı değişkenle ilişkili olduğu durumda araç değişken yaklaşımı içsel açıklayıcı değişken sorununun çözümü için kullanılabilir.

Araç değişken yaklaşımında Eşitlik (1)'de yer almayan fakat

$$Cov(z_1, u) = 0 \quad (2)$$

koşulunu sağlayan z_1 değişkenine ihtiyaç duyulmaktadır. Bu varsayım geçerlilik varsayımı olarak nitelendirilir. Ek olarak x_k içsel değişkeni için

$$x_k = \delta_0 + \delta_1 x_1 + \delta_2 x_2 + \dots + \delta_{K-1} x_{K-1} + \theta_1 z_1 + r_k \quad (3)$$

eşitliğinde $E(r_k) = 0$ ve r_k 'nin $x_1, x_2, \dots, x_{K-1}$ ve z_1 ile ilişkisiz olma koşulları sağlanmalıdır ve $\theta_1 \neq 0$ olmalıdır. İkinci koşul ise uygunluk koşulu olarak nitelendirilir. Burada $\theta_1 \neq 0$ koşulu z_1 'in x_k ile kısmi ilişkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu koşulları sağlayan z_1 değişkeni, x_k değişkeninin araç değişkeni olarak nitelendirilirken Eşitlik (3)'de belirtilen denklem indirgenmiş model olarak adlandırılır.

Eşitlik (1) ve (3) birleştirilerek,

$$x_k = \delta_0 + \delta_1 x_1 + \delta_2 x_2 + \dots + \delta_{K-1} x_{K-1} + \theta_1 z_1 + r_k \quad (4)$$

elde edilir. Bu durumda yeni hata terimi v_i tüm açıklayıcı değişkenlerle ilişkisi olacağından model, en küçük kareler yöntemi yardımıyla tahmin edilebilir. Araç değişken kullanılarak Eşitlik (1)'deki β_j 'lerin belirlenme problemi çözülmüştür. Belirleme β_j 'lerin, gözlemlenen değişkenlerin momentleri cinsinden yazılabilmesi anlamına gelmektedir. Eşitlik (1) için

$$\begin{aligned} E(1 \cdot u) &= 0 \\ E(x_2 \cdot u) &= 0 \\ E(x_3 \cdot u) &= 0 \\ &\dots \\ E(x_{K-1} \cdot u) &= 0 \end{aligned} \quad (5)$$

yazılabilirken, $E(x_K \cdot u) = 0$ sağlanamadığından yani K parametre $K - 1$ moment koşulu ile çözülemediğinden model belirlenememiş olur. Bu nedenle ek $E(z_1 \cdot u) = 0$ koşulu ile model çözülebilir.

3.1.2. İki aşamalı en küçük kareler yöntemi (2AEKK)

İki aşamalı en küçük kareler yöntemi, eş zamanlı değişkenlerden içsel değişkenleri sapmasız bir biçimde tahmin etmek amacıyla kullanılan bir istatistiksel tekniktir (Cengiz, 2010, s.159).

x_k değişkeni için birden fazla araç değişkeninin olduğu durumda iki aşamalı en küçük kareler yöntemi kullanılabilir. Bunun için öncelikle indirgenmiş form,

$$x_k = \delta_0 + \delta_1 x_1 + \delta_2 x_2 + \dots + \delta_{K-1} x_{K-1} + \theta_1 z_1 + \theta_2 z_2 \dots + \theta_M z_M + r_k \quad (6)$$

en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilerek $\hat{x}_k$ elde edilir. Sonrasında,

$$y_i = \alpha_0 + \alpha_1 x_1 + \alpha_2 x_2 + \dots + \alpha_{K-1} \hat{x}_k + v_i \quad (7)$$

modeli en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilebilir.

Burada $\theta_1, \theta_2, \dots, \theta_M$ katsayılarından en az birinin 0'dan farklı olamaması kullanılan araç değişkenlerin asgari gereklilikleri karşılamadığı anlamına gelmektedir. Yani en az bir θ istatistiksel olarak 0'dan farklı olmalıdır. 7 no'lu denklemde M (modeldeki içsel değişken sayısı) tane z vardır ve dolayısıyla tek bir içsel değişkene sahip model $M > 1$ ise aşırı belirlenmiş olur ve bir tane sorunlu değişken için birden fazla araç değişken olduğundan $M - 1$ aşırı belirlenme kısıtı bulunur. Modeldeki içsel regresörlerden daha az araç değişkene sahip olunması durumunda ise model eksik belirlenmiş olur. Daha genel ifadeyle birden fazla içsel değişkenin olduğu durumda geçerlilik varsayımı,

$$E(z' u) = 0$$

ve uygunluk koşulu,

$$rank(z' x) = K$$

olarak belirtilebilir. Burada z , $1 \times L$ boyutundadır ve $z' u$ matris formundadır. L tane z var ise

$rank(z' z) = L$ 'dir. Yani uygunluk koşulu esasında rank (bir matristeki bağımsız vektör sayısı) koşuluna denktir.

Eşitliklerden de görüldüğü üzere iki aşamalı en küçük kareler tahmin edicileri $E(z_i'u_i)=0$ moment koşulları yardımı ile elde edilebilir. Tahmin edicileri bu yöntemle elde etmek Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) olarak nitelendirilir.

3.1.3. Panel veri analizi

Greene, panel veri analizini zaman boyutuna ait kesit verilerini kullanarak ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemi olarak tanımlamaktadır. Söz konusu kesit verileri ise zaman içerisinde tekrarlanan verilerdir (Greene, 2003). Bir konuya ilişkin yapılan uygulamalı araştırmalarda kullanılan veri yapısı dört ana grupta ele alınabilir:

- Zaman serisi,
- Yatay kesit veri,
- Panel veri,
- Mekânsal veri.

Panel veri yapısı aynı birimlere ilişkin bilgilerin zaman içinde izlenmesi ile oluşturulur. Ekonometride panel kelimesi zaman boyutu ve zamansal olmayan bir boyuta sahip veri kümeleri anlamına gelmektedir. (Ahn ve Moon, 2001, s.1). Panel veri yapısı kullanılarak yapılan araştırmalar üç temel amaca dayanır (Hsiao, 1985; Solon, 1989; Baltagi, 2008):

- Her bir birimin zaman içindeki değişkenliğini ya da birimler arası değişkenliğini tanımlamak
- Değişkenleri kullanılan diğer değişkenlerce açıklamak
- Panel verinin, ilgili değişkenlerce her bir birimin kestirimini yapmasını sağlamak

Zaman serisi ve yatay kesit verileri, heterojenliği kontrol etmediğinden yanlış sonuçlar elde etme riskini taşırlarken; panel veri yapısı kullanılarak yapılan araştırmalar bu riske maruz kalmazlar (Moulton, 1986). Ayrıca panel veri analizi, değişkenler arasındaki doğrusallığı azaltarak daha güvenilir uygulama sonuçları vermektedir. Diğer taraftan yatay kesit ve/veya zaman serisi verilerine kıyasla daha fazla veri kullanma olanağı sağlamaktadır (Bozkurt, 2012, s. 72).

Zaman serisi kullanılarak yapılan uygulamalı araştırmalarda zamana göre gözlemler arasında ilişki çıkması muhtemeldir. Bu bağlantı yapılan tahminlerin etkinliğini azaltmaktadır. Bu nedenle çeşitli dönüşümler yapılmaktadır. Diğer taraftan panel veri kullanıldığında bağımsız değişken iki boyuta bağlı olarak değiştiği için

değişkenlerin birbirleriyle ilişkili olma ihtimali düşüktür. Yani panel veri yapısında değişkenler arasında daha az ilişki, daha yüksek serbestlik derecesi ve dolayısıyla daha fazla etkinlik söz konusu olabilmektedir (Baltagi, 2008; Sayyan, 2000).

Yalnızca yatay kesit verilerinden oluşan bir araştırmada N gözlem, yalnızca zaman serisi verilerinden oluşan bir araştırmada ise T gözlem bulunurken; uygun olma durumunda bu veri setlerinden NxT gözlemlilik panel veri yapısı oluşturulabilir. Bu durumda serbestlik derecesinin ve örneklem rastsallığının daha fazla olduğu söylenebilir (Hsiao, 1995). Gözlem sayısındaki artış, ölçülen ilişkiye daha fazla değişkenlik katarak çoklu doğrusal bağıntı problemini ortadan kaldırmakta ve tahmin sonuçlarının daha etkin olmasını sağlamaktadır. Bu noktada Hsiao'ya (1995) göre panel veri analiz yöntemi “değişim dinamiklerini” çalışmak için çok daha uygun bir yöntemdir.

Panel verilerin kullanımındaki temel amaç, yatay kesitteki gözlemlenemeyen ve zamana göre değişmeyen heterojenliği kontrol etmektir. Modelde yer alması gereken fakat veri eksikliği vb. nedenlerden dolayı modelde yer almayan değişkenlerin yarattığı yanlışlık heterojenliğe neden olabilir. Modelde yer almayan değişkenlerin etkisi hata teriminde yer alacağından, bağımsız değişkenle gözlemlenemeyen değişkenlerin ilişkisinin olması durumunda tahminler yanlış olacaktır. Panel veri modelini aşağıdaki şekilde ifade etmek mümkündür:

$$y_{it} = \alpha + \beta_1 x_{1t} + \beta_2 x_{2t} + \dots + \beta_k x_{kt} + u_{it} \quad (8)$$

Modelde; $i=1, \dots, n$ 'e kadar birim sayısını, $t=1, \dots, t$ 'ye kadar zamanı ifade etmektedir. x_{it} 'de sabit hariç k tane açıklayıcı değişken vardır. Kesit verilerindeki α_0 sabit teriminden farklı olarak α_i bireysel etki olarak ifade edilir. Eğer α_i tüm birimlerde sabitse, tahmin tutarlı ve etkin olmaktadır. β 'lar açıklayıcı değişkenlerin katsayılarını belirtmektedir. Hata terimi u_{it} ise gözlenemeyen değişkenlerin de bağımlı değişken üzerindeki etkilerini içerecektir. Bu bakımdan u_{it} terimi, bireyler arasındaki farklılıkları ele alıyorsa;

$$u_{it} = \lambda_i + \varepsilon_{it}$$

şeklinde belirtilebilir.

Burada λ_i bireylerin etkisini gösterirken, ε_{it} idiosinkratik hatayı göstermektedir. Eşitlik 8 yeniden düzenlendiğinde,

$$x_{it} = (\alpha + \lambda_i) + \beta_1 x_{1t} + \beta_2 x_{2t} + \dots + \beta_k x_{kt} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

şeklinde belirtilebilir.

Bu modelde λ_i terimi, modelin sabit teriminin bir bileşeni halindedir ve bireylere göre farklılaşmaktadır. Başka bir söylemle λ_i terimi her bir birey için sabittir. Bu nedenle gözlemlenemeyen etkilerin bireylere göre sabit olarak farklılaştığı panel veri modellerine sabit etkiler modeli denir. Sabit etkiler modelini tahmin etmek için farklı yöntemler mevcuttur. Bu yöntemler;

- En küçük kareler kukla değişken modeli,
 - İlk fark tahmin edicisi,
 - Grup içi etki modeli,
 - Gruplar arası etki modeli
- olarak dört ana başlıkta özetlenebilir.

En küçük kareler kukla değişken modelinde sabit terim katsayıları kukla değişken kullanılarak tahmin edilmeye çalışılır. Burada birim sayısından N , bir eksik kukla değişken modele eklenerek model en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilebilir.

İlk fark tahmin edicisinde Eşitlik 9'da belirtilen modelin ilk farkı alınır. Bu durumda model,

$$\Delta y_{it} = \beta_1 \Delta x_{1t} + \beta_2 \Delta x_{2t} + \dots + \beta_k \Delta x_{kt} + \Delta \varepsilon_{it} \quad (10)$$

şekline dönüşür ve bireysel etkiler giderilir. Eşitlik 10'da belirtilen model ise en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilebilir. Grup içi etkiler modelinde her bir bireyden ortalamaları çıkarılır.

$$y_{it} - \bar{y}_i = (\alpha - \alpha) + (\lambda_i - \lambda_i) + \beta_1(x_{1t} - \bar{x}_{1.}) + \beta_2(x_{2t} - \bar{x}_{2.}) + \dots + \beta_k(x_{kt} - \bar{x}_{k.}) + \vartheta_{it} \quad (11)$$

Her bir bireyden ortalamalar çıkarıldığında, bireysel etkiler giderilmiş olur ve model en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilebilir.

Gruplar arası etkiler modelinde bağımlı değişkenin birimlerinin zamana göre aritmetik ortalamaları alınır. Bu ortalamalarda oluşan değişim, bağımsız değişkenlerin birimlerinin zamana göre aritmetik ortalamaları ile açıklanır. Model,

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + v_{it} + \mu_i \quad (12)$$

ise ortalamalar ile

$$\bar{Y}_i = \beta_1 \bar{X}_i + \mu_i + \bar{v}_i \quad (13)$$

olacaktır. Hata terimini u ile gösterirsek,

$$u_{it} = \mu_i + \bar{v}_i$$

olacaktır. Katsayılar en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilecektir (Güriş, 2018, s.32).

Sabit etkiler modelinde, birimlerin sabit terimlerinin aynı olup olmadığının tespiti için F testi yapılmakta ve de $H_0 = \alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_n$ ve $H_A =$ en az biri diğerinden farklıdır, boş ve alternatif hipotezleri sınanmaktadır. Modeli genelleştiren diğer rassal etkiler modeli, sabit a ve eğim β katsayılarının yatay kesitler ve zaman boyunca bağımsız değişkenlerle ilişkisiz olarak değiştiği durumlarda kullanılmaktadır. Bu modelde modele dahil edilmemiş ancak bağımlı değişkeni etkileyen tüm faktörlerin rassal hata terimi ile açıklanabildiği kabul edilmektedir.

Rassal hata terimi “ W_{it} ”, yatay kesite özgü hata bileşeni “ ε_i ” ve zaman serisi ile yatay kesitin bileşimi sonucu oluşan hata teriminden “ u_{it} ” oluşmaktadır.

$$W_{it} = \varepsilon_i + u_{it} \quad (14)$$

Bileşik hata terimi, “ W_{it} ”, iki bileşenden oluşmaktadır ve model bu özelliğinden dolayı hata bileşen modeli olarak da anılmaktadır (Kök ve Şimşek, 2012).

Tek değişkenli rassal etkiler modeli genel olarak aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.

$$y_{it} = M + \beta_1 x_{it} + \varepsilon_{it} + u_i \quad (15)$$

Modelde bireye özgü hata terimlerinin birbirleri ile korelasyonlarının, yatay kesit ve zaman serisi verileriyle de otokorelasyonlarının olmadığı varsayılmaktadır. Bireye özgü hata terimi ve bağımsız değişkenler arasında korelasyonun olmadığı düşünülüyorsa bu modeli uygulamak daha uygun olacaktır.

Sabit etkiler modeli ya da rassal etkiler modellerinden hangisinin kullanılması gerektiğinin cevabını ararken önemli olan nokta, bireysel etkilerle bağımsız değişkenler arasındaki korelasyondur. Rastlantısal etkiler modelinde, bireysel etkilerin varlığını tespit etmek için LM testi yapılmaktadır. Sabit ve rastlantısal etkiler modellerinden hangisinin seçileceğine Hausman testi ile karar verilir. Eğer, LM testinde bireysel etkilerin varlığına karar verilir ve Hausman testinde bu bireysel etkilerin modeldeki diğer değişkenlerle ilişkisiz olduğu bulunursa rastlantısal etkiler modeli tutarlı ve etkindir. Bu durumda, sabit etkiler modeli tutarlıdır ancak etkin değildir. Diğer taraftan, eğer bireysel etkiler açıklayıcı değişkenlerle ilişkili ise; diğer bir deyişle bireysel etkiler X 'ler ile ilişkili ise sabit etkiler modeli tutarlı ve etkindir. Ancak, rastlantısal etkiler modeli tutarsızdır. Kullanılacak modelin seçimi özellikle zaman periyodunun kısa ve

yatay kesit biriminin fazla olduğu durumlarda önemlidir. Çünkü bu durumda iki yöntem birbirinden farklı sonuçlar verebilmektedir (Greene, 2003).

3.1.3.1. Panel birim kök testleri

Panel veri modellerinde modelde içerilen değişkenlerin durağanlık durumu panel birim kök testleri ile test edilebilir. Panel veri yapısında zaman ve birim sayısındaki artışlar değişkenlerin birim kök içermeye olasılıklarını artırmaktadır.

Zaman boyutunun kesit boyutundan daha büyük olduğu panel veri analizlerinde birim kök sınanmasının yapılmasının temel nedeni; kesit verilerinin varyanslarını da dikkate alarak daha büyük t oranları elde etmek ve boş hipotezi reddetme olasılığını artırmaktır (Bozkurt, 2012, s. 77).

Panel veri yapısında birim kök testleri temelinde modelde yatay kesit bağımlılığının var olup olmamasına göre iki ana grupta ele alınır. Yatay kesit bağımlılığını dikkate almayan panel birim kök testleri birinci jenerasyon testler olarak nitelendirilirken, yatay kesit bağımlılığının olduğu durumda kullanılan panel birim kök testleri ikinci jenerasyon testler olarak nitelendirilir (Hurlin ve Mignon, 2006).

Birinci jenerasyon testlerine Im, Pesaran ve Shin (2003) tarafından geliştirilen IPS testi örnek verilebilirken, ikinci jenerasyon testlerine Pesaran (2004) testi örnek verilebilir.

IPS testinde temel olarak

$$\Delta y_{it} = \alpha_i + \rho_i y_{i,t-1} + \sum_{z=1}^{\rho_i} \beta_{iz} \Delta y_{i,t-z} + \varepsilon_{it} \quad (16)$$

modeli ile

$$H_0: \rho_i = 0, \quad i = 1, \dots, N$$

hipotezi test edilir. Burada alternatif hipotez,

$$H_1: \begin{cases} \rho_i < 0, & i = 1, \dots, N_1 \\ \rho_i = 0, & i = N_1 + 1, \dots, N \end{cases}$$

olarak belirtilir. Burada N_1 , N'den küçük, 0'dan büyüktür. IPS testi için test istatistiği, alternatif hipotez serilerinin bir kısmının birim köke sahip olmasını olanaklı kılar. Dolayısıyla IPS testi, N yatay kesit için ayrı birim kök testi kullanmaktadır ve

$$\bar{t}_{NT} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N t_{IT}(\rho_i, \beta_i)$$

yardımı ile hesaplanabilir. Bu gösterimde, i . birim için birim kök testinin t istatistiğini göstermektedir.

