T.C.

İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ

FİNANS ENSTİTÜSÜ

ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS TEZLİ YÜKSEKLİSANS PROGRAMI

ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ ULUSAL MAKROEKONOMİK PERFORMANS GÖSTERGELERİNE ETKİLERİ:

TÜRKİYE VE YÜKSELEN PİYASALARIN MUKAYESELİ ANALİZİ

Yüksek Lisans Tezi

Berk GÜLENER

100042952

İstanbul, 2022

T.C.

İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ

FİNANS ENSTİTÜSÜ

FİNANS ANABİLİM DALI

ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ ULUSAL MAKROEKONOMİK PERFORMANSA ETKİLERİ:

TÜRKİYE VE YÜKSELEN PİYASALARIN MUKAYESELİ ANALİZİ

Yüksek Lisans Tezi

Berk GÜLENER

100042952

Danışman: Prof. Dr. Nazım Ekren

İstanbul, 2022

ÖZET

Küreselleşen ve dönüşen dünyada tasarruf fazlası olan ülkelerden tasarruf açığı olan ülkelere kaynak transferleri, yarattığı imkânlar/zorluklar bakımından önemli bir konu olarak ele alınmaktadır. Özellikle, yükselen piyasaların dengeli bir gelişim süreci izlemeleri için sermaye akımlarının rolünün belirlenmesi ve sistemde oluşturabileceği imkânlar ya da zorlukların öngörülmesi oldukça önemlidir.

Bu bağlamda çalışma, uluslararası sermaye akımlarının yükselen piyasalarda makroekonomik performansa olan etkileri analiz edilmiştir. Bu çalışmada öncelikle 7 yükselen piyasa ekonomisi için sermaye akımlarının kriz dönemlerindeki değişimi incelenmiştir. İnceleme yapılırken 2007-2010/2018-2021 dönemine ait veriler kullanılmıştır. Daha sonra Türkiye için sermaye akımlarının makroekonomik performansa etkisini ölçmek amacıyla 2000-2021 dönemine ait çeyreklik veriler için ARDL Modeli kullanılmış ve uzun dönem/kısa dönem ilişkileri analiz edilmiştir. Çalışmada makroekonomik performans için GSYH, enflasyon, işsizlik ve döviz kuru kullanılmış ancak GSYH dışındaki göstergeler için sermaye akımları ile istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilememiştir. Sonuçlara göre, GSYH'ye sermaye yatırımlarının ve alt bileşenlerinin net hata noksanın ve rezervlerin 2001 Bankacılık Krizi ile 2008 Finans Krizi'nin etkisi olduğu belirlenmiştir. Çalışma, literatürden sermaye akımlarının alt bileşenleri bazında incelenmesi yönüyle literatüre katkı sağlamıştır.

Anahtar Kelimeler: ARDL, Doğrudan Yatırımlar, Portföy Yatırımları, Sermaye Akımları, Yükselen Piyasalar

ABSTRACT

In a globalizing and transforming world, resource transfer from countries with surplus savings to countries with savings deficit is considered as an important issue in terms of the opportunities/difficulties it creates. Especially for emerging markets, determining the role of capital flows in the development process is important in terms of foreseeing the opportunities/difficulties that will arise.

In this context, the study examines the effects of international capital flows on macroeconomic performance in emerging markets. In this study, first of all, the changes in capital flows during crisis periods for 7 emerging market economies were examined. Data belonging to the period 2007-2010 /2018-2021 were used while conducting the analysis. Then, in order to measure the effect of capital flows on macroeconomic performance for Turkey, ARDL Model was used for the quarterly data of 2000-2021 period and long-term/short-term relationships were analyzed. In the study, GDP, inflation, unemployment and exchange rate were used for macroeconomic performance, but no statistically significant results could be obtained with capital flows for indicators other than GDP. According to results, it has been determined that the net errors and omissions of capital investments and sub-components of GDP and reserves to the 2001 Banking Crisis and 2008 Financial Crisis are the effects. The study contributed to the literature in terms of examining capital flows on the basis of sub-components.

Keywords: ARDL, Direct Investments, Portfolio Investments, Capital Flows, Emerging Markets

ÖNSÖZ

Çalışmada uluslararası sermaye akımlarının ulusal makroekonomik performans göstergelerine etkisinin analizini Türkiye ve Yükselen Piyasalar özelinde mukayeseli olarak incelenmiştir.

Her tez çalışmasının ortaya çıkışında büyük emekler, sonsuz tüketilen zamanlar ve her şey de olduğu gibi kaçırılan başka anların birikimi vardır. Bu çalışmayı yaparken benim fırsat maliyetimi en aza indiren, sağlam bir yol haritası çizerek konunun planlanmasında, sürecin tamamlanmasında desteklerini esirgemeyen kıymetli danışmanım Prof. Dr. Nazım Ekren'e minnettarım. Ayrıca Prof. Dr. Salih DURER ve Doç. Dr. Hicabi ERSOY hocalarıma değerli katkı ve yönlendirmeleri için teşekkür ederim. Bu zorlu tez sürecinin tüm aşamalarında yanımda durarak desteği ile ilerlememi sağlayan, yorumları ile değerli katkılar sunan Dr. Mefule Erdoğan Fındıkçı'ya ayrıca teşekkür etmeliyim.

Son olarak her sürecin bir cefa kısmı vardır. Benim her türlü sorunuma birlikte göğüs geren, her sevincimi sonuna kadar paylaşan, eğitim hayatım boyunca benden maddi ve manevi desteklerini esirgemeyen canım aileme de teşekkürü bir borç bilirim.

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

ÖZET i
ÖNSÖZ iii
TABLO LİSTESİ vi
ŞEKİLLER LİSTESİ viii
KISALTMALAR ix
GİRİŞ 10
1. ULUSLARARASI SERMAYE YATIRIMLARININ KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ 12
1.1. Uluslararası Sermaye Kavramı 12
1.2. Uluslararası Sermaye Akımlarının Türleri 14
1.2.1. Uzun Dönem Sermaye Yatırımları 15
1.2.2. Kısa Dönem Sermaye Yatırımları 20
1.3. Uluslararası Sermaye Yatırımlarını Belirleyen Faktörler 25
1.3.1. Mikro-Ekonominin Belirleyicileri 25
1.3.2. Makroekonomik Belirleyicileri 26
2. ULUSLARARASI SERMAYE YATIRIMLARININ EKONOMİ POLİTİĞİ 28
2.1. Uluslararası Sermaye Yatırımların Ekonomik Etkileri 28
2.1.1. Büyüme 29
2.1.2. Ticaret 30
2.1.3. Enflasyon 31
2.1.4. İşsizlik 32
2.1.5. Cari Denge 33
2.2. Uluslararası Sermaye Yatırımlarının Finansal Piyasalara Etkisi 34
2.3. Uluslarasın Sermaye Akımlarının Ülkelere Göre Değişim Trendi 34
2.3.1. Gelişmiş Ülkelerde Uluslararası Sermaye Akımları 34
2.3.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Uluslararası Sermaye Akımları 39
3. ULUSLARARASI SERMAYE YATIRIMLARININ MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERE ETKİSİNİN ANALİZİ 44
3.1. Literatür Taraması 44
3.1. Veri ve Yöntem 46
3.1.1. Veri ve Model 46
3.1.2. ARDL Modeli 48

3.1.3. Birim Kök Testi 48
3.2. Bulgular 49
3.2.1. Yükselen Piyasa Ekonomilerinin İncelenmesi 49
3.2.2. Türkiye'de Sermaye Akımlarının Makroekonomik Performans Göstergelerine Etkisinin ARDL Modeli ile İncelenmesi 58
SONUÇ 71
KAYNAKÇA 74

TABLO LİSTESİ

Sayfa No.

Tablo 1. Çalışmada Kullanılan Veriler 46
Tablo 2. Çin Uluslararası Sermaye Akımları 2007-2010 49
Tablo 3. Çin Uluslararası Sermaye Akımları 2018-2021 50
Tablo 4. Endonezya Uluslararası Sermaye Akımları 2007-2010 51
Tablo 5. Endonezya Uluslararası Sermaye Akımları 2018-2021 51
Tablo 6. Hindistan Uluslararası Sermaye Akımları 2007-2010 52
Tablo 7. Hindistan Uluslararası Sermaye Akımları 2018-2021 53
Tablo 8. Meksika Uluslararası Sermaye Akımları 2007-2010 53
Tablo 9. Meksika Uluslararası Sermaye Akımları 2018-2021 54
Tablo 10. Brezilya Uluslararası Sermaye Akımları 2007-2010 55
Tablo 11. Brezilya Uluslararası Sermaye Akımları 2018-2021 55
Tablo 12. Rusya Uluslararası Sermaye Akımları 2007-2010 56
Tablo 13. Rusya Uluslararası Sermaye Akımları 2018-2021 56
Tablo 14. Türkiye Uluslararası Sermaye Akımları 2007-2010 57
Tablo 15. Türkiye Uluslararası Sermaye Akımları 2018-2021 58
Tablo 16. ADF Birim Kök Testi 58
Tablo 17. Modellere ilişkin Sınır Testi Sonuçları 60
Tablo 18. Model 1: ARDL(4, 0, 0, 4) modeline ait uzun dönem katsayılar 61
Tablo 19. Model 2: ARDL(4, 0, 0, 0, 2) modeline ait uzun dönem katsayılar 62
Tablo 20. Model 3: ARDL(4, 0, 2, 3) modeline ait uzun dönem katsayılar 62
Tablo 21. Model 4: ARDL(4, 3) modeline ait uzun dönem katsayılar 63
Tablo 22. Model 5: ARDL(3, 0, 4) modeline ait uzun dönem katsayılar 63
Tablo 22. Model 1 için kısa dönem katsayılar ve hata düzeltme teriminin katsayısı ile tanısal test sonuçları 64
Tablo 24. Model 2 için kısa dönem katsayılar ve hata düzeltme teriminin katsayısı ile tanısal test sonuçları 65
Tablo 25. Model 3 için kısa dönem katsayılar ve hata düzeltme teriminin katsayısı ile tanısal test sonuçları 66
Tablo 26. Model 4 için kısa dönem katsayılar ve hata düzeltme teriminin katsayısı ile tanısal test sonuçları 67

Tablo 27. Model 5 için kısa dönem katsayılar ve hata düzeltme teriminin katsayısı ile tanısal test sonuçları 68
Tablo 28. Korelasyon analizi sonuçları 70

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa No.

Şekil 1. Uluslararası Sermaye Akımları 15
Şekil 2. Gelişmiş Ekonomilerde Cari Denge 35
Şekil 3. Gelişmiş Ekonomilerde Dış Ticaret Dengesi (Milyar $) 35
Şekil 4. Gelişmiş Ekonomilerde Finansal İşlemler Hesabı Dengesi (Milyar $) 36
Şekil 5. Gelişmiş Ekonomilerde Doğrudan Yabancı Yatırımlar (Milyar $) 36
Şekil 6. Gelişmiş Ekonomilerde Portföy Yatırımları (Milyar $) 37
Şekil 7. Gelişmiş Ekonomilerde Diğer Yatırımları (Milyar $) 37
Şekil 8. Gelişmiş Ekonomilerde Finansal Türevler (Milyar $) 38
Şekil 9. Gelişmiş Ekonomilerde Rezerv (Milyar $) 38
Şekil 10. Gelişmekte olan Ekonomilerde Cari Denge (Milyar $) 39
Şekil 11. Gelişmekte olan Ekonomilerde Dış Ticaret Dengesi (Milyar $) 40
Şekil 12. Gelişmekte olan Ekonomilerde Finansal İşlemler Hesabı Dengesi (Milyar $) 40
Şekil 13. Gelişmekte olan Ekonomilerde Doğrudan Yabancı Yatırımlar (Milyar $) 41
Şekil 14. Gelişmekte olan Ekonomilerde Portföy Yatırımları (Milyar $) 41
Şekil 15. Gelişmekte olan Ekonomilerde Diğer Yatırımlar (Milyar $) 42
Şekil 16. Gelişmekte olan Ekonomilerde Finansal Türevler (Milyar $) 42
Şekil 17. Gelişmekte olan Ekonomilerde Rezerv (Milyar $) 43
Şekil 18. Uygun Modeller 60
Şekil 19. Modellere ilişkin CUSUM ve CUSUM Square Test Sonuçları 69

KISALTMALAR

$: Dolar

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

ARDL: Autoregressive Distributed Lag Bound Test

DYY: Doğrudan Yabancı Yatırımlar

G7: Grup 7

GSYH: Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla

IMF: Uluslararası Para Fonu

NHN: Net Hata Noksan

OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development

SPK: Sermaye Piyasası Kurumu

GİRİŞ

Yeni küresel ekonomide çok taraflı bir ağ altında, sermaye akışı uluslararası ticaret, finansal istikrar ve ekonomik fırsatlar için kritik bir konu olarak değerlendirilmektedir. Sermaye akımları hiç şüphesiz uluslararası finansın önemli bir bileşenidir. Tasarrufların fazla veren ülkelerden, yatırım getirilerinin tipik olarak daha yüksek olduğu açık veren ülkelere kanalize edilmesini sağlayarak sistemin ilerleyişine katkı sunmaktadır. Ancak, bu akışlar aşırı girişler, ekonominin aşırı ısınmasına ve kredi ve varlık fiyatlarında balonların oluşmasına neden olarak açık ekonomiler için önemli zorluklar da oluşturacağı gibi yeni üretim ve yatırım fırsatları yaratarak ekonomilerin derinleşmesine katkı sağlayabilir. Bu nedenle literatürde de sıklıkla sermaye akımlarının ülkeler için yarattığı imkânlar/zorluklar farklı perspektiflerden tartışılarak küresel sistemdeki rolü belirlenmeye çalışılmaktadır.

Sermaye hareketliliğini birey, şirket ve kamu otoritesi gibi ekonomik aktörleri de dikkate alarak değerlendirdiğimizde, uluslararası sermaye hareketlerinin önünde var olan engellerin kalkması 1980'li yıllardan itibaren küreselleşmenin gelişimiyle hız kazandığı tespit edilmiştir. Özellikle finansal liberalleşme politikaları, iletişim teknolojilerinin ve uluslararası ulaşım ağlarının gelişmesiyle beraber üretim ve finans sektörünün gün geçtikçe daha modernize olması bu engellerin kalkamasın da önemli bir yer edinmektedir. Dünyada yaşayan tüm insanların tek bir toplum tek bir piyasa tek bir yönetim haline gelmesine ve yerel piyasaların dünya piyasalarıyla bütünleşmesine yol açacak bu süreçlerin sermaye hareketlinin sınır ötesine taşımasına teşvik edici bir rol oynamıştır. Özellikle 1980 sonrası doğrudan ve yabancı sermaye yatırımlarıyla beraber sıcak para sirkülasyonu finansal piyasalarda ve uluslararası ticarette ekonomilerin küreselleşmesine büyük katkı sunmuştur. Bu gelişmeler sonucu sermaye ve tasarruf fazlasına sahip olan gelişmiş ülkelerin kaynakları gelişmekte olan ülkelere aktarması küresel ekonomiye katkı sağlamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin tasarruflarının düşük olması nedeniyle yatırımları ve sermayeleri de göreceli düşük olduğu için gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri adına kaynak transferleri büyük önem taşımaktadır. Gelişmekte olan ülkeler bu kaynak transferlerinden azami oranda faydalanabilmek için uluslararası sermaye akımlarını kendi ülkelerine çekmek adına liberal politikalar yürütmektedirler.

Küresel yapı içerisinde sermaye akımlarının rolünün belirlenmesine yönelik olarak yapılan çalışmalar genellikle manşet değerler üzerinden ve hatta doğrudan yatırımlar dikkate alınarak yapılmaktadır. Literatürde nadiren alt kalemler bazında çalışmalar yapılması sermaye akımlarının asıl etkilerinin ortaya çıkarılmasında boşluklar yaratmaktadır. Oysaki sermaye akımlarının ülkeler bazında yaratacağı fırsat/öncelik veya zorluklar alt kalemler dikkate alınarak daha net bir şekilde belirlenebilir.

Bu bağlamda çalışmada uluslararası sermaye akımlarının yükselen piyasalarda makroekonomik performansa olan etkilerini incelemektedir. Bu çalışmada öncelikle 7 yükselen piyasa ekonomisi için sermaye akımlarının kriz dönemlerindeki değişimi incelenmiştir. İnceleme yapılırken 2007-2010 /2018-2021 dönemine ait veriler kullanılmıştır. Daha sonra Türkiye için sermaye akımlarının makroekonomik performansa etkisini ölçmek amacıyla 2000-2021 dönemine ait çeyreklik veriler için Vektör Hata Düzeltme Modeli kullanılmış ve uzun dönem/kısa dönem ilişkileri analiz edilmiştir. Çalışmada makroekonomik performans için GSYH, enflasyon, işsizlik ve döviz kuru kullanılmış ancak GSYH dışındaki göstergeler için sermaye akımları ile istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilememiştir. Çalışmada Türkiye için üç model oluşturulmuştur. İlk modelde GSYH ile doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, diğer yatırımlar, net hata noksan ve dışsal değişken olarak dışa açıklık oranından uzun ve kısa dönem ilişkileri incelenmiştir. İkinci model GSYH ile doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, diğer yatırımların net yükümlülük oluşumu ve dışsal değişken olarak dışa açıklık oranından uzun ve kısa dönem ilişkileri incelenmiştir. Son modelde ise GSYH ile doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, diğer yatırımların net finansal varlık edinimi ve dışsal değişken olarak dışa açıklık oranından uzun ve kısa dönem ilişkileri incelenmiştir. Böylece hem manşet değerler üzerinden hem de alt bileşenler bakımından sermaye akımları ile GSYH arasındaki ilişkiler ortaya konmaya çalışılmıştır.

1. ULUSLARARASI SERMAYE YATIRIMLARININ KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

Uluslararası sermaye yatırımlarının anlaşılabilmesi için bu kavramın ne anlama geldiğini, hangi alt dallara ayrıldığını ve yatırım süreçlerinin gerçekleşme biçimlerinin anlaşılması gerekmektedir. Çalışmanın bu bölümünde ilk olarak uluslararası sermaye kavramı, devamında uluslararası sermaye yatırımlarının türleri ve son olarak uluslararası sermaye yatırımlarını belirleyen faktörler ele alınmıştır.

1.1. Uluslararası Sermaye Kavramı

Sermaye akımları bir ülkedeki kurum ya da şahısların tasarruflarını; yatırım ve ticari faaliyetler gibi amaçlar ile başka bir ülkedeki kurum ya da şahıslara gerçekleştirdiği fon akımları olarak tanımlanabilir. Günümüzde serbest ticaret bölgelerinin oluştuğu bir ortamda uluslararası sermaye akımları yüksek tasarruf sahibi şahıslar ile ticari faaliyet gösteren işletmelerin sermayelerini daha verimli kullanabilmesi açısından büyük önem arz etmektedir.

Yabancı yatırımların ülkelerin ekonomik büyümesi için faydalı olduğuna dair yaygın bir kanı bulunmaktadır. Herhangi bir ülkeye artan uluslararası yatırımları ve sermaye akışı, ülkenin genel verimliliğini arttırarak ödemeler dengesi ile dış ticaret açıklarının düzenlenmesine yardımcı olmaktadır. Bu nedenle birçok ülke, özellikle gelişmekte olan ülkeler, uluslararası yatırımları teşvik etmek için altyapılarını (internet, yol, lojistik, iletişim vb.) geliştirme yoluna gitmiş, kurumsal örgütlenme için reformlar gerçekleştirerek yatırım, bankacılık ve borsa ortamlarını serbestleştirmiş ve iyileştirmiştir. Bu şekilde küresel yatırımlardan ve kaynaklardan daha fazla fayda sağlamayı hedeflemişlerdir.

Uluslararası sermaye akışları, parasal sermayenin ulusal kuruluşlar arasında transferini, yani giriş ve çıkışını ifade eder (World Bank, 2005). Yabancı yatırımcılara sağlanan yasal korumaların kalitesinin ve uygulama etkinliğinin düzeyi daha yüksek düzeyde yabancı sermaye portföy yatırımlarını çekmek için önemli bir politika konusudur. Literatür, özellikle yabancı yatırımlara özgü yatırımcı koruma önlemlerinin uluslararası hisse senedi portföyü yatırımlarının önemli bir kesit

belirleyicisi olduğunu doğrulamaktadır (Nur & Dilber, 2017; Errunza & Padmanabhan, 1998).

Yabancı sermaye akımları geniş anlamda; sermayeyi aktif hale getiren farklı oluşumlar içerisinde dalgalanan yapısıyla aynı zamanda teknolojik değişimi teşvik ederek ve uluslararası ilişkilerin niteliğini ve kapasitesini arttırmasına yol açmıştır. Sermaye akışlarının ölçeği ve yapısı, özellikle ulusal koşulların eşitsizliği dikkate alındığında, ekonomik döngünün farklı aşamalarında zaman içinde önemli ölçüde değişebilir. Ayrıca, giderek artan sayıda akademik araştırmacı ve uygulamacı, farklı sermaye akışı biçimlerinin kendine özgü özelliklerini gösterdiğine ve bu da onu küresel finansal sistemde daha az öngörülebilir ve yönetilebilir hale getirdiğine dikkat çekmiştir (Reinhardt, Ricci, & Tressel, 2013).

Gelişmekte olan ekonomiler arasındaki uluslararası sermaye akımları son 25 yılda önemli ölçüde artmıştır. Yatırım yapan ülkelerin, yükselen piyasaları tercih etmelerinde işlem yapma kolaylığının yanı sıra kar marjlarının yüksek olması etkili olurken, ev sahibi ülkelerde gelen sermaye akımlarının farklı alanlarda değerlendirerek fırsat pencerelerini genişletebilmektedir.