Yatay kesit bağımlılığı durumunda Pesaran (2004), birim kök testine ilişkin farklı bir yöntem önermiştir. Pesaran (2004) testinde incelenen model ve test istatistiği artık terimlerin serisel olarak korelasyonlu olup olmamasına göre tanımlanmıştır. Artıklar korelasyona sahip değilse kesitsel bağıllığın giderildiği dönüştürülmüş CADF (kesitsel bağıllık durumunda genişletilmiş Dickey Fuller) modeli,

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \rho_i y_{i,t-1} + c_i \bar{y}_{t-1} + d_i \Delta \bar{y}_t + v_{i,t} \quad (17)$$

olarak oluşturulmuştur. Modelde yer alan $\bar{y}_{t-1}$, serilerin gecikmiş değerlerinin ortalaması ve $\Delta \bar{y}_t$, farkı alınmış serilerin ortalamasıdır ve aşağıdaki gibi hesaplanır (Güriş, 2018, s.309):

$$\begin{aligned} \bar{Y}_{t-1} &= \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N Y_{i,t-1} \\ \Delta Y_t &= \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \Delta Y_{i,t} \end{aligned} \quad (18)$$

Aykırı değerlerden arındırılmış ve bireysel yatay kesitlere dayanan CADF istatistikleri şu şekilde belirtilir:

$$t_i^*(N, T) = \begin{cases} K_1, & t_i(N, T) \leq K_1 \\ t_i(N, T), & K_1 < t_i(N, T) < K_2 \\ K_2, & t_i(N, T) \geq K_2 \end{cases}$$

K_1 ve K_2 sabitken, $t_i(N, T)$ 'nin $[K_1, K_2]$ 'nin içinde olduğu durumda olasılık değeri 1'e yakın olmaktadır.

Eşitlik 17'de belirtilen model hata terimlerinin p . dereceden otoregresif sürece sahip olduğu durumda,

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \rho_i y_{i,t-1} + c_i \bar{y}_{t-1} + \sum_{j=0}^p d_{i,j} \Delta \bar{y}_{t-j} + \sum_{j=0}^p \beta_{i,j} \Delta y_{i,t-j} + \mu_{i,t} \quad (19)$$

olarak belirtilir.

Yatay kesit bağımlılık testleri panel veri yapısının zaman ve kesit boyutunun büyüklüğüne göre farklılaşmaktadır. Zaman boyutunun kesit boyutundan büyük olduğu durumda, Breusch ve Pagan (1980) tarafından geliştirilen LM testi kullanılabilirken; diğer durumda Friedman (1937), Pesaran (2004) ve Pesaran (2007) tarafından ortaya konulan testler kullanılabilir.

Friedman (1937), yatay kesit bağımlılığı testinde Spearman tarafından önerilen rank korelasyon katsayılarının ortalamasını kullanmıştır.

$$R_{ave} = \frac{2}{N(N-1)} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{r}_{ij} \quad (20)$$

Burada $\hat{r}_{ij}$, örneklemde hesaplanan artık terimlerin rank korelasyon katsayısıdır. Rave'in büyük değerleri sıfırdan farklı yatay kesit korelasyonlarının varlığını göstermektedir.

Sonrasında Friedman, yatay kesit ilişkilerinin testi için kullanılabilecek

$$FR = (T-1)\{(N-1)R_{ave} + 1\} \quad (21)$$

istatistiğinin sabit T ve büyük N için asimptotik olarak $X^2_{N(N-1)/2}$ şeklinde dağıldığını göstermiştir. Burada Rave, artık matrisinin korelasyon katsayıları toplamını içermektedir. Bu özelliğinden dolayı korelasyonların işaretinin değiştiği durumlardaki yatay kesit bağımlılığını göz ardı etmektedir.

Yatay kesit bağımlılığının test edilmesinde kullanılan Breusch ve Pagan (1980) tarafından geliştirilen LM testi, Pearson'un artık terimlerin korelasyon katsayılarının karesini temel almaktadır ve panel veri yapısında zaman boyutu T'nin, kesit boyutu N'den büyük olmasını gerekli kılar.

Lagrange Çarpanı testi, hata terimlerinde korelasyonun olmadığını test eder. Test istatistiği,

$$LM = T \sum_{i=1}^N \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij}^2 \quad (22)$$

olarak hesaplanır ve $\hat{\rho}_{ij}^2$, Pearson'un artık terimlerinin korelasyon katsayılarının tahminidir. Bu katsayılar ise

$$\hat{\rho}_{ij} = \hat{\rho}_{ji} = \frac{\sum_{t=1}^T \varepsilon_{it} \varepsilon_{jt}}{\left(\sum_{t=1}^T \varepsilon_{it}^2 \right)^{1/2} \left(\sum_{t=1}^T \varepsilon_{jt}^2 \right)^{1/2}} \quad (23)$$

ile bulunur. Burada ε_{it} ana eşitlikteki hata terimini göstermektedir. Lagrange Çarpanı test istatistiği boş hipotez altında T sonsuza giderken ve N sabitken asimptotik olarak $X^2_{N(N-1)/2}$ şeklinde dağılıma sahiptir. Fakat bu testte, kesit boyutunun zaman boyutundan büyük olduğu durumlarda ölçü bozulmaları yaşandığından, Pesaran (2004)

tarafından alternatif olarak CD istatistiği önerilmiştir. Dengeli panel yapılarda test istatistiği,

$$CD = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}} \left(\sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij} \right) \quad (24)$$

ile hesaplanmaktadır. Korelasyon katsayısı tahmini ise

$$\hat{\rho}_{ij} = \hat{\rho}_{ji} = \frac{\sum_{t \in T_i \cap T_j} (\hat{\varepsilon}_{it} - \bar{\hat{\varepsilon}}_i)(\hat{\varepsilon}_{jt} - \bar{\hat{\varepsilon}}_j)}{\left\{ \sum_{t \in T_i \cap T_j} (\hat{\varepsilon}_{it} - \bar{\hat{\varepsilon}}_i)^2 \right\}^{1/2} \left\{ \sum_{t \in T_i \cap T_j} (\hat{\varepsilon}_{jt} - \bar{\hat{\varepsilon}}_j)^2 \right\}^{1/2}} \quad (25)$$

ve

$$\bar{\hat{\varepsilon}}_i = \frac{\sum_{t \in T_i \cap T_j} \hat{u}_{it}}{\#(T_i \cap T_j)}$$

ile gösterilir.

Lagrange Çarpanı istatistiğinin tersine birçok panel veri modelinde CD istatistiği sabit T ve N için 0 ortalamaya sahiptir. CD testi, parametre tahminlerinde küçük örneklem yanlılığına rağmen geçerli olmaktadır (Pesaran ve Smith, 1995).

Pesaran (2007) çalışmasında, Breusch ve Pagan (1980) tarafından önerilen LM testini normal dağılan hata terimleri ve katı dışsal regresörlerin olduğu durumda hata uyarlaması yaparak yeni bir test öne sürmüştür. Pesaran (2007) çalışmasında, CD testinin tutarsızlığını gidererek test istatistikleri

$$NLM(p) = \sqrt{\frac{1}{p(2N-p-1)}} \left(\sum_{s=1}^p \sum_{i=1}^{N-s} T \hat{\rho}_{i,i+s}^2 - 1 \right) \quad (26)$$

$$NLM(p)^* = \sqrt{\frac{1}{p(2N-p-1)}} \left(\sum_{s=1}^p \sum_{i=1}^{N-s} (T-K) \hat{\rho}_{i,i+s}^2 - \mu_{Ti,i+s} \right) \quad (27)$$

$$NLM(p)^{**} = \sqrt{\frac{1}{p(2N-p-1)}} \left(\sum_{s=1}^p \sum_{i=1}^{N-s} \frac{(T-K) \hat{\rho}_{i,i+s}^2 - \mu_{Ti,i+s}}{v_{Ti,i+s}} \right) \quad (28)$$

olarak tanımlanmıştır. Eşitliklerde yer alan

$$\mu_{Ti,i+s} = \frac{Tr(M_i M_{i+s})}{T-k} \quad (29)$$

ve

$$v_{Ti,i+s} = [Tr(M_i M_{i+s})]^2 a_{1T} + 2Tr[(M_i M_{i+s})^2] 2a_{2T} \quad (30)$$

olarak tanımlanmıştır.

3.1.3.2. Panel vektör otoregresif modeller

Sims (1980) tarafından ileri sürülen vektör otoregresif model sistemi (VAR), birbiriyle karşılıklı ilişki içerisinde bulundukları düşünülen değişkenlerin etkileşimlerini ortaya koymak için kullanılmakta ve modelde yer alan her bir değişken, kendi gecikmeli değerleri ve sistemdeki diğer değişkenlerin gecikmeli değerleri ile açıklanmaktadır. Bu model değişkenlerin içsel veya dışsal olması ayırımına ihtiyaç duymadan değişkenler arasındaki dinamik ilişkileri verdiği için sıklıkla kullanılmaktadır.

Panel VAR modeli, geleneksel VAR yaklaşımı ile panel veri modellerinin bir araya getirilmesi ile oluşturulmuştur (Love ve Zicchino, 2006). Panel VAR modeli hakkında ilk çalışma Holtz-Eakin, Newey ve Rosen (1988)'a aittir.

Panel VAR modeli,

$$Y_{it} = Y_{it-1}A_1 + Y_{it-2}A_2 + \dots + Y_{it-p}A_p + X_{it}B + u_i + e_{it} \quad (31)$$

şeklinde ifade edildiğinde Y_{it} bağımlı değişkenleri içeren vektörü, A_j parametreler matrisini, x_{it} dışsal değişkenleri içeren vektörü, u_i panel sabit etkileri ve e_{it} hata terimini göstermektedir.

Eşitlik 31'de belirtilen modelin tahmini için Kiviet (1995), Bun ve Carree (2005), Everaert ve Pozzi (2007) tarafından GMM temelli birçok yöntem önerilmiştir. Hata terimlerinin ilişkili olduğu varsayımı altında modelin ilk farkı (FD), eşitlik ilk sıra farklar ve Y'_{it} nin düzeyi kullanılarak tutarlı bir biçimde tahmin edilebilir (Anderson ve Hsiao, 1982). Fakat dengeli olmayan panel yapılarında ilk sıra farkı almak problemlere neden olmaktadır (Abrigo ve Love, 2016). Bu nedenle Arrelano ve Bover (1995), ileri dik sapma (FOD) dönüşümünü önermiştir. Bu dönüşümde geçmişe dönük ilk farktan ziyade gelecekteki gözlemlerin ortalamasından fark alınmaktadır. Dolayısıyla en güncel veriler dönüştürülememektedir.

Holtz-Eakin, Newey ve Rosen (1988) mevcut veri kullanılarak araç değişkenlerin yaratılmasını ve eksik değerlerin, araç değişkenlerin hata terimleri ile ilişkisiz olduğu varsayımı altında tahmin edilmesini önermişlerdir. GMM tahmin edicileri ise

$$\delta_{GMM} = (X'Z'A_N Z'X)^{-1} X'Z'A_N Z'Y \quad (32)$$

ile hesaplanabilir. Burada A_N hata terimlerinin varyans-kovaryans matrisini belirtirken, Z araç değişkenleri göstermektedir. A_N , fark denklemlerinden elde edilen hata terimleri yardımıyla bulunur. GMM tahminciler, hata terimlerinin otokorelasyonsuz olması durumunda araç değişkenler tahmincisinden daha iyi sonuçlar vermektedir.

Panel VAR analizi, VAR analizine benzer olarak optimal gecikme uzunluğunun seçilmesinden etkilenmektedir. Andrews ve Lu (2001) konuya ilişkin çalışmasında, Akaike Bilgi Kriterine (AIC), Bayes Bilgi Kriterine (BIC) ve Hannan Quinn Bilgi Kriterine (HQC) benzer olarak

- $MMSC_{BIC,n} = J_n(k^2 p, k^2 q) - (|q| - |p|) k^2 \ln(n)$
- $MMSC_{AICn} = J_n(k^2 p, k^2 q) - 2k^2 (|q| - |p|)$
- $MMSC_{HQCn} = J_n(k^2 p, k^2 q) - Rk^2 (|q| - |p|) \ln(\ln(n))$

kriterlerini önermiştir. Burada MMSC model seçim kriterlerini, $J_n(k, p, q)$ ise Hansen (1982) çalışmasında belirtilen aşırı belirlenme kısıtlarının k boyutlu p ve q sıralı J istatistiğidir. MMSC'ler yalnızca $q > p$ durumunda geçerlidir. Alternatif olarak belirlenme katsayısı (CD) hesaplanabilir. Modeller karşılaştırılırken AIC değeri düşük olan tercih edilir. AIC, hem örneklem içi hem de örneklem dışı başarıyı karşılaştırma da kullanılabilir.

Panel VAR modelinde açıklayıcı değişkenlerin geçmiş devreleri de yer almaktadır. Bu nedenle sabit etkiler bağımlı değişkenlerin devre değerleri nedeniyle açıklayıcı değişkenlerle ilişkilidir. Bu da sabit etkileri yok etmek için kullanılan grup içi dönüşümlü parametrelerin sapmalı olmasına yol açacaktır (Arellano ve Bond, 1991). Yani ortogonal sapma sabit etkileri yok etmede kullanılabilir (Drakos ve Konstantinou, 2005). Bu dönüşüm ile dönüştürülmüş değişkenler ile gecikmiş bağımlı değişkenler arasında ortagonallik sağlanmış olacağından gecikmeli değişkenler araç olarak kullanılarak parametreler GMM ile tahmin edilebilir (Arellano ve Boover, 1995).

3.1.4. Genelleştirilmiş momentler yöntemi

Arellano ve Bond (1991) tarafından önerilen Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi, hata terimleri otokorelasyonu olduğunda kullanılan bir yöntemdir. Bu yöntem otokorelasyon olması durumunun yanında hem sabit varyans hem de değişen varyans olması durumunda da uygulanabilir.

Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM), beklenen değeri 0 olan gözlemlenebilir rassal değişkenlere ve gözlemlenemeyen bağımlı moment fonksiyonlara dayanmaktadır. Wooldridge (2010) bu durumu,

$$E[g(w_i, \theta)] = 0$$

olarak belirtmiştir. Burada g moment fonksiyonu, w_i gözlemlenen rassal değişken vektörünü ve θ bilinmeyen P parametreyi göstermektedir. Doğrusal modellerde moment fonksiyonu

$$E[Z_i'(y_i - X_i\theta)] = 0 \quad (33)$$

olduğundan $Z_i'(y_i - X_i\theta)$ biçiminde belirtilebilir. Modelde $L=P$ (araç değişken sayısı) ise model tam belirlenmiştir. Yani, P tane bilinmeyen katsayıya karşılık aynı sayıda L moment şartlarını sağlayan eşitlik vardır. $L>P$ ise model aşırı belirlenmiştir ve bilinmeyen daha fazla denklem mevcuttur. Dolayısıyla, bütün L örnek moment şartlarını ve denklemleri sağlayan tek bir çözüm bulmak mümkün değildir. Hansen (1982) bu sorunun çözümü için örnek momentlerin mümkün olduğu kadar 0'a yakın alınmasını önermiştir. Bu durum kuadratik formun θ 'ya göre minimize edilmesiyle sağlanabilir.

$$\min [\sum_{i=1}^N g(w_i, \theta)]' \cdot C \cdot [\sum_{i=1}^N g(w_i, \theta)]$$

C pozitif tanımlı ağırlık matrisini belirtmektedir. Moment fonksiyonlarının sürekli olarak diferansiyellenebilir olduğu durumda GMM tahmin edicileri ilk sıra koşulunu sağlamaktadır.

$$\left[\sum_{i=1}^N \nabla g(w_i, \hat{\theta}) \right]' \cdot C \cdot \left[\sum_{i=1}^N g(w_i, \hat{\theta}) \right] = 0 \quad (34)$$

Burada

$$g(w_i, \theta) = Z_i'(y_i - X_i\theta) \quad (35)$$

eşitliği yardımıyla ilk sıra koşulu,

$$\left[\sum_{i=1}^N Z_i'X_i \right]' \cdot C \cdot \left[\sum_{i=1}^N Z_i'(y_i - X_i\hat{\theta}) \right] = 0 \quad (36)$$

olarak yazılabilir. Buradan GMM tahmin edicileri doğrusal modellerde,

$$\hat{\theta}^{GMM} = \left((X'Z) \cdot C \cdot (Z'X) \right)^{-1} (X'Z) \cdot C \cdot Z'y \quad (37)$$

olarak bulunabilir.

Eşitlik 37'de, $L=P$ ise XZ kare matris haline dönüşür ve

$$\left((X'Z) \cdot C \cdot (Z'X)\right)^{-1} = (Z'X)^{-1} \cdot C^{-1} \cdot (X'Z)^{-1} \quad (38)$$

yazılabilir. Dolayısıyla GMM tahmin edicileri,

$$\hat{\theta}^{GMM} = (Z'X)^{-1} Z'y \quad (39)$$

olarak hesaplanabilir. Bu durumda C matrisi bir etkiye sahip değildir.

$Z = X$ ise GMM tahmin edicileri en küçük kareler tahmin edicilerine denk olur.

$$\hat{\theta}^{GMM} = (X'X)^{-1} X'y \quad (40)$$

Aşırı belirlenme durumunda ($L > P$), C matrisinin seçimi önemli hale gelmektedir. C matrisinin pozitif tanımlı olduğu her durumda GMM tahmin edicileri tutarlı olur. Fakat, diğer taraftan farklı C matrisi seçimleri farklı tahminlere neden olur. Tüm aday C matrisleri arasında en uygunu, momentlerin kovaryansının tersidir.

$$C = [Var(Z'u_i)]^{-1} \quad (41)$$

Eşitlik 41'de belirtilen matris asimptotik olarak en küçük varyansı üretir. Aşırı belirlenme durumunda ağırlık matrisi optimal ise GMM tahmin edicileri asimptotik olarak etkindir.

$\hat{\theta}$ için tahmin edilen GMM tahmin edicisi, $\hat{\theta}^{GMM}$ 'yi minimize eder. $\hat{\theta}^{GMM}$ 'nin, $\hat{\theta}$ cinsinden kısmi türevi alınıp sıfıra eşitlenir ve P sıra koşul şartı ile çözülürse; GMM tahmin edicisi,

$$\hat{\theta}^{GMM} = \left((X'Z) \cdot (\Lambda)^{-1} \cdot (Z'X)\right)^{-1} (X'Z) \cdot (\Lambda)^{-1} \cdot Z'y \quad (42)$$

şeklinde elde edilir.