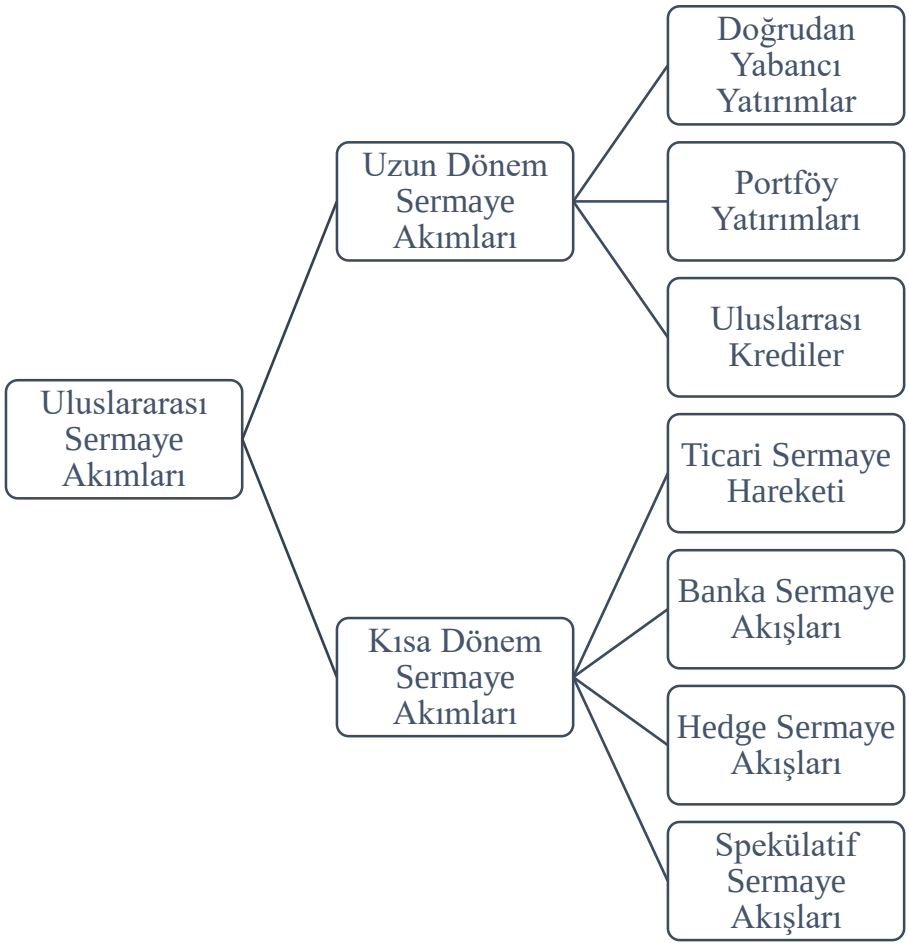
Dünya ekonomisinin hızlanan küreselleşme ivmesiyle döviz kontrollerinin ve piyasaya erişimin serbestleşmesi sonucunda sınırları aşan büyük miktarda sermaye akımları mevcuttur. Çoğu iktisatçı, sermayenin en yüksek getiriyi hedeflemesine izin verdiği için sermayenin uluslararası boyutta serbest akışın olmasını desteklemektedir. Feldstein'a (1994) göre; sermayenin serbest akışı, varlıkların çeşitlendirilmesine ve sermaye sahiplerinin karşılaştığı risklerin azaltılmasına da yardımcı olmaktadır. Küresel sermaye hareketliliği, güven ve istikrarlı politikaların olduğu ülkelere yoğunlaştığından hükümetlerin kötü politikalar izlemesini de sınırlamaktadır. Genel olarak, uluslararası sermaye akımları, portföy yatırımları, doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) ya da krediler şeklindedir. Ancak doğrudan yabancı yatırımlar, sermaye akımlarının büyük bir bölümünü oluşturmaktadır. Özel sermaye akışının diğer biçimleri, finansal krizler sırasında tipik olarak büyük geri dönüşler yaşarken, doğrudan yabancı yatırımların küresel finansal çalkantı sırasında oldukça istikrarlı ve dirençli olduğu kanıtlanmıştır. DYY daha güvenli bir yatırım sunmakta ve olası krizlerin ilk işaretinde tersine çevrilmesi zor görünmektedir (Loungani, Razinb, &

WaYuenc, 2001). Dünya ekonomik iş ve işlemleri yavaşladığında bile doğrudan yabancı yatırım akışlarının arttığı saptanmıştır (Moosa, 2002).

Küresel doğrudan yabancı sermaye akışlarının hacmindeki artış, çoğu gelişmekte olan ülkenin yabancı yatırımları ekonomik kalkınmanın sağlanmasında kilit bir bileşen olarak kabul etmesi ve dolayısıyla küresel yabancı yatırımın mümkün olan maksimum kısmını kendi içlerine çekmek için çeşitli çabalara girişmesine neden olmaktadır. Yabancı yatırımın ev sahibi ülkelere getirdiği avantajlar arasında, esas olarak yerli sermaye seferberliği yoluyla elde edilemeyen yeni sermaye girdileri şeklinde teknoloji transferi yer almaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar, yerel girdi pazarındaki rekabeti de teşvik edebilir. Ev sahibi ülkeler, yeni işletmelerin açılması ve işletilmesi sırasında çalışan eğitimi yoluyla insan sermayesinin geliştirilmesinden yararlanır. Doğrudan yabancı yatırımlardan elde edilen karlar, ev sahibi ülkelerdeki kurumlar vergisi gelirine de katkıda bulunmaktadır (Feldstein, 1994).

1.2. Uluslararası Sermaye Akımlarının Türleri

Uluslararası sermaye akımları sınıflandırılırken sermayenin kullanım süresi ölçüt olarak alınmaktadır ve bunlar uzun vadeli ve kısa vadeli uluslararası sermaye akımları olarak ayrılabilir. Uzun dönem sermaye akımları doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve uluslararası krediler olmak üzere üçe ayrılmaktadır. Öte yandan, kısa dönem sermaye akımları baz alınan kriterlere ve özelliklere göre değişkenlik gösterir ve bu kapsamda kısa vadeli sermaye akımları, ticari sermaye hareketleri, banka sermaye akımları, *hedge* sermaye akımları ve spekülatif sermaye akımları olarak dörde ayrılması mümkündür (Li, 2018).



Şekil 1. Uluslararası Sermaye Akımları
Kaynak: (Yi, 2021)

1.2.1. Uzun Dönem Sermaye Yatırımları

Uzun vadeli uluslararası sermaye akışlarının genellikle daha uzun süreli olması ve çok sayıda fon kullanarak gerçekleşmesi en önemli özelliklerindendir ve bu tür sermaye akışları; bir ülkenin ekonomik istikrarını sürdürmede ve ulusal para biriminin entegrasyonunu teşvik etmede önemli bir rol oynamaktadır. Uzun vadeli uluslararası sermaye akışlarının temel nedeni, dünya verimliliğinin artması ve belirgin iş bölümüdür. Sermaye transferinin farklı yollarına bağlı olarak, uzun vadeli uluslararası sermaye akışları ayrıca doğrudan yatırım, menkul kıymetler veya portföy yatırımı ve uluslararası krediler olarak sınıflandırılabilir.

1.2.1.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Küreselleşmenin ve dünya ekonomisinin kilit bir unsuru olarak doğrudan yabancı yatırım; istihdamın, teknolojik ilerlemenin, üretkenlik iyileştirmelerinin ve nihayetinde ekonomik büyümenin itici gücüdür. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları dünya ekonomisinin özellikle 1980'li yıllardan sonra liberalleşmenin etkisi ve küreselleşme olgusunun artmasıyla birlikte gelişen sermaye akımları sonucu doğrudan yabancı sermaye yatırımları dünya ve ulusal ülke ekonomilerinde önemli bir yer tutmuş hatta artan ekonomik entegrasyon ile birlikte doğrudan yabancı yatırımlar ticaretten daha önemli bir konuma gelmiştir (Kehal, 2004). Doğrudan yatırım, bir ekonomide yerleşik bir kuruluşun (doğrudan yatırımcı) başka bir ekonomide yerleşik bir girişimde (doğrudan yatırım girişimi) kalıcı bir menfaat elde etme amacını yansıtır. Kalıcı menfaat, doğrudan yatırımcı ile doğrudan yatırım kuruluşu arasında uzun vadeli bir ilişkinin varlığını ve kurulan yapının yönetimi üzerinde önemli derecede bir etkinin varlığını ima etmektedir. Doğrudan yatırım, hem yatırımcı ile işletme arasındaki ilişkiyi kuran ilk işlemi hem de bunlar arasında ve bağlı kuruluşlar arasındaki müteakip tüm sermaye işlemlerini içermektedir (Duce, 2003).

Ekonomik entegrasyonunun artması sonucu ekonomilerde kilit bir rol oynayan doğrudan yabancı yatırımlar ekonomik büyümede nitelikli bir büyüme sürecine katkı sunarak istihdam, teknolojik ilerleme ve buna bağlı üretkenliği, kapasite kullanım oranlarını iyileştirici etki yaratmaktadır (Quazi, 2007).

Yatırıma ev sahibi olan ülkelerde DYY'nin milli gelire olan etkisi en önemli iktisadi konulardan olmuştur. Literatürü incelediğimizde DYY ile milli gelir arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu, bu ilişkinin kalıcılığı-sürdürülebilirliği, yatırımın niteliği ve boyutuyla yakından ilgilidir. Yabancı yatırımlar ev sahibi ülkeye sağladığı gelişmiş teknoloji, yeni iş yapış şekilleri, üretim teknikleri, kurumsal yapının gelişmesi gibi katkılarda sağlayarak yerel üreticilerin de modernize ve rekabetçi olmasına katkı sağlamaktadır. Bu gelişmeler ile yerli ürünlerin kalitesinde ve kullanılabilirliğindeki artışlar ihracatı destekleyerek dış pazarlara açılması ve oralarda yer edinmesine katkı sunmaktadır. Bu bağlamda doğrudan yabancı yatırımların ödemeler dengesi üzerine olumlu etki yaratmaktadır (Obwona, 2001) (Bengoa & Sanchez-Robles, 2003). Ayrıca yabancı yatırım aracılığı ile ev sahibi ülkeye giriş yapan döviz genelde cari

açığa sahip gelişmekte olan ülkelerde cari dengeye gelmede pozitif katkı sunarak dış borçların ödenmesinde önemli bir rol oynamaktadır (De Mello, 1999; Lauter & S. Rehman, 1999).

Doğrudan yabancı yatırımlar yerel ekonomiye ve firmalara getirdiği yenilikçi yaklaşım, kurumsal yapıları ve insan kaynakları olgusuyla yerel işgücünün eğitilmesi yönünde katkı sağlayarak işgücü niteliğini arttırıcı bir etki ortaya çıkarmaktadır. İş gücünün ülke içinde yerel firmalar ve diğer çok uluslu şirketler arasında hareket etmesi ise çok yönlü bilgi birikimini arttırır ve firma kültürlerinin gelişerek devam etmesini, beşeri sermayenin gelişmesine katkı sunmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar, dışsal etkiler bakımında ise yerel tedarik sistemlerinin, dağıtım kanallarının standart hale getirilmesi, firmalarda kalite kontrol ve stok takip süreçlerinin geliştirmesi yönünde katkı sunmaktadır (Kaymak, 2005).

Doğrudan yabancı yatırımın olumlu yönde etkilerini özetlemek gerekirse ev sahibi ülkenin/ülkeye;

- ✓ Milli gelirine
- ✓ Sermaye birikimine
- ✓ İstihdamına
- ✓ Beşeri sermayesine
- ✓ İhracatına ve dış ticaret hacmine katkı
- ✓ Ödemeler dengesine
- ✓ Yönetim, kurumsallık, know-how, uluslararası nitelikli işgücü, markalaşma
- ✓ Teknoloji transferi, pozitif dışsallıklar

bakımından olumlu yönde katkı sağlamaktadır (Zhang, 2006). Doğrudan yabancı yatırımın ev sahibi ülkeye olumsuz yönde etkileri olduğuna dair literatürde çalışmalar bulunmaktadır. Yabancı yatırım sahipleri ilgili işletme üzerinde söz sahibi olarak bir denetim gücüne sahiptir. Bir ekonomik kalkınma planı çerçevesinde yönetilmeyen yabancı yatırımlar ülkenin stratejik-politik ve ekonomik anlamda yüksek öneme sahip sektör ve faaliyet alanlarında ilgili yabancı yatırımların ağırlıklarının artması bu sektörlerde bağımsız ve ülke çıkarlarına uygun politikalar izlenilmesinde zorlayıcı hale gelebilir (Seyidoğlu, 2007). Yabancı yatırımlar gelişmekte olan ülkelerde bazı durumlarda nitelikli işgücünü göreceli düşük ücretler ile istihdam etme yoluma gitmesi

sonucu ekonomide beklenen refah arttırıcı etki ve iyileştirmeyi sağlamayabilmektedir (Nunnenkamp, 2004). Yabancı şirketlerin sahip olduğu gelişmiş insan kaynakları, üretim teknikleri ve kurumsal yapıları karşısında yerel firmalar haksız rekabet durumuna düşebilmektedirler. Yabancı yatırımcıların ev sahibi ülkede gerçekleştirdiği faaliyetlerinde kullandığı gelişmiş teknolojili girdileri kendi/sermaye sahibi ülkelerden ithal yoluyla faaliyetlerini sürdürmesi ev sahibi ülkede teknoloji tarafında dışa bağımlılık yaratabilir olarak sıralanabilmektedir (Saatçioğlu, 2002).

1.2.1.2. Portföy Yatırımlar

Küreselleşmenin etkisiyle finansal piyasalarda entegrasyon hareketleri ortaya çıkmış, sermaye hareketliliğinin hem hacim açısından hem de önem açısından farklı bir boyut kazanmıştır. Küresel entegrasyonun artmasının akabinde finansal piyasalarda liberalizasyon önlemleri, sermaye kontrollerinin ortadan kaldırılması, özellikle bilgi-işlem teknolojilerindeki gelişmeler ve yeni finansal ürünlerin kullanıma sunulması farklı bir algının oluşturulmasına fırsat tanımıştır. Portföy yatırımlar kısa vadeli sermaye akımları olarak nitelendirilebilir ve finansal gelişmişlik düzeyi üzerinde doğrudan etki oluşturabilmektedir (Topaloğlu, Şahin, & Ege, 2019). Portföy yatırımları, hisse senedi ve borçlanma senetlerindeki tüm işlemleri kapsar ve tahvil ve bonolar, para piyasası araçları ve finansal talep ve yükümlülük yaratan finansal türevler olarak sınıflandırılabilir (Amaya & Rowland, 2004).

Finansal gelişmişlik için bu denli önemli olan bu yatırım biçiminin yatırımcı tarafından bakıldığında portföy yatırımlarının seçiminde, karı maksimize edilmesi ve riskin minimize edilmesi yatırımcıların beklediği faydanın doğası olarak nitelendirilmiştir (Friend & Vickers, 1965). Portföy analizleri yapılırken temel beklenti riskten kaçınmak olduğu için aktiflerden beklenen getiri oranının yüksek olması gerekmektedir (Parasız & Ekren, 2013). Dolayısıyla yatırımcılar yatırım araçlarını çeşitlendirerek riski minimize ederek karını yükseltmeyi hedeflemek için portföy yatırımları tercih etmektedirler.

Gelişmekte olan ülkeler tarafından kısıtlamalara tabi tutulmakta ve sıcak para akışını temsil eden bu yatırım çeşidinin ülke ekonomisi üzerinde etkilerinin önüne geçilmesi için sınırlamalar yapılmaktadır. Portföy teorisine göre, sermaye hareketlerindeki kar değişimlerinin ana sebebi uluslararası farklılıklardır (Erdoğan, 2016). Risk

primlerindeki değişimler kur dalgalanmalarında neden olarak gösterilebilirken faiz oranlarının hem yurt içi hem de yurt dışı faiz oranları ve gelecekteki spot kurun düşmesine neden olacaktır (Parasız & Ekren, 2013). Kısa süreli bir yatırım süreci taşıyan portföy yatırımları makroekonomik yapıya fayda sağlamasının yanında ani sermaye çıkışlarını da ihtiva etmesi sebebiyle özellikle kriz dönemlerinde ciddi etkiler barındırmaktadır (İstanbul Sanayi Odası, 2002).Ayrıca yolsuzluğun yüksek olduğu ülkelere daha az yabancı portföy yatırımı ile ilişkisi olduğu kanıtlanmıştır (Jain, Kuvvet, & Pagano, 2017).

Dolayısıyla küresel entegrasyonun ve küreselleşmenin etkisiyle bu yatırım biçiminin artıları ve eksileri farklı aktörler tarafından farklı şekillerde algılanmış; böylece hem popüler hem de mesafeli yaklaşılan bir yatırım biçimi olmuştur. Portföy yatırımların doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından farkları iki noktada oldukça belirgindir (Karluk, 2003). İlki, portföy yatırımlarda risk yönetimi hususunda özgürlük oldukça yüksek olmasıdır. İkincisi ise doğrudan yabancı sermaye yatırımlarda yatırımcılar ürün ve hizmetlerin üretimi ile ilgili firmalardan oluşurken yabancı portföy yatırımcıları finansal kurumlardan, kurumsal yatırımcılardan ya da bireylerden oluşmaktadır.

1.2.1.3. Uluslararası Krediler

Devletler ya da çok uluslu şirketler kredi ihtiyaçlarını karşılamak maksadıyla uluslararası kuruluşlardan/şirketlerden borçlanma yoluna gitmeyi tercih edebilmektedirler. Endüstrileşme süreçlerinde olan ülkelerin çeşitli yatırımlara, teknolojinin aktarım süreçlerinde, sermaye stokuna ihtiyaç duydukları için ödünç alırlar (Parasız & Ekren, 2013). Yabancı para ya da sınır ötesi krediler olarak tanımı yapılabilen uluslararası krediler, iyi yönetilemediği durumlarda krizlere evrilme riski taşımaktadırlar (Avdijev, McCauley, & McGuire, 2012).

80'li yıllarda Meksika dış borç krizi yaşamış, alınan krediler yüksek bedeller karşılığında ödenmiştir ancak ilgili dönemde Meksika'da kişi başına düşen reel gelir %11 oranında düşüş göstermiştir (Karluk, 2003). Özellikle 90'lı yıllarda Latin Amerika ülkelerinde yaşanan borç krizlerinin bir sarmal haline gelmesi ve içinden çıkılamaz bir hal almasının en büyük sebeplerinden birisi ülkelerin yüksek faizli kredileri alması ve bu kredileri ödeyecek güçlerinin bulunmaması olarak

gösterilmektedir (Cohn, 2012). Sürdürülebilir borçların anlamı bu noktada ortaya çıkmakta ve kullanılan borcun büyüklüğü ile ilgili ülkenin gayrisafi yurt içi hasılası oranlanarak alınan borçların sürdürülebilir olup olmadığı tespit edilebilmektedir.

Yabancı para cinsinden borçlanmaya bağımlı olmak ilgili ülkenin özellikle bebek endüstrisi için tehlikeli bir hal alırken para politikalarının etkinliğinin azalmasına sebep olmaktadır. Yine de ödünç alınan bu fonların kullanımının iyi yönetimi, uygun kanallarda kullanımı iyi sonuçları doğururken özellikle tüketimi arttırmak maksatlı kullanılan krediler olumsuz etkiler yaratabilmektedir.

1.2.2. Kısa Dönem Sermaye Yatırımları

Sermaye hareketlerindeki değişimler direkt olarak döviz kurlarını etkilemektedir, bu açıdan bakıldığında dolaylı olarak para politikalarını dolayısıyla da faiz düzenlemelerini etkilemektedir. Piyasa serbestisinin sağlanmasıyla birlikte piyasalarda sermaye yatırımları kısa dönemli hareketlenmelere de konu olmuştur (Parasız & Ekren, 2013). Kısa vadeli uluslararası sermaye hareketlerinin en belirgin özellikleri sıralandığında; kısa dönemli oluşları, esnek kullanım süresine sahip oluşları ve güçlü likidite kaynağı oluşları ön plana çıkmaktadır (Li, 2018). Kısa dönem sermaye yatırımları vadesi 1 yıldan az olan özel ve resmi niteliğe sahip uluslararası sermaye yatırımlarını kapsamaktadır. En önemli özelliklerinden biri ve diğer bir tanımı olarak; uluslararası piyasalardaki faiz ve döviz kurundaki değişkenliklerden kaynaklanan farklar yoluyla (arbitraj) yatırımı oluşturan sıcak para akımlarıdır (Biçcr & Yeldan, 2011)

Kısa vadeli sermaye akımlarının yurt içi ekonomi üzerindeki etkileri ağırlıklı olarak ödemeler dengesi, döviz kuru ve para politikasına yansımaktadır. Gelişmekte olan ülke ekonomiler genelde tasarruf eksikliği yaşar ve bu durum tasarruf-yatırım ilişkisinde yatırım açığı vermesine neden olur. Bu sebeple bu ülke ekonomileri sürdürülebilir ekonomik büyümeyi gerçekleştirebilmek ve yatırımları arttırabilmek için uluslararası fonlara ihtiyaç duymaktadır. Bu ihtiyaçlar için uluslararası finansal liberalleşme büyük bir fırsat olarak gözükmektedir. Bu durumda kısa dönem sermaye yatırımları ilgili ülkelere, borçlanma yoluna gitmeden ihtiyaç duyduğu yatırım açığını fonlar aracılığı ile sağlama imkânı sağlamaktadır.

Finansal piyasalardaki sınırların ve kısıtların kaldırılması ile ekonomilerin uluslararası sermaye hareketlerine açılması süreci olarak tanımlanan finansal küreselleşmenin ivme kazanması sonucu uluslararası sermaye hareketlerinin serbest dolaşımı ile beraber fon talep edenler, bu fonları en ucuza sağlayabilecekleri; fon arz edenler ise bu fonlara en iyi getiri sağlayabilecekleri merkezlere yönelmişlerdir. Dalgalı döviz kuru rejimine sahip gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımları yerel paranın değerini arttırıcı bir etki yaratabilir ve bunun neticesinde ülkenin ihracat dinamiklerini negatif yönde etkileyen bir sonuç ortaya çıkabilmektedir. İhracat dinamiklerindeki bu düşüş sonucu yabancı yatırımların payı ihracata yönelik sektörlerde azalırken, kısa vadeli borç miktarı artmaktadır Reel faiz oranları sermaye hareketlerinin miktarını ve yönünü etkileyen önemli göstergelerden biridir. Yüksek faiz oranları kısa dönemde spekülatif işlemler için uygun zemin oluşturmaktadır. Kısa dönem sermaye yatırımlarının bazı durumlarda bu tip spekülatif işlem gerçekleştirmesi iktisadi istikrarsızlıklara sebep olmaktadır. Sermaye akımları farklı nedenlerine veya özelliklerine göre kısa vadeli sermaye akımları, ticari sermaye hareketleri, banka sermaye akımları, hedge sermaye akımları ve spekülatif sermaye akımları olarak dörde ayrılmaktadır.

1.2.2.1. Ticari Sermaye Hareketleri

Borç krizlerinin ardından ülkelerin girdiği borç sarmalından çıkabilmeleri için ticari bankalar oldukça farklı faiz oranlarıyla ticari kredileri sağlamışlardır (Cohn, 2012). Ülkelerin ya da firmaların iç finansmana erişimde zorluk yaşadığı/cılız kaldığı durumlarda ticari banka kredileri aracılığıyla finansman sağlama yoluna başvurabilmektedirler ve bu kredilerde yüksek faiz oranlarının var olması sebebiyle ilgililerin çekinceyle yaklaşma eğiliminde oldukları bilinmektedir. Yüksek faizli kısa vadeli olan bu krediler 90'lı yıllardaki krediler kısa vadeyle ve proje finansmanları ile sınırlandırılmış ve temel amacı ticaretin canlandırılması içindir (Uzunoğlu, Alkin, & Gürlesel, 1995). Ticari banka kredilerinin tercih edilme sebeplerinden birisi olarak firmaların bankalardan artık finansman sağlayamayacak noktaya gelmesi gösterilebilmektedir (Petersen & Rajan, 1994).

1.2.2.2. Banka Sermaye Akımları

Liberalleşmenin etkileri her alanda olduğu gibi finansal sistemler tarafında da etkisini kısa sürede göstermiştir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde politika yapıcılar küreselleşmenin bu yönünü destekleyerek ülkelerine yabancı banka yatırımlarının

olmasının önünü açmış ve devam eden süreçlerde ilgili ülkelerde yabancı bankalar varlık göstermeye başlayarak şubeleşme yoluna gitmişlerdir. Dolayısıyla küreselleşen bir ekonomik yapı ve ilişkiler sisteminin hâkim olduğu bir dünya düzeninde herhangi bir yerde meydana gelen kriz, tüm dünya ekonomilerini bazen dolaylı bazen doğrudan etkileme güç ve kapasitesine sahiptir.