Eşitlik 42'de belirtilen $\Lambda = E(Z'u_i u_i' Z_i)$ 'dir. Hata terimlerinin sabit varyansa sahip olduğu durumda $\Lambda = \sigma_u^2 E(Z_i' Z_i)$ 'ya indirgenebilir. Bu durumda GMM tahmin edicileri ile iki aşamalı en küçük kareler tahmin edicileri birbirlerine denk olur. Değişen varyans durumunda iki aşamalı en küçük kareler yöntemi asimptotik olarak etkin değildir. Momentlerin kovaryansının tahmini ve ağırlık matrisinin hesaplanmasıyla GMM tahmin edicilerinin iki aşamalı en küçük kareler yöntemine göre daha etkin oldukları söylenebilir. Benzer durum otokorelasyon durumunda da geçerlidir. Son olarak sistem denklemlerinde GMM tahmin edicileri daha fazla avantaja sahiptir.

3.1.4.1. GMM-Sistem tahmin tekniği

GMM – Sistem Tahmin Tekniği yöntemi, Arellano ve Bover (1995) tarafından önerilmiştir. Blundell ve Bond (1998) GMM – Sistem Tahmin Tekniği yöntemiği diğer GMM ile karşılaştırmışlar ve GMM – Sistem Tahmin Tekniği yönteminin daha iyi bir tahmin edici olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Arellano-Bond tahminleri tüm regresörleri dönüştürerek başlamaktadır. Bu dönüştürmeler genellikle fark alma biçiminde olur ve GMM kullanılır (Hansen, 1982). Bu tahmin yöntemi fark GMM olarak nitelendirilir (Roodman, 2009). Ayrıca Arellano – Bover tahmin edicileri Arellano – Bond tahmin edicilerine göre ek bir varsayım yapar. Bu varsayım, araç değişkenlerin ilk farklarının sabit etkiler ile ilişkisiz olmasıdır. Bu durumda Arellano-Bond tahminlerine göre daha fazla araç değişken kullanılabilir ve etkinlik artar. Bu yaklaşımda orijinal ve dönüştürölmüş olarak iki ayrı eşitlikten oluşan sistem yaratılır ve bu tahmin yöntemi ise GMM-Sistem olarak nitelendirilir.

Fark ve sistem GMM tahmin edicileri temelde veri üretim süreci üzerindeki varsayımlara göre tasarlanmıştır:

- Süreçte dinamiklik olabilir.
- İsteğe göre dağıtılmış sabit bireysel etkiler olabilir.
- Bazı regresörler içsel olabilir.
- İdiosinkratik hatalar değişen varyansa ve birbirleri ile ilişkiye sahip olabilir
- İdiosinkratik hatalar bireyler ile ilişkisiz olmalıdır.

GMM tahmin edicilerinin geçerli olması için kullanılan araç değişkenlerin dışsal olduğu varsayımı yapılır. Modelin tam belirlendiği durumda geçersiz araç değişkenlerin tespit edilmesi matematiksel olarak imkansızdır. Diğer taraftan modelin aşırı belirlendiği durumda moment koşullarının geçerliliği ortak testi GMM çerçevesinin dışına çıkar (Roodman, 2009).

GMM-Sistem tahmininde de aynı GMM tahmininde olduğu gibi modelleme ile ilgili bazı testlerin yapılması önerilmektedir. Bunun için GMM de olduğu gibi ilk önce Wald testi, ikinci olarak da Sargan testi yapılır. GMM-Sistem tahmininde, GMM tahmininden farklı olarak modele ilave edilmiş olan araç değişkenlerin geçerliliği için Fark-Sargan test istatistiği yapılır. Bu istatistik testi GMM-Sistem ve GMM-Dif tahminleri ile hesaplanan iki ayrı Sargan testi arasındaki fark ile hesaplanır. Son olarak da; AR(1) ve AR(2) testleri ile modelde spesifikasyon hatalarının ve otokorelasyon sorununun olup olmadığı test edilir (Bozkurt, 2012, s.78).

Araç değişkenler arasındaki dikliğin sağlanıp sağlanmadığına ilişkin Sargan (1958) tarafından test istatistiği

$$T = \frac{1}{N} (Z' \hat{E})' (Z' Z)^{-1} Z' \hat{E} \quad (43)$$

olarak geliştirilmiştir. Hata terimlerinin küresellik özelliğini sağlamaması durumunda bu test tutarsız olmaktadır. Sargan testinin tutarsız olma durumuna çözüm olarak Hansen (1982), iki aşamalı tahmin önermiştir. Sargan/Hansen testi araç değişkenlerin geçerliliğini test ederken; Arellano ve Bond idiosinkratik hata terimlerinin otokorelasyona sahip olup olmadığına ilişkin bir test önermiştir.

Arellano-Bond otokorelasyon testi sabit etkilere arındırılarak başlar. Dolayısıyla hata terimlerinin farkına uygulanır. $\Delta \varepsilon_{it}$ matematiksel olarak $\Delta \varepsilon_{it-1}$ ile ilişkili olduğundan düzeyde birinci sıra korelasyon için farkların ikinci sıra korelasyonuna bakılır (Roodman, 2009).

Yukarıda belirtilen testlere ilişkin karar verme süreci bütünsel olarak hipotez testleri kapsamında değerlendirilebilir. Örnek olarak kurulacak modellerde kullanılacak araç değişkenlerin geçerli olup olmadığı için boş hipotez

H_0 : Araç değişkenler geçerlidir

şeklinde oluşturulurken; Arellano-Bond otokorelasyon testi için

H_0 : Hata terimlerinde otokorelasyon yoktur

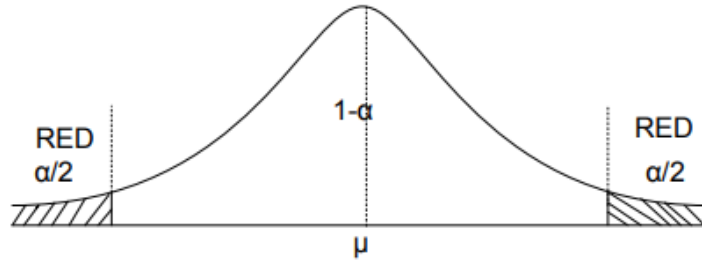
şeklinde oluşturulabilir. Benzer şekilde açıklayıcı değişkenin bağımlı değişken üzerindeki etkisinin var olup olmadığının incelenmesi için değişkenin katsayısının istatistiksel olarak 0'a eşit olup olmadığı,

H_0 : Katsayı 0'a eşittir.

boş hipotezi ile test edilebilir. Tüm bu testler için temelde H_0 olarak gösterilen bir boş hipotez kurulur. Test edilen ve gerçekte doğru olan hipotezin reddedilmesi birinci tip hata olarak belirtilirken, gerçekte yanlış olan hipotezin reddedilmemesi ikinci tip hata olarak nitelendirilir. Birinci tip hata güven düzeyi olarak adlandırılır.

Teste ilişkin boş hipotezin belirli bir olasılık düzeyinde reddedileceği alan, kritik alan olarak nitelendirilir. Bu olasılık düzeyi testin güven düzeyine (1-olasılık düzeyi) karşılık olmaktadır. Test için hesaplanan istatistiğin belirtilen kritik alana düşmesi, daha önce de belirtildiği üzere boş hipotezin reddi anlamına gelmektedir. Kritik alanı oluşturan kritik değerler ise test için oluşturulan tablo değerlerine göre belirlenmektedir.

Dolayısıyla bir hipotez testinin değerlendirilmesi için temelde bir boş hipoteze, bir test istatistiğine ve belirli olasılık düzeyi için tablo değerlerine ihtiyaç duyulmaktadır.



Şekil 3.1. Hipotez testi

Şekil 3.1'de bir hipotez testi için red bölgesi gösterilmektedir. Burada α teste ilişkin güven düzeyini belirtmektedir. Test ortalamasının sağ ve sol taraflarında geçerli olacağından red bölgesinin olasılık değeri $\alpha/2$ olarak belirtilmiştir. Şekil 3.1'de taralı alanların başladığı noktalar ise kritik değerleri göstermektedir. Burada güven düzeyi arttıkça kritik değerler ortalamaya yaklaşmaktadır. Uygulamalı araştırmalarda sıklıkla %1, %5 ve %10 güven düzeylerine göre hipotez testi sonuçları belirtilmektedir.

Test için hesaplanan test istatistiğinin değeri kritik değerlerden mutlak değerce büyükse, test istatistiği kritik alanda yer almakta ve boş hipotez reddedilmektedir. Bu durum hesaplanan test istatistiği için hesaplanan p-değerine göre de belirtilebilir. Hesaplanan p-değeri istatistiksel anlamlılığın varlığının ve varsa da var olan farklılığın kanıtının düzeyinin belirlenmesi amacı ile kullanılan bir değerdir (Kul, 2014). Bu durumda örnek olarak %1 güven düzeyinde hesaplanan p-değerinin 0.01'den küçük olması durumunda test istatistiği kritik bölge de yer alacağından boş hipotez reddedilecektir.

3.2. Ekonometrik Model ve Veri Seti

Çalışma kapsamında reel efektif döviz kurlarının yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Çalışmanın ekonometrik uygulama kısmında reel efektif döviz kurlarına ek olarak yabancı sermaye yatırımlarına etki edebilecek dışa açıklık oranı, gayrisafi yurtiçi hasıla (GSYH) ve reel faiz oranı verileri içsel değişkenler olarak kullanılmıştır. Çalışmada kullanılacak bağımlı değişkenler (portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlar), GSYH'ye bölünerek ölçeklendirilmiştir. Ayrıca GSYH'nin logaritması alınarak ilgili değişken doğrusallaştırılmıştır. Diğer değişkenler negatif değerler içerdikleri için logaritmaları alınmamıştır.

Bu kapsamda çalışmada kullanılacak değişkenler şu şekilde oluşturulmuştur:

- Net portföy yatırımları / GSYH (PORTFÖY)
- Net doğrudan yabancı yatırımlar / GSYH (YABANCI)
- Reel efektif döviz kuru (DÖVİZ)
- Dışa açıklık oranı (ACIKLIK)
- Gayrisafi yurtiçi hasılanın logaritması (GSYH)
- Reel faiz oranı, yüzde (FAİZ)

Çalışmada örnek büyüklüğünün göreceli etkisini azaltmak amacıyla gelişmiş ve gelişen ülke sayıları eşit olarak alınmıştır. Bu bağlamda söz konusu ülkelere ilişkin 2001-2017 yılları arası dönemi kapsayan ve Dünya Bankası veri tabanından elde edilen verilerden oluşan bir panel veri seti oluşturulmuştur. Çalışmada kullanılan ülkeler Tablo 3.1’de sunulmuştur.

Tablo 3.1. Çalışmada yer alan ülkeler

Gelişen Ülkeler	Gelişmiş Ülkeler
Brezilya	Avustralya
Bulgaristan	Kanada
Çin Halk Cumhuriyeti	Çek Cumhuriyeti
Kuzey Makedonya Cumhuriyeti	Macaristan
Meksika	İzlanda
Romanya	İtalya
Türkiye	Güney Kore
Ukrayna	Singapur

Sonuç olarak 2001-2017 dönemi için gelişen ve gelişmiş ülkelere ilişkin panel veri setleri bağımlı değişkenler PORTFÖY ve YABANCI olmak üzere 4 ayrı model şu şekilde oluşturulmuştur:

$$PORTFOY_{it} = \alpha^1 + \lambda_i^1 + \beta_1^1 PORTFOY_{it-1} + \beta_2^1 ACIKLIK + \beta_3^1 DOVIZ + \beta_4^1 GSYH + \beta_5^1 FAIZ + \varepsilon_{it}^1 \quad (44)$$

$$YABANCI_{it} = \alpha^2 + \lambda_i^2 + \beta_1^2 YABANCI_{it-1} + \beta_2^2 ACIKLIK + \beta_3^2 DOVIZ + \beta_4^2 GSYH + \beta_5^2 FAIZ + \varepsilon_{it}^2 \quad (45)$$

$$PORTFOY_{it}^g = \alpha^{1,g} + \lambda_i^{1,g} + \beta_1^{1,g} PORTFOY_{it-1}^g + \beta_2^1 ACIKLIK^g + \beta_3^1 DOVIZ^g + \beta_4^1 GSYH^g + \beta_5^1 FAIZ^g + \varepsilon_{it}^{1,g} \quad (46)$$

$$YABANCI_{it}^g = \alpha^{2,g} + \lambda_i^{2,g} + \beta_1^{2,g} YABANCI_{it-1}^g + \beta_2^2 ACIKLIK^g + \beta_3^2 DOVIZ^g + \beta_4^2 GSYH^g \quad (47)$$

Eşitlik (44)-(47)'de sırasıyla;

- Gelişen ülkeler için bağımlı değişkenin PORTFOY olduğu (Model 1)
- Gelişen ülkeler için bağımlı değişkenin YABANCI olduğu (Model 2)
- Gelişmiş ülkeler için bağımlı değişkenin PORTFOY olduğu (Model 3)
- Gelişmiş ülkeler için bağımlı değişkenin YABANCI olduğu (Model 4)

modeller gösterilmektedir.

Modellerde;

ε stokastik hata terimlerini,

i ülkeyi ve t de zamanı göstermektedir.

3.3. Ekonometrik Tahmin Sonuçları

3.3.1. Yatay kesit bağımlılık testi sonuçları

Modelde yer alan değişkenlerin durağan olup olmadıkları daha önce de belirtildiği üzere panel birim kök testleri ile test edilmektedir. Bunun yanında panel birim kök testleri ise modelin yatay kesit bağımlılığına sahip olup olmamasına göre birinci ve ikinci jenerasyon birim kök testleri olarak ayrıştırılmıştır (Hurlin ve Mignon, 2006).

Bu çerçevede öncelikle yatay kesit bağımlılığı test edilmiştir. Daha önce de belirtildiği üzere yatay kesit bağımlılığı için farklı testler geliştirilmiştir. Yatay kesit bağımlılık testleri arasında zaman boyutunun grup sayısından büyük ($T > N$) olduğu durumlarda Breusch ve Pagan (1980) testi geçerli olurken, gözlem sayısının zaman boyutundan büyük ($N > T$) olduğu durumlarda Friedman (1937), Frees (1995) veya Pesaran (2004) testleri geçerli olur. Zaman boyutunun ve grup sayısının (T ve N) yeterli büyüklükte olduğu durumlar da Pesaran (2007) testi kullanılabilir (Şentürk, 2016, s.118).

Eşitlik 44'de belirtilen uygun birim kök testinin seçilmesi amacıyla gerçekleştirilen yatay kesit bağımlılık testi sonuçları Tablo 3.2'de belirtilmiştir.

Tablo 3.2. Model 1 için yatay kesit bağımlılık testi sonuçları

Test	Test istatistiği	p-değeri
Friedman yatay kesit bağımlılık testi	16.19	0.02
Breusch-Pagan yatay kesit bağımlılık testi	34.52	0.18
Pesaran (2004) yatay kesit bağımlılık testi	0.64	0.52
PORTFOY	1.76	0.08
ACIKLIK	3.91	0.00
DOVIZ	2.95	0.00
GSYH	20.18	0.00
FAIZ	6.64	0.00
Pesaran (2007) yatay kesit bağımlılık testi	0.33	0.74

Tablo 3.2'de belirtilen hata terimlerine ilişkin Friedman yatay kesit bağımlılık testi, test istatistiği 0.02 p-değeri ile 16.19 olarak hesaplanmıştır. Bu test sonuçlarına göre;

H_0 : Yatay kesit bağımlılığı yoktur

boş hipotezi test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %95 güven aralığında kritik alana düştüğünden reddedilmiştir. Değişken bazında uygulanan Pesaran (2004) testine göre tüm değişkenler için p-değeri 0.1'den küçük olduğundan test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında reddedilmiştir. Diğer taraftan hata terimlerine ilişkin Breusch-Pagan, Pesaran (2004) ve Pesaran (2007) yatay kesit bağımlılık testlerinde sırasıyla 0.18, 0.52 ve 0.74 p-değerleri ile test istatistikleri sırasıyla 34.52, 0.64 ve 0.33 olarak hesaplanmıştır. Bu çerçevede Breusch-Pagan yatay kesit bağımlılık testinin daha tutarlı sonuçlar verdiği de göz önünde bulundurularak yatay kesit bağımlılığının olmadığı test istatistiğinin Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmemesinden dolayı söylenebilir.

Tablo 3.3. Model 2 için yatay kesit bağımlılık testi sonuçları

Test	Test istatistiği	p-değeri
Friedman yatay kesit bağımlılık testi	21.11	0.00
Breusch-Pagan yatay kesit bağımlılık testi	38.98	0.08
Pesaran (2004) yatay kesit bağımlılık testi	1.19	0.23
YABANCI	3.87	0.00
ACIKLIK	3.91	0.00
DOVIZ	2.95	0.00
GSYH	20.18	0.00
FAIZ	6.64	0.00
Pesaran (2007) yatay kesit bağımlılık testi	-0.55	0.58

Tablo 3.3’de belirtilen hata terimlerine ilişkin Friedman ve Breusch-Pagan yatay kesit bağımlılık testi, test istatistikleri sırasıyla yaklaşık 0 ve 0.08 p-değeri ile sırasıyla 21.11 ve 38.98 olarak hesaplanmıştır. Bu test sonuçlarına göre;

H_0 : Yatay kesit bağımlılığı yoktur

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1’de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %90 güven aralığında reddedilmiştir. Değişken bazında uygulanan Pesaran (2004) testine göre tüm değişkenler için p-değeri 0.1’den küçük olduğundan ve boş hipotez ilgili test istatistiği Şekil 3.1’de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %90 güven aralığında reddedilmiştir. Diğer taraftan, hata terimlerine uygulanan Pesaran (2004) ve Pesaran (2007) yatay kesit bağımlılık testlerinde sırasıyla 0.23 ve 0.58 p-değerleri ile test istatistikleri sırasıyla 1.19 ve -0.55 olarak hesaplanmıştır. Bu çerçevede Breusch-Pagan yatay kesit bağımlılık testinin daha tutarlı sonuçlar verdiği de göz önünde bulundurularak yatay kesit bağımlılığının ilgili test istatistiğinin olduğu Şekil 3.1’de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmesinden kaynaklı olarak söylenebilir.