Uluslararası ticaret ve finans sisteminin bu şekilde gelişmesi banka kredilerinin de uluslararası bir hale gelmesini beraberinde getirmiştir. Bu durum çok uluslu şirketlerin birçok ülkede kredi finansman desteğine sahip olabilmesi ve yerel firmalarında birden fazla çok uluslu bankadan kredi imkânına sahip olabilmesi anlamına gelmektedir. Bu durum gelişmekte olan ülkelerde banka kredilerindeki artışın doğrudan yabancı yatırım miktarını da arttırdığı yönünde ilişki olduğu görülmüş ayrıca banka kredileri ile beraber GSYH, altyapı yatırımları ve nüfustaki artışında yabancı yatırımları arttırdığı görülmektedir (Berköz & Türk, 2009).

1.2.2.3. Hedge Sermaye Akışları

Portföy yatırım türlerinden biri olan hedge fonlar hakkında literatürde birçok tanımlama mevcuttur. İngilizce kökenli olan "*hedge*" kelimesi; koruyucu, güvenli hale getirici, tedbir, teminat anlamlarına gelmektedir. Sermaye Piyasaları Kurumu (SPK) tarafından ise serbest yatırım fonu olarak tanımlanmıştır.

Finansal anlamda hedge fonlar mevcut bulunan pozisyondaki olası değer kayıplarına ve fiyat değişikliklerine karşın başka bir pozisyon alarak riskten kaçınma ve finansalları lehine çevirme anlamına gelmekte olup sigorta etmek olarak da kullanılmaktadır (Ercan & Deniz, 2000). Portföylerinin derinliklerini arttırarak çeşitlendirmek isteyen yatırım sahipleri tarafından önemi günümüzün değişken yapısında artmaktadır. Geleneksel yatırım fonları ve hedge fonlar arasında benzer ve birbirinden farklılaşan yanları vardır. Benzerliklerinden şu şekilde sıralanabilmektedir (Chambers, 2008).

- ✓ İki fon türünde de yatırımlar bir havuzda toplanmaktadır.
- ✓ Yatırımlar, uzman yönetici görüşlerine göre işlem yapılmaktadır
- ✓ Güven esaslı bir yatırım ile yatırımcılar parasını fon yöneticilerine teslim ederler
- ✓ Yatırım yapılan finansal varlıklar halka arz edilmiş durumdadır.

Hedge fonlar, bu piyasalar yatırım yapılırken geleneksel yatırım araçlarına göre birçok avantaja sahiptir. Değerlendirilmeye alındığında hedge fonların yatırımcılara sağladığı bazı faydalar vardır (Ertugay Yıldız, 2004).

- ✓ Bu fonlar finansal ve finansal olmayan piyasalara giriş olanağı tanıdığından uzun pozisyon alma konusunda teşvik edicidir
- ✓ Portföye dahil edilen hedge fonlar portföyün riskini ve buna bağlı oynaklığını azaltarak getirisinde de artış sağlamaktadır
- ✓ Hedge fonların aralarında bağlantının düşük olması, yatırım şekillerinin çeşitlilik göstermesi sebebiyle hedeflenen yatırımı gerçekleştirme de farklı yatırım stratejileri sunarlar
- ✓ Yukarıda bahsedildiği gibi geleneksel fonların aksine portföy çeşitlendirme olanağı sağlaması

Hedge fonların özelliklerini ise etkin bir yönetim, yatırım politikalarında esneklik imkanı, sınırlı likidite, fon yöneticilerinin konumu, ölçeklendirilememeleri olarak sıralanması mümkündür (Çankaya, 2014).

1.2.2.4. Spekülatif Sermaye Akımları

Uluslararası sermaye akımları sıcak paranın giriş ve çıkışlarında değişime sebep olduğu için oldukça önemlidir. Kısa dönem sermaye akımlarındaki spekülatif sermaye akımları fiyatlarda oluşan dalgalanmalardan gelecekte kâr edilebilmesi arzusuyla yapıldığı söylenebilmektedir (Boulay, 2013). Kısa dönem sermaye akımlarında bir nekonomiye gelecek sıcak paranın en büyük tehlike yatırımcıların spekülatif davranışlarla piyasada özellikle panik çıkışlarına neden olabileceği ifade edilmiştir (Claessens, Dooley, & Warner, 1995). Ayrıca kısa vadeli akımların hızlı çıkışları olabilmesi durumunda milli gelir arttırıcı bir etkisi olmayabilmektedir ve 90'lı yıllarda sermaye akımları spekülatif özellik kazanmıştır (Aklan, 2002). Masson (2006) göre gelişmekte olan piyasalarda sermaye hareketlerinin uçuculuğunu ve çekiciliğini anlamada iç ve dış ekonomik faktörler yerine piyasadaki aktörlerin "ruh hali" daha önemli hale gelmiştir.

Sermaye akımlarının sıklığı ilgili ülkenin para politikalarını etkilediği için faiz arbitrajlarına neden olmaktadır. Dolayısıyla sermaye girişi bir ülkenin ulusal parasının değer kazanmasına neden olurken sermaye çıkışı ise ulusal paranın değer

kaybetmesine neden olabilir (Aklan, 2002). Ülkelerin sıcak parayı kanalize ettikleri alanların iyi seçilmesi gerekmektedir. (Zhang, 2006) Zhang ve Fung (2006), spekülatif sermaye girişinin enflasyonu körüklediğine, hisse senedi fiyatlarını yükselttiğini ve bu girişin uluslararası ekonomik ve finansal entegrasyon sürecini uzatmada ya da kısaltmada rol oynadığını uluslararası finansal piyasanın işleyişide ve ülkeler arası fon tahsisinde etkilerinin olduğunu ifade etmiştir..Biçcr ve Yeldan (2011) çalışmalarında Türkiye'nin 90'lı yıllarda spekülatif yatırımlara bağlı olarak bir büyüme yaşadığını saptamışlardır. Gelişmekte olan ülkelerdeki spekülatif sermaye akımları makroekonomik göstergeler üzerinde negatif etkiler bırakmaktadır. Edison ve Reinhart (2001) sermaye akımlarının kontrollerini incelemek maksadıyla Brezilya, Malezya ve Tayland ülkelerini örneklem olarak kullanmışlardır ve ilgili yıllardaki finansal verilerini kullanmışlardır. Brezilya ve Tayland'ın kontrollerde istenileni başaramadığı ancak Malezya'nın daha yüksek faiz oranı, döviz kurunda istikrar ve politika özerkliği hususunda başarılı olduğu gözlemlenmiştir.

Spekülatif sermaye akımlarından bahsederken ödemeler bilançosu kalemlerinden olan ve sürekli tartışılan net hat noksan kaleminden bahsetmek de gerekir. Bilanço hesaplamalarında sağ ve sol bloktan toplama yapıldığında ve elde edilen değerler birbirinden çıkarıldığında sonucun sıfır çıkması gerekirken hesaplamanın sağ ya da sol (alacak ve borç) tarafında fazla ya da eksik verme ihtimali mevcuttur ve bu fazlalık/eksiklik net hata noksan (NHN) olarak adlandırılmaktadır. Dolayısıyla aynı işlemdeki farklı kaynaktan gelen verilerin değerinin kesinkes aynı olma zorunluluğu olmadığı gibi alacak ve borç arasında bir fark oluşması olağandır (Kilibarda, 2013). Buradaki önemli nokta ise net hata noksanın sebebini bulmak ve oluşan fazlalığı/eksikliğin olabildiğince 0'a yaklaştırmak gerekmektedir. Hesaplamalarda ele alınan verilerin kalitesinin ve kapsayıcılığının arttırılması net hata noksanın giderilmesinde rol oynama imkânı bulabilmektedir. Ding ve Tang (2019) yaptıkları çalışmada NHN'nin sürdürülebilirliğini kıyaslamak için 98 ülkenin 1966-2016 yılları arasındaki verileri panel birim kök testleri kullanmışlardır. Araştırmanın sonucuna göre, bazı ülkelerin sürdürülebilir seviyede olan NHN'sinin olduğunu, ve NHN'nin uygunluğunu kurumsal kalitenin belirlediğini ancak gelir grubunun bu uygunluğu belirlemediğini bulgulamıştır. Net hata noksanın ödemeler dengesi üzerindeki etkilerinin araştırıldığı çalışmalar literatürde mevcuttur (Özekicioğlu & Taştan, 2013;

Vukšić, 2009; Bloomberg, Forss, & Invar, 2003). Öte yandan, cari işlemler hesabıyla sermaye ve finans hesabının toplamının sonucunun sıfır olması gerekirken fark söz konusu olduğunda NHN'nin söz konusu olduğu söylenebilir (Çoban & Özel, 2014).

1.3. Uluslararası Sermaye Yatırımlarını Belirleyen Faktörler

Farklı sermaye türlerinin ekonomik büyüme, alacaklılar ve borçlular arasındaki risk bölüşümündeki olası etkileri açısından farklı özelliklere sahip olması nedeniyle, sermaye akışlarının bileşiminin belirleyicileri oldukça önemlidir. Ticarete elverişlilik, tersine çevrilebilirlik gibi nedenlerle gelişmekte olan ülkelere sermaye akışlarının ekonomik yararlarının ve risklerinin değerlendirilmesi yapısal özelliklere bağlıdır.

1.3.1. Mikro-Ekonominin Belirleyicileri

Mikro ekonomi göz önünde tutulduğunda şirketler ve bireyleri teml aktör olarak ele almak gerekmektedir. Bu açıdan bakıldığında özellikle çok uluslu şirketler dolayısıyla istihdam etkilerine odaklanılmaktadır. Çok uluslu şirketlerin tanımlanmasında alternatifler yüksek olsa da asgari tanımda üretimin birkaç ülkede yapılması gerektiği yer almaktadır (Parasız & Ekren, 2013). Çok uluslu şirketlerin ekonomik iş ve işlemlerde etki kapasiteleri oldukça yüksektir dolayısıyla sermaye yatırımlarının istihdam düzeyine etkileri ilgili ülkenin gelişmişlik seviyesine bağlı olmakla birlikte yeni yerlerinin açılmasının akabinde yeni iş olanaklarının doğmasına sebep olmaktadır (Erdoğan, 2016).

Çok uluslu şirketlerle birlikte küreselleşme yeni bir boyut kazanmış ve sınır ötesi bütünleşmeler yerli şirketlerin rekabet hususunda geride kalmalarına sebep olabilmektedir (Karluk, 2003). Teknoloji transferinin bu şirketlerle birlikte sağlanmasının hem mikro hem de makro manada pozitif etkileri bulunmaktadır.

Yatırımlar geleceğe yönelik beklentiler bağlamında değerlendirilmeye alındığından bir ülkenin yatırım çekiciliğinden bahsedildiğinde yalnızca sosyal ve ekonomik koşulları değil siyasi istikrarın da önemli olduğu bilinmektedir. Sermaye akımlarının zengin ülkelerden daha yoksul ülkelere aktarılmasının arkasındaki nedenlerden birisi olarak siyasi riskin olduğunu ve bu sürecin bulmaca haline geldiğini ifade etmiştir (Lucas, 1990). Politik süreçlerdeki dalgalanmaların sık olduğu durumlarda Ayrıca

Dailami ve Leipziger (1998) sermaye akımlarını gelişmekte olan ülkeler açısından çekici kılmak maksadıyla özel altyapı yatırımlarının ilişkisini araştırmışlardır ve enflasyon oranının yüksek seyrettiği ülkelerde kullanılan kredilerde karayolu sektörüne ait projelerde yüksek risk priminin olduğunu bulgulamışlardır. Öte yandan, Kinda (2010) Lucas Paradoksu'nu test etmek amacıyla fiziksel altyapının DYY girişlerini etkilediğini finansal gelişmişliğinse portföy yatırımları etkilediğini ortaya koymuştur.

1.3.2. Makroekonomik Belirleyicileri

Sermaye akımları ülkelerin ekonomilerini hem makro anlamda hem de mikro anlamda etkilemektedir. Makro ekonomik belirleyiciler her ne kadar manşet değerleri yansıtsa da izleme ve değerlendirmeye tabi tutulmaları iktisadi manada oldukça önemlidir (Ekren, Erdoğan Fındıkçı, & Bildik, 2020). Tasarruf açıklarının giderilmesi, sermaye birikimine katkıda bulunması, rekabeti arttırması, teknoloji ve yönetim bilgisi transferinin sağlanması, istihdam kapasitesini arttırması, ödemeler dengesinin pozitif yönde etkilemesini dolayısıyla büyüme ve kalkınma üzerinde de olumlu yönde etki bırakması beklenmektedir (Erdoğan, 2016).

Sermaye girişleri öte yandan gelişmekte olan ülkelerin dış finansman edinmesinin yolunu açmakta ve daha yüksek bir ekonomik büyüme için potansiyel kaynak oluşumuna fırsat tanımaktadır (Uzunoğlu, Alkin, & Gürlesel, 1995). Sermaye akımlarının hızını, süresine ve yapısal özelliklerine göre kamu otoritesinin de ürettiği politikalar ve olası hızlı çıkışlara karşı geliştirdiği önlemler farklılaşmaktadır. Özellikle konjonktürel dalgalanmaların daralma evrelerinde dahası kriz zamanlarında makroekonomik dengeleri bozma ve istikrarsızlığın artmasına sebep olduğu söylenebilir (Uzunoğlu, Alkin, & Gürlesel, 1995). Gelişmekte olan ülkelerde ilgili makro göstergelerin eski halini alma süreçleri hem maliyetli hem de zaman açısından farklılaşma eğiliminde olabilmektedir. Ülkelerin kendilerine özgü gelişen ekonomik kültürleri bu farklılaşmada kritik özelliğe sahiptir ve etkilerin deneyimlenme biçimlerinin farklılaşmasına sebep olmaktadır.

Geleneksel dış finansman kaynakları; uluslararası mali kurumlar, devletlerarası finansman kaynakları ve uluslararası ticari banka kredilerini kapsarken alternatif dış finansmanlar doğrudan yabancı sermaye yatırımları, uluslararası portföy yatırımlar ı

ve tüm diğer özel kaynaklı finansmanları içermektedir (Devlet Planlama Teşkilatı, 2000; Erdoğan, 2016). Küreselleşmenin etkisiyle sermaye hareketleri hızlanmıştır ve her ülkeyi derinden etkilemiştir. Gelişmekte olan ülkelerin gelişim ivmesi kazanabilmesi için bu akımlar için çekici olmaları gerekmektedir. Özellikle bu ülkelerde kamu yatırımlarının gerçekleşebilmesi için finansmana dolayısıyla sermayeye ihtiyaçları vardır. Mal ve hizmetin üretimindeki genişlemenin bir sonucu olarak iktisadi büyüme olarak nitelendirilmektedir.

Diğer yandan, doğrudan yatırımların ödemeler dengesi üzerindeki etkilerine bakıldığında ülkeye ilk kez gelen kurucu yabancı yatırım sermayesi bir kereliğe mahsus olmak üzere ödemeler bilançosuna olumlu katkısı vardır, ancak üretime devam etmek için ithal girdi kullandıkça ödemeler bilançosunda negatif etkiler vardır (Karluk, 2003).

Sermaye akımlarıyla birlikte kamu otoriteleri maliye politikalarının uygulanma biçimleri değişmekte ve yeni bir stil kazanma meylindedir. Sermaye akımlarının olduğu ilk dönemlerde sıkı maliye politikalarının takip edilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla sermaye akımlarının arttığı dönemlerde merkezi bütçe açığının oluşması durumunda harcama kısıtlamaları ve özelleştirme gibi yollarla kapatılmaya çalışılırken faiz oranları yükselme trendine girebilmektedir (Uzunoğlu, Alkin, & Gürlesel, 1995).

2. ULUSLARARASI SERMAYE YATIRIMLARININ EKONOMİ POLİTİĞİ

2.1. Uluslararası Sermaye Yatırımların Ekonomik Etkileri

Ekonomi otoriteleri genel olarak yabancı yatırım girişlerinin ekonomik büyümede artışa yol açtığı konusunda hemfikirdir (Blonigen, 2005). Yabancı yatırımların önemli bir büyüme artırıcı özelliği, genellikle yabancı sermaye yatırımına eşlik eden ileri teknolojidir. Ayrıca yerli yatırımcılar da bu ileri teknolojiyi benimseyebilir ve bu durum ile beraber gelişmiş teknoloji ve yeni teknikler sektörler içerisinde tabana kadar yayılım gösterebilir. Farklı bir deyişle yabancı yatırım, teknoloji yayılmaları yoluyla pozitif dışsallıklar üretir. Aynı zamanda artan yabancı sermaye tasarruf açığını (yani, yurtiçi tasarruf oranı ile istenen yatırım oranı seviyesi arasındaki farkı) daraltmaya yardımcı olabilir. Kısacası yabancı yatırım özellikle düşük üretkenlik ve sermaye stoku eksikliklerine sahip gelişmekte olan ülkelerde, ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler göstermektedir (Johnson, 2006).

GSYİH ve yabancı yatırım arasında pozitif bir ilişki öngörmek için bu makul teorik temellere rağmen, mevcut literatürdeki çalışmalar karışıktır. Örneğin, De Mello (1999), yabancı sermayenin ekonomik büyümeye katkıda bulunup bulunmadığının öncelikle ev sahibi ülkenin özelliklerine, özellikle de vasıflı işgücünün miktarına bağlı olduğunu bulmuştur. Johnson (2006), hem yatay kesit hem de panel veri analizini kullanarak yabancı yatırım girişlerinin, gelişmiş ülkelerde değil gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümeyi artırdığını göstermiştir. Alfaro (2003), ülkeler arası bir analiz yaptı ve toplam doğrudan yatırımların ev sahibi ülkenin ekonomik büyümesi üzerinde belirsiz bir etki yarattığını buldu; Birincil sektöre yabancı yatırım girişleri büyüme üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olma eğilimindeydi. Yabancı yatırım ile ekonomik büyüme oranı arasındaki ilişki politika yapmak için kritik öneme sahiptir. Geçtiğimiz yirmi yıl, yabancı yatırım girişlerinde büyük bir artışa tanık oldu. UNCTAD (2005)'e göre, küresel yabancı yatırım girişleri 1980'de yaklaşık 55 milyar ABD dolarından 2000'de yaklaşık 1.400 milyar ABD dolarına yükselmiştir. Yabancı yatırım girişlerindeki bu büyük artış akademik ekonomi otoroitelerni ve politika yapıcıları benzer şekilde anlayışa çok daha fazla çaba harcamaya teşvik etmiştir.

2.1.1. Büyüme

GSYH'nin güçlü bir duruş sergileyebilmesi için bileşenlerin kuvvetli olması gerekmektedir. Büyümenin hangi kalemlerden geldiği bu noktada önem kazanmaktadır. Literatürde sıklıkla sermaye akımlarının ekonomide yarattığı olumlu/olumsuz etkiler tartışılmaktadır. Özellikle doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeyi etkileme yön/şekli üzerinde duran çalışmalar gelişmekte olan ülkeler için sermaye akışlarının ekonomik büyüme üzerinde önemli etkilerinin olduğunu ifade etmektedir. Levine (1997), artan yerel finansal aracılığın, sermaye birikimi üzerindeki etkileri yoluyla büyümeyi nasıl destekleyebileceğini vurgulamaktadır. Dolayısıyla, sermaye girişlerinin artan finansal aracılığa yol açtığı ölçüde ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkiye sahip olacağını göstermektedir.

Literatürde sermaye akımlarının ekonomik büyümeyi etkilediği gibi büyümenin de sermaye akımlarının çekici gücü olduğuna ilişkin araştırmalar bulunmaktadır. Neoklasik büyüme modelleri ve içsel büyüme modelleri, doğrudan yabancı yatırılar ile büyüme ilişkisi üzerine ampirik çalışmaların çoğu için temel oluşturmaktadır (Chowdhury & Mavrotas, 2006).

Öte yandan bazı çalışmalar ise bu ilişkinin sadece tek yönlü olduğunu sermaye akımlarının ekonomik gelişmeyi etkilediği üzerinde durmaktadır. Örneğin Blomstrom, Lipsey ve Zejan (1992) çalışmasında doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeye neden olduğunu, ancak büyümenin yabancı yatırımı etkilemediğini tespit etmiştir. tersinin olmadığını göstermektedir. Sonuçlar, DYY girişlerinin GSYH büyümesini yalnızca belirli bir gelişme eşiğini geçen ülkelerde yeni teknolojiyi özümsemeye ve başarıyla kullanmaya hazır olan ülkelerde teşvik edebileceğini göstermektedir.

Bazı çalışmalar, gelişmekte olan ekonomilere artan sermaye akımlarının ekonomik büyümeyi artırmaya yardımcı olacağını öne sürmektedir. Güçlü ekonomik büyüme daha sonra yabancı yatırımları çekmek için bir teşvik görevi görmektedir. Genel olarak, yükselen ekonomiler, teknoloji ve bilginin yayılması, yayılmalar, yerel üretim faktörlerinin kalitesinin yükseltilmesi, rekabet gücünün önemli ölçüde artırılması yoluyla dış kaynaklardan yararlanabilir. Bu düşünceye göre, artan özel sermaye akışları, risk paylaşımını kolaylaştırır ve böylece üretimde uzmanlaşmayı, sermaye tahsisini ve ekonomik büyümeyi geliştirir (Acemoglu & Zilibotti, 1997).

Kısa süreli sermaye akımlarından olan dış ticaret değerlerinin ekonomik büyümeye etkisi yön/şekli literatürde tartışılmaktadır. İhracatın genellikle ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği, ithalatın ise negatif etkisi olduğu üzerinde durulmaktadır. Ancak ithalatın kompozisyonu büyümeye olumlu da yansıyabilecek etkilere sahiptir. Teknoloji ithalatının uzun dönemde ekonomik gelişmeyi sağlayacağına ilişkin bulgularda mevcuttur (Savvides, 1995; Schneider, 2005; Rodrik, 1999).

2.1.2. Ticaret

1990 ve 2001 yılları arasında çokuluslu şirketlerin yabancı iştirakleri tarafından yapılan satışlar, mal ve faktör dışı hizmet ihracatından çok daha hızlı arttı. Bu büyümenin çarpıcı bir özelliği; yabancı yatırımların eşi görülmemiş bir genişlemesi olmuştur. Hizmetlerde içe dönük yabancı yatırım stoku 1990'da 950 milyar dolardan 2002'de 4 trilyon dolara yükseldi. 2001–2002'de hizmetler, yabancı yatırım girişlerinin üçte ikisini oluşturuyordu.

Bu dikkate değer rakamlar, ticaretin ve yabancı yatırım akışları arasındaki yakın ilişkiyi göstermektedir. Hizmet ticaretinin hızlı genişlemesine ara girdilerdeki hızlı büyüyen ticaret eşlik etmiştir. Ayrıca girdi ticaretinin büyümesi hem firma içinde hem de firma sınırları ötesinde, yani firma içi ve serbest ticaret olarak gerçekleşmiştir. Birçok çalışma daha ileri işleme ve nihai montaj için ulusal sınırları aşan girdi akışlarında yansıtıldığı gibi uluslararası dikey uzmanlığın büyümesini belgelemiştir. Bu eğilimler, çokuluslu şirketlerin merkezi bir rol oynadığı üretimin artan parçalanmasıyla yakından ilişkilidir. Bilgisayar destekli tasarım ve bilgisayar destekli imalat gibi teknolojik değişimler bu sürece katkıda bulunmuştur. Aynı teknolojik değişiklikler, ulusal sınırlar içinde ve ötesinde artan dış kaynak kullanımına da katkıda bulunmuştur. Bu geniş eğilimlere ek olarak, yeni veri setleri, araştırmacıların daha önce gözlemlenmemiş ticaret ve yabancı yatırım akış modellerini ortaya çıkarmasına olanak tanır. Özellikle önemli olan, ticari firmaların özellikleri ile dış ticaret ve yatırıma katılımları arasında sistematik bir ilişkinin var olduğu bulgusudur. İhracat yapan firmalar, bir sektördeki firma popülasyonunun rastgele bir örneği değildir ve yabancı yatırım yapan firmalar da değildir. Firmaların sadece küçük bir kısmı ihracat yapmaktadır, sadece iç pazara hizmet eden firmalardan daha büyük ve daha üretkendirler ve daha fazla firma daha büyük pazarlara ihracat yapmaktadır. Firmaların

küçük bir kısmı yabancı yatırıma girer ve bu firmalar diğer firmalardan daha büyük ve daha üretkendir. İhracat yapan firmalar pek çok sektör içi heterojenlik mevcuttur ve firmaların büyüklük veya üretkenliklerine göre dağılımı sektörler arasında önemli ölçüde farklılık göstermektedir. Ticari firmaların kaynak bulma stratejileri her zamankinden daha karmaşık hale gelmiştir ve dolayısıyla çok uluslu şirketlerin entegrasyon stratejileri de her zamankinden daha karmaşık hale gelmiştir. Sonuç olarak, yabancı yatırımın dikey ve yatay biçimlerde geleneksel olarak sınıflandırılması pratikte daha az anlamlı hale gelmiştir. Büyük çok uluslu şirketler, dünyadaki diğer ülkelere hizmet verdikleri ihracat platformları ve sanayi genelinde büyük yabancı yatırım akışları oluşturmak için düşük maliyetli ülkelere yatırım yapar.

2.1.3. Enflasyon

Düşük enflasyon yaşayan bir ülke ekonomik istikrarın bir işaretidir. Bu durum yabancı yatırım getirilerinde artış anlamına gelir ve merkez bankasının uygun para politikaları uygulama becerisinin yanı sıra hükümetin ülke bütçesini dengelemeye hazır olduğunu gösterir. Dolayısıyla bir ülkedeki düşük enflasyon seviyesi yabancı yatırımı artırır.

Son yıllarda, yabancı yatırımın belirleyicilerini anlamaya yönelik ilgi, artan yabancı yatırım akış hacmiyle el ele yoğunlaşmıştır. 1990'dan 2005'e kadar, dünya çapındaki toplam yabancı yatırım girişleri 203 milyar dolardan 974 milyar dolara yükseldi. Hemen hemen tüm gelişmekte olan ülkeler bu girişlerin büyük bir kısmını çekmek için rekabet halindedirler. Orta gelirli ülkelerin gayri safi yurtiçi hasılasındaki (GSYH) net yabancı yatırım girişlerinin payı 1970'lerde %0.74'ten 1985 ile 1994 arasında %1.08'e ve 1995 ile 2005 arasında %2.85'e yükseldi. Dünya Yatırım Raporuna (UNCTAD, 2003) göre, 1991-2002 döneminde yabancı yatırımı yöneten dünya çapındaki yasalarda yapılan değişikliklerin yaklaşık %95'i çok uluslu firma faaliyetleri lehine olmuştur. Yatırım teşvik ajanslarının kurulması ve mali teşviklerin sağlanması, yerel düzenleyici ortamlardaki bu gelişmelere eşlik etmiştir. Ev sahibi ülkelerin yüksek kaliteli yatırımları çekme ve bu tür dış faaliyetlerden fayda sağlama hedefleri göz önüne alındığında, yabancı yatırım akışlarını etkileyen faktörleri tam olarak anlamak önemlidir. Enflasyon oranları 1970'lerde gelişmekte olan ülkelerde ortalama %5'ten %10'a yükselmiş, bunu 1985 ve 1994 yılları arasında gelişmekte olan ülkelerde ortalama %49'luk bir artış izlemiştir. Enflasyon oranlarındaki bu artış eğilimi

1990'ların sonunda tersine dönmüştür; Gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon oranları, orta gelirli ülkelerde GSYH içindeki net yabancı yatırım girişlerinin iki katından fazla arttığı bir dönemde, 1995-2004 döneminde ortalama olarak %9,2'ye gerilemiştir. Gelişmekte olan ülkeler arasında daha fazla yabancı yatırım çekmeye odaklanıldığı göz önüne alındığında, 1970'lerde ve 1980'lerde artan enflasyon oranlarının yabancı yatırım girişleri için caydırıcı olup olmadığını ve 1990'larda tersine dönmesinin yabancı yatırım girişlerindeki artışa katkıda bulunup bulunmadığını analiz etmek önemli bir gösterge olabilir. Kesin kanıt sağlamamasına rağmen, bu gelişmekte olan ülkelere düşük enflasyon ve yüksek yabancı yatırım girişleri ile yüksek enflasyon ve düşük yabancı yatırım arasındaki ilişkiler, iki değişken arasındaki olası bağlantıların araştırılmasını destekler niteliktedir.

2.1.4. İşsizlik

Yabancı yatırım ve işgücü piyasasıyla ilgili olarak aralarındaki karşılıklı bağımlılıklar, yabancı yatırım çalışmaları ile literatürde önemli bir konudur. Bir ülkenin makroekonomik istikrarı ile o ülkenin aldığı yabancı yatırım girişi arasındaki karşılıklı bağımlılığı inceleyen önemli sayıda çalışma da bulunmaktadır. Bu çalışmaların önemli bir kısmında, istihdam veya işsizlik, bir ülkenin makroekonomik istikrarı için (bazen işgücü piyasası ile ilgili de kullanılır) bir gösterge olarak kullanılmaktadır. (Botrić & Škuflić, 2006) Bu alanda yayınlanan çalışmaların çoğu, yabancı yatırımın işsizlik oranını azalttığını gösterse de elde edilen sonuçlar bu iki olgu arasındaki bağlantıları henüz tam olarak açıklığa kavuşturmamıştır. Ancak, yabancı yatırımlar ile istihdam veya işsizlik oranı arasındaki karşılıklı bağımlılığın ülkeden ülkeye (ekonominin yapısına ve alınan yabancı yatırımların türüne bağlı olarak) ve ayrıca dönemden döneme önemli ölçüde değişebilir (bir ekonominin yapısı uzun bir zaman diliminde önemli ölçüde değişebilir ve alınan yabancı yatırımın türü de daha uzun zaman dilimlerinde önemli ölçüde değişebilir). Ayrıca, bu iki olgu arasında nedensellik ilişkisinin bulunmadığını bildiren önemli sayıda çalışmanın olması da dikkat çekicidir. Önemli sayıda uzman, daha yüksek işsizlik oranlarına sahip ülkelerin yabancı yatırımcıların gözünde iki büyük avantajı olduğunu öne sürüyor: a) bol miktarda mevcut işgücü; b) daha düşük ücretlerle mevcut iş gücü bulma olasılığının yüksek olması (Cohn, 2012). Ancak, bir ülkede kaydedilen çok yüksek işsizlik oranının yabancı yatırımcılar tarafından makro ekonomik dengesizliğin bir işareti olarak

algılandığını ve bu nedenle ülkenin gelecekteki bir yatırım için uygun bir ev sahibi ülke olarak görülmediğini öne süren başka teorilerin de bulunmaktadır (Brozen, 1958).

2.1.5. Cari Denge

Yabancı yatırımlar, ev sahibi ülkenin ihracatını ve ithalatını etkileyerek o ülkenin cari hesap dengesini de etkileyebilir. Bir ülkenin cari işlemler dengesi ekonominin gelecekteki gelişim yolunun temel belirleyicilerinden biri olarak kabul edilir. Cari dengedeki bir açık, ekonominin dış sektörü üzerinde baskı oluşturur. Kalıcı cari açık, ülkenin makroekonomik konumunu tehdit edebilir. Gelişmekte olan ekonomiler genellikle cari açıktan zarar görmüştür. Ayrıca gelişmekte olan ekonomiler de tasarruf-yatırım açığı ile karşı karşıyadır ve çoğunlukla yabancı sermaye girişlerine ihtiyaç duyarlar. Bu nedenle sermaye akımları için liberal politikalar benimsemektedirler. Sermaye girişleri, bu gelişmekte olan ekonomiler için hayati bir finansman kaynağı haline gelmiştir. Ancak yabancı sermayenin sınırsız akışları ciddi makroekonomik sonuçlara neden olabilir. Artan sermaye girişi hacmi, ithalatını artırıp ihracatı azaltarak ülkenin dış dengesinin durumunu kötüleştirebilecek yerli para birimini değerlendirebilir (Abell, 1990). Dış sektör dengesizlikleri, iç dengede bozulmaya neden olabilir (ikiz açık olgusu) ve ekonominin diğer makroekonomik hedeflerini etkileyebilir. Bu nedenle, serbest sermaye girişlerinden kaynaklanan dış denge farklılıklarını azaltabilecek bu tür politikaları uygulamaya koymak politika yapıcılar için büyük bir zorluk haline gelmektedir.

Yabancı yatırımdan elde edilecek ekonomik büyüme kazanımlarını engelleyen bir faktör olarak dış borcun ilişkisine baktığımızda; Ev sahibi ülkedeki ekonomi politikaları açık ve istikrarlı bir ekonomik durum oluşturmaya uygun olduğunda, yatırım riski azalır ve bunu takiben o ülkeye dolaylı yabancı yatırım akışı artar. Yabancı yatırım akışı üzerinde etkili olan ekonomi politikaları şu maddelerde özetlenebilir: para politikası, maliye politikası, ticaret politikası ve düzenleyici politikalar. Dış borçlar yabancı yatırımlar üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olmakla birlikte artan dış borçlar yabancı yatırımcı tutumunu bozmaktadır ve ekonomik gelecekten olumsuz beklentiler oluşturduğundan o ülkeye yapılan yatırımların derecesini azaltmaktadır.

2.2. Uluslararası Sermaye Yatırımlarının Finansal Piyasalara Etkisi

Sermaye girişleri, özellikle doğrudan yabancı yatırımlar, potansiyel olarak finansman kanallarına erişimi genişletebilir ve borçlanma maliyetini azaltabilir ve bir ülkenin tasarruf ve yatırım oranını daha da artırabilir (Edwards, 1991).

İstikrarsız ve döngüsel doğasının yanı sıra devasa hacimleri nedeniyle, uluslararası sermaye akışları, döviz kuru oynaklığı, yayılma etkileri ve dolar likidite sıkışıklıkları dahil olmak üzere çok çeşitli finansal risklerle yakın ilişki içindedir (Reinhardta, Riccib, & Tressel, 2013).

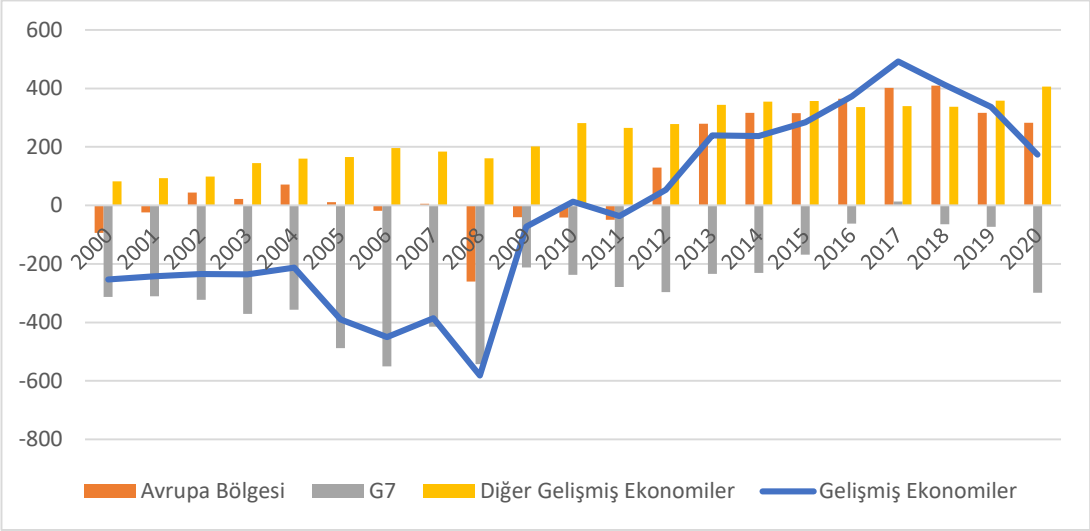
COVID-19'un patlak vermesi, uluslararası sermaye akışı alanına olan ilginin yeniden artmasına da yol açmıştır. Bu pandemi krizi, küresel sermaye akımları ve mevcut döviz kuru sistemi için büyük rahatsızlıklara neden oldu. Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından yakın zamanda yayınlanan bir rapora göre, Mart 2020 başlarında hem yükselen hem de olgun ekonomiler sınır ötesi portföy yatırımını durdurdu ve doğrudan yabancı yatırımların artması beklemekteler. İlgili dönem büyük düşüş gösteren petrol fiyatlarıyla birleştiğinde, COVID-19'un patlak vermesi döviz piyasasında vahşi dalgalanmalara neden oldu. Şubat 2020'nin sonundan itibaren gelişmekte olan ekonomilerin çoğu özellikle Rusya Federasyonu, Brezilya, Meksika ve Güney Afrika gibi kilit aktörler için döviz kurlarında keskin bir düşüş yaşandı (OECD, 2020). Buna karşılık, bazı gelişmiş ekonomiler bu dönem boyunca para birimlerinin istikrarlı büyümesini sürdürdü ya da çöküşün dibinden daha erken toparlandı. En çok etkilenen para birimleri yavaş yavaş rayına otursa da uluslararası sermaye akışlarının aniden durması bunların küresel finans piyasası üzerindeki etkilerini anlamanın ve yaklaşan krizlerle başa çıkmak için en etkili araçları bulmanın önemini de ortaya koydu.

2.3. Uluslarasın Sermaye Akımlarının Ülkelere Göre Değişim Trendi

2.3.1. Gelişmiş Ülkelerde Uluslararası Sermaye Akımları

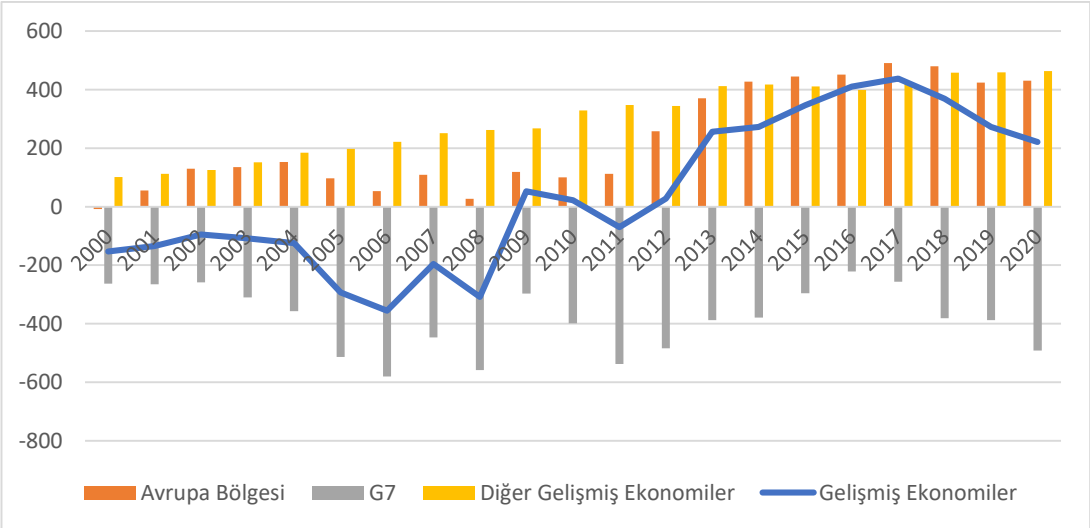
Gelişmiş ekonomilerde cari denge ve finansal işlemler hesabının ülke guruplarına göre kompozisyonu sermaye akımlarının yönün tespiti için önemlidir. Gelişmiş ülkeler 2008 sonrası cari dengede pozitif hareket etmiş olup G7 ülkeleri bu dönemde 2017 yılı

hariç cari dengede negatiflik göstermiştir. Kümülatif toplamda ilgili dönemde G7'nin verdiği açığa karşın diğer ülkelerdeki fazla cari dengenin genel seyrini pozitif etkilemiştir.



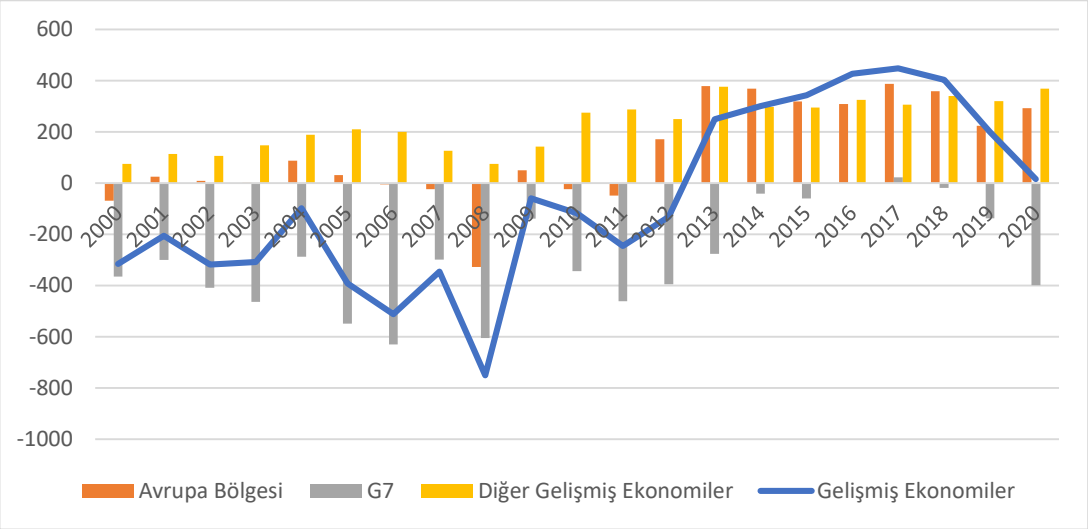
Şekil 2. Gelişmiş Ekonomilerde Cari Denge
Kaynak: IMF World Economic Outlook sisteminden alınan veriler yazar tarafından düzenlenmiştir.

Gelişmiş ülkeler ilk olarak 2009 yılında dış ticarette pozitif seviyeye çıkmış olup 2012 yılı itibariyle dış ticaretlerinde düzenli pozitif bir trend yakalamışlardır. G7 ülkeleri ilgili dönemlerde negatif tarafta dalgalı bir süreç geçirmekle birlikte 2016 yılı itibariyle dış ticaretlerindeki negatiflik büyümeye başlamış ve bu durum gelişmiş ülkelerin toplam dış ticaretleri üzerinde pozitif seviyeyi düşürücü yönde baskılamıştır.



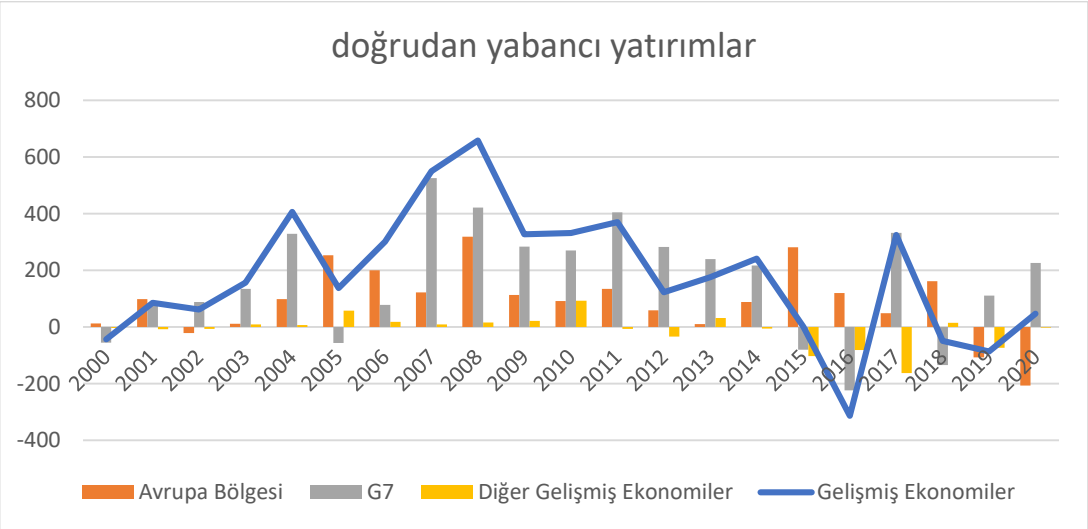
Şekil 3. Gelişmiş Ekonomilerde Dış Ticaret Dengesi (Milyar $)
Kaynak: IMF World Economic Outlook sisteminden alınan veriler yazar tarafından düzenlenmiştir.

Gelişmiş ülkelerde finansal işlemler hesabı 2013 yılı itibariyle ilk defa pozitif seviye çıkmıştır. 2008 yılında G7 ülkeleri ile beraber Avrupa bölgesi ülkelerinin yüksek seviyedeki negatiflik durumu kümülatif toplamda gelişmiş ülkelerin finansal işlemler hesaplarındaki seviyeyi dip yaptırmıştır. G7 ülkeleri 2016 ve2017 yılları dışında her zaman negatif görünümde olmuştur ve son yıllarda artan negatif görünüm ile gelişmiş ülkeler kümülatifte finansal hesap işlemlerinde başa baş seviyesine yaklaşmıştır.



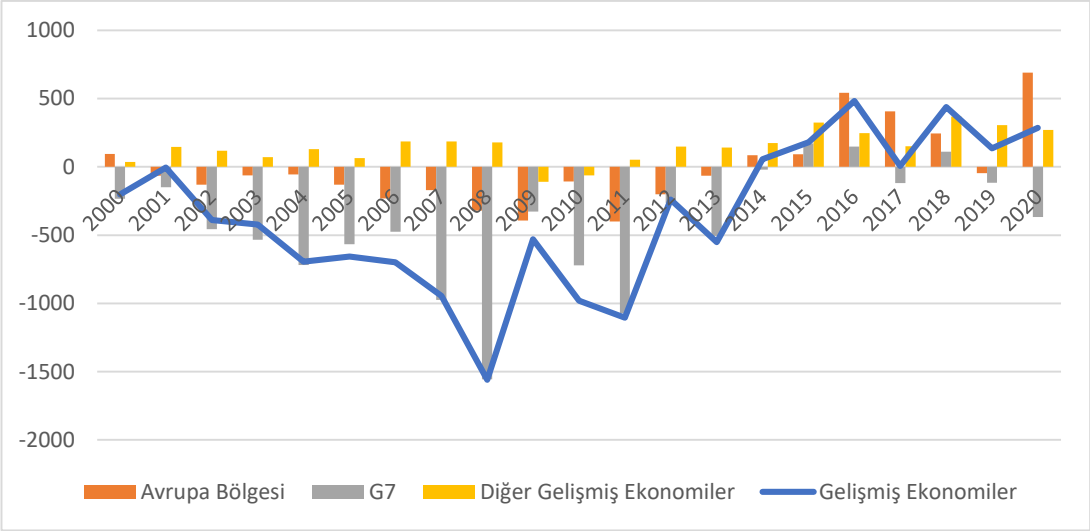
Şekil 4. Gelişmiş Ekonomilerde Finansal İşlemler Hesabı Dengesi (Milyar $)
Kaynak: IMF World Economic Outlook sisteminden alınan veriler yazar tarafından düzenlenmiştir.