Tablo 3.4. Model 3 için yatay kesit bağımlılık testi sonuçları

Test	Test istatistiği	p-değeri
Friedman yatay kesit bağımlılık testi	21.45	0.00
Breusch-Pagan yatay kesit bağımlılık testi	33.49	0.22
Pesaran (2004) yatay kesit bağımlılık testi	1.04	0.30
PORTFOY	2.89	0.00
ACIKLIK	3.05	0.00
DOVIZ	5.40	0.00
GSYH	18.71	0.00
FAIZ	1.13	0.26
Pesaran (2007) yatay kesit bağımlılık testi	0.02	0.98

Tablo 3.4’de belirtilen hata terimlerine ilişkin Friedman yatay kesit bağımlılık testi, test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile 21,45 olarak hesaplanmıştır. Bu test sonuçlarına göre;

H_0 : Yatay kesit bağımlılığı yoktur

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1’de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %90 güven aralığında reddedilmiştir. Değişken bazında uygulanan Pesaran (2004) testine göre FAIZ değişkeni dışındaki tüm değişkenler için p-değeri 0.1’den küçük olduğundan boş hipotez %90 güven aralığında reddedilmiştir. FAIZ

değişkeni için ise test istatistiği 0.26 p-değeri ile 1.13 olarak hesaplanmıştır. Bu durumda p-değeri 0.1'den büyük olduğundan boş hipotez ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, reddedilmemiştir. Diğer taraftan, hata terimlerine ilişkin Breusch-Pagan, Pesaran (2004) ve Pesaran (2007) yatay kesit bağımlılık testlerinde sırasıyla 0.22, 0.23 ve 0.58 p-değerleri ile test istatistikleri sırasıyla 33.49, 1.19 ve -0.55 olarak hesaplanmıştır. Bu çerçevede Breusch-Pagan yatay kesit bağımlılık testinin daha tutarlı sonuçlar verdiği de göz önünde bulundurularak yatay kesit bağımlılığının olmadığı ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden kaynaklı söylenebilir.

Tablo 3.5. Model 4 için yatay kesit bağımlılık testi sonuçları

Test	Test istatistiği	p-değeri
Friedman yatay kesit bağımlılık testi	15.63	0.03
Breusch-Pagan yatay kesit bağımlılık testi	30.93	0.32
Pesaran (2004) yatay kesit bağımlılık testi	0.28	0.78
YABANCI	-0.94	0.35
ACIKLIK	3.05	0.00
DOVIZ	5.40	0.00
GSYH	18.71	0.00
FAIZ	1.13	0.26
Pesaran (2007) yatay kesit bağımlılık testi	-0.63	0.53

Tablo 3.5'de belirtilen hata terimlerine ilişkin Friedman yatay kesit bağımlılık testi, test istatistiği 0.33 p-değeri ile 15.63 olarak hesaplanmıştır. Bu test sonuçlarına göre;

H_0 : Yatay kesit bağımlılığı yoktur

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %95 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %95 güven aralığında reddedilmiştir. Değişken bazında uygulanan Pesaran (2004) testine göre YABANCI ve FAIZ değişkeni dışındaki tüm değişkenler için p-değeri 0.1'den küçük olduğundan boş hipotez ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %90 güven aralığında reddedilmiştir. YABANCI ve FAIZ değişkeni için ise test istatistiği sırasıyla 0.35 ve 0.26 p-değerleri ile -0.94 ve 1.13 olarak hesaplanmıştır. Bu durumda boş hipotez p-değeri 0.1'den büyük olduğundan ve ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, reddedilmemiştir. Diğer taraftan, hata terimlerine ilişkin Breusch-Pagan, Pesaran (2004) ve Pesaran (2007) yatay kesit

bağımlılık testlerinde sırasıyla 0.32, 0.23 ve 0.58 p-değerleri ile test istatistikleri sırasıyla 30.93, 1.19 ve -0.55 olarak hesaplanmıştır. Bu çerçevede Breusch-Pagan yatay kesit bağımlılık testinin daha tutarlı sonuçlar verdiği de göz önünde bulundurularak yatay kesit bağımlılığının olmadığı ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden kaynaklı söylenebilir.

3.3.2. Panel birim kök testi sonuçları

Çalışma kapsamında gerek modellerde kullanılmış olan bağımlı değişkenler için gerekirse her bir bağımsız değişken için panel birim kök testleri yapılmıştır. Bu bağlamda uygulamada kullanılan verilere ilişkin durağanlık sınaması yapılması çok önemlidir. Çünkü durağan olmayan zaman serileri ile yanlış hesaplanmış t, F ve R^2 değerleri yüzünden ekonometrik anlamda tutarlı olmayan sonuçlara ulaşılır.

Yatay kesit bağımlılığı bulunamadığından Model 1'de yer alan değişkenlerin birim kök içerip içermediği birinci jenerasyon testleri arasında yer alan IPS testi ile test edilmiştir.

Tablo 3.6. Model 1 için birim kök testi sonuçları

Değişken	Sabitli		Sabitli, Trendli	
	Test istatistiği	p-değeri	Test istatistiği	p-değeri
PORTFOY	-3.56	0.00	-2.61	0.00
ACIKLIK	0.49	0.69	-2.41	0.01
DOVIZ	-0.12	0.45	0.82	0.79
D_DOVIZ	-3.53	0.00	-3.49	0.00
GSYH	-3.37	0.00	3.59	1.00
FAIZ	-3.53	0.00	-2.97	0.00

Tablo 3.6'da Model 1 için sabit terim ile hem sabit terim hem de trend içeren IPS birim kök testi sonuçları yer almaktadır. Buna göre;

- PORTFOY değişkeni için sabitli modelde test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile -3.56, sabitli-trendli modelde test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile -2.61 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H_0 : Birim kök vardır

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %99 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %99 güven aralığında reddedilerek değişkenin düzeyde durağan olduğu sonucuna varılmıştır.

- ACIKLIK değişkeni için sabitli modelde test istatistiği 0.69 p-değeri ile 0.49, sabitli-trendli modelde test istatistiği 0.01 p-değeri ile -2.41 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H_0 : Birim kök vardır

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %99 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %99 güven aralığında reddedilerek değişkenin düzeyde durağan olduğu sonucuna varılmıştır.

- DOVIZ değişkeni için sabitli modelde test istatistiği 0.45 p-değeri ile -0.12, sabitli-trendli modelde test istatistiği 0.79 p-değeri ile 0.82 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H_0 : Birim kök vardır

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmeyerek değişkenin düzeyde durağan olmadığı sonucuna varılmıştır. Bu nedenle değişkenin birinci sıra farkı alınarak (D_DOVIZ) ilgili testler yinelenmiştir. İlk sıra farkı alınan değişkene ilişkin yapılan testlerde sabitli modelde test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile -3.53, sabitli-trendli modelde test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile -3.49 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla boş hipotez ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %99 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %99 güven aralığında reddedilerek değişkenin birinci sıra entegre olduğu sonucuna varılmıştır.

- GSYH değişkeni için sabitli modelde test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile -3.37, sabitli-trendli modelde test istatistiği yaklaşık 1 p-değeri ile 3.59 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H_0 : Birim kök vardır

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %99 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %99 güven aralığında reddedilerek değişkenin düzeyde durağan olduğu sonucuna varılmıştır.

- FAIZ değişkeni için sabitli modelde test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile -3.53, sabitli-trendli modelde test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile -2.97 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H_0 : Birim kök vardır

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %99 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %99 güven aralığında reddedilerek değişkenin düzeyde durağan olduğu sonucuna varılmıştır.

Özet olarak, çalışmada kullanılan değişkenler arasında yer alan DOVIZ değişkeni birinci sıra entegre bulunurken diğer değişkenler düzeyde durağan bulunmuştur. Model 1'in tahmininde DOVIZ değişkeninin ilk sıra farkı alınarak analize devam edilmiştir.

Tablo 3.7. Model 2 için birim kök testi sonuçları

Değişken	Sabitli		Sabitli, Trendli	
	Test istatistiği	p-değeri	Test istatistiği	p-değeri
YABANCI	-2.75	0.00	-2.70	0.12
ACIKLIK	-2.20	0.10	-2.22	0.57
DOVIZ	-1.60	0.64	-2.41	0.36
D_DOVIZ	-2.25	0.08	-2.22	0.56
GSYH	-2.50	0.02	-2.28	0.50
FAIZ	-1.87	0.35	-1.98	0.80
D_FAIZ	-2.58	0.01	-3.00	0.02

Yatay kesit bağımlılığı bulunduğu modelde yer alan değişkenlerin birim kök içerip içermediği ikinci jenerasyon testleri arasında yer alan Pesaran (2004) testi ile test edilmiştir.

Tablo 3.7'de Model 2 için sabit terim ile hem sabit terim hem de trend içeren Pesaran (2004) birim kök testi sonuçları yer almaktadır. Buna göre;

- YABANCI değişkeni için sabitli modelde test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile -2.75, sabitli-trendli modelde test istatistiği 0.12 p-değeri ile -2.70 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H_0 : Birim kök vardır

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %99 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %99 güven aralığında reddedilerek değişkenin düzeyde durağan olduğu sonucuna varılmıştır.

- ACIKLIK değişkeni için sabitli modelde test istatistiği 0.098 p-değeri ile -2.20, sabitli-trendli modelde test istatistiği 0.57 p-değeri ile -2.22 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H_0 : Birim kök vardır

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %90 güven aralığında reddedilerek değişkenin düzeyde durağan olduğu sonucuna varılmıştır.

- DOVIZ değişkeni için sabitli modelde test istatistiği 0.64 p-değeri ile -1.60, sabitli-trendli modelde test istatistiği 0.36 p-değeri ile -2.41 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H_0 : Birim kök vardır

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmeyerek değişkenin düzeyde durağan olmadığı sonucuna varılmıştır. Bu nedenle değişkenin birinci sıra farkı alınarak (D_DOVIZ) ilgili testler yinelenmiştir. İlk sıra farkı alınan değişkene ilişkin yapılan testlerde sabitli modelde test istatistiği 0.08 p-değeri ile -2.25, sabitli-trendli modelde test istatistiği 0.56 p-değeri ile -2.22 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla boş hipotez ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %90 güven aralığında reddedilerek değişkenin birinci sıra entegre olduğu sonucuna varılmıştır.

- GSYH değişkeni için sabitli modelde test istatistiği 0.02 p-değeri ile -2.50, sabitli-trendli modelde test istatistiği 0.50 p-değeri ile -2.28 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H_0 : Birim kök vardır

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %95 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %95 güven aralığında reddedilerek değişkenin düzeyde durağan olduğu sonucuna varılmıştır.

- FAIZ değişkeni için sabitli modelde test istatistiği 0.35 p-değeri ile -1.87, sabitli-trendli modelde test istatistiği 0.80 p-değeri ile -1.98 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H_0 : Birim kök vardır

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmeyerek değişkenin düzeyde durağan olmadığı sonucuna varılmıştır. Bu nedenle değişkenin birinci sıra farkı alınarak (D_FAIZ) ilgili testler yinelenmiştir. İlk sıra farkı alınan değişkene ilişkin yapılan testlerde sabitli modelde test istatistiği 0.01 p-değeri ile -2.58, sabitli-trendli modelde test istatistiği 0.02 p-değeri ile -3.00 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla boş hipotez ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %90 güven aralığında reddedilerek değişkenin birinci sıra entegre olduğu sonucuna varılmıştır.

Özet olarak, çalışmada kullanılan değişkenler arasında yer alan DOVIZ ve FAIZ değişkenleri birinci sıra entegre bulunurken diğer değişkenler düzeyde durağan bulunmuştur. Model 2'nin tahmininde DOVIZ ve FAIZ değişkenlerinin ilk sıra farkı alınarak analize devam edilmiştir.

Tablo 3.8. Model 3 için birim kök testi sonuçları

Değişken	Sabitli		Sabitli, Trendli	
	Test istatistiği	p-değeri	Test istatistiği	p-değeri
PORTFOY	-2.73	0.00	-4.39	0.00
ACIKLIK	-0.38	0.35	-0.59	0.28
D_ACIKLIK	-7.30	0.00	-3.93	0.00
DOVIZ	-2.12	0.02	1.18	0.88
GSYH	-3.06	0.00	0.99	0.84
FAIZ	-2.81	0.00	-3.30	0.00

Yatay kesit bağımlılığı bulunmadığından modelde yer alan değişkenlerin birim kök içerip içermediği birinci jenerasyon testleri arasında yer alan IPS testi ile test edilmiştir.

Tablo 3.8'de Model 3 için sabit terim ile hem sabit terim hem de trend içeren IPS birim kök testi sonuçları yer almaktadır. Buna göre;

- PORTFOY değişkeni için sabitli modelde test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile -2.73, sabitli-trendli modelde test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile -4.39 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H_0 : Birim kök vardır

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %99 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %99 güven aralığında reddedilerek değişkenin düzeyde durağan olduğu sonucuna varılmıştır.

- ACIKLIK değişkeni için sabitli modelde test istatistiği 0.35 p-değeri ile -0.38, sabitli-trendli modelde test istatistiği 0.28 p-değeri ile -0.59 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H_0 : Birim kök vardır

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden %90 güven aralığında reddedilmeyerek değişkenin düzeyde durağan olmadığı sonucuna varılmıştır. Bu nedenle değişkenin birinci sıra farkı alınarak (D_ACIKLIK) ilgili testler yinelenmiştir. İlk sıra farkı alınan değişkene ilişkin yapılan testlerde sabitli modelde test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile -7.30, sabitli-trendli

modelde test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile -3.93 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %90 güven aralığında reddedilerek değişkenin birinci sıra entegre olduğu sonucuna varılmıştır.

- DOVIZ değişkeni için sabitli modelde test istatistiği 0.02 p-değeri ile -2.12, sabitli-trendli modelde test istatistiği 0.88 p-değeri ile 1.18 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H₀: Birim kök vardır

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %95 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %95 güven aralığında reddedilerek değişkenin düzeyde durağan olduğu sonucuna varılmıştır.

- GSYH değişkeni için sabitli modelde test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile -3.06, sabitli-trendli modelde test istatistiği 0.84 p-değeri ile 0.99 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H₀: Birim kök vardır

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %99 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %99 güven aralığında reddedilerek değişkenin düzeyde durağan olduğu sonucuna varılmıştır.

- FAIZ değişkeni için sabitli modelde test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile -2.81, sabitli-trendli modelde test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile -3.30 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H₀: Birim kök vardır

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %99 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %99 güven aralığında reddedilerek değişkenin düzeyde durağan olduğu sonucuna varılmıştır.

Özet olarak çalışmada kullanılan değişkenler arasında yer alan ACIKLIK değişkeni birinci sıra entegre bulunurken diğer değişkenler düzeyde durağan bulunmuştur. Model 3'ün tahmininde ACIKLIK değişkeninin ilk sıra farkı alınarak analize devam edilmiştir.

Tablo 3.9. Model 4 için birim kök testi sonuçları

Değişken	Sabitli		Sabitli, Trendli	
	Test istatistiği	p-değeri	Test istatistiği	p-değeri
YABANCI	-4.71	0.00	-2.04	0.02
ACIKLIK	-0.38	0.35	-0.59	0.28
D_ACIKLIK	-7.30	0.00	-3.93	0.00
DOVIZ	-2.12	0.02	1.18	0.88
GSYH	-3.06	0.00	0.99	0.84
FAIZ	-2.81	0.00	-3.30	0.00

Yatay kesit bağımlılığı bulunmadığından modelde yer alan değişkenlerin birim kök içerip içermediği birinci jenerasyon testleri arasında yer alan IPS testi ile test edilmiştir.

Tablo 3.9'da Model 4 için sabit terim ile hem sabit terim hem de trend içeren IPS birim kök testi sonuçları yer almaktadır. Buna göre;

- YABANCI değişkeni için sabitli modelde test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile -4.71, sabitli-trendli modelde test istatistiği 0.02 p-değeri ile -2.04 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H_0 : Birim kök vardır

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %99 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %99 güven aralığında reddedilerek değişkenin düzeyde durağan olduğu sonucuna varılmıştır.

- ACIKLIK değişkeni için sabitli modelde test istatistiği 0.35 p-değeri ile -0.38, sabitli-trendli modelde test istatistiği 0.28 p-değeri ile -0.59 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H_0 : Birim kök vardır

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmeyerek değişkenin düzeyde durağan olmadığı sonucuna varılmıştır. Bu nedenle değişkenin birinci sıra farkı alınarak (D_ ACIKLIK) ilgili testler yinelenmiştir. İlk sıra farkı alınan değişkene ilişkin yapılan testlerde sabitli modelde test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile -7.30, sabitli-trendli modelde test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile -3.93 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla boş hipotez ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %99 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %99 güven aralığında reddedilerek değişkenin birinci sıra entegre olduğu sonucuna varılmıştır.

- DOVIZ değişkeni için sabitli modelde test istatistiği 0.02 p-değeri ile -2.12, sabitli-trendli modelde test istatistiği 0.88 p-değeri ile 1.18 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H_0 : Birim kök vardır

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %95 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %95 güven aralığında reddedilerek değişkenin düzeyde durağan olduğu sonucuna varılmıştır.

- GSYH değişkeni için sabitli modelde test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile -3.06, sabitli-trendli modelde test istatistiği 0.84 p-değeri ile 0.99 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H_0 : Birim kök vardır

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %99 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %99 güven aralığında reddedilerek değişkenin düzeyde durağan olduğu sonucuna varılmıştır.

- FAİZ değişkeni için sabitli modelde test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile -2.81, sabitli-trendli modelde test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile -3.30 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H_0 : Birim kök vardır

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %99 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %99 güven aralığında reddedilerek değişkenin düzeyde durağan olduğu sonucuna varılmıştır.

Özet olarak, çalışmada kullanılan değişkenler arasında yer alan ACIKLIK değişkeni birinci sıra entegre bulunurken diğer değişkenler düzeyde durağan bulunmuştur. Model 4'ün tahmininde ACIKLIK değişkeninin ilk sıra farkı alınarak analize devam edilmiştir.

3.3.3. Panel vektör otoregresif model (PVAR) sonuçları

Panel birim kök testi sonrası modeller için uygun gecikme sayısının belirlenmesi amacıyla panel vektör otoregresif modeller oluşturulmuştur. Model 1 için üç gecikmeye kadar sınamalar yapılmış ve sonuçlar Tablo 3.10'da belirtilmiştir.

Tablo 3.10. Model 1 için PVAR uygun gecikme sayısı

Gecikme sayısı	CD	J	J p-değeri	MMSC _{BIC}	MMSC _{AIC}	MMSC _{HQIC}
1	0.99987	54.84	0.23	-164.25	-41.16	-90.91
2	0.99986	24.54	0.82	-121.52	-39.46	-72.63
3	0.99994	8.79	0.92	-64.24	-23.21	-39.80

Tablo 3.10'da belirtilen ve Model 1 için PVAR uygun gecikme sayısı sonuçlarına göre Bayes, Akaike ve Hannan-Quinn kriterlerini en küçük yapan 1 gecikme sayısı en uygun gecikme sayısı olarak belirlenmiştir.

Tablo 3.11. Model 2 için PVAR uygun gecikme sayısı

Gecikme sayısı	CD	J	J p-değeri	MMSC _{BIC}	MMSC _{AIC}	MMSC _{HQIC}
1	0.98349	42.11	0.71	-172.80	-53.89	-101.79
2	0.99350	32.89	0.42	-110.39	-31.11	-63.05
3	0.92969	10.54	0.84	-61.10	-21.46	-37.43

Tablo 3.11'de belirtilen ve Model 2 için PVAR uygun gecikme sayısı sonuçlarına göre Bayes, Akaike ve Hannan-Quinn kriterlerini en küçük yapan 1 gecikme sayısı en uygun gecikme sayısı olarak belirlenmiştir.