Doğrudan yabancı yatırımlar gelişmiş ülkelerde 2000 yılından sonra ilk defa 2015 yılında negatif seviyeye düşmüştür. Bu durumun en büyük sebeplerinden G7 ülkeleri ile beraber Avrupa dışı gelişmiş ülkelerin beraber negatif görünüme düşmesidir. 2015 yılı sonrası DYY gelişmiş ülkelerde dalgalı bir seyir izlemiştir.



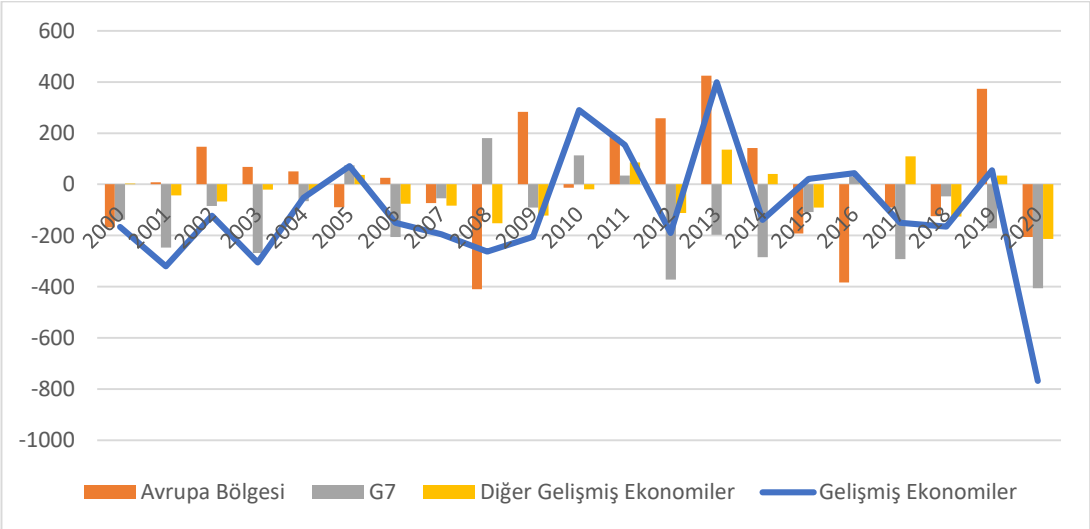
Şekil 5. Gelişmiş Ekonomilerde Doğrudan Yabancı Yatırımlar (Milyar $)
Kaynak: IMF World Economic Outlook sisteminden alınan veriler yazar tarafından düzenlenmiştir.

Portföy yatırımları 2001-2014 yılları arasında gelişmiş ülkelerde negatif seyretmiştir. İlgili dönemlerde Avrupa bölgesi ve G7 ülkeleri sürekli negatif görünümdeyken diğer gelişmiş ülkeler sadece 2009-2010 yılları arasında negatif pozisyona geçmiştir. 2014 sonrası dönemde kümülatif portföy yatırımları 2017 yılındaki dalgalanma ile beraber sürekli pozitif tarafta kalmıştır.



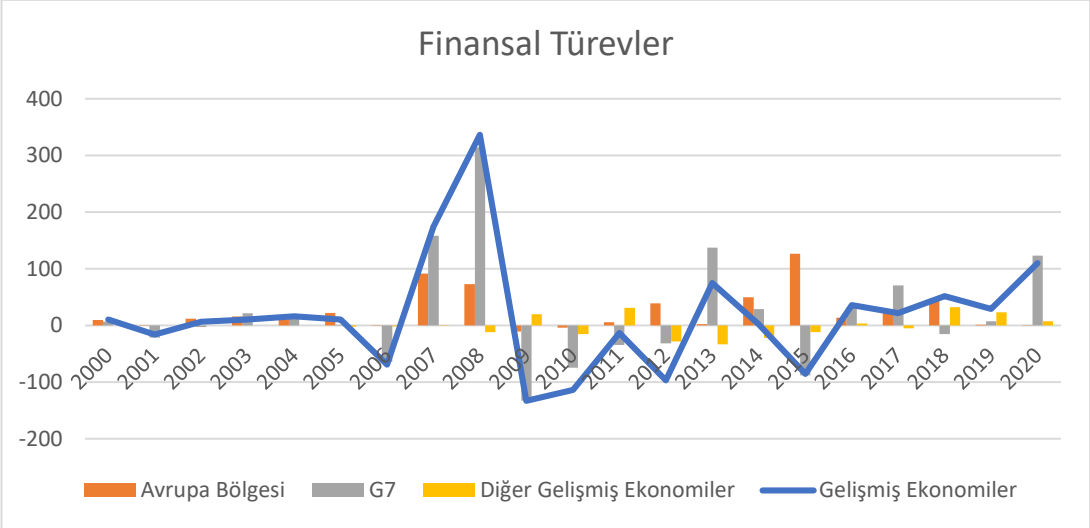
Şekil 6. Gelişmiş Ekonomilerde Portföy Yatırımları (Milyar $)
Kaynak: IMF World Economic Outlook sisteminden alınan veriler yazar tarafından düzenlenmiştir.

Diğer yatırımlar incelenen yıllarda gelişmiş ülkelerde sürekli dalgalı bir seyir izlemiştir. 2013 yılında özellikle Avrupa bölgesi ülkelerinden gelen yüksek pozitif katkı ile zirve yapmış olup 2020 yılında tüm gelişmiş ülkelerde; G7 ülkelerinde daha fazla olmakla birlikte negatif durum kümülatif diğer yatırımların dip seviyesini oluşturmuştur.



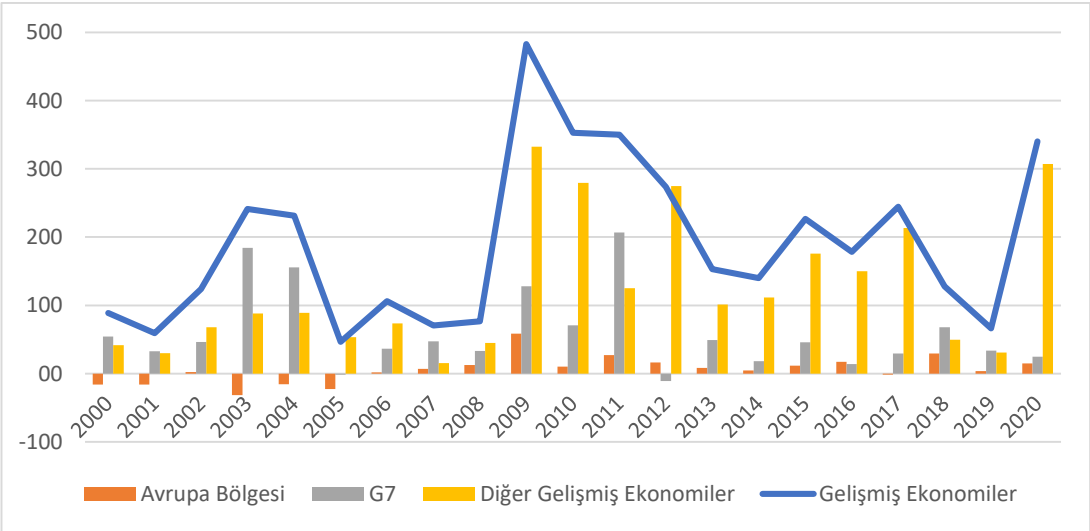
Şekil 7. Gelişmiş Ekonomilerde Diğer Yatırımları (Milyar $)
Kaynak: IMF World Economic Outlook sisteminden alınan veriler yazar tarafından düzenlenmiştir.

Finansal türevler 2000-2005 yılları arasında başa baş seviyesine yakın bir seviyede dalgalanmıştır. 2008 yılında G7 ülkelerinde büyük bir sıçramayla gelişmiş ülkelerdeki finansal türevler toplamda zirveye çıkmıştır. Ayrıca takip eden 2009 yılında yine G7 ülkelerinde finansal türevlerdeki sert düşüş ile birlikte kümülatif eğri dip yapmıştır.



Şekil 8. Gelişmiş Ekonomilerde Finansal Türevler (Milyar $)
Kaynak: IMF World Economic Outlook sisteminden alınan veriler yazar tarafından düzenlenmiştir.

Gelişmiş ülkelerdeki rezervler incelenen yıllarda pozitif seviyelerde kalmıştır. 2009 yılında özellikle diğer gelişmiş ekonomilerin sağladığı büyük katkı ile zirve noktaya ulaşılmıştır. Yine son dönemde 2020 yılında aynı ülke grubundaki büyük artışın etkisiyle zirveye yakın bir seviyeye ulaşılmıştır.

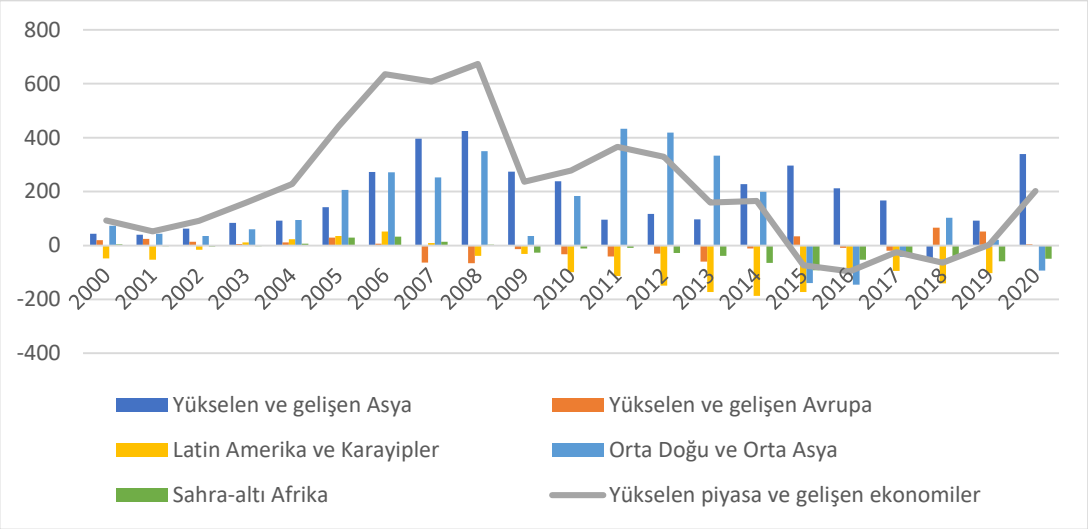


Şekil 9. Gelişmiş Ekonomilerde Rezerv (Milyar $)
Kaynak: IMF World Economic Outlook sisteminden alınan veriler yazar tarafından düzenlenmiştir.

2.3.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Uluslararası Sermaye Akımları

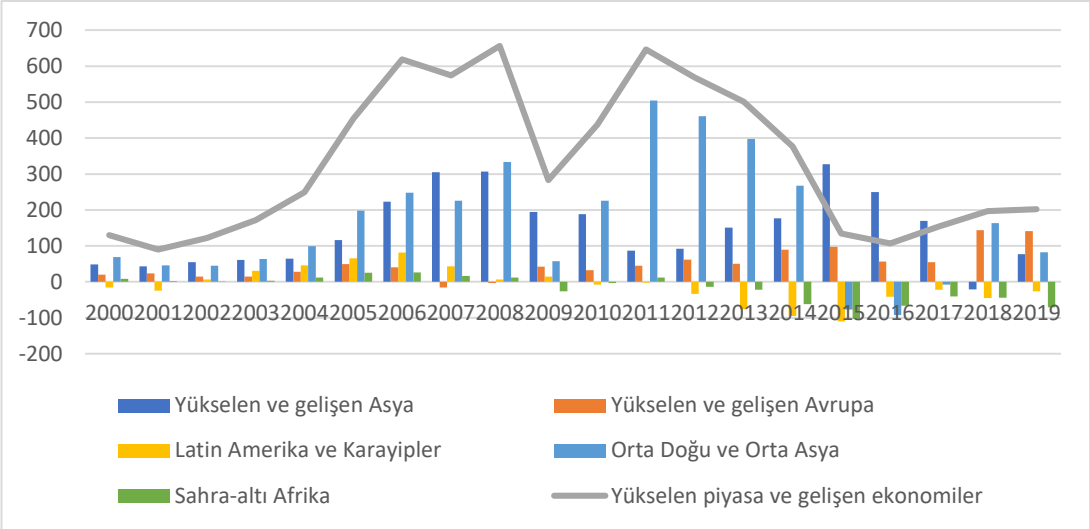
Gelişmekte olan ülkeler açısından sermaye akımları ve cari denge hem olası fırsatlar hem de zorlukları beraberinde getirmektedir.

Yükselen piyasa ve gelişen ekonomilerde cari denge 2008 yılına kadar dalgalı bir şekilde pozitif tarafta artış trendini sürdürmüş 2008 yılı sonrası sert bir düşüş yaşamıştır. Bu piyasalar içerisinde Latin Amerika ve Karayipler daha fazla negatif tarafta yer almış ve 2020 yılında pozitif görünüme geçmiştir.



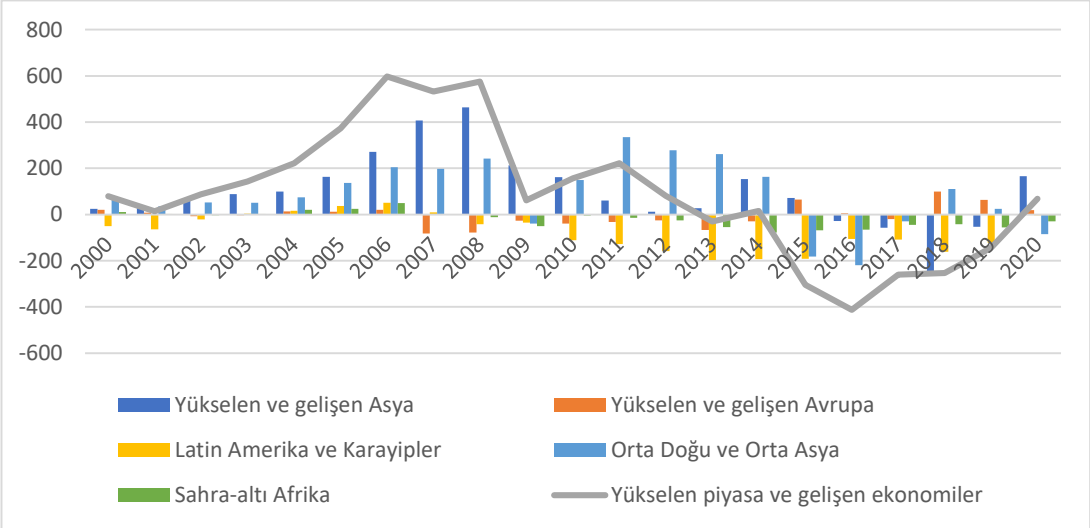
Şekil 10. Gelişmekte olan Ekonomilerde Cari Denge (Milyar $)
Kaynak: IMF World Economic Outlook sisteminden alınan veriler yazar tarafından düzenlenmiştir.

Dış ticaret yükselen piyasa ve gelişen ekonomilerde 2008 yılı sonrası sert bir düşüş yaşanmıştır. Devam eden yıllarda Orta Doğu ve Orta Asya gelişen ekonomilerindeki sert sıçrayışların etkisiyle kümülatif dış ticaret yükselen piyasa ve gelişen ekonomilerde pozitif yönde artışa geçmiştir. 2012 sonrası Latin Amerika ve Karayipler ile Sahra-altı Afrika gelişen ülke ekonomilerinde dış ticaret negatif görünümde kalmıştır.



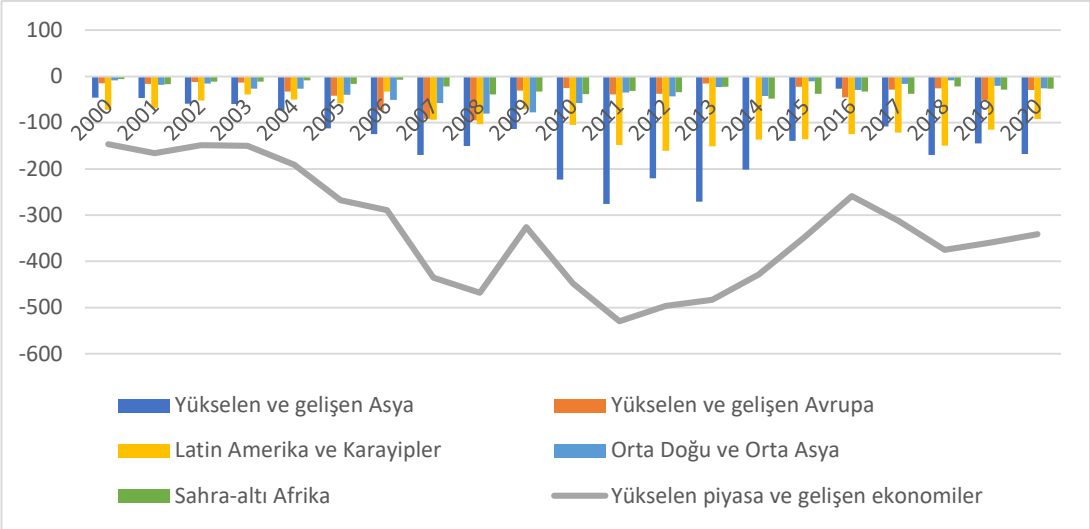
Şekil 11. Gelişmekte olan Ekonomilerde Dış Ticaret Dengesi (Milyar $)
Kaynak: IMF World Economic Outlook sisteminden alınan veriler yazar tarafından düzenlenmiştir.

Finansal işlemler yükselen piyasa ve gelişen ekonomilerde 2001-2006 yılları arasında pozitif yönde artış gerçekleştirerek zirve noktaya ulaşmıştır. 2008 sonrası sert bir düşüş gerçekleşmiş yükselen ve gelişen Asya dışında tüm gelişen ekonomiler negatif görünümde olmuştur. 2014 yılında negatif görünümde olan yükselen piyasa ve gelişen ekonomiler 2020 yılı ile birlikte artışla pozitif görünüme geçmiştir.



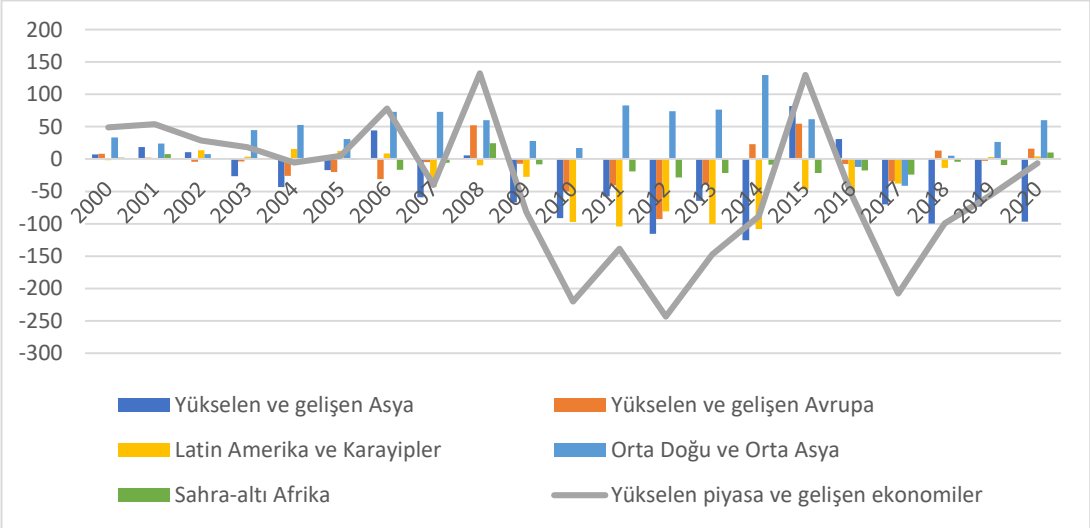
Şekil 12. Gelişmekte olan Ekonomilerde Finansal İşlemler Hesabı Dengesi (Milyar $)
Kaynak: IMF World Economic Outlook sisteminden alınan veriler yazar tarafından düzenlenmiştir.

Doğrudan yabancı yatırımlar incelenen yılların hepsinde negatif görüntüde olup 2011 yılında yükselen ve gelişen Asya ülkelerindeki diğerlerinden daha fazla negatif ayrışma ile dip seviyeye ulaşmıştır. Devam eden yıllarda da yine aynı ülke grubu her zaman negatif görüntüde olan en yüksek grup olmuştur.



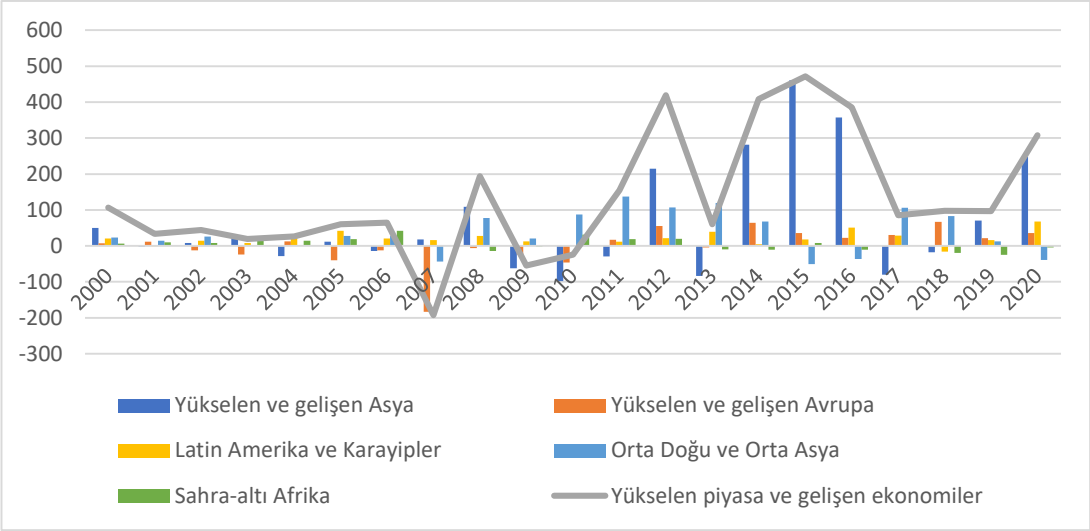
Şekil 13. Gelişmekte olan Ekonomilerde Doğrudan Yabancı Yatırımlar (Milyar $)
Kaynak: IMF World Economic Outlook sisteminden alınan veriler yazar tarafından düzenlenmiştir.