Panel birim kök testi sonrası Model 3 için uygun gecikme sayısının belirlenmesi amacıyla panel vektör otoregresif model oluşturulmuştur. Panel vektör otoregresif model için üç gecikmeye kadar sınamalar yapılmış ve sonuçlar Tablo 3.12'de belirtilmiştir.

Tablo 3.12. Model 3 için PVAR uygun gecikme sayısı

Gecikme sayısı	CD	J	J p-değeri	MMSC _{BIC}	MMSC _{AIC}	MMSC _{HQIC}
1	0.76149	45.52	0.57	-169.39	-50.48	-98.39
2	0.89442	31.10	0.51	-112.18	-32.90	-64.84
3	0.92793	7.70	0.96	-63.93	-24.30	-40.27

Tablo 3.12'de belirtilen ve Model 3 için PVAR uygun gecikme sayısı sonuçlarına göre Bayes, Akaike ve Hannan-Quinn kriterlerini en küçük yapan 1 gecikme sayısı en uygun gecikme sayısı olarak belirlenmiştir.

Panel birim kök testi sonrası Eşitlik 47'de belirtilen model için uygun gecikme sayısının belirlenmesi amacıyla panel vektör otoregresif model oluşturulmuş ve bu model için uygun gecikme sayısı belirlenmiştir.

Tablo 3.13. Model 4 için PVAR uygun gecikme sayısı

Gecikme sayısı	CD	J	J p-değeri	MMSC _{BIC}	MMSC _{AIC}	MMSC _{HQIC}
1	0.73069	42.92	0.68	-171.99	-53.08	-100.99
2	0.92170	18.92	0.97	-124.36	-45.08	-77.02
3	0.94619	3.86	1.00	-67.78	-28.14	-44.11

Tablo 3.13'de belirtilen ve Model 4 için PVAR uygun gecikme sayısı sonuçlarına göre Bayes, Akaike ve Hannan-Quinn kriterlerini en küçük yapan 1 gecikme sayısı en uygun gecikme sayısı olarak belirlenmiştir.

3.3.4. Modellere ilişkin tahmin sonuçlarının değerlendirilmesi

Ulaşılan bulgular ışığında; Model 1'e ilişkin tahmin Tablo 3.14'de belirtilmiştir. İlgili model için fark GMM tahmin edicileri kullanılmıştır. Kullanılan veri setinin tam dengeli olması, bu çerçevede fark GMM tahmin edicileri için ortaya çıkması muhtemel sorunları engellediğinden birinci sıra fark alınarak dönüşüm yapılmış ve fark GMM tahmin edicileri kullanılmıştır.

Tablo 3.14. Model 1 için tahmin sonuçları

PORTFOY	Katsayı	Robust Hata	Std.	Test istatistiği	p-değeri
L.PORTFOY	0.1079	0.12	0.93	0.38	
ACIKLIK	-0.0001	0.00	-2.01	0.08	
D_DOVIZ	-0.0003	0.00	-1.33	0.22	
GSYH	-0.0099	0.00	-2.60	0.03	
FAIZ	0.0001	0.00	0.30	0.77	
F-Test			3.35	0.06	
AR(1)			-2.22	0.03	
AR(2)			1.14	0.26	
Hansen Testi			4.75	1.00	
R ²	0.0212				

Tablo 3.14'de belirtilen otokorelasyon ve değişen varyans durumuna dirençli robust standart hatalı tahmin sonucuna göre;

- PORTFOY değişkeninin birinci gecikmeli değerini gösteren L.PORTFOY değişkeni için katsayı 0.38 p-değeri ile 0.1079 olarak tahmin edilmiştir.

Dolayısıyla,

H₀: Katsayı 0'a eşittir.

boş hipotezi ile ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmeyerek değişkenin istatistiksel olarak PORTFOY değişkeni üzerinde anlamsız olduğu sonucuna varılmıştır.

- ACIKLIK değişkeni için katsayı 0.08 p-değeri ile -0.0001 olarak tahmin edilmiştir. Dolayısıyla,

H_0 : Katsayı 0'a eşittir.

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %90 güven aralığında reddedilerek değişkenin istatistiksel olarak Özcan ve Arı (2010) tarafından ulaşılan bulgulara benzer olacak şekilde PORTFOY değişkenini negatif yönde etkilediği sonucuna varılabilir. Buna göre ACIKLIK değişkenindeki bir birimlik artışın (azalışın) PORTFOY değişkenini 0.0001 birim azaltacağı (artıracağı) söylenebilir.

Bir ülkede ithalat ve ihracat toplamının (dış ticaret hacminin) GSYİH'ye oranı dışa açıklık derecesini gösterir. Dışa açıklık oranı, yatırım açısından karar almada önemli bir faktördür. Ancak hizmetler, bankacılık gibi ticarete konu olmayan sektörlerde yapılan yatırımlarda dışa açıklık oranının etkisi tartışmalı hale gelebilir.

Gelişen ülkelere yönelik yapılan portföy yatırımlarının genellikle sıcak para şeklinde olması yatırımcıların ticaret hacminin geniş olduğu gelişmiş ülkeleri tercih etmelerini sağlayabilmektedir. Ayrıca ülkeye portföy yatırımlarının çekilebilmesi sadece ekonomik düzenlemelerle mümkün olmamaktadır. Çünkü yatırımcılar cazip kazanç oranlarının yanında siyasi yapının da ılımlı olmasını gerekli görmektedir. Fakat çalışmada yer alan gelişen ülkelerin siyasi yapısı, yatırımcılara gerekli güveni sağlamadığı için dışa açıklık oranının yüksek olmasının portföy yatırımları üzerinde pozitif etki yaratması beklenmeyebilir. Diğer yandan, yüksek dışa açıklık oranı ev sahibi ülkeye yatırım yapmak isteyen sermaye sahiplerinin gözünde rekabetin yoğun olacağı algısı yaratabilmekte; bu da bazı yatırımcıların rekabete dayanamayıp piyasadan çekilmesi halinde refah artışında azalmaya sebebiyet vermektedir.

- D_DOVIZ değişkeni için katsayı 0.22 p-değeri ile -0.0003 olarak tahmin edilmiştir. Dolayısıyla,

H_0 : Katsayı 0'a eşittir.

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmeyerek değişkenin istatistiksel olarak PORTFOY değişkeni üzerinde anlamsız olduğu sonucuna varılmıştır.

- GSYH değişkeni için katsayı 0.03 p-değeri ile -0.0099 olarak tahmin edilmiştir. Dolayısıyla,

H_0 : Katsayı 0'a eşittir.

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %95 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %95 güven aralığında reddedilerek değişkenin istatistiksel olarak PORTFOY değişkenini negatif yönde etkilediği sonucuna varılabilir. Buna göre GSYH değişkenindeki bir birimlik artışın (azalışın) PORTFOY değişkenini 0.0099 birim azaltacağı (artıracağı) söylenebilir.

Pazarın büyüklüğü, ev sahibi ülkenin kişi başına düşen gayri safi yurtiçi hasılası ile ölçülmektedir. Yatırımcılar karar verirken ev sahibi ülkenin pazar büyüklüğünden etkilenebilmektedir. Büyük bir pazar, yatırım yapmak için çekicidir. Çünkü pazarın büyük olması, ölçek ekonomilerine imkan sağlayarak üretimin etkinleşmesine neden olur. Fakat gelişen bir ülke ancak ekonomik açıdan istikrarlı bir gelişme gösterdiği zaman, pazarın büyümesiyle birlikte ölçek ekonomilerinden yararlanabilecek ve verimli kaynak kullanımı sağlayarak yatırım girişini özendirebilecektir.

- FAİZ değişkeni için katsayı 0.77 p-değeri ile 0.0001 olarak tahmin edilmiştir. Dolayısıyla,

H_0 : Katsayı 0'a eşittir.

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmeyerek değişkenin istatistiksel olarak PORTFOY değişkeni üzerinde anlamsız olduğu sonucuna varılmıştır.

Hataların birbirinden bağımsız, özdeş veya rassal dağılıma sahip olduğu ve buna ek olarak normal dağılıma uyduğu durumlarda klasik model ile sabit etkili modelden hangisinin kullanılması gerektiği, bir başka söylemle bireysel heterojenliğin var olup olmadığı F-Test kullanılarak belirlenir (Şentürk, 2016, s.78).

Modele ilişkin F-Test sonuçlarına bakıldığında modelin bütünsel olarak anlamlı olduğu ($p < 0,10$) sonucuna varılabilir. Bu amaçla gerçekleştirilen F-Test istatistiği 0.06 p-değeri ile 3.35 olarak hesaplanmıştır. F-Test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %95 güven aralığında kritik alana düştüğünden modelin bütünsel olarak anlamsız olduğu boş hipotezi reddedilmiştir. Buna ek olarak modelde otokorelasyon sorununun olup olmadığına ilişkin gerçekleştirilen AR(2) test istatistiği 0.26 p-değeri ile 1.14 olarak hesaplanmıştır. Bu nedenle

H_0 : Otokorelasyon yoktur

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmemiş ve modelde otokorelasyon sorununun olmadığı sonucuna varılmıştır.

Son olarak araç değişkenlerin geçerliliğine ilişkin gerçekleştirilen Hansen testi test istatistiği yaklaşık 1 p-değeri ile 4.75 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H_0 : Tüm araç değişkenler geçerlidir

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmemiş ve tüm araç değişkenlerin geçerli olduğu sonucuna varılmıştır.

Dinamik panel modellerinde belirlenme katsayısının hesaplanması için tahmin edilen değerler ile gerçek değerler arası korelasyon kullanılmıştır (Bontempi ve Golinelli, 2006). Bu kapsamda (yapay) belirlenme katsayısı 0.0212 olarak hesaplanmıştır.

Analiz sonucu elde edilen verilere göre Model 2'ye ilişkin tahmin Tablo 3.15'de belirtilmiştir. İlgili model için fark GMM tahmin edicileri kullanılmıştır. Kullanılan veri setinin tam dengeli olması, bu çerçevede fark GMM tahmin edicileri için ortaya çıkması muhtemel sorunları engellediğinden birinci sıra fark alınarak dönüşüm yapılmış ve fark GMM tahmin edicileri kullanılmıştır.

Tablo 3.15. Model 2 için tahmin sonuçları

YABANCI	Katsayı	Robust Std. Hata	Test istatistiği	p-değeri
L.YABANCI	0.7107	0.05	13.24	0.00
ACIKLIK	-0.0007	0.00	-2.17	0.06
D_DOVIZ	-0.0006	0.00	-1.59	0.15
GSYH	0.0241	0.03	0.93	0.38
D_FAIZ	0.0009	0.00	1.88	0.10
F-Test			81.76	0.00
AR(1)			-2.04	0.04
AR(2)			-0.16	0.87
Hansen Testi			3.53	1.00
R ²	0.4295			

Tablo 3.15'de belirtilen otokorelasyon ve değişen varyans durumuna dirençli robust standart hatalı tahmin sonuçlarına göre;

- YABANCI değişkeninin birinci gecikmeli değerini gösteren L.YABANCI değişkeni için katsayı yaklaşık 0 p-değeri ile 0.7107 olarak tahmin edilmiştir.

Dolayısıyla,

H_0 : Katsayı 0'a eşittir.

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %99 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %99 güven aralığında reddedilerek değişkenin istatistiksel olarak YABANCI değişkenini pozitif yönde etkilediği sonucuna varılabilir. Bir başka söylemle YABANCI değişkeninin bir önceki dönemindeki bir birim artışın (azalışın) mevcut dönemde ilgili değişken değerini 0.7107 birim artıracığı (azaltacağı) söylenebilir.

- ACIKLIK değişkeni için katsayı 0.06 p-değeri ile -0.0007 olarak tahmin edilmiştir. Dolayısıyla,

H_0 : Katsayı 0'a eşittir.

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %90 güven aralığında reddedilerek değişkenin istatistiksel olarak YABANCI değişkenini negatif yönde etkilediği sonucuna varılabilir. Buna göre ACIKLIK değişkenindeki bir birimlik artışın (azalışın) YABANCI değişkenini 0.0007 birim azaltacağı (artıracığı) söylenebilir.

Gelişen ülkelere yönelik yapılan doğrudan yabancı yatırımların genellikle ihracat odaklı olması, yatırımcıların ticaret hacminin geniş olduğu ülkeleri tercih etmelerini sağlayabilmektedir. Çalışmada yer alan gelişen ülkelere yönelik yapılan doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının önündeki engellerin başında gelen gümrük tarifelerinin kademeli olarak indirilmesine ilişkin düzenlemeler yapılmalıdır.

Asiedu'ya (2002) göre; açıklığın doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisi yatırımların türüne bağlıdır. Eğer yatırım yapılan ülke yerel piyasaya yönelik ise ticaret kısıtlamaları buna bağlı olarak düşük bir açıklık oranı, doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerinde pozitif bir etkiye bulunacaktır (Batmaz ve Tekeli, 2009, s.24).

- D_DOVIZ değişkeni için katsayı 0.15 p-değeri ile -0.0006 olarak tahmin edilmiştir. Dolayısıyla,

H_0 : Katsayı 0'a eşittir.

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmeyerek değişkenin istatistiksel olarak YABANCI değişkeni üzerinde anlamsız olduğu sonucuna varılmıştır.

- GSYH değişkeni için katsayı 0.38 p-değeri ile 0.0241 olarak tahmin edilmiştir. Dolayısıyla,

H_0 : Katsayı 0'a eşittir.

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmeyerek değişkenin istatistiksel olarak YABANCI değişkeni üzerinde anlamsız olduğu sonucuna varılmıştır.

- D_FAIZ değişkeni için katsayı 0.097 p-değeri ile 0.0009 olarak tahmin edilmiştir. Dolayısıyla,

H_0 : Katsayı 0'a eşittir.

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %90 güven aralığında reddedilerek değişkenin istatistiksel olarak YABANCI değişkenini pozitif yönde etkilediği sonucuna varılabilir. Buna göre D_FAIZ değişkenindeki bir birimlik artışın (azalışın) YABANCI değişkenini 0.0009 birim artıracak (azaltacak) söylenebilir.

Reel faiz oranı, ülke riskinin bir göstergesidir. Bu riskin azaltılması ancak ekonomik istikrar paketlerinin başarılı bir şekilde uygulanmasıyla mümkündür (Pazarlıoğlu ve Gülay, 2007, s.219). Çalışmada yer alan gelişen ülkelerde meydana gelen finansal krizlerin etkisiyle yurtiçi piyasalardan yüksek oranda borçlanma, sermaye birikiminin yetersiz olması sonucu reel faiz oranı yüksek değerlere ulaşmıştır. Dolayısıyla, bu ülkelere yönelik doğrudan yabancı yatırımlar istenilen düzeyde gerçekleşmemiş ve istikrarlı bir ekonomik büyüme sağlanamamıştır.

Modele ilişkin F-Test sonuçlarına bakıldığında modelin bütünsel olarak anlamlı olduğu sonucuna varılabilir. Bu amaçla gerçekleştirilen F-test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile 81.76 olarak hesaplanmıştır. F test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %99 güven aralığında kritik alana düştüğünden modelin bütünsel olarak anlamsız olduğu boş hipotezi reddedilmiştir. Buna ek olarak modelde otokorelasyon sorununun olup olmadığına ilişkin gerçekleştirilen AR(2) test istatistiği 0.87 p-değeri ile -0.16 olarak hesaplanmıştır. Bu nedenle;

H_0 : Otokorelasyon yoktur

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmemiş ve modelde otokorelasyon sorununun olmadığı sonucuna varılmıştır.

Son olarak araç değişkenlerin geçerliliğine ilişkin gerçekleştirilen Hansen testi test istatistiği yaklaşık 1 p-değeri ile 3.53 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla

H_0 : Tüm araç değişkenler geçerlidir

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmemiş ve tüm araç değişkenlerin geçerli olduğu sonucuna varılmıştır.

Dinamik panel modellerde belirlenme katsayısının hesaplanması için tahmin edilen değerler ile gerçek değerler arası korelasyon kullanılmıştır (Bontempi ve Golinelli, 2006). Bu kapsamda (yapay) belirlenme katsayısı 0.4295 olarak hesaplanmıştır.

Uygulama sonuçları açısından Model 3'e ilişkin tahmin modele ilişkin tahmin Tablo 3.16'da belirtilmiştir. İlgili model için fark GMM tahmin edicileri kullanılmıştır. Kullanılan veri setinin tam dengeli olması, bu çerçevede fark GMM tahmin edicileri için ortaya çıkması muhtemel sorunları engellediğinden birinci sıra fark alınarak dönüşüm yapılmış ve fark GMM tahmin edicileri kullanılmıştır.

Tablo 3.16. Model 3 için tahmin sonuçları

PORTFOY	Katsayı	Robust Std. Hata	Test istatistiği	p-değeri
L.PORTFOY	0.0909	0.07	1.35	0.21
D_ACIKLIK	-0.0018	0.00	-2.03	0.08
DOVIZ	-0.0033	0.00	-0.93	0.38
GSYH	0.2376	0.23	1.02	0.34
FAIZ	0.0015	0.01	0.20	0.84
F-Test			33.31	0.00
AR(1)			-1.21	0.23
AR(2)			-0.50	0.62
Hansen Testi			2.25	1.00
R ²	0.0516			

Tablo 3.16'da belirtilen otokorelasyon ve değişen varyans durumuna dirençli robust standart hatalı tahmin sonuçlarına göre;

- PORTFOY değişkeninin birinci gecikmeli değerini gösteren L.PORTFOY değişkeni için katsayı 0.21 p-değeri ile 0.0909 olarak tahmin edilmiştir. Dolayısıyla,

H_0 : Katsayı 0'a eşittir.

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmeyerek değişkenin istatistiksel olarak PORTFOY değişkeni üzerinde anlamsız olduğu sonucuna varılmıştır.

- D_ACIKLIK değişkeni için katsayı 0.08 p-değeri ile -0.0018 olarak tahmin edilmiştir. Dolayısıyla,

H_0 : Katsayı 0'a eşittir.

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %90 güven aralığında reddedilerek değişkenin istatistiksel olarak PORTFOY değişkenini negatif yönde etkilediği sonucuna varılabilir. Buna göre D_ACIKLIK değişkenindeki bir birimlik artışın (azalışın) PORTFOY değişkenini 0.0018 birim azaltacağı (artıracağı) söylenebilir.

Dışa açıklık oranının portföy yatırımları üzerindeki etkisi Utkulu ve Kahyaoğlu (2005) ile Yapraklı (2007) tarafından elde edilen sonuçlara benzer olacak şekilde yatırım yapılan ülke piyasasında düşük bir açıklık oranı, yatırımlar üzerinde pozitif bir etkide bulunabilir. Ayrıca Pazarlıoğlu ve Gülay (2007) tarafından ulaşılan bulgulara göre gelişmiş ülkelerde meydana gelen ekonomik durgunluk, düşük faiz oranları ve politik gerginlikler mevcut sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olmaktadır. Yabancı portföylerin gelişmiş değil de gelişmekte olan ülkeleri seçme nedeni sadece yüksek faiz getirisi değil yüksek getiri karşısında yüksek riske razı olmasıdır.