Portföy yatırımları yükselen piyasa ve gelişen ekonomilerde yüksek dalgalı bir seyir izlemiştir. 2008 yılında güçlü bir şekilde pozitif seviyeye çıkan kümülatif portföy yatırımları devam eden yılda sert bir şekilde düşüş yaşayarak negatif görünüme geçmiştir. 2012 yılında ise portföy yatırımları söz konusu ülke grubunda dip seviyeye düşmüştür. 2020 yılında başa baş seviyeye yakın bir konuma gelmiştir.



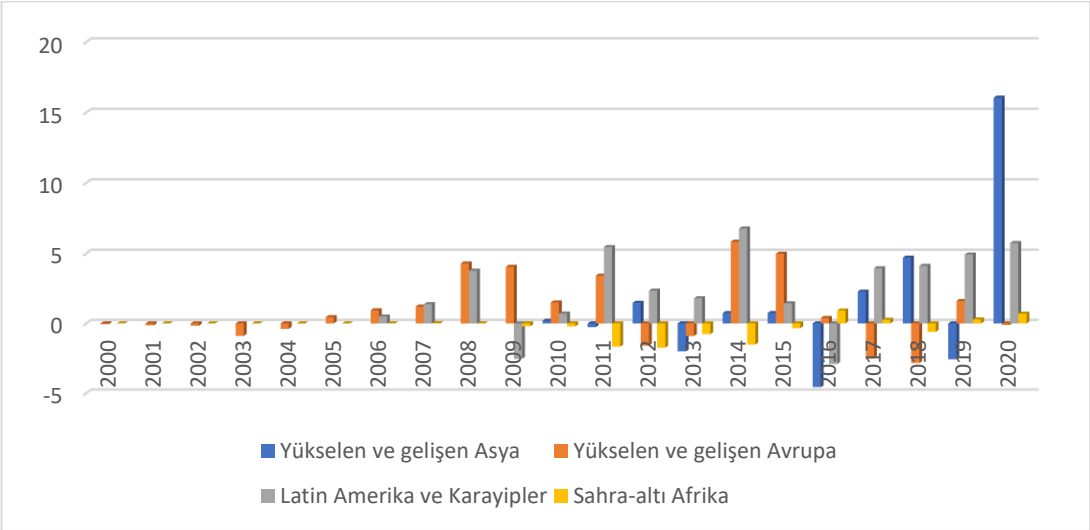
Şekil 14. Gelişmekte olan Ekonomilerde Portföy Yatırımları (Milyar $)
Kaynak: IMF World Economic Outlook sisteminden alınan veriler yazar tarafından düzenlenmiştir.

Yükselen piyasa ve ekonomilerde diğer yatırımlar 2000-2006 yılları arasında stabil sayılabilecek bir seviyede yatay seyrederken 2007 yılında negatif görünüme geçerek dip seviyeye düşmüştür. Bu düşüşte en negatif ayrışan ülke grubu yükselen ve gelişen Avrupa ülkeleri olmuştur. Diğer yatırımlar 2010 sonrası dönemde pozitif tarafta dalgalı bir seyir izlemiştir.



Şekil 15. Gelişmekte olan Ekonomilerde Diğer Yatırımlar (Milyar $)
Kaynak: IMF World Economic Outlook sisteminden alınan veriler yazar tarafından düzenlenmiştir.

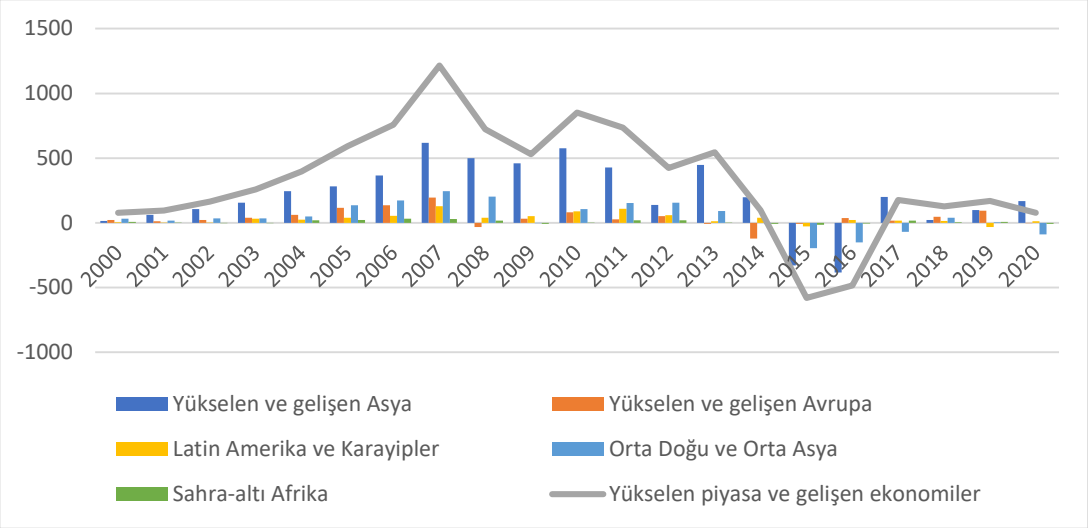
Finansal türevler ilk olarak yükselen ve gelişen Avrupa ülkelerinde 2005 yılında pozitif yönde gelişmeye başlamış ve devam eden yıla Latin Amerika ve Karayipler ülke grubunda da yine pozitif görüntüye sahip olmuştur. 2020 yılında ise yükselen ve gelişen Asya ülke grubunda çok yüksek bir artış gerçekleştirmiştir.



Şekil 16. Gelişmekte olan Ekonomilerde Finansal Türevler (Milyar $)
Kaynak: IMF World Economic Outlook sisteminden alınan veriler yazar tarafından düzenlenmiştir.

Yükselen piyasa ve ekonomilerde rezervler 2000-2014 yılları arasında pozitif tarafta dalgalı bir seyir izlemişken 2007 yılında zirve noktasına ulaşmıştır. Zirve noktasına ulaşmasında en büyük destek yükselen ve gelişen asya ülkeleri grubundan gelmiştir.

2015 ve 2016 yıllarından kümülatif rezerv tüm ülke grupları ile beraber negatif görüntüde olmuştur.



Şekil 17. Gelişmekte olan Ekonomilerde Rezerv (Milyar $)
Kaynak: IMF World Economic Outlook sisteminden alınan veriler yazar tarafından düzenlenmiştir.

3. ULUSLARARASI SERMAYE YATIRIMLARININ MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERE ETKİSİNİN ANALİZİ

3.1. Literatür Taraması

Literatürde makroekonomik göstergeler ile sermaye akımlarını inceleyen çalışmalara sıklıkla rastlanmaktadır. Ancak çalışmalar daha çok doğrudan yatırımlar üzerine odaklanmaktadır.

Li ve Liu (2015) çalışmasında, 1970-99 döneminde 84 ülke için bir veri panel veri analizi kullanarak doğrudan yabancı yatırımın (DYY) ekonomik büyümeyi etkileyip etkilemediğini araştırmıştır..1980'lerin ortalarından itibaren DYY ile ekonomik büyüme arasında önemli bir içsel ilişki tespit edilmiştir. DYY, ekonomik büyümeyi yalnızca doğrudan değil, aynı zamanda etkileşim koşulları aracılığıyla dolaylı olarak da teşvik ettiği belirlenmiştir. DYY'nin beşeri sermaye ile etkileşimi, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyüme üzerinde güçlü bir pozitif etki yaratırken, DYY'nin teknoloji açığı ile etkileşimi önemli bir olumsuz etkiye sahip olduğu ifade edilmiştir.

Duasa ve Kassim (2009) çalışmasında, Malezya'da 1991-2006 dönemine ait çeyreklik veriler kullanılarak yabancı portföy yatırımıyla ekonomik performans arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik testi ile incelemektedir. Çalışma sonucunda portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasında bir ilişki olduğu ve portföy yatırımlarının ülkeye gelmesinde ekonomik büyümenin en önemli çekici faktör olduğu ifade edilmiştir.

Inekwe (2013) çalışmasında, Nijerya'da 1990-2009 yılarına ait veriler kullanılarak doğrudan yabancı yatırım ile ekonomik büyüme ve istihdam arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik testi ile incelemektedir. Çalışma sonucunda hizmet sektöründeki doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme ile pozitif bir ilişkiye sahipken, imalat sektöründeki DYY negatif bir ilişkiye sahiptir. İmalat sektöründeki DYY istihdam oranı ile pozitif bir ilişkiye sahipken, hizmet sektöründeki DYY istihdam oranı ile negatif bir ilişkiye sahiptir.

Alagöz, Erdoğan ve Topallı (2008) çalışmasında, 1992-2007 dönemlerine ait veriler kullanılarak Türkiye'de doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik testi ile incelemektedir. Çalışma sonucunda doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve ekonomik büyüme arasında nedensellik ilişkisi bulunamamıştır. Ayrıca çalışmada 2002-2007 dönemine ait regresyon analizi incelenmektedir. Modelin esneklik katsayılarına göre doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin orta şiddette olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Udoh ve Egwaikhide (2008) çalışmasında, 1970-2005 yılları arasındaki veriler kullanılarak döviz kuru ve enflasyon GARCH modeli kullanılarak tahminlenmiştir. Çalışma sonucunda döviz kuru ve enflasyondaki değişimlerin incelenen yıllar boyunca doğrudan yabancı sermaye yatırımlar üzerinde olumsuz etki yarattığı ifade edilmiştir. Ayrıca çalışma sonucu altyapı, kamu sektörü büyüklüğü ve uluslararası rekabet gücünün doğrudan yabancı yatırım girişleri üzerinde önemli bir belirleyici olduğu saptanmıştır.

Hansen ve Rand (2006) çalışmasında, 1970-2000 yılları arasındaki verileri kullanarak 31 gelişmekte olan ülke için doğrudan yabancı yatırımlar ile GSYH arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik testi incelemiştir. Çalışma sonucunda panel veriler ışığında DYY ile GSYH arasında karşılıklı nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Çalışmada DYY'nin GSYH üzerinde kalıcı bir etkisi varken GSYH'in DYY üzerinde uzun vadeli bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Africano ve Magalhães (2005) çalışmasında, Gravity modeli kullanarak Portekiz, OECD ülkeleri ve Brezilya'nın 1998-2000 yılları arasındaki verileri incelemektedir. Çalışma sonucunda DYY ile ticaret arasında pozitif yönde ilişki olduğu saptanmıştır. Bu ilişkinin ihracat üzerinde ithalattan daha çok olduğu bulunarak ticaret dengesi üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Sarwar ve Mubarik (2014) çalışmasında 1974-2010 yılları arasındaki yıllık verileri kullanarak Paksitan'da yabancı yatırım ile istihdam arasındaki ilişkiyi ve değişkenlerin durağanlığını AFD testi uygulayarak test etmektedir. Ayrıca değişkenler arasındaki ilişkiyi tespit etmek için ARDL yaklaşımı da uygulanmıştır. Çalışma sonucunda

yabancı yatırım ve istihdam arasında eşbütünleşme olduğu tespit edilmiş ve değişkenler arasında uzun vadede önemli bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Alkhasawneh (2013) çalışmasında, 1970-2010 yılları arasındaki verileri kullanarak Katar'da doğrudan yabancı yatırımlar ile ekonomik kalkınma/milli gelir arasındaki ilişkiyi Dickey Fuller (ADF), Johansen eşbütünleşme ve Granger nedensellik testlerini kullanarak araştırmaktadır. Çalışma sonucunda DYY ile GSYH arasında uzun vadede denge ilişkisinin olduğu, ayrıca doğrudan yabancı yatırımların kısa vadede hükümet harcamalarını da etkilediği tespit edilmiştir.

3.1. Veri ve Yöntem

3.1.1. Veri ve Model

Çalışmada öncelikle 7 yükselen piyasa ekonomisi için sermaye akımlarının kriz dönemlerindeki değişimi incelenmiştir. İnceleme yapılırken 2007-2010 /2018-2021 dönemine ait veriler kullanılmıştır. Daha sonra Türkiye için sermaye akımlarının makroekonomik performansa etkisini ölçmek amacıyla 2000-2021 dönemine ait çeyreklik veriler için Vektör Hata Düzeltme Modeli kullanılmış ve uzun dönem/kısa dönem ilişkileri analiz edilmiştir. Çalışmada makroekonomik performans için GSYİH, enflasyon, işsizlik ve döviz kuru kullanılmış ancak GSYİH dışındaki göstergeler için sermaye akımları ile istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilememiştir. Çalışmada Sermaye akımlarının uzun dönem sermaye akımları ve kısa dönem sermaye hareketlerinden ticari sermaye akımları ile çalışılmıştır.

Tablo 1. Çalışmada Kullanılan Veriler

Kısaltma	Değişken	Kaynak
GSYH	GSYH (Dolar $)	EVDS
DY	Doğrudan Yatırım	IMF-International Financial Statistics
PY	Portföy Yatımları	
OI	Diğer Yatırımlar	
DYL	Doğrudan Yatırım -Net yükümlülük oluşumu	
PYL	Portföy Yatırımı -Net yükümlülük oluşumu	
OIL	Diğer Yatırımlar -Net yükümlülük oluşumu	
DYA	Doğrudan Yatırım -Net finansal varlık edinimi	
PYA	Portföy Yatırımı -Net finansal varlık edinimi	
OIA	Diğer Yatırımlar -Net finansal varlık edinimi	

RES	Rezervler (altın dahil)	
NHN	Net hata noksan	
IHR	İhracat (Milyon $)	EVDS
ITH	İthalat (Milyon$)	
TUFE	Tüketici Fiyat Endeksi (Bir önceki yılın aynı çeyreğine göre değişim)	TÜİK
YUFE	Üretici Fiyat Endeksi (Bir önceki yılın aynı çeyreğine göre değişim)	
BORSA	Borsa İstanbul 100 Endeksi Getiri	EVDS
DK	Döviz Kuru ($/TL)	EVDS

Çalışmada makroekonomik performans için GSYH, enflasyon, işsizlik ve döviz kuru kullanılmış ancak GSYH dışındaki göstergeler için sermaye akımları ile istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilememiştir. Çalışmada beş farklı model kullanılmıştır. Bu modellerden ilki manşet değerler üzerinden doğrudan yatırımlar, portföy yatırımlar ve diğer yatırımları dikkate alırken aynı zamanda krizlerin etkilerini de içermektedir. Model 2 doğrudan yatırımlar, portföy yatırımlar ve diğer yatırımların varlık edinimini ve aynı zamanda net hata noksan değeri ile krizlerin GSYH üzerine etkilerini incelemektedir. Model 3 doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımlar yükümlülük oluşumu ile net hata noksan değeri ve krizlerin GSYH üzerine etkilerini içeren bir yapı olarak tasarlanmıştır. Model 4 rezervlerin GSYH üzerine etkilerini araştırmaktadır. Model 5 ise ithalat ve ihracatın aynı zamanda krizlerin GSYH üzerine etkilerinin tespiti için kullanılmaktadır.

Model 1: $GSYH_t = \mu_0 + \sum_{i=0}^{k} a_i GSYH_{t-i} + \sum_{i=0}^{k} \beta_i DY_{t-i} + \sum_{i=0}^{k} \theta_i PY_{t-i} + \sum_{i=0}^{k} \delta_i OI_{t-i} + \gamma Finansk + \tau Bank + \varepsilon_i$

Model 2: $GSYH_t = \mu_0 + \sum_{i=0}^{k} a_i GSYH_{t-i} + \sum_{i=0}^{k} \beta_i DYA_{t-i} + \sum_{i=0}^{k} \theta_i PYA_{t-i} + \sum_{i=0}^{k} \delta_i OIA_{t-i} + \sum_{i=0}^{k} \vartheta_i NHN_{t-i} + \gamma Finansk + \tau Bank + \varepsilon_i$

Model 2: $GSYH_t = \mu_0 + \sum_{i=0}^{k} a_i GSYH_{t-i} + \sum_{i=0}^{k} \beta_i DYL_{t-i} + \sum_{i=0}^{k} \theta_i PYL_{t-i} + + \sum_{i=0}^{k} \vartheta_i NHN_{t-i} + \gamma Finansk + \tau Bank + \varepsilon_i$

Model 4: $GSYH_t = \mu_0 + \sum_{i=0}^{k} a_i GSYH_{t-i} + \sum_{i=0}^{k} \beta_i RES_{t-i} + \varepsilon_i$

Model 5: $GSYH_t = \mu_0 + \sum_{i=0}^{k} a_i GSYH_{t-i} + \sum_{i=0}^{k} \beta_i IHR_{t-i} + \sum_{i=0}^{k} \theta_i ITH_{t-i} + +\gamma Finansk + \tau Bank + \varepsilon_i$

3.1.2. ARDL Modeli

Çalışmanın değişkenler arasındaki uzun ve kısa dönem ilişkilerin varlığı incelenmektedir. Literatürde uzun ve kısa dönem ilişkiler aynı dereceden durağanlık şartını arayan Vektör Hata Düzeltme modelleri ile incelenmektedir. Çalışmada kullanılan değişkelerin durağanlık derecelerinin farklı olabileceği göz önünce bulundurularak ARDL Modeli kullanılmıştır. ARDL modeli regresör olarak hem bağımlı değişkenin hem de açıklayıcı değişkenlerin gecikmelerini içeren standart en küçük kareler regresyonlarıdır (Greene, 2008).

ARDL modelleri ekonometride uzun zamandır kullanılmasına rağmen, Pesaran ve Shin (1998) ve Pesaran, Shin ve Smith (2001) çalışmaları aracılığıyla değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkilerini inceleme yöntemi olarak son yıllarda popülerlik kazanmıştır. Çünkü klasik koentegrasyon testleri değişkenlerin aynı dereceden bütünleşik olmasını gerektirmektedir. Bu durum koentegrasyon testleri için bir kısıt oluşturmaktadır.

Pesaran ve Shin (1998) ve Pesaran, Shin ve Smith (2001) tarafından geliştirilen ARDL sınır testi yaklaşımı, sağladığı avantajlar nedeniyle koentegrasyon analizlerinde sıklıkla tercih edilmektedir. ARDL yaklaşımı en küçük kareler metoduna dayanmakta olup diğer koentegrasyon analizlerinin aksine önceden bir birim kök testi uygulanması gerektirmemektedir. Bunun nedeni, değişkenlerin I(1) ve I(0) gibi koentegre derecelerine gerek olmamasıdır. Ancak ARDL yaklaşımı, değişkenlerin 2. dereceden ve daha büyük dereceden bütünleşik olduğu durumlarda uygulanamaz (Çağlayan, 2006, s. 425-427). Bu nedenle çalışmalarda öncelikle birim kök testi yapılarak değişkenlerin 2. Derecen veya daha büyük durağanlık derecesine sahip olmadıkları netleştirilmektedir. ARDL yaklaşımın çalışmamızda yer alması açısından önemli bir avantajı da küçük örneklemlere de uygulanabilirliği ve incelenen gözlem sayısı az da olsa iyi küçük örnek özeliği göstermesidir (Çağlayan, 2006, s. 425).

3.1.3. Birim Kök Testi

Ekonometrik analizlerde zaman serilerinin durağanlığı önemlidir. Ekonometrik olarak anlamlı ilişkiler elde edilebilmesi için zaman serilerinin durağan olması gerekmektedir (Gujarati, 2003, s. 797). ARDL Modeli için durağanlık testi sadece değişkenlerin 2 ve

ya daha fazla durağanlık derecelerine sahip olmadıklarını göstermek amacıyla kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan ADF (Augmented Dickey-Fuller) birim kök testi Dickey ve Fuller (1979) tarafından geliştirilmiş ve hata terimlerindeki otokorelasyonun bağımsız değişkenin gecikmeli değerlerinin modele eklenmesiyle giderildiği varsayımı altında durağanlık kontorlü yapmaktadır. ADF birim kök testi en genel ifade ile şu şekilde gösterilebilir:

$$\Delta y_t = \mu + \gamma y_{t-1} + \sum_{j=1}^{p} a_j \Delta y_{t-1} + \beta t + \omega_t$$

Δ birinci fark operatörlerini; p, gecikme uzunluğunu, t trendi göstermektedir. ADF birim kök testinde kullanılan sıfır hipotezi "serilerin durağan olmadığı" yönündedir.

Sıfır hipotezinin reddedilmesi serinin durağan olmadığını, başka bir ifade ile serinin birim kök içerdiğini, yani I(0) olduğu manasına gelmektedir. Sıfır hipotezinin kabul edilmesi ise serinin durağan olmadığı ve birim kök içerdiğini göstermektedir. Eğer bir seri düzey değerinde durağan değilse ve birinci farkı alınarak durağan hale geliyorsa I(1) olarak ifade edilmektedir.

3.2. Bulgular

3.2.1. Yükselen Piyasa Ekonomilerinin İncelenmesi

Çalışmanın bu bölümünde yükselen piyasa ekonomilerinden seçilmiş 7 ülkenin sermaye akımlarının değişimi yıllık ve çeyreklik bazda 2008 küresel kriz süreci ile COVID-19 süreci için incelenmiştir. İnceleme yapılırken bir önceki yıla göre değişim ya da çeyreklik bazda bir önceki yılın aynı dönemine göre değişim ele alınmıştır. Seçilen 7 ülke literatürde E-7 (Çin, Endonezya, Hindistan, Türkiye, Rusya, Brezilya ve Meksika) olarak anılmakta olmakla beraber dünyanın en hızlı büyüyen ekonomileridir.

Tablo 2. Çin Uluslararası Sermaye Akımları 2007-2010

	Finansal İşlemler Hesabı	Doğrudan yatırım	Portföy yatırımı	Diğer yatırım	Rezerv varlıklar	Net hatalar ve noksanlar
2007	54.37419891	38.88643	-124.034	-575.246	61.83025	277.9428221
Q1 2007	133.0321994	18.698	-17.9092	68.70692	110.6402	371.0169361
Q2 2007	37.04011426	74.10595	-156.805	-9.94398	71.77503	-615.095888
Q3 2007	15.32823985	151.3331	-165.358	-2906.84	39.909	-193.956268
Q4 2007	63.12234253	1.945964	-143.898	219.6288	26.31009	-180.013684

2008	19.74460827	-17.4717	111.9592	74.78446	4.103384	42.4708401
Q1 2008	21.74655762	4.529588	-166.193	-16.2579	25.5596	18.55992523
Q2 2008	38.27796532	-24.4331	-33.9519	-205.744	-11.9941	-109.437416
Q3 2008	13.47366658	-12.949	170.1278	74.91756	3.904549	-2.85708074
Q4 2008	11.59242706	-27.4809	-227.442	-16.236	-7.06632	-116.801955
2009	-53.4473438	-24.0655	-22.2798	-171.306	-16.4829	-318.523198
Q1 2009	-58.7820457	-26.4106	-59.2108	-115.807	-63.6206	-163.53365
Q2 2009	-82.7868782	-42.1802	-28.3028	-522.765	-7.91296	-1625.51371
Q3 2009	-20.1099334	-42.1333	-53.2573	-91.1999	2.711638	-359.29309
Q4 2009	-51.8245497	6.444111	-139.762	-131.119	50.252	1043.695622
2010	-8.03993597	113.0963	-11.2559	-9.74596	17.76485	28.64832333
Q1 2010	-47.8756035	122.9184	-36.0908	-623.368	45.96776	-93.1741665
Q2 2010	89.98751493	222.3106	-356.899	-83.5092	-20.9791	-44.2696255
Q3 2010	-0.70985054	154.4046	-8.2278	407.1086	2.758392	-117.621392
Q4 2010	-13.3360121	44.16106	274.1535	181.9498	47.52298	12.70285925

Kaynak: IFS sisteminden alınan verilerden yararlanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

Çin'de finansal işlemler hesabı 2009 yılında krizin etkisiyle bir önceki yılın aynı dönemine göre %53 oranında azalış göstermiş ve 2010 yılının 2. çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %89 gibi büyük bir oranla artış yaşamıştır. Portföy yatırımları 2008 yılının 4. Çeyreğinde yine bir önceki yılın aynı dönemine göre %227 düşüş göstermiştir. Diğer yatırımlar ise oldukça dalgalı bir seyir izlemiş ilgili her dönem bir önceki yılın aynı dönemine göre rakamları şu şekilde olmuştur; 2007 yılının 4. çeyreğinde %219 artış, 2008 yılının 2. çeyreğinde %205 düşüş ve 2010 yılının 3. çeyreğinde %407'lik bir artış göstermiştir.

Tablo 3. Çin Uluslararası Sermaye Akımları 2018-2021

	Finansal İşlemler Hesabı	Doğrudan yatırım	Portföy yatırımı	Finansal türevler ve çalışan hisse senedi opsiyonları	Diğer yatırım	Rezerv varlıklar	Net hatalar ve noksanlar
2018	753.9690158	232.2605	262.3102	-1839.97	-139.265	-79.3755	-14.1471829
Q1 2018	304.805397	1570.929	-364.74	-52.2094	136.0294	-1112	-8.52254833
Q2 2018	-705.394675	-358.137	-1967.87	-687.355	-125.835	-24.2698	-2.25909991
Q3 2018	-276.112266	-3756.07	-3.19459	-128.702	11.443	-109.968	3.687344901
Q4 2018	-23.6901313	-36.2182	6.715888	450.8212	-314.881	-186.566	-29.7128062
2019	-82.7083147	-45.57	-45.7792	-61.7295	383.6296	-202.178	-27.169367
Q1 2019	-72.2426613	-55.2981	89.58777	1359.591	-125.991	-61.7757	19.82622268
Q2 2019	-109.257348	-68.6135	-94.1334	-151.062	157.9441	-131.847	-65.828966
Q3 2019	-138.142908	284.7859	-41.339	308.7784	91.34574	417.2625	-31.1787532
Q4 2019	27.88679376	29.87506	881.1858	-65.2902	-9.79625	-77.8451	-24.3636091
2020	-497.697562	104.0475	50.70341	384.461	160.0168	-245.222	30.15637722
Q1 2020	17.80821192	-29.4272	-373.183	409.1248	-493.593	-350.253	-136.062285
Q2 2020	1105.644926	-30.0374	1085.713	-564.735	229.159	-351.404	187.8251167
Q3 2020	441.8081279	-465.567	119.5514	123.2084	172.6516	-160.143	142.3923329
Q4 2020	-355.180025	106.846	263.6823	-101.737	317.6372	-494.02	75.65633078
Q1 2021	-379.075494	364.3633	-106.596	-138.625	-379.106	-239.668	-99.5843333
Q2 2021	-125.326449	868.7238	-61.818	-96.8185	-102.173	160.5144	51.19176633
Q3 2021	37.98668685	70.35245	-43.5659	-188.826	-39.0885	568.1681	-57.4067934

Kaynak: IFS sisteminden alınan verilerden yararlanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

Çin'de doğrudan yatırımlarda Covid-19 dönemi 2019 yılı 3. çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre %284 oranında artış yaşanıp aynı dönemde rezerv varlıklarda da %417 oranında artış gözlemlenmiştir. Finansal rezervler ve çalışan hisse senedi opsiyonları 2019 yılı 1. çeyrek döneminde önceki yılın aynı dönemine göre %1359'luk bir artış göstermiştir.

Tablo 4. Endonezya Uluslararası Sermaye Akımları 2007-2010

	Finansal İşlemler Hesabı	Doğrudan yatırım	Portföy yatırımı	Diğer yatırım	Rezerv varlıklar	Net hatalar ve noksanlar
2007	-21.3479	2.964727	30.15118	-59.6906	84.05514	-228.337
Q1 2007	-24.031	-141.215	-32.92	-80.7655	-18.3377	-126.123
Q2 2007	-48.6313	193.4166	-498.474	2.407104	-1128.06	-148.793
Q3 2007	-37.7446	-664.57	124.8539	43.67658	-46.24	-56.0778
Q4 2007	74.28218	-75.0927	-191.505	-131.391	-1303.57	-1.16013
2008	-97.8458	51.71872	-68.3035	53.08286	-115.097	-84.6183
Q1 2008	-37.7003	-356.536	-20.3692	598.8927	-75.709	1059.501
Q2 2008	-141.59	-86.1606	9.912775	-29.7518	-63.6049	-134.692
Q3 2008	-201.902	144.8162	-86.4772	-116.016	-107.692	3995.468
Q4 2008	-41.9059	132.9387	272.39	-253.445	-219.776	-508.164
2009	3623.089	-23.122	485.8706	12.28921	-751.96	1304.22
Q1 2009	32.88508	-0.33538	-1.70241	-75.8604	271.9085	-50.4216
Q2 2009	-571.98	191.2288	-54.791	105.6744	-20.5051	330.7644
Q3 2009	-127.169	-65.4272	4626.361	-287.798	-4017.21	-28.9586
Q4 2009	-10.1879	8.088402	-178.758	-13.3952	-193.831	-195.831
2010	-50.1026	322.5756	27.72532	-127.563	142.6317	-55.3794
Q1 2010	-50.8428	306.8802	215.8374	302.611	67.43587	50.42099
Q2 2010	-50.4179	312.0517	-42.4976	-106.4	415.5187	-65.5827
Q3 2010	-168.613	172.7415	51.98559	-262.107	96.10201	29.04952
Q4 2010	1.560955	467.4355	-59.1881	-302.404	187.0027	-130.488

Kaynak: IFS sisteminden alınan verilerden yararlanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

Endonezya'da 2009 yılında önceki yıla göre finansal işlemler hesabında %3623'lük artış gerçekleşmiştir. Portföy yatırımlarında 2009 yılının 3. çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre %4626 oranında artış gerçekleşmiş ve aynı dönemde rezerv varlıklarda %4017 oranında düşüş yaşanmıştır. Finansal türevler ve çalışma hisse senedi opsiyonları 2007-2010 yılları arasında Endonezya da kullanılmamıştır.

Tablo 5. Endonezya Uluslararası Sermaye Akımları 2018-2021

	Finansal İşlemler Hesabı	Doğrudan yatırım	Portföy yatırımı	Finansal türevler ve çalışan hisse senedi opsiyonları	Diğer yatırım	Rezerv varlıklar	Net hatalar ve noksanlar
2018	88.61811	-32.3825	-55.7818	-126.303	-130.388	-161.571	80.71293
Q1 2018	180.2155	79.03255	-117.051	-183.553	-37.0683	-185.4	869.5331
Q2 2018	61.11135	-45.771	-98.6942	-51.17	-107.82	-683.648	-249.992
Q3 2018	98.78584	-35.4808	-103.524	-882.904	-63.0213	-181.856	713.111
Q4 2018	70.36252	-80.6626	308.9665	88.13372	2197.924	456.4969	60.83657
2019	-1.13452	64.10926	136.1523	454.6637	-288.131	-165.533	-4.07027
Q1 2019	23.94802	24.68869	-595.774	35.09601	5.885914	-163.545	-21.1643
Q2 2019	17.87417	137.9064	4222.533	-17.9332	-736.858	-53.4137	-252.525
Q3 2019	-10.9704	16.69918	-3498.82	-5.35112	457.7787	-98.9424	-104.215
Q4 2019	-21.1034	322.7207	-30.3869	-107.114	-65.3085	-21.0271	-76.7761
2020	-83.4993	-31.3585	-84.6804	-90.4896	56.59419	-44.4634	-50.7813

Q1 2020	-25.2359	-26.9655	-214.799	-501.772	-61.0455	-448.838	139.5842
Q2 2020	-80.4152	-21.9668	112.4366	1161.737	-5.91153	-560.539	-311.031
Q3 2020	-115.592	-81.3454	-143.134	-79.0619	-174.698	-4524.28	24535.95
Q4 2020	-110.161	19.0584	-73.1779	2086.884	-557.477	-103.656	-85.4659
Q1 2021	-70.6811	1.552168	-177.315	-133.716	479.2835	-147.642	-73.5572
Q2 2021	21.91746	18.08883	-59.0556	-80.9551	125.4909	-104.868	-111.033
Q3 2021	295.3357	235.2789	-157.657	855.9815	-19.2635	422.0267	-22.9803

Kaynak: IFS sisteminden alınan verilerden yararlanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

Endonezya'da 2020 yılının dördüncü çeyreğinde finansal türevler ve çalışma hisse senedi opsiyonları %2086 oranında artış göstermiştir Rezerv varlıklar incelenen yıllar arasında (2018-2021) sadece 2018 yılı 4. çeyreğinde ve 2021 yılı üçüncü çeyreğinde bir önceki yıllarının aynı dönemlerine göre pozitif kalmıştır. Net hata ve eksikler hesabı 2020 yılı 3. çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %24535 gibi büyük bir oranda artış göstermiştir.

Tablo 6. Hindistan Uluslararası Sermaye Akımları 2007-2010

	Finansal İşlemler Hesabı	Doğrudan yatırım	Portföy yatırımı	Diğer yatırım	Rezerv varlıklar	Net hatalar ve noksanlar
2007	-20.0996	36.86979	245.8755	138.9992	199.9261	72.90483
Q1 2007	-6.07749	-223.878	-57.3727	171.0779	53.87246	-7.89856
Q2 2007	3.648039	65.34128	-1590.4	-44.3763	75.46652	-72.9027
Q3 2007	-28.0092	7.088241	407.0291	458.0401	1185.873	47.89384
Q4 2007	-17.5037	-26.8317	256.6138	240.2193	267.0217	747.9152
2008	31.83569	194.4507	-145.659	-52.2786	-70.9987	1724.993
Q1 2008	-166.34	817.087	-302.264	77.6976	22.66562	16.70699
Q2 2008	18.89439	219.9931	-155.779	-91.435	-99.2559	-8232.21
Q3 2008	58.60056	147.6053	-112.028	-89.8169	-100.137	2419.697
Q4 2008	-295.846	-66.5103	-145.737	-101.756	-98.7352	2852.478
2009	185.5769	-19.3127	-217.792	-77.6116	-32.8573	-99.9606
Q1 2009	-92.3961	-50.1917	-27.9403	-105.409	-99.4948	-63.1736
Q2 2009	-34.9115	-45.9702	-295.514	-2177.04	274.6802	-133.539
Q3 2009	52.87086	32.36739	-634.966	387.5855	-36714.5	-109.578
Q4 2009	-317.406	293.0163	-189.506	-2549.38	478.1699	-101.332
2010	114.2947	-41.3481	107.6689	274.9894	-17.0765	-11722.1
Q1 2010	4991.635	-35.3457	-420.154	-323.929	1849.151	510.2802
Q2 2010	282.9492	-26.6656	-57.5542	-207.879	1154.048	-84.3636
Q3 2010	88.6308	-50.25	166.6025	-105.07	-76.1863	113.0199
Q4 2010	-3.54128	-53.0503	16.42624	39.25225	118.3373	249.054

Kaynak: IFS sisteminden alınan verilerden yararlanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

Hindistan'da doğrudan yatırımlar 2008 yılı 1. çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre %817 oranında artış göstermiştir. Diğer yatırımlar 2009 yılı 4. çeyrek döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %2549 oranında azalış göstermiştir. Rezerv varlıklar 2010 yılı 1. çeyreğinde %1849 oranında artış göstermiştir. Finansal türevler ve çalışma hisse senedi opsiyonları 2007-2010 yılları arasında Endonezya'da da kullanılmamıştır.

Tablo 7. Hindistan Uluslararası Sermaye Akımları 2018-2021

	Finansal İşlemler Hesabı	Doğrudan yatırım	Portföy yatırımı	Finansal türevler ve çalışan hisse senedi opsiyonları	Diğer yatırım	Rezerv varlıklar	Net hatalar ve noksanlar
2018	61.81169	6.315708	-131.327	28.3237	129.4966	-110.193	-219.791
Q1 2018	294.1735	28.21733	-78.9244	-103.571	-296.16	80.68563	-365.27
Q2 2018	-0.11989	33.99754	-165.416	22.52706	-43.7249	-196.37	-120.984
Q3 2018	146.768	-40.294	-178.313	-221.321	173.4809	-120.11	-206.99
Q4 2018	34.53843	69.06489	-139.662	-198.835	-39.0176	-146.604	-197.179
2019	-52.5706	22.05329	-356.14	1300.581	-44.9895	-1575.92	-67.3745
Q1 2019	-59.0306	0.19232	314.5996	-810.009	-83.539	9.424588	-111
Q2 2019	-3.14066	46.17402	-159.454	-202.665	88.65758	-231.419	365.1348
Q3 2019	-55.5292	-1.2937	-253.068	-79.8594	-62.1839	-386.699	-202.861
Q4 2019	-88.0667	33.29777	-470.937	-72.989	-25.7124	-611.285	-347.471
2020	-212.271	42.0864	-38.5306	-113.106	-91.7661	86.22473	331.9494
Q1 2020	-127.587	86.34473	-245.666	195.9023	524.8668	29.22835	-660.515
Q2 2020	-223.031	-103.773	-86.7498	-125.28	-73.4825	45.20135	-53.2127
Q3 2020	-288.673	233.9202	182.5691	-518.833	-497.67	480.8567	-158.287
Q4 2020	-35.6358	78.38352	171.0041	-897.19	-153.617	52.33653	65.44555
Q1 2021	-781.31	-77.6101	-152.967	-203.715	-72.9548	-83.094	-221.835
Q2 2021	-66.2386	-2353.36	-37.3396	237.1221	515.7986	54.64377	-157.577

Kaynak: IFS sisteminden alınan verilerden yararlanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

Hindistan'da 2019 yılı itibariyle finansal işlemler hesabı bir önceki dönemlere göre küçülme trendine girmiş ve incelenen dönemlerin sonuna kadar (2021 yılı 2. çeyreğe kadar) bu şekilde devam etmiştir. Portföy yatırımları 2019 yılı 1. çeyreğinde önceki senenin aynı dönemine göre %314 oranında artış göstermiştir. Net hata ve noksanlar hesabı 2020 yılında bir önceki yıla göre %331 oranında artış göstermiştir.

Tablo 8. Meksika Uluslararası Sermaye Akımları 2007-2010

	Finansal İşlemler Hesabı	Doğrudan yatırım	Portföy yatırımı	Finansal türevler ve çalışan hisse senedi opsiyonları	Diğer yatırım	Rezerv varlıklar	Net hatalar ve noksanlar
2007	38.31186	47.28474	-31.4678		-148.177	400.4395	-53.4491
Q1 2007	-140.137	22.99526	9.044609		-95.182	-125.597	-62.9758
Q2 2007	-111.92	-52.0579	-138.068		-138.299	-76.5938	638.8763
Q3 2007	5.33804	119.6767	-343.814		-236.467	-382.228	3.072835
Q4 2007	-44.2024	1474.744	-266.163		-3653.26	-170.292	-58.6658
2008	90.31294	27.7294	-2284.32		-984.216	-25.1218	199.8149
Q1 2008	-133.533	0.794439	-52.0367		1045.188	-897.763	83.36602
Q2 2008	308.5503	144.2935	124.6875		14.54577	40.12954	-5.92719
Q3 2008	137.5338	84.69234	-0.05954		-52.5506	15.87241	66.11893
Q4 2008	139.7825	-9.7495	-301.023		-183.061	-170.966	114.6814
2009	-45.1724	-72.5262	-196.697	-380.476	-272.804	-44.5892	-40.8905
Q1 2009	-55.6721	-77.0062	487.7458	33709.81	-427.987	-348.637	-48.8821
Q2 2009	1937.781	-34.9069	-92.0348	-2375.84	-399.752	-244.185	-161.784
Q3 2009	38.66977	-92.6386	-52.8081	-59.4659	-375.53	27.8245	51.26756
Q4 2009	-116.433	-89.7829	-131.768	-14342.3	-199.328	-440.042	-148.218

2010	111.002	58.04611	-280.368	-116.316	-72.0499	361.4589	463.0105
Q1 2010	-2542.35	166.3106	-146.164	-103.874	-153.329	-119.499	-412.652
Q2 2010	168.4711	-63.5176	-1481.23	-66.5414	-107.511	-196.451	342.5529
Q3 2010	-78.1636	62.1143	87.63172	37.14574	-118.995	26.12278	-70.2147
Q4 2010	-543.934	559.3173	-114.278	-103.669	60.30021	-42.832	-254.972

Kaynak: IFS sisteminden alınan verilerden yararlanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

Meksika'da finansal işlemler hesabı 2009 yılı 2. çeyrek döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %1937 oranında artış göstermiştir. Portföy yatırımları 2009 yılı 1. çeyrek döneminde yine bir önceki yılın aynı durumuna göre %487 oranında artmıştır. Diğer yatırımlar tarafında ise 2008 yılının 1. çeyreğinde önceki yılın %1045 oranında artış gerçekleşmiştir.

Tablo 9. Meksika Uluslararası Sermaye Akımları 2018-2021

	Finansal İşlemler Hesabı	Doğrudan yatırım	Portföy yatırımı	Finansal türevler ve çalışan hisse senedi opsiyonları	Diğer yatırım	Rezerv varlıklar	Net hatalar ve noksanlar
2018	-7.03968	-15.565	-21.6347	-86.6749	-87.8513	-110.022	-50.8992
Q1 2018	388.6302	-7.48255	-30.1177	-73.609	-77.3514	1578.172	-82.9664
Q2 2018	-31.5697	17.36917	-911.448	-62.6764	-384.31	-122.803	-64.9335
Q3 2018	-19.6641	-85.9565	-11.9275	-55.9402	1562.991	-30.9857	-70.9733
Q4 2018	-38.3209	61.26432	-101.425	33.10655	-112.576	-709.133	-60.1828
2019	-50.2218	-7.62281	-28.2225	308.2538	841.9894	452.4232	69.5403
Q1 2019	18.83415	10.4511	83.77658	-372.467	40.36249	107.94	-99.4812
Q2 2019	-71.1279	-33.7688	-236.458	-72.7645	-253.75	180.4249	148.9708
Q3 2019	-89.0555	259.1015	32.65078	-10.041	-279.685	397.6615	-57.1029
Q4 2019	-76.588	-58.7355	5252.761	-191.536	-351.207	-86.5644	5.765456
2020	-213.095	5.763553	-267.428	-207.631	140.3929	354.3303	-33.7425
Q1 2020	-17.9046	35.43328	-72.0101	-582.251	-39.7009	-2.71693	-22777.9
Q2 2020	-421.674	-48.009	143.047	-935.449	60.97439	157.2245	-204.041
Q3 2020	-1614.28	-73.432	-178.116	-185.485	19.23537	-156.545	535.6365
Q4 2020	-530.613	100.6058	95.49287	-275.336	-727.076	407.8778	74.35353
Q1 2021	-42.0072	-27.8594	-312.884	-59.5588	-148.394	-57.8975	-165.102
Q2 2021	32.55753	102.9101	-7.28434	-132.216	-247.593	-102.326	-72.6453
Q3 2021	-114.189	313.0761	649.6292	-130.739	-326.047	451.693	-157.077

Kaynak: IFS sisteminden alınan verilerden yararlanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

Meksika'da doğrudan yatırımlar 2021 yılı 3. çeyrek döneminde önceki yılın aynı dönemine göre %313 oranında artış göstermiştir. Finansal türevler 2020 yılının 4. çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre %275 oranında düşüş göstermiştir. Net hata ve noksanlar hesabı 2020 yılı 3. çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre %535 oranında artış göstermiştir.

Tablo 10. Brezilya Uluslararası Sermaye Akımları 2007-2010

	Finansal İşlemler Hesabı	Doğrudan yatırım	Portföy yatırımı	Finansal türevler ve çalışan hisse senedi opsiyonları	Diğer yatırım	Rezerv varlıklar	Net hatalar ve noksanlar
2007	-119.03198	-393.363	436.2207	-1840.68	-18.2666	186.1671	1984.445141
Q1 2007	-207.18475	894.011	42.83636	-394.389	-325.023	303.8208	1589.702388
Q2 2007	479.912161	679.598	-300.856	-1731.06	-20.9589	1510.182	-113.655777
Q3 2007	-102.13473	442.2589	281.7214	1012.233	522.8722	17.71942	125.4528988
Q4 2007	-168.94776	-72.2338	92.24424	-1828.55	-46.2331	13.53884	-161.843362
2008	1053.92502	-10.6008	-93.9354	-56.0229	-68.6858	-96.6059	-162.367596
Q1 2008	890.729132	-48.8803	-33.051	75.46252	80.32976	-64.8392	123.1996308
Q2 2008	-428.43302	-76.0078	-47.1347	35.44123	17.9697	-71.1796	-249.719626
Q3 2008	6765.22974	4.48596	-59.5571	-90.237	-147.866	-61.0901	236.8846783
Q4 2008	-216.14899	-343.274	-222.463	-136.344	-328.65	-252.755	-1520.73143
2009	-11.72741	46.46833	1665.529	-150.018	-438.005	1502.317	-61.3699541
Q1 2009	-63.667983	31.95397	-135.285	-204.507	-95.706	-114.381	-105.844501
Q2 2009	-63.727717	130.609	-43.0788	-104.539	-70.1155	14.30725	88.84414123
Q3 2009	-68.8862	14.49022	347.8416	102.7106	-368.896	288.2078	-186.248011
Q4 2009	-507.39716	44.1278	-282.352	-114.663	-44.1186	-184.967	-120.671259
2010	176.047321	54.37855	28.33417	-171.783	-79.4108	3.1575	1052.39005
Q1 2010	282.385227	7.459875	-526.341	-112.526	1966.6	-619.733	184.2599339
Q2 2010	474.715258	-27.4202	234.6294	1.486139	108.4841	-16.6498	-1129.23429
Q3 2010	497.146014	137.385	1.72442	-56.2561	-43.2058	-2.706	3.844680376
Q4 2010	9.46313349	76.18892	-26.6668	484.2552	41.6883	-18.097	-246.7072

Kaynak: IFS sisteminden alınan verilerden yararlanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

Brezilya'da portföy yatırımları 2009 yılı 3. çeyrek döneminde önceki yılın aynı dönemine göre %347 oranında artış göstermiştir yine aynı dönemde rezerv varlıkla önceki yılın aynı dönemine göre %288 oranında artış göstermiştir. Net hata ve noksanlar hesabında 2010 yılının 2. çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre %1129 oranında düşüş gerçekleşmiştir.