- DOVIZ değişkeni için katsayı 0.38 p-değeri ile -0.0033 olarak tahmin edilmiştir. Dolayısıyla,

H_0 : Katsayı 0'a eşittir.

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmeyerek değişkenin istatistiksel olarak PORTFOY değişkeni üzerinde anlamsız olduğu sonucuna varılmıştır.

- GSYH değişkeni için katsayı 0.34 p-değeri ile 0.2376 olarak tahmin edilmiştir. Dolayısıyla,

H_0 : Katsayı 0'a eşittir.

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmeyerek değişkenin istatistiksel olarak PORTFOY değişkeni üzerinde anlamsız olduğu sonucuna varılmıştır.

- FAİZ değişkeni için katsayı 0.84 p-değeri ile 0.0015 olarak tahmin edilmiştir. Dolayısıyla,

H_0 : Katsayı 0'a eşittir.

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmeyerek değişkenin istatistiksel olarak PORTFOY değişkeni üzerinde anlamsız olduğu sonucuna varılmıştır.

Modele ilişkin F-Test sonuçlarına bakıldığında modelin bütünsel olarak anlamlı olduğu sonucuna varılabilir. Bu amaçla gerçekleştirilen F-test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile 33.31 olarak hesaplanmıştır. F test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %99 güven aralığında kritik alana düştüğünden modelin bütünsel olarak anlamsız olduğu boş hipotezi reddedilmiştir. Buna ek olarak modelde otokorelasyon sorununun olup olmadığına ilişkin gerçekleştirilen AR(2) test istatistiği 0.62 p-değeri ile -0.50 olarak hesaplanmıştır. Bu nedenle;

H_0 : Otokorelasyon yoktur

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmemiş ve modelde otokorelasyon sorunun olmadığı sonucuna varılmıştır.

Son olarak araç değişkenlerin geçerliliğine ilişkin gerçekleştirilen Hansen testi test istatistiği yaklaşık 1 p-değeri ile 2.25 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H_0 : Tüm araç değişkenler geçerlidir

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmemiş ve tüm araç değişkenlerin geçerli olduğu sonucuna varılmıştır.

Dinamik panel modellerinde belirlenme katsayısının hesaplanması için tahmin edilen değerler ile gerçek değerler arası korelasyon kullanılmıştır (Bontempi ve Golinelli, 2006). Bu kapsamda (yapay) belirlenme katsayısı 0.0516 olarak hesaplanmıştır.

Son olarak Model 4'e ilişkin tahmin sonuçları Tablo 3.17'de belirtilmiştir. İlgili model için fark GMM tahmin edicileri kullanılmıştır. Kullanılan veri setinin tam dengeli olması, bu çerçevede fark GMM tahmin edicileri için ortaya çıkması muhtemel sorunları engellediğinden birinci sıra fark alınarak dönüşüm yapılmış ve fark GMM tahmin edicileri kullanılmıştır.

Tablo 3.17. Model 4 için tahmin sonuçları

YABANCI	Katsayı	Robust Std. Hata	Test istatistiği	p-değeri
L.YABANCI	-0.4105	0.12	-3.47	0.01
D_ACIKLIK	-0.0012	0.00	-3.85	0.01
DOVIZ	0.0025	0.00	1.17	0.28
GSYH	-0.1097	0.12	-0.90	0.40
FAIZ	0.0108	0.01	2.07	0.07
F-Test			10.25	0.00
AR(1)			-1.54	0.13
AR(2)			-1.37	0.17
Hansen Testi			1.13	1.00
R ²	0.0001			

Tablo 3.17'de belirtilen otokorelasyon ve değişen varyans durumuna dirençli robust standart hatalı tahmin sonuçlarına göre;

- YABANCI değişkeninin birinci gecikmeli değerini gösteren L.YABANCI değişkeni için katsayı 0.01 p-değeri ile -0.4105 olarak tahmin edilmiştir.

Dolayısıyla,

H₀: Katsayı 0'a eşittir.

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %99 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %99 güven aralığında reddedilerek değişkenin istatistiksel olarak YABANCI değişkenini negatif yönde etkilediği sonucuna varılabilir. Bir başka söylemle YABANCI değişkeninin bir önceki dönemindeki bir birim artışın (azalışın) mevcut dönemde ilgili değişken değerini 0.4105 birim azaltacağı (artıracağı) söylenebilir.

- D_ACIKLIK değişkeni için katsayı 0.01 p-değeri ile -0.0012 olarak tahmin edilmiştir. Dolayısıyla,

H₀: Katsayı 0'a eşittir.

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %99 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %99 güven aralığında reddedilerek değişkenin istatistiksel olarak YABANCI değişkenini negatif yönde etkilediği sonucuna varılabilir. Buna göre ACIKLIK değişkenindeki bir birimlik artışın (azalışın) YABANCI değişkenini 0.0012 birim azaltacağı (artıracağı) söylenebilir.

- DOVIZ değişkeni için katsayı 0.28 p-değeri ile 0.0025 olarak tahmin edilmiştir.

Dolayısıyla,

H₀: Katsayı 0'a eşittir.

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmeyerek değişkenin istatistiksel olarak YABANCI değişkeni üzerinde anlamsız olduğu sonucuna varılmıştır.

- GSYH değişkeni için katsayı 0.40 p-değeri ile -0.1097 olarak tahmin edilmiştir.

Dolayısıyla,

H_0 : Katsayı 0'a eşittir.

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmeyerek değişkenin istatistiksel olarak YABANCI değişkeni üzerinde anlamsız olduğu sonucuna varılmıştır.

- FAİZ değişkeni için katsayı 0.07 p-değeri ile 0.0108 olarak tahmin edilmiştir.

Dolayısıyla,

H_0 : Katsayı 0'a eşittir.

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %99 güven aralığında kritik alana düştüğünden, %99 güven aralığında reddedilerek değişkenin istatistiksel olarak YABANCI değişkenini pozitif yönde etkilediği sonucuna varılabilir. Buna göre FAİZ değişkenindeki bir birimlik artışın (azalışın) YABANCI değişkenini 0.0108 birim artıracığı (azaltacağı) söylenebilir.

Gelişen ülkelerde yaşanmış olan finansal krizlerin yarattığı negatif şoklar, ihracata konu olan malların fiyatlarında yaşanan düşüşler, ithal edilebilir malların fiyatlarındaki yükselişler ve reel faiz oranlarının aşırı yükselmesi, sermayenin gelişmiş ülkelere yönelmesini sağlamaktadır.

Modele ilişkin F-Test sonuçlarına bakıldığında modelin bütünsel olarak anlamlı olduğu sonucuna varılabilir. Bu amaçla gerçekleştirilen F-test istatistiği yaklaşık 0 p-değeri ile 10.25 olarak hesaplanmıştır. F test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %99 güven aralığında kritik alana düştüğünden modelin bütünsel olarak anlamsız olduğu boş hipotezi reddedilmiştir. Buna ek olarak modelde otokorelasyon sorununun olup olmadığına ilişkin gerçekleştirilen AR(2) test istatistiği 0.17 p-değeri ile -1.37 olarak hesaplanmıştır. Bu nedenle;

H_0 : Otokorelasyon yoktur

boş hipotezi ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmemiş ve modelde otokorelasyon sorunun olmadığı sonucuna varılmıştır.

Son olarak araç değişkenlerin geçerliliğine ilişkin gerçekleştirilen Hansen testi test istatistiği yaklaşık 1 p-değeri ile 1.13 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla,

H_0 : Tüm araç değişkenler geçerlidir

boş hipotez ilgili test istatistiği Şekil 3.1'de belirtilen %90 güven aralığında kritik alana düşmediğinden, %90 güven aralığında reddedilmemiş ve tüm araç değişkenlerin geçerli olduğu sonucuna varılmıştır.

Dinamik panel modellerde belirlenme katsayısının hesaplanması için tahmin edilen değerler ile gerçek değerler arası korelasyon kullanılmıştır (Bontempi ve Golinelli, 2006). Bu kapsamda (yapay) belirlenme katsayısı 0.0001 olarak hesaplanmıştır.



SONUÇ

Bu çalışmada reel döviz kurlarının portföy ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları olarak iki grupta ele alınabilecek yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkileri dinamik panel veri modelleri ile incelenmiştir. Bu kapsamda olası etkiler gelişen ve gelişmiş ülke grupları için ayrı ayrı ele alınarak 4 farklı model kurulmuştur. İlgili modellere reel efektif döviz kuruna ek olarak portföy yatırımlarını ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını etkileyebileceği düşünülen gayrisafi yurtiçi hasıla, reel faiz oranı ve dışa açıklık oranı değişkenleri içsel değişkenler olarak eklenmiştir.

Özetle modeller şu şekilde oluşturulmuştur:

- Gelişen ülkeler için bağımlı değişkenin PORTFOY olduğu (Model 1)
- Gelişen ülkeler için bağımlı değişkenin YABANCI olduğu (Model 2)
- Gelişmiş ülkeler için bağımlı değişkenin PORTFOY olduğu (Model 3)
- Gelişmiş ülkeler için bağımlı değişkenin YABANCI olduğu (Model 4)

Çalışmada kurulan modellerde yer alan değişkenlerin durağan olup olmadıkları için panel birim kök testi uygulanmıştır. Fakat Hurlin ve Mignon (2006) çalışmasında belirttiği üzere panel birim kök testleri modelde yatay kesit bağımlılığının var olup olmamasına göre birinci ve ikinci jenerasyon panel birim kök testleri olarak ayrılmaktadır. Bu nedenle tüm modeller için öncelikle yatay kesit bağımlılık testleri yapılmış ve panel veri yapısında $T > N$ olduğundan Breusch Pagan (1980) yatay kesit bağımlılık testi sonuçları dikkate alınmıştır.

Breusch Pagan (1980) yatay kesit bağımlılık testi sonuçlarına göre birinci, üçüncü ve dördüncü modelde yatay kesit bağımlılığının olmadığı söylenebilirken ikinci modelde yatay kesit bağımlılığının olduğu söylenebilir. Bu nedenle birinci, üçüncü ve dördüncü modelde yer alan değişkenler için birinci jenerasyon panel birim kök testlerinden IPS testi uygulanmış, ikinci modelde yer alan değişkenler için ise ikinci jenerasyon panel birim kök testlerinden Pesaran (2004) panel birim kök testi uygulanmıştır.

Model 1-4'de yer alan değişkenler için uygulanan panel birim kök testi sonuçlarına göre;

- Model 1'de DOVIZ
- Model 2'de DOVIZ ve FAIZ
- Model 3'de ACIKLIK

- Model 4'de ACIKLIK

değişkenleri birinci sıra entegre bulunmuş ve bu nedenle bu değişkenlerin birinci sıra farkları alınmıştır.

Çalışmada kurulan tüm modellerde yer alan ve durağan olmayan tüm değişkenler durağanlaştırıldıktan sonra dinamik panel veri modeli için uygun gecikme sayısını belirlemek amacıyla panel vektör otoregresif modeller kurulmuş ve uygun gecikme sayısı bu kapsamda belirlenmiştir. PVAR modellerine uyarlanmış AIC, BIC ve HQIC değerlerini en küçük yapan gecikme sayıları en uygun gecikme sayısı olarak belirlenmiştir. Bu kapsamda tüm modeller için gecikme sayısı 1 olarak tespit edilmiştir.

Durağan olmayan değişkenleri durağanlaştırılması ve uygun gecikme sayısının tespit edilmesi sonrası modeller, panel genelleştirilmiş momentler yöntemi ile tahmin edilmiştir. Tüm modeller için değişken varyansa dirençli standart hatalar kullanılmıştır; ek olarak otokorelasyon sorununun olup olmadığı ve kullanılan araç değişkenlerin geçerli olup olmadıkları test edilmiştir. Yapılan testlere göre tüm modellerin model uygunluk kriterlerine uygun olduğu sonucuna varılmıştır. Bu çerçevede;

- Gelişen ülkeler için portföy yatırımları üzerinde açıklık oranının ve gayrisafi yurtiçi hasılanın negatif etkisinin olduğu
- Gelişen ülkeler için doğrudan yabancı yatırımları üzerinde doğrudan yabancı yatırımların bir önceki döneminin ve reel faiz oranının pozitif, açıklık oranının ise negatif etkisinin olduğu
- Gelişmiş ülkeler için portföy yatırımları üzerinde açıklık oranının negatif etkisinin olduğu
- Gelişmiş ülkeler için doğrudan yabancı yatırımları üzerinde doğrudan yabancı yatırımlarının bir önceki döneminin ve açıklık oranının negatif, reel faiz oranının ise pozitif etkisinin olduğu

tespit edilmiştir.

KAYNAKLAR

- Abrigo, M. R. and Love, I. (2016). Estimation of panel vector autoregression in Stata. *The Stata Journal*, 16 (3), 778-804.
- Açı, Y. (2016). *Türkiye’de döviz kuru geçişkenliğinin ihracat ve ithalat fiyatları üzerindeki etkisi* (1. Baskı). Konya: Çizgi Kitabevi.
- Afşar, M. (2008). The causality relationship between economic growth and foreing direct investment in Turkey. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 20.
- Agenor, P.R., Mc Dermott, C. J. and Üçer, E. M. (1997). Fiscal imbalances, capital flows and the real exchange rate: The case of Turkey. *European Economic Review*, (41), 819-825.
- Ahmad, F., Draz, M.U. and Yang, S. (2016). Exchange rate, economic growth and foreign direct investment in emerging Asian economies: Fresh evidence from long run estimation and variance decomposition approach, <https://ssrn.com/abstract=2818181> (Erişim tarihi: 09.12.2019).
- Ahmed, F., Arezki, R. and Funke, N. (2007). The composition of capital flows to South Africa. *Journal of International Development*, 19(2), 275-294.
- Ahmed, S. and Zlate, A. (2013). Capital flows to emerging market economies: A brave new world, board of governors of the federal reserve system. *International Finance Discussion Paper Series*, 1081.
- Ahn, S. C. and Moon, H. R. (2001). *Large-n and large-t properties of panel data estimators and the Hausman test*, https://econpapers.repec.org/cpd/2002/23_Ahn.pdf (Erişim tarihi: 02.03.2019).
- Aizenman, J. and Marion, N. P. (1996). Volatility and the investment respanse. *NBER Working Paper Series*, 5841.
- Akdiş, M. (1998). *Dünya’da ve Türkiye’de yabancı sermaye yatırımları ve beklentiler*. İstanbul: YASED Yayınları.
- Akıncı, M. (2010). *Türkiye’de doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik büyümeye etkisi (1980-2008)*. Yüksek Lisans Tezi. Erzurum: Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Albeni, M., Demir, Y. ve Demirgil, H. (2003). Döviz kurlarındaki değişim ve kur sistemlerinin ihracat üzerindeki etkisi-Türk imalat sanayiinde bir uygulama. *Review of Social, Economic& Business Studies*, 7(8), 191-215.
- Aliyi, E. (2019). Kuzey Makedonya’da Türk yatırımları: Ekonomi dışı etkenlerin önemi ve inşaat sektöründe deneyimler, <http://www.iso.org.tr/file/Dr.EsferALi-9608.pdf> (Erişim tarihi: 26.03.2020).

- Alpar, C. (1978). *Çok uluslu şirketler ve ekonomik kalkınma*. (2. Baskı). Ankara: Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayını.
- Altıntaş, H. (2008). Neoliberal politikalar: Brezilya ve Türkiye uygulamaları. E. A. Güvel, Z. Mızırak (Ed.), *Küreselleşme sürecinde finansal piyasalar içinde*, Ankara: Nobel Yayınları.
- Altun, O. ve Mutan, O.C. (2007). *Küresel fon akımlarının gelişmekte olan ekonomilere ve Türkiye ekonomisine etkisi: Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarına ilişkin ampirik çalışma*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu
- Alvarado, E. (2008). Poverty and inequality in Mexico after NAFTA: Challenges, setbacks and implications. *Estudios Fronterizos*, 9(17), 73-105.
- Anderson, T. W. and Hsiao, C. (1982). Formulation and estimation of dynamic models using panel data. *Journal of Econometrics*, 18 (1), 47-82.
- Andrews, D. W. and Lu, B. (2001). Consistent model and moment selection procedures for GMM estimation with application to dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 101 (1), 123-164.
- Apak, S. ve Kozan, S. (2015). Ukrayna krizinin Türkiye ve Ukrayna ekonomik ilişkilerine etkileri. *International Conference on Eurasian Economies*, Kazan-Russia: Eurasian Economists Association, 352-359.
- Arellano, M. and 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. and Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68 (1), 29-51.
- Arslan, S. ve Çiçek, M. (2017). Yabancı portföy yatırımları ile döviz kuru ilişkisi: Türkiye'de yabancı sermayenin vergilendirilmesi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, ICMEB17 Özel Sayısı, 292-299.
- Asiedu, E. (2002). On the determinants of foreign direct investment to developing countries: Is Africa different?. *World Development*, 30(1), 107-119.
- Aslan, N., Terzi, N. ve Siampan, E. (2014). Türkiye'de kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme ve reel döviz kuru ile ilişkisi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 5(10), 15-32.
- Ay, A. (2012). *Reel döviz kuru, yabancı sermaye ve ekonomik büyüme ilişkisi: Türkiye örneği*. Doktora Tezi. Konya: Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ayhan, F. (2019). Türkiye için kısa vadeli sermaye akımları ve reel döviz kurunun ekonomik büyüme üzerine etkilerine ilişkin uygulamalı bir araştırma. *Journal of Yaşar University*, 14(54), 106-118.

- Aynagöz Çakmak, Ö. (2008). Çin'in dünya ekonomisi ile bütünleşme süreci ve Türk sanayisi açısından bir değerlendirme. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13(1), 253-268.
- Bakar, A. ve Yenice, S. (2019). Uluslararası yatırım pozisyonunu etkileyen ekonomik faktörlerin analizi: Türkiye örneği. *Vankulu Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 3, 111-141.
- Balkan, E., Biçer, F. G. and Yeldan, A. E. (2002). Patterns of financial capital flows and accumulation in the post-1990 Turkish economy. *METU International Conference on Economics*, VI.
- Baltagi, B. (2008). *Econometric analysis of panel data*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Batmaz, N. ve Tunca, H. (2005). *Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve Türkiye*. (1. Baskı). İstanbul: Beta Yayınları.
- Batmaz, N. ve Tekeli, S. (2009). *Doğrudan yabancı sermaye yatırımcılarının ekonomik büyüme üzerindeki etkileri: Polonya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Türkiye örneği (1996-2006)*. Denizli: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Berber, M. (2011). *İktisadi büyüme ve kalkınma* (4. Baskı). Trabzon: Derya Kitabevi.
- Berke, B. (2016). Türkiye'de sermaye akımlarının oynaklığı ekseninde reel döviz kurunun belirleyicilerinin bir analizi. *Ekonomik Yaklaşım Derneği*, 27(101), 1-29.
- Berument, H. (2002). *Döviz kuru hareketleri ve enflasyon dinamiği: Türkiye örneği*. Ankara: Bilkent Üniversitesi Yayınları.
- Blundell, R. and Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87 (1), 115-143.
- Bontempi, M.E. and Golinelli, R. (2006). Dynamic models for panel data: Application in Stata, http://www.unife.it/economia/lm.economia/insegnamenti/econometria/materiale-prof-nicolli-a-a-2013-2014/panel-dinamici1/lecture_panel_dynamic_application.pdf (Erişim Tarihi 02.04.2019).
- Boratav, K. (1993). External financial liberalization in developing countries: Some adverse consequences. *ODTÜ Geliştirme Dergisi*, 20(1-2), 1-17.
- Boschi, M. (2007). Foreign capital in Latin America: A long-run structural global VAR perspective, <http://www.ec.unipg.it/DEFS/uploads/boschi29maggio.pdf> (Erişim tarihi: 16.12.2019).
- Bozdağlıoğlu, E.Y. (2010). *Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının Türkiye'nin ihracat performansına etkilerinin analizi*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Bozkurt, K. (2012). *Dışsal teknolojik şokların gelişmekte olan ülkelerin büyüme sürecine etkileri*. Doktora Tezi. Muğla: Muğla Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Brana, S. and Lahet D. (2010). Determinants of capital inflows into Asia: The relevance of contagion effects as push factors. *Emerging Markets Review*, 11(3), 273-284.
- Breusch, T. S. and Pagan, A. R. (1980). The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. *The Review of Economic Studies*, 47 (1), 239-253.
- Bulgarian National Bank. http://www.bnb.bg/?toLang=_EN&toLang=_EN (Erişim tarihi: 24.03.2020).
- Bulut, Z. A. (2015). Determinants of repurchase intention in online shopping: A Turkish Consumer's perspective. *International Journal of Business and Science*, 6(10), 55-63.
- Bun, M. J. and Carree, M. A. (2005). Bias-corrected estimation in dynamic panel data models. *Journal of Business & Economic Statistics*, 23 (2), 200-210.
- Büyükakın, F., Cengiz, V. ve Türk, A. (2008). *Türkiye’de para politikası aktarım mekanizması: Döviz kuru kanalı üzerine bir değerlendirme*. 2. Ulusal İktisat Kongresi’nde sunulan bildiri, İzmir.
- Byrne, J. and Davis. E. (2003). *Panel Estimation Of The Impact Of Exchange Rate Uncertainty On Investment In The Major Industrial Countries*, <https://pdfs.semanticscholar.org/4865/359e4410f2d30159fdf39b8fd580f296588d.pdf> (Erişim tarihi: 16.11.2019).
- Calvo, G. A., Leiderman, L. and Reinhart, C. M. (1993). Capital flows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factors. *IMF Staff Papers*, 40 (1), 108-151.
- Candemir, A. (2006). *Dünya’da doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve etkileyen faktörler*. (Cilt 1). İstanbul: YASED.
- Cavallari, L. and d’Addana, S. (2013). Nominal and real volatility as determinants of FDI. *Applied Economics*, 45 (18), 2603-2610.
- Cengiz, E. (2010). Tüketici araştırmalarında müşteri tatminini esas alan görüş ile müşteri değerini esas alan görüşün bir model dahilinde birleştirilmesi ve en küçük kareler yöntemiyle test edilmesi. *Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1(29), 151-171.
- Chakrabarti, R. and Scholnick, B. (2002). Exchange rate expectations and foreign direct investment flows. *Review of World Economics (Weltwirtschaftliches Archiv)*, 138(1), 1-21.
- Chakraborty, I. (2003). Liberalization of capital inflows and the real exchange rate in India: A VAR analysis. *IMF Working Paper*, No: 351.

- Combes, J. L., Kinda, T. and Plane, P. (2011). Capital flows, exchange rate flexibility and the real exchange rate. *IMF Working Paper*, No. 11/9, 1-34.
- Çağlar, Ü. (2003). *Döviz kurlarının belirlenmesi: Uluslararası para sistemi ve ekonomik istikrar*. İstanbul: Alfa Yayınları
- Çeken, H. (2003). *Küreselleşme yabancı sermaye ve Türkiye turizmi*. İstanbul: Değişim Yayınları.
- Çetin, R. ve Karadaş, S. (2018). Han Nehri mucizesi: Ekonomik kalkınmada Güney Kore örneği. *İstanbul İktisat Dergisi*, 68(1), 93-112.
- Çiçek, S. (2006). *Türkiye’de döviz kuru sistemleri ve politikalarının ihracata etkileri (1980-2004)*. Yüksek Lisans Tezi. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Çilingirtürk, A. ve Çetiner, M. (2018). Gelişmekte olan piyasalarda döviz kuru-portföy yatırımları ilişkisi: BRICS ülkeleri ve Türkiye örneği. *Social Mentality And Researcher Thinkers Journal*, 4(8), 64-75.
- Çimenoglu, A. and Yentürk, N. (2005). Effects of international capital inflows on the Turkish economy. *Emerging Markets Finance and Trade*, 41(1), 90-109.
- Çoban, Y. (2019). *Türkiye ekonomisi*. (7. Baskı). İstanbul: 4T Yayınevi.
- Çulha, A. A. (2006). A structural VAR analysis of the determinants of capital flows into Turkey. *Central Bank Review*, (2), 11-35.
- Damar, A.O. (2010). *Türkiye’de döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin incelenmesi*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Dennis, R. (2001). Monetary policy and exchange rates in small open economies. *FRBSF Economic Letter*, 16, 1-4.
- Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK). (2014). *Singapur ülke bülteni*, <https://www.deik.org.tr/uploads/singapur-ulke-bulteni-2014.pdf> (Erişim tarihi: 25.03.2020).
- Dibooğlu, S. and Kutan, A. (2001). Sources of real exchange rate fluctuations in transition economies: The case of Poland and Hungary. *Journal of Comparative Economics*, 29(2), 257-275.
- Dönmez, A. (2009). *Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme ve dış ticaret üzerine olan etkileri: Türkiye üzerine bir uygulama*. Yüksek Lisans Tezi. Adana: Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Drakos, K. And Konstantinou, P. (2005). Competition and contestability in transition banking: An empirical analysis. *South-Eastern Europe Journal of Economics*, 3(2), 183-209.

- Dua, P. and Sen, P. (2006). Capital flow volatility and exchange rates: The case of India. *Centre for Development Economics Working Paper*, 14, 1-38.
- Duran, M. (2002). *Türkiye’de yatırımlara sağlanan teşvikler ve etkinliği*. Ankara: Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü.
- Dursun, G. ve Bozkurt, H. (2007). *Reel döviz kurunun GARCH modeli ile tahmini ve yabancı doğrudan yatırım ilişkisi: Türkiye analizi*. 8. *Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi*’nde sunulan bildiri, Malatya: İnönü Üniversitesi.
- Duygulu, A. A. (1998). Döviz kurlarının ekonomik istikrar açısından değerlendirilmesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 1, 115.
- Edwards, S. (1988). Real and monetary determinants of real exchange rate behavior: Theory and evidence from developing countries, *NBER Working Paper*, 2721, 1-45.
- Eğilmez, M. (2019). *Türkiye ekonomisi*. (2. Basım). İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Eğilmez, M. ve Kumcu, E. (2004). *Ekonomi politikası teori ve Türkiye uygulaması..* (5. Basım). İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Elbadawi, I. A. and Soto, R. (1994). Capital flows and long term equilibrium real exchange rates in chile. *Policy Research Working Paper*, 1306, 1-34.
- Erataş, F. ve Öztekin, D. (2010). Kısa vadeli sermaye akımlarının belirleyicileri: Türkiye örneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2), 57-64.
- Erdal, B. (2019). Türkiye’ye gelen yabancı doğrudan yatırımları uzun dönemde ve kısa dönemde etkileyen makroekonomik değişkenler. *Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi*, 11(2), 48-63.
- Erdal, F. and Tatoğlu E. (2002). Locational determinants of foreign direct investment in an emerging market economy: Evidence from Turkey. *Multinational Business Review*, 10, 1-7.
- Ertekin Subaşı M. (2017). *Çin ekonomisi küresel sisteme entegrasyon serüveni*. Kocaeli: Umuttepe Yayınları.
- Eşiyok, B. (2011). Determinants of foreign direct investment in Turkey: A panel study approach. *MPRA Paper*, <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/36568/> (Erişim tarihi: 16.11.2019).
- Everaert, G. And Pozzi, L. (2007). Bootstrap-based bias correction for dynamic panels. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 31 (4), 1160-1184.
- Frait, J. and Komarek, L. (2001). Real exchange rate trends in transitional countries. *The University of Warwick Economics Research Papers*, 596.

- Frait, J, Komarek, I. and Melecky, M. (2008). The real exchange rate misalignment in the five central European countries, *Warwick Economic Research Papers*, 739.
- Frees, E. W. (1995). Assessing cross-sectional correlation in panel data. *Journal of Econometrics*, 69, 393-414.
- Friedman, M. (1937). The use of ranks to avoid the assumption of normality implicit in the analysis of variance. *Journal of The American Statistical Association*, 32 (200), 675-701.
- Giray, F. (2003). Çok taraflı yatırım anlaşması (MAI) ve alternatif öneriler üzerine bir değerlendirme. *Mülkiye Dergisi*, 27(240), 135-160.
- Goldberg, L. and Kolstad, C. (1995). Foreign direct investment, exchange rate variability and demand uncertainty. *International Economic Review*, 36(4), 855-873.
- Gooptu, S. (1993). Portfolio investment flows to emerging markets. *Policy Research Working Paper Series*, <https://ideas.repec.org/p/wbk/wbrwps/1117.html> (Erişim tarihi: 17.11.2019).
- Gossel, S. J. and Biekpe, N. (2015). Push-Pull Effects on South Africa's Capital Inflows. *Journal of International Development*, <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/jid.3099/full> (Erişim tarihi: 09.12.2019).
- Greene, W. H. (2003). *Econometric analysis*. (Fifth Edition). New Jersey: Prentice Hall.
- Gullett, N.S. and Figgins, B.G. (1995). FDI components: Relationships to exchange rate changes. *International Advances in Economic Research*, 1(1), 1-9.
- Güneş, S. (2007). Uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen faktörler: Türkiye örneği. *Sosyoekonomi Dergisi*, 5(5), 11-32.
- Güngör, B. (2002). Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan yabancı direkt sermaye politikaları. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 17(200), 73-84.
- Güriş, S. (2018). *Uygulamalı panel veri ekonometrisi*. İstanbul: DER Yayınları.
- Hansen, L. P. (1982). Large sample properties of generalized method of moments estimators. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1029-1054.
- Hazine Müsteşarlığı (HM) Arşivi. (2009). *Uluslararası doğrudan yatırımlar 2008 yılı raporu*, https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2019/01/Hazine-M%C3%BCste%C5%9Farl%C4%B1%C4%9F%C4%B1-2008_Y%C4%B1l%C4%B1-Faaliyet-Raporu.pdf (Erişim tarihi: 25.03.2020).
- Hernandez, L., Mellado, P. And Valdes, R. (2001). Determinants of private capital flows in the 1970s and 1990s: Is there evidence of contagion. *IMF Working Papers*, WP/01/64.

- Holtz-Eakin, D., Newey, W. And Rosen, H. S. (1988). Estimating vector autoregressions with panel data. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1371-1395.
- Hsiao, C. (1985). Benefits and limitations of panel data. *Econometric Reviews*, 4 (1), 121-174.
- Hsiao, C. (1995). Panel analysis for metric data. G. Arminger, C.C. Clogg and M.E. Sobel (Eds.), In: *Handbook of Statistical Modeling for the Social And Behavioral Sciences* (361-400). New York: Springer Science+Business Media.
- http-1: http://www.diplomatikgozlem.com/haber_oku.asp?id=1046 (Erişim tarihi: 09.11.2019).
- http-2: https://ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/avustralya/avustralya/ulke-profilii/genel_bilgiler (Erişim tarihi: 23.03.2020).
- http-3: <https://www.eiu.com/n/solutions/data-services/> (Erişim tarihi: 24.03.2020).
- http-4: <https://knoema.com/atlas/Austria/topics/Economy/Balance-of-Payments-Capital-and-financial-account/Portfolio-investment> (Erişim tarihi: 24.03.2020).
- http-5: https://www.theglobaleconomy.com/rankings/Portfolio_investment_inflows/ (Erişim tarihi: 24.03.2020).
- http-6: <https://www150.statcan.gc.ca/n1/daily-quotidien/190424/dq190424a-eng.htm> (Erişim tarihi: 22.03.2020).
- http-7: <https://ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/kuzey-amerika/kanada/ulke-profilii/kovid-19-gelişmeleri> (Erişim tarihi: 23.03.2020).
- http-8: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2019/eng/> (Erişim tarihi: 23.03.2020).
- http-9: https://dtuegm.ticaret.gov.tr/data/5db9811913b8766c6855423d/%C3%9Cİke_Masalar%C4%B1_B%C3%BCİteni_Ekim2019_Say%C4%B111.pdf (Erişim tarihi: 24.03.2020).
- http-10: <https://knoema.com/atlas/Czech-Republic/topics/Economy/Balance-of-Payments-Capital-and-financial-account/portfolio-investment> (Erişim tarihi: 24.03.2020).
- http-11: <https://unctadstat.unctad.org/countryprofile/generalprofile/en-gb/348/index.html> (Erişim tarihi: 24.03.2020).
- http-12: <http://cds.imf.org/> (Erişim tarihi: 24.03.2020).
- http-13: <https://ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/Avrupa/izlanda/ulke-profilii/doğrudan-yabancı-yatırımlar> (Erişim tarihi: 23.03.2020).
- http-14: <https://kroema.com/atlas/Iceland/topics/Economy/Balance-of-Payments-Capital-and-finacial-account/Portfolio-investment> (Erişim tarihi: 23.03.2020).

- http-15: <https://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=2526> (Erişim tarihi: 22.03.2020).
- http-16: https://www.theglobaleconomy.com/italy/Portfolio_investments_inflows/ (Erişim tarihi: 22.03.2020).
- http-17: <http://www.groupadams.org/2018/06/20/italya-odemeler-dengesi-ve-uluslarasi-yatirim-pozisyonu/> (Erişim tarihi: 25.03.2020).
- http-18: <https://www.tetsiad.org/files/raporlar/guneykore.pdf> (Erişim tarihi: 23.03.2020).
- http-19: <https://www.ticaret.gov.tr> (Erişim tarihi: 23.03.2020).
- http-20: <https://import-export.societegenerale.fr/en/country/south-korea/country-risk-in-investment> (Erişim tarihi: 26.03.2020).
- http-21: <http://www.foreks.com> (Erişim tarihi: 25.03.2020).
- http-22: <https://knoema.com/atlas/Republic-of-Korea/topics/Economy/Balance-of-Payments-Capital-and-financial-account/Portfolio-investment> (Erişim tarihi: 24.03.2020).
- http-23: https://ticaret.gov.tr/data/5e93eaaa13b87679f49dad15/Covid19_Singapur_Notu_6.4.2020.pdf (Erişim tarihi: 24.03.2020).
- http-24: <https://ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/guney-dogu-asya/singapur/ulke-profilii/genel-ekonomik-durum> (Erişim tarihi: 24.03.2020).
- http-25: <https://ticaret.gov.tr/data/5b8a43345c7495406a227161/Singapura%20Yat%C4%B1r%C4%B1m%20Rehberi%2028201829.pdf> (Erişim tarihi: 24.03.2020).
- http-26: <https://kroema.com/atlas/singopure/topics/Economy/Balance-of-Payments-Capital-and-financial-accomt/Net-pertfolio-investment> (Erişim tarihi: 24.03.2020).
- http-27: <https://ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/guney-amerika/brezilya/ulke-profilii/kovid-19-gelişmeleri> (Erişim tarihi: 24.03.2020).
- http-28: <https://www.trademap.org/> (Erişim tarihi: 24.03.2020).
- http-29: http://nsi.bg/sites/default/files/files/pressreleases/GDP_2019q1_7TATMZB.pdf (Erişim tarihi: 23.06.2020).
- http-30: https://nsi.bg/sites/default/files/files/pressreleases/FTS_Intrastat_2019-03_T9CSBR9.pdf (Erişim tarihi: 24.03.2020).
- http-31: <https://m.finansgundem.com/haber/cindeissizlik-rekor-kirdi/1477580> (Erişim tarihi: 23.03.2020).
- http-32: https://unctad.org/sections/dite_dir/docs/wir2019/wir19_fs_cn_en.pdf (Erişim tarihi: 25.03.2020).

- http-33: <https://www.indexmundi.com/facts/china/portfolio-investment> (Erişim tarihi: 23.03.2020).
- http-34: <https://tr.tradingeconomics.com/macedonia/indicators> (Erişim tarihi: 23.03.2020).
- http-35: <https://www.ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/avrupa/makedonya/ulke-profil> (Erişim tarihi: 24.03.2020).
- http-36: <https://seenews.com/news/fdi-in-macedonia-more-than-triples-in-2018-645509> (Erişim tarihi: 23.03.2020).
- http-37: <https://www.ceicdata.com/en/indicator/macedonia> (Erişim tarihi: 23.03.2020).
- http-38: <https://www.indexmundi.com/facts7mexico/portfolio-investment> (Erişim tarihi: 23.03.2020).
- http-39: <https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2019-en.pdf> (Erişim tarihi: 26.03.2020).
- http-40: <https://www.oka.org.tr/assets/upload/dosyalar/romanya-ulke-raporu-9-79.pdf>
<https://www.ceicdata.com/en> (Erişim tarihi: 26.03.2020).
- http-41: <https://www.ticaret.gov.tr/yurtdisiteskilati/avrupa/romanya/ulke-profil> (Erişim tarihi: 25.03.2020).
- http-42: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/01/weodata/index.aspx> (Erişim tarihi: 24.03.2020).
- http-43: <https://data.worldbank.org> (Erişim tarihi: 25.03.2020).
- http-44: <https://m.trademap.org> (Erişim tarihi: 25.03.2020).
- http-45: <https://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=96740> (Erişim tarihi: 25.03.2020).
- http-46: <https://www.ceicdata.com/en/indicater/romania/foreign-portfolio-investment> (Erişim tarihi: 26.03.2020).
- http-47: <https://www.yased.org.tr/tr/yayinlar-ve-raporlar/yased-faaliyet-raporlari> (Erişim tarihi: 26.03.2020).
- http-48: <https://www.ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/avrupa/ukrayna/ulke-profil/genel-ekonomik-durum> (Erişim tarihi: 25.03.2020).
- http-49: <https://ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/avrupa/ukrayna/sektorler/genel-sektorel-bilgiler> (Erişim tarihi: 25.03.2020).
- http-50: <https://www.ceicdata.com/en/indicator/ukraine/foreign-portfolio-investment> (Erişim tarihi: 26.03.2020).

- http-51: <https://unctadstat.unctad.org/wds/TableView/tableView.aspx> (Erişim tarihi: 25.03.2020).
- http-52: <https://www.unctad.org/fdistatistics> (Erişim tarihi: 22.03.2020).
- http-53: <https://www.imf.org> (Erişim tarihi: 22.03.2020).
- http-54: <https://www.yased.org.tr> (Erişim tarihi: 22.03.2020).
- http-55: https://www.theglobaleconomy.com/ranking/Portfolio_investment_inflows (Erişim tarihi: 26.03.2020).
- Hurlin, C., and Mignon, V. (2006). Second generation panel unit root tests, <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00159842/document> (Erişim tarihi: 04.04.2019).
- Ilzetzki, E., Reinhart, C. M. and Rogoff, K. (2017). Exchange arrangements entering the 21st century: Which anchor will hold?. *The Quarterly Journal of Economics*, 134(2), 599-646.
- Im, K. S., Pesaran, M. H. and Shin, Y. (2003). Testing for unit roots in heterogeneous panels. *Journal of Econometrics*, 115 (1), 53-74.
- Insaidoo, W. G. B. and Biekpe, N. (2014). Determinants of foreign capital flows: the experience of selected Sub-Saharan African countries. *Journal of Applied Economics*, 17(1), 63-88.
- İnandım, ř. (2005). *Kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kuru etkileşimi: Türkiye örneği*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- İstanbul Sanayi Odası (İTO). (2002). Uluslararası doğrudan yatırımlar ve Türkiye durum tespiti ve stratejik planı, http://www.iso.org.tr/sites/1/upload/files/ULUSLARARSI_DOGRUDAN_YATIRIMLAR_VE_TURKIYE-129.pdf (Erişim tarihi: 23.03.2020).
- Josifidis, K., Allegret, J. and Pucar, E. (2009). Monetary and exchange rate regimes changes: The cases of Poland, Czech Republic, Slovakia and Republic of Serbia, *Panoeconomicus*, 56(2), 199-226.
- Kalkan, M. (2002). Capital Flows and Exchange Rates in Turkey: The Effects of Liberalization and Stabilization, <http://citeseerist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.96.74478rep=18type.pdf> (Erişim tarihi: 01.08.2019).
- Kang, S., Kim, S., Kim, S. H. and Wang, Y. M. (2002). *Understanding the determinants of capital flows in Korea: an empirical investigation*. Korea: Korea Institute for International Economic Policy.
- Kansu, A. (2004). *Döviz kuru sistemleri, döviz krizleri, Türkiye 1994 ve 2001 krizleri*. İstanbul: Derin Yayınları.

- Kar, M. ve Tatlısöz, F. (2008). Türkiye’de doğrudan yabancı sermaye hareketlerini belirleyen faktörlerin ekonometrik analizi. *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8(14), 436-458.
- Kara, S. U. (2007). *The determinants of capital flows: The Turkish evidence*. Unpublished Master Thesis. Ankara: The Graduate School of Social Sciences of Middle East Technical University.
- Karacan, R. (2010). Faiz, döviz kuru ilişkisinin makroekonomik performansa etkisi üzerine bir değerlendirme. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 20(2), 72- 92.
- Karluk, R. (2001). *Türkiye’de yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyümeye katkısı, ekonomik istikrar, büyüme ve yabancı sermaye*. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İnsan Kaynakları Genel Müdürlüğü Eğitim Müdürlüğü Yayınları.
- Karluk, R. (2013). *Uluslararası ekonomi teori – politika*. (10. Baskı). İstanbul: Beta Yayınevi.
- Karpuz, F. ve Kızıltan, A. (2014). Türkiye’de kısa vadeli yabancı yatırımlar ile reel döviz kuru arasındaki ilişki. *EKEV Akademi Dergisi*, 18(60), 194-210.
- Kaya, Y. T. (1998). *Sermaye hareketleri ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin modellenmesi Türkiye örneği*. Ankara: DPT Yayınları.
- Khraich, M. and Gaudette, J. (2013). FDI, exchange rate volatility and financial development: Regional differences in emerging economies. *Economics Bulletin*, 33 (4), 3143-3156.
- Kızılkaya, O. (2012). *Reel döviz kuru, yabancı sermaye ve ekonomik büyüme ilişkisi*. Doktora Tezi. Konya: Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kim, S., Kim, S. and Choi, Y. (2013). Determinants of international capital flows in Korea: Push vs. pull factors. *Korea and The World Economy*, 14(3), 447-474.
- Kiviet, J. F. (1995). On bias, inconsistency, and efficiency of various estimators in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 68 (1), 53-78.
- Kizir, A. (2011). *Kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kuru ilişkisi; Türkiye uygulaması*. Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: T.C. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kodongo, O. and Ojah, K. (2012). The dynamic relation between foreign exchange rates and international portfolio flows: Evidence from Africa’s capital markets. *International Review of Economics and Finance*, 24, 71-87.
- Konya Ticaret Odası (KTO). (2016). Çek Cumhuriyeti ülke raporu. *Dış Ticaret Servisi*, http://www.kto.org.tr/d/file/cek-cumhuriyeti_-ulke-raporu_2016.pdf (Erişim tarihi: 23.03.2020).

- Kök, R. ve Şimşek, N. (2012). *Panel Veri Analizi*, <http://www.deu.edu.tr/userweb/recep.kok/dosyalar/panel2.pdf> (Erişim Tarihi: 02/04/2019).
- Kul, S. (2014). İstatistik sonuçları yorumu: P değeri ve güven aralığı nedir?. *Plevra Bülteni*, 8 (1), 11.
- Kwon, Y. C. (2002), Korean multinationals' FDI projects: Variability in the micro and macro level determinants. *The International Trade Journal*, 16(2), 203-229.
- Lartey, E.K.K. (2007). Capital inflows and the real exchange rate: An empirical study of Sub-Saharan Africa. *Journal of International Trade and Economic Development*, 16 (3), 337-357.
- Lizardo, R. (2009). Exchange rate volatility in Latin American and the caribbean region: Evidence from 1985-2005. *The Journal of International Trade & Economic Development*, 18 (2), 255-273.
- Love, I. and Zicchino, L. (2006). Financial development and dynamic investment behavior: Evidence from panel VAR. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 46 (2), 190-210.
- Kocaeli Ticaret Odası (KOTO). (2020). Macaristan ülke raporu, <http://koto.org.tr/images/upload/69c2e62b64ed4a5eeaacc014c53769fd.pdf> (Erişim tarihi: 23.05.2020).
- Mankiw, N. M. and Kaufman, R. (2004). *Principles of macroeconomics*. (Third Edition). Mason, Ohio: Thomson/South-Western.
- Mckinnon, R. and Pill, H. (1999). Exchange-rate regimes for emerging markets: Moral hazard and international overborrowing. *Oxford Review of Economic Policy*, 15 (3), 19-38.
- McPherson, M., (2000). Sustaining trade and exchange rate reform in Africa: Lessons for macroeconomic management. *Research Report*, <http://www.eagerproject.com/trex.shtml#3a> (Erişim Tarihi: 09.11.2019)
- Merlevede, B. and Schoors, K. (2004). Determinants of foreign direct investment in transition economies. *CEPR Discussion Papers*, 2638.
- Mestral, A. (2011). NAFTA: The unfulfilled promise of the FTA. *European Law Journal*, 17(5), 649-666.
- Mete, M. (2018). *Gelişmiş ülke ekonomileri* (1.Baskı). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Mete, M. ve Bozgeyik, Y. (2018). *Yükselen piyasalar ekonomisi*. (1. Baskı). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Moreno-Brid, J.C., Rivas, J.C. and Santamaría, J. (2005). *Mexico: Economic growth, export and industrial performance after NAFTA*. ABD:United Nations Publications.

- Moulton, B. R. (1986). Random group effects and the precision of regression estimates. *Journal of Econometrics*, 32 (3), 385-397.
- Oğuz Uysal, C., Atvur, S. ve İzol, R. (2019). *21. yüzyılda Latin Amerika*. (1.Baskı). Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Oksay, S. (2001). *Döviz kuru ve ödemeler bilançosu politikaları: Türkiye (1993-2000)*. (1. Baskı). İstanbul: Beta Yayınevi.
- Opoku-Afari, M., Morrissey, Q. and Lloyd, T. (2004). Real exchange rate response to capital inflows: A dynamic analysis for Ghana. *Credit Research Paper*, 12, 1-38.
- Organ, İ. ve Berk, E. (2016). Kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kuru ilişkisi ve Türkiye için Tobin vergisi tartışması. *EconWorld Working Paper Series*, 5.
- Orta Karadeniz Kalkınma Ajansı (OKA). (2010). Romanya ülke raporu, <https://www.oka.org.tr/assets/upload/dosyalar/romanya-ulke-raporu.pdf> (Erişim tarihi: 23.05.2020).
- Özalp, İ. (1998). *Çokuluslu işletmeler: Uluslararası yaklaşım*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Özcan, B. ve Arı, A. (2010). Doğrudan yabancı yatırımların belirleyicileri üzerine bir analiz: OECD örneği. *Ekonometri ve İstatistik e-Dergisi*, 0(12), 65-88.
- Öztürk, İ. ve Acaravcı, A. (2002). Döviz kurundaki değişkenliğin Türkiye ihracatı üzerine etkisi: Ampirik bir çalışma. *Review of Social Economic and Business Studies*, 2, 197-206.
- Pazarlıoğlu, M. V. ve Gülay, E. (2007). Net portföy yatırımları ile reel faiz arasındaki ilişki: Türkiye örneği-1992: I-2005: IV. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9 (2), 201-221.
- Pesaran, M. H. (2004). General diagnostic tests for cross section dependence in panels. *CESifo Working Paper*, 41.
- Pesaran, M.H. (2007). A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence. *Journal of Applied Econometrics*, 22 (2), 265-312.
- Powell, A., Ratha, D. and Mohapatra, S. (2002). Capital inflows and outflows: Measurement, determinants, consequences. *The University of Torcuato Di Tella, Business School Working Papers*, 7.
- Roodman, D. (2009). How to do Xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The Stata Journal*, 9 (1), 86-136.
- Sachs, J. (1981). The current account and macroeconomic adjustment in the 1970s. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.

- Sağlam, Y. ve Yıldırım, M. (2007). 2001 krizi sonrası uygulanan faiz ve kur politikalarının Türkiye ekonomisine etkileri. *Güncel Ekonomik Sorunlar Kongresi'nde* sunulan bildiri, Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi ve Avrupa Araştırmalar Merkezi.
- Sargan, J. D. (1958). The estimation of economic relationships using instrumental variables. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 393-415.
- Sayman, H. (2013). *Döviz piyasaları*, http://www2.aku.edu.tr/ummasca/bolum/2_doviz_piyasasi.ppt, (Erişim tarihi: 28.08.2019).
- Sayyan, H. (2000). *Dinamik panel veri modelleri ve OECD ülkeleri para talebi uygulaması*. Doktora Tezi. İstanbul: Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Sekirin, E. (2010). *Difference between FDI&Portfolio investment*, <http://www.ehow.com> (Erişim tarihi: 02.11.2019).
- Serven, L. (2002). Real exchange rate uncertainty and private investment in developing countries. *World Bank Policy Research Working Paper*, 2823.
- Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası iktisat: Teori, politika ve uygulama*. (15. Baskı). İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Sims, C. A. (1980). Macroeconomics and reality. *Econometrica: Journal of The Econometric Society*, 1-48.
- Sjaastad, L. A. and Manzur, M. (2003). Import protection, capital flows and real exchange rate dynamics. *Journal of Applied Economics*, 6(1), 177-203.
- Sohrabji, N. (2011). Capital inflows and real exchange rate misalignment: The Indian experience. *Indian Journal of Economics and Business*, 10(4), 407-423.
- Solon, G. S. (1989). The value of panel data in economic research. D. Kasprzyk, G.J. Duncan, G. Calton and M.P. Singh (Eds), In: *Panel Surveys* (486-496). New York: John Wiley
- Soytürk, M. (1988). *Dünya'da ve Türkiye'de yabancı sermaye yatırımları ve beklentiler*. Ankara: Yased Yayınları.
- Şenol, Z. ve Koç, S. (2018). Yabancı portföy yatırımları, borsa ve makroekonomik değişkenler arası ilişkilerin VAR yöntemiyle analizi: Türkiye örneği. *International Journal of Economic and Administrative Studies*, (21), 1-20.
- Şentürk, H. (2016). *Çevresel Kuznet eğrisi: Doğrusal olmayan regresyon analizi*. Doktora Tezi. Ankara: Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Şimşek, M. (2004). Türkiye'de reel döviz kurunu belirleyen uzun dönemli etkenler. *Sivas Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2, 113.

- Şimşek, A. R. (2007). *Kısa vadeli sermaye hareketleri ve Türkiye ekonomisine etkileri*. Yüksek Lisans Tezi. Balıkesir: Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- T.C. Karacadağ Kalkınma Ajansı. (2013). Brezilya ülke raporu. *Şanlıurfa yatırım destek ofisi*, https://www.karacadag.gov.tr/Destek/Dosya/www.karacadag.gov.tr_59_XP1N34RO_ekv.pdf (Erişim tarihi: 27.03.2020).
- T.C. Sofya Büyükelçiliği Ticaret Müşavirliği. (2019). *Bulgaristan'ın genel ekonomik durumu ve Türkiye ile ekonomik-ticari ilişkileri (2018-2019)*, https://ticaret.gov.tr/data/5b8a43355c7495406a2276c0/2018_2019%20Bulgaristan%20Yillik%20Ulke%20Raporu.pdf (Erişim tarihi: 26.03.2020).
- T.C. Ticaret Bakanlığı. (2019). Ülke masaları bülteni. *Dış Temsilcilikler ve Uluslararası Etkinlikler Genel Müdürlüğü*, https://dtuegm.ticaret.gov.tr/data/5dd4f18613b876ae3ca434d1/%C3%9Cлке_Masalar%C4%B1_B%C3%BClteni_Kas%C4%B1m2019_Say%C4%B112.pdf (Erişim tarihi: 25.03.2020).
- Tezcanlı, M.V., Bayraktar, S.K., Erdoğan, O., Görgünay, H., Tan, E. ve Uytun, E. (1994). *Uluslararası sermaye hareketlerinde portföy yatırımları ve Türkiye*. İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları.
- Timurtaş, M. E. (2018). Çin Halk Cumhuriyeti'nin ekonomik ve siyasi geçmişinin bugünkü gelişim sürecindeki rolü. *Sakarya İktisat Dergisi*, 7(1), 52-69.
- Türker, H. (2018). Macaristan ülke raporu. *Uluslararası İlişkiler Müdürlüğü AB Şefliği*, http://izto.org.tr/demo_betanix/uploads/cms/yonetim.ieu.edu.tr/5606_1539756804.pdf (Erişim tarihi: 23.03.2020).
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB). (2019). <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/dashboard/1550> (Erişim tarihi: 23.03.2020).
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB). (2020). <https://www.tcmb.gov.tr> (Erişim tarihi: 23.03.2020).
- Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK). (2020). <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist> (Erişim tarihi: 26.03.2020).
- Uluslararası Yatırımcılar Derneği (YASED). (2018). *Faaliyet Raporu*, <https://www.yased.org.tr/tr/yayinlar-ve-raporlar/birlesmis-milletler-ticaret-ve-kalkinma-orgutu-unctad-dunya-yatirim-raporu-ve-yased-dunya-yatirim-raporu-turkiye-sunumu> (Erişim tarihi: 23.03.2020).
- Uluslararası Yatırımcılar Derneği (YASED). (2019). *Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2018 Yılı Sonu Değerlendirme Raporu*, <https://www.yased.org.tr/tr/yayinlar-ve-raporlar/yased-uluslararasi-dogrudan-yatirim-raporlari> (Erişim tarihi: 27.03.2020).
- UNCTAD. (1998). *World Investment Report*, https://unctad.org/en/Docs/wir1998_en.pdf (Erişim tarihi: 28.08.2019).
- UNCTAD. (2004). *World Investment Report*, https://unctad.org/en/Docs/wir2004_en.pdf (Erişim tarihi: 28.08.2019).

- Uras, G. (1979). *Türkiye’de yabancı sermaye yatırımları*. İstanbul: Formül Matbaası.
- Utkulu, U. ve Kahyaoğlu, H.(2005). Ticari ve finansal açıklık Türkiye’de büyümeyi ne yönde etkiledi?. *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, <http://www.tek.org.tr/dosyalar/Utkulu-2005.pdf>.
- Uysal, Ö. (2020). Reel döviz kurları ile dış ticaret arasındaki ilişki: Çin örneği. *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(1), 243-250.
- Van Wijnbergen, J. and Edwards, S. (1989). Disequilibrium and structural adjustment. H. Chenery and J. N. Srinivasan (Eds.), In: *Handbook of development economics* (1481-1533). Amsterdam: North Holland.
- Vergil, H. ve Çeştepe, H. (2006). Döviz kuru değişkenliği ve yabancı doğrudan yatırım akımları: Türkiye örneği. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 55(1), 976-986.
- White, H. and Wignaraja, G. (1992). Exchange rates, trade liberalization and aid: The Sri Lanka experience. *World Development*, 20(10), 1471-1480.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. London: MIT press.
- Yapraklı, S. (2006). Türkiye’de doğrudan yabancı yatırımların ekonomik belirleyicileri üzerine ekonometrik bir analiz. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 21(2), 23-48.
- Yapraklı, S. (2007). Ticari ve finansal dışa açıklık ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki: Türkiye üzerine bir uygulama. *Ekonometri ve İstatistik*, 67-89.
- Yapraklı, S., Bozma, G. ve Akdağ, M. (2019). Döviz kurlarının yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkilerinin ARDL ve NARDL yöntemleri ile incelenmesi. *İzmir İktisat Dergisi*, 34(1), 1-13.
- Yıldız, A. (2012). Yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörlerin belirlenmesi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26(1), 2012.
- Younger, S. D. (1992). Aid and the dutch disease: Macroeconomic managements when everybody loves you. *World Development*, 20(11), 1587-1597.
- Yücel, D. (2019). *Küreselleşme, uluslararası doğrudan yatırımlar ve gelir eşitsizliği*. Ankara: Akademisyen Kitabevi.
- Zhang, K.H. (2001). What explains the boom of FDI in China? *International Economics*, 54(2), 107-119.