Tablo 11. Brezilya Uluslararası Sermaye Akımları 2018-2021

	Finansal İşlemler Hesabı	Doğrudan yatırım	Portföy yatırımı	Finansal türevler ve çalışan hisse senedi opsiyonları	Diğer yatırım	Rezerv varlıklar	Net hatalar ve noksanlar
2018	206.3856	60.13921	-61.2912	290.4341	62.02309	-42.274	-128.685291
Q1 2018	147.9214	5.805565	-82.1297	11613.85	-198.173	76.15948	66.26757255
Q2 2018	-447.867	135.5871	-153.873	-177.081	293.2763	-57.031	-131.558022
Q3 2018	325.7797	44.87297	-128.869	295.0046	-278.393	24.39933	-142.198621
Q4 2018	59.10271	139.4675	76.16599	-23.1476	740.1528	33.63325	-460.051022
2019	22.9839	-39.1175	180.0957	-39.2244	-214.025	-987.057	-123.177041
Q1 2019	-12.5649	-66.8519	-592.983	-42.9615	156.9484	11.97671	124.1407426
Q2 2019	86.36792	-49.2601	-899.929	-216.999	-205.015	-139.427	795.2809443
Q3 2019	47.87247	7.754284	-928.149	59.07249	251.5237	-430.579	120.6322984
Q4 2019	3.783887	-41.2597	1.409293	-64.8282	54.83049	143.8429	-584.155614
2020	-80.6452	-11.0048	-32.9623	222.4955	-292.685	-45.4416	2495.934177
Q1 2020	36.25371	99.76122	-475.902	442.3841	66.89181	-407.379	-60.3544056
Q2 2020	-176.863	131.4196	-7.94236	-778.496	-283.086	-463.894	-191.047906
Q3 2020	-105.456	-70.7751	-80.3852	-117.794	-86.9852	-152.015	-130.967937
Q4 2020	-66.1928	-87.8517	-357.831	-143.094	97.31282	-85.3821	-19.1476529
Q1 2021	3.061687	-3.55068	-102.355	-108.962	-97.3572	-79.1868	-250.385995
Q2 2021	-30.7755	-105.724	-145.992	-177.21	-69.5614	34.43832	-170.071071

Q3 2021	-209.938	115.1544	-12.8034	-667.333	1383.507	233.0884	58.44239946

Kaynak: IFS sisteminden alınan verilerden yararlanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

Brezilya'da finansal işlemler hesabı 2018 yılı 3. çeyrek döneminde önceki yılın aynı döneminde göre %325 oranında düşüş gerçekleşmiştir. Diğer yatırımlar tarafında 2018 yılı 4. çeyrek döneminde %740 oranında artış gerçekleşmiştir. Net hata ve noksanlar hesabında 2020 yılında önceki yıla göre %2495 oranına bir artış yaşanmıştır.

Tablo 12. Rusya Uluslararası Sermaye Akımları 2007-2010

	Finansal İşlemler Hesabı	Doğrudan yatırım	Portföy yatırımı	Finansal türevler ve çalışan hisse senedi opsiyonları	Diğer yatırım	Rezerv varlıklar	Net hatalar ve noksanlar
2007	-50.10	45.66	-70.54	-433.63	-496.77	38.58	-186.53
Q1 2007	-36.57	312.34	-66.15	447.65	-184.84	53.63	61.99
Q2 2007	-39.03	-241.34	34.83	138.53	840.16	60.14	22.37
Q3 2007	-57.49	-101.03	-121.75	-227.63	-97.05	-42.88	-157.40
Q4 2007	-71.17	-338.29	122.06	64545.10	123.12	36.07	-172.51
2008	94.32	72.68	-834.91	-513.06	-250.50	-126.13	-67.80
Q1 2008	83.87	-59.11	220.74	1039.22	-575.37	-63.27	40.88
Q2 2008	111.18	-169.57	-97.86	-94.80	-50.87	-0.97	210.72
Q3 2008	132.70	-29110.68	190.80	-605.33	1484.15	12.79	-112.16
Q4 2008	8.29	-63.29	-574.68	-468.90	-565.71	-393.31	-32.93
2009	-68.70	-135.03	-94.73	136.78	-86.58	-108.64	104.16
Q1 2009	-93.34	-184.82	97.28	-1307.72	-26.17	-352.37	79.94
Q2 2009	-70.47	-118.36	-575.94	5962.55	-75.34	-78.11	-11.35
Q3 2009	-81.69	-49.53	-119.80	-133.60	29.20	-202.02	-36.68
Q4 2009	114.62	-255.51	-131.30	-98.94	-110.65	-123.04	-29.65
2010	84.89	41.08	-20.57	-43.23	-46.47	992.71	42.77
Q1 2010	1036.64	-60.38	-118.80	-70.03	-50.47	-154.39	-6.86
Q2 2010	55.71	68.86	-1299.61	199.08	14.46	83.82	-164.35
Q3 2010	88.84	-208.16	-75.78	265.20	-74.16	-129.46	2545.37
Q4 2010	-41.66	-31.60	-254.23	3623.04	-129.07	-130.05	30.83

Kaynak: IFS sisteminden alınan verilerden yararlanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

Rusya'da finansal işlemler hesabında 2010 yılı 1. çeyrek döneminde %1036 oranında önceki yılın aynı dönemine göre artış göstermiştir. Finansal türevler 2009 yılının 2. çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre %5962 oranında artış göstermiştir. Diğer yatırımlar tarafında 2008 yılı 3. çeyrek döneminde %1484 oranında artış göstermiştir.

Tablo 13. Rusya Uluslararası Sermaye Akımları 2018-2021

	Finansal İşlemler Hesabı	Doğrudan yatırım	Portföy yatırımı	Finansal türevler ve çalışan hisse senedi opsiyonları	Diğer yatırım	Rezerv varlıklar	Net hatalar ve noksanlar
2018	237.55	175.53	-195.12	-302.89	331.57	68.81	-18.28
Q1 2018	44.86	118.88	-366.97	-46.39	124.95	71.08	119.80
Q2 2018	287.25	-146.40	475.82	-558.80	-143.42	49.74	-28.84
Q3 2018	-817.33	169.80	-135.31	-515.78	-933.88	-23.98	-337.93
Q4 2018	201.67	9.02	-170.69	-232.20	204.55	-195.64	174.01
2019	-45.55	-144.49	-267.07	-457.10	-65.00	74.05	-156.12
Q1 2019	-2.88	-122.17	15.51	173.48	56.56	-3.89	-219.19
Q2 2019	-45.23	-153.01	-195.80	-172.92	-695.75	46.75	-47.68
Q3 2019	-69.93	-266.25	-19.03	-135.04	-118.41	221.75	-184.68
Q4 2019	-64.76	-105.96	-149.80	94.59	-118.62	488.80	-127.64

2020	-38.25	-63.87	-299.40	-25.58	71.10	-120.69	-416.13
Q1 2020	-21.75	-452.18	-204.76	-154.17	-58.31	-72.94	-134.68
Q2 2020	-85.58	22.06	-288.92	-205.49	-79.96	-177.63	-82.23
Q3 2020	-29.57	-21.19	35.44	343.86	-363.31	-114.21	-262.38
Q4 2020	-41.91	58.87	212.88	35.86	-424.79	-123.70	-88.45
Q1 2021	-6.04	-20.56	60.05	-192.25	-50.31	-26.15	-166.26
Q2 2021	963.53	-283.57	-66.71	-127.34	0.11	-166.14	-172.73

Kaynak: IFS sisteminden alınan verilerden yararlanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

Rusya'da 2020 yılı 1. çeyrek döneminde %452 oranında önceki yılın aynı dönemine göre düşüş gerçekleşmiştir. Portföy yatırımları 2018 yılı ikinci çeyrek döneminde önceki yılın aynı döneminde göre %475 oranında artış gerçekleşmiştir. Rezerv varlıklar 2019 yılı 4. çeyrek döneminde %488 oranında artış gerçekleşmiştir.

Tablo 14. Türkiye Uluslararası Sermaye Akımları 2007-2010

	Finansal İşlemler Hesabı	Doğrudan yatırım	Portföy yatırımı	Diğer yatırım	Rezerv varlıklar	Net hatalar ve noksanlar
2007	8.73	3.53	-88.77	81.64	32.17	-106.64
Q1 2007	-16.68	498.63	25.75	-86.90	-9.74	-274.37
Q2 2007	-16.73	-65.57	-133.10	39.51	-116.12	53.81
Q3 2007	63.44	21.78	-143.89	-10633.16	32.42	97.83
Q4 2007	20.60	-28.39	-179.14	-993.71	-91.52	-269.59
2008	-7.78	-13.23	-701.92	-14.60	-113.31	3047.75
Q1 2008	25.97	-53.56	-129.16	391.64	-98.70	54.67
Q2 2008	139.39	105.10	98.20	157.20	-38.96	-252.64
Q3 2008	-29.92	-9.65	-35.64	-7.73	263.54	-85.16
Q4 2008	-118.05	-13.61	63.80	-162.13	-5402.99	395.53
2009	-68.58	-59.36	-104.53	-82.33	-121.81	-86.60
Q1 2009	-134.70	-41.61	139.30	-151.12	-1627.25	149.46
Q2 2009	-63.06	-71.83	-7.62	-107.81	-1169.82	-37.75
Q3 2009	-68.61	-45.48	-204.05	-66.35	0.83	98.36
Q4 2009	-368.53	-72.65	-89.47	-192.67	-114.62	-110.90
2010	382.77	8.32	6985.02	1016.68	5369.25	-1008.10
Q1 2010	-391.58	-51.54	-188.96	-284.45	-169.93	-120.66
Q2 2010	72.86	-22.58	87.05	-1452.15	-265.23	-16.46
Q3 2010	400.11	-6.76	326.66	148.59	-38.69	98.74
Q4 2010	254.91	204.47	-618.45	198.91	458.24	53.63

Kaynak: IFS sisteminden alınan verilerden yararlanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

Türkiye'de finansal işlemler hesabı 2010 yılı 3. çeyrek hesabı önceki yılın aynı dönemine göre %400 oranında artış gerçekleşmiştir. Portföy yatırımları 2010 yılında önceki yıla göre %6985 oranında artış gerçekleşmiştir. Rezerv varlıklarda 2008 yılı 4. çeyrek döneminde %5402 oranında önceki yılın aynı dönemine göre düşüş gerçekleşmiştir. Finansal türevler ve çalışma hisse senedi opsiyonları 2007-2010 yılları arasında Türkiye'de kullanılmamıştır.

Tablo 15. Türkiye Uluslararası Sermaye Akımları 2018-2021

	Finansal İşlemler Hesabı	Doğrudan yatırım	Portföy yatırımı	Diğer yatırım	Rezerv varlıklar	Net hatalar ve noksanlar
2018	-102.42	10.74	-103.83	-322.80	26.44	-350.92
Q1 2018	-14.35	-40.09	-40.38	199.07	-82.26	-208.74
Q2 2018	-32.32	76.45	-120.52	-352.61	-541.76	-747.25
Q3 2018	-184.44	-10.36	-130.79	-437.12	-572.68	-277.32
Q4 2018	-172.85	44.20	1.56	-581.72	-184.12	250.15
2019	331.56	-31.53	194.88	-87.69	-160.94	-100.60
Q1 2019	-79.39	90.88	147.56	-156.14	-534.77	-121.37
Q2 2019	-100.02	-41.90	173.51	117.35	-67.76	-94.80
Q3 2019	-33.90	-49.15	-72.10	-78.38	-137.68	-101.06
Q4 2019	-97.15	-53.76	-229.47	-119.89	-68.12	-79.60
2020	-858.30	-31.76	245.89	-627.57	-603.61	2724.44
Q1 2020	476.55	-11.70	-188.61	-94.81	-635.43	286.78
Q2 2020	-749256.60	-82.60	14.98	117.39	498.07	-749.34
Q3 2020	-235.23	-20.43	400.80	-69.13	-463.96	1328.49
Q4 2020	-1382.98	-31.15	-674.07	302.44	419.16	375.22
Q1 2021	-81.97	-40.36	-93.86	30.34	-89.86	-218.81
Q2 2021	-66.51	455.34	-126.86	17.93	-166.44	-172.38
Q3 2021	-176.93	220.80	-279.07	-857.84	-304.11	-561.04

Kaynak: IFS sisteminden alınan verilerden yararlanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

Türkiye'de finansal işlemler hesabında 2020 yılı 2. çeyreğinde %749.256 bir önceki yılın aynı dönemine göre düşüş gerçekleşmiştir. Doğrudan yatırımlarda 2021 yılı ikinci çeyrek döneminde %455 oranında artış gerçekleşmiştir. Net hata ve noksanlar hesabında 2020 yılında önceki yıla göre %2724 oranında artış gerçekleşmiştir. Finansal türevler ve çalışma hisse senedi opsiyonları 2018-2021 yılları arasında da kullanılmamıştır.

3.2.2. Türkiye'de Sermaye Akımlarının Makroekonomik Performans Göstergelerine Etkisinin ARDL Modeli ile İncelenmesi

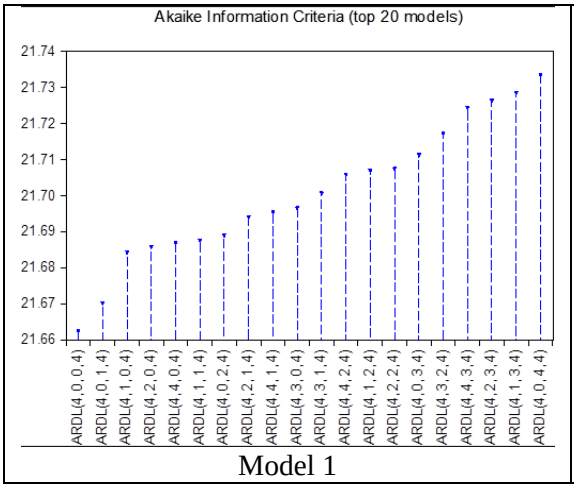
Çalışmada öncellikle kullanılan serilerin durağanlık dereceleri Augmented Dickey Fuller (ADF) testi ile incelenmiştir. Tablo 16'da yer alan ADF birim kök test sonuçlarına göre; TUFE, YUFE, PY, PYA, PYL, OI, OIA, OIL, NHN ve RES serilerinin düzeyde I(0), GSYH, BORSA, DOLAR, IHR, ITH, DY, DYA ve DYL serilerinin birinci farklarının I(1) %5 anlamlılık düzeyinde durağan oldukları tespit edilmiştir.

Tablo 16. ADF Birim Kök Testi

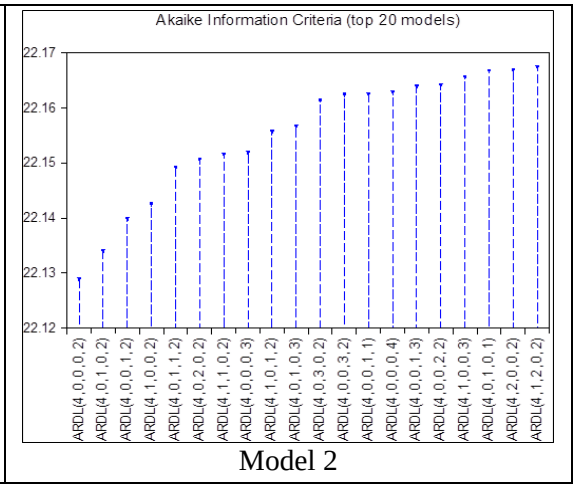
	I(0)		I(1)	
GSYH	-1.9679	0.3003	-4.735823	0.0002
TUFE	-4.1460	0.0015		

YUFE	-5.1763	0.0000		
BORSA	1.0185	0.9965	-11.62497	0.0001
DK	5.1767	1.0000	-8.0686	0.0000
IHR	-1.0830	0.7194	-10.92205	0.0001
ITH	-1.5799	0.4884	-9.498666	0.0000
DY	-2.8211	0.0596	-16.23406	0.0001
DYA	-1.6409	0.4573	-9.954283	0.0000
DYL	-2.7862	0.0646	-10.14394	0.0000
PY	-5.8388	0.0000		
PYA	-8.4147	0.0000		
PYL	-6.3726	0.0000		
OI	-6.2381	0.0000		
OIA	-10.1031	0.0000		
OIL	-7.0784	0.0000		
NHN	-8.0858	0.0000		
RES	-7.0291	0.0000		

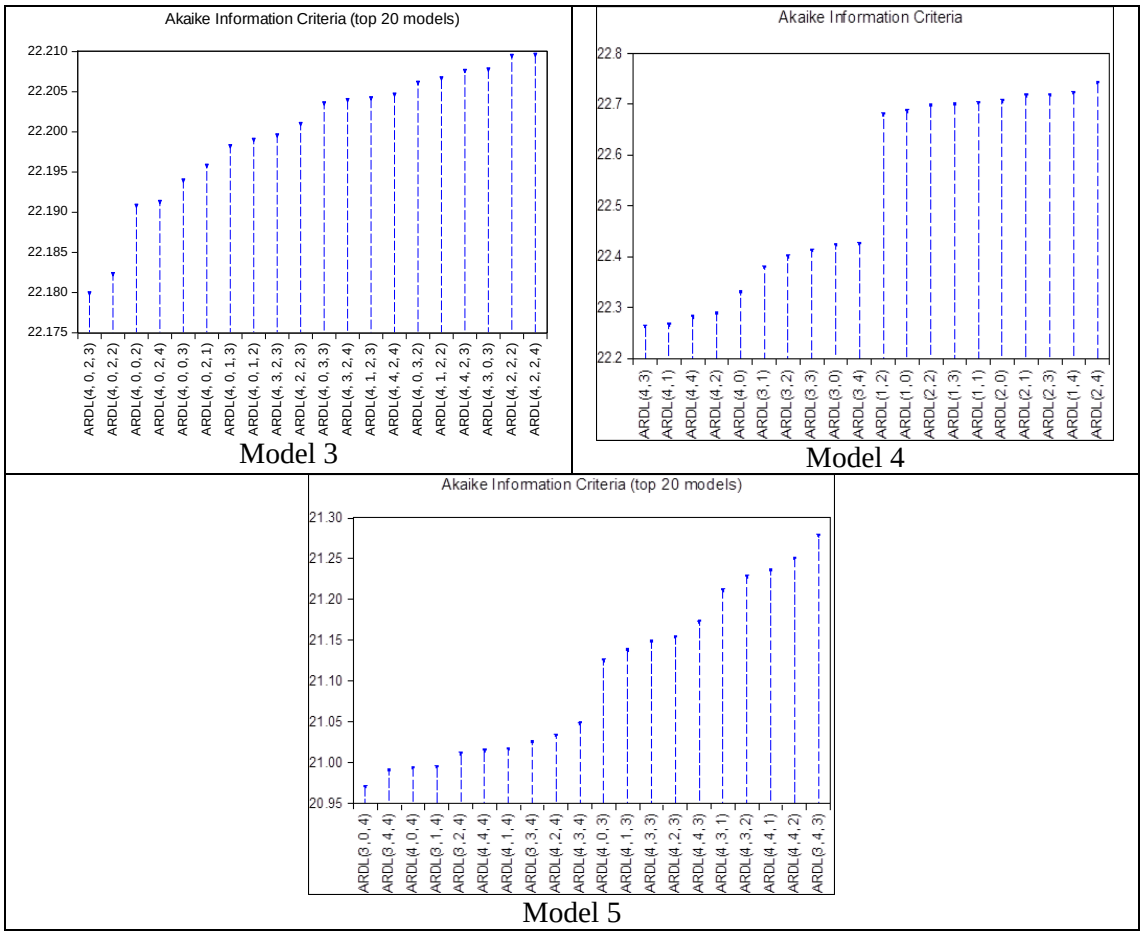
Çalışmada kullanılan serilerin en fazla I(1) düzeyinde durağan olduğu belirlendikten sonra ARDL modeli tahmini yapılmıştır. Kullanılan modellerin uygunluğu Akaike Bilgi Kriteri kullanılarak belirlenmiştir. Buna göre model 1 için ARDL(4, 0, 0, 4), model 2 için ARDL(4, 0, 0, 0, 2), model 3 için ARDL(4, 0, 2, 3), model 4 için ARDL(4, 3) ve model 5 için ARDL(3, 0, 4) modelleri tercih edilmiştir.



Model 1



Model 2



Şekil 18. Uygun Modeller

Uygun modeller belirlendikten sonra değişkenler arasında eşbütünleşmenin varlığını sınamak amacıyla Sınır Testi kullanılmıştır. Sınır testi, seriler arasında uzun dönemli bir ilişki varlığını test ederek, seriler arasında uzun dönemli bir ilişki varsa uzun ve kısa dönem katsayılarının tahmin edilmesini sağlamaktadır. Sınır testinde kullanılan kritik değerler Pesaran vd. (2001) tarafından hesaplanmıştır. Sınır testinde eşbütünleşmenin varlığına yönelik sınama serilerin I(0), I(1) olup olmadığına bakılmaksızın yapılmaktadır (De Vita & Abbott, 2002). Sınır testi sonucunda elde edilen F istatistiğinin değerlerinin %5 anlam düzeyinde üst sınır değerlerinden büyük olduğu yani seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olmadığını ileri süren sıfır hipotezi reddedilerek Türkiye'de sermaye akımları ile GSYH arasında uzun dönemde eşbütünleşme ilişkisi olduğu belirlenmiştir.

Tablo 17. Modellere ilişkin Sınır Testi Sonuçları

				Kritik Değerler	
			Anlam Düzeyi	Alt Sınır	Üst Sınır
Model 1	F-istatistiği	13.10585	10%	2.72	3.77

	k	3	5%	3.23	4.35
			2.50%	3.69	4.89
			1%	4.29	5.61
Model 2	F-istatistiği	8.138887	10%	2.45	3.52
	k	4	5%	2.86	4.01
			2.50%	3.25	4.49
			1%	3.74	5.06
Model 3	F-istatistiği	8.834122	10%	2.72	3.77
	k	3	5%	3.23	4.35
			2.50%	3.69	4.89
			1%	4.29	5.61
Model 4	F-istatistiği	9.945268	10%	4.04	4.78
	k	1	5%	4.94	5.73
			2.50%	5.77	6.68
			1%	6.84	7.84
Model 5	F-istatistiği	4.097668	10%	3.17	4.14
	k	2	5%	3.79	4.85
			2.50%	4.41	5.52
			1%	5.15	6.36

Akaike bilgi kriterine göre seçilen modellere ilişkin uzun dönem katsayılar Tablo 18-22'de yer almaktadır. GSYH değişkenine doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar ile 2001 bankacılık krizi ve 2008 Küresel Finans Krizi'nin etkilerinin incelendiği Model 1 ile ilişkin sonuçlar Tablo 18'de incelenmiştir. GSYH ile doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımların manşet değerleri arasındaki ilişkinin incelendiği Model 1'e ait uzun dönem katsayılarının tümü %10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Model 1'de doğrudan yarımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımların GSYH'yi azaltıcı nitelikte bir etkiye olduğu görülmektedir. Varlık edinimleri ile yükümlülük oluşumu arasındaki fark, yatırımların kullanım alanına uygun olarak GSYH farklı şekillerde etkileyebilmektedir. Bu nedenle yatırımların ülkelerde kullanım şekli ve değerlendirildiği alanlara göre uzun vadede etkilerinin belirlenebilmesi detaylı analizler yapılması gerekmektedir. Manşet değerler üzerinden yapılan hesaplamalarda değişkenlerin etkilerinin kullanım alanları da bilinmediği göz önüne alındığı farklılaşmalar olacağı ifade edilebilir.

Tablo 18. Model 1: ARDL(4, 0, 0, 4) modeline ait uzun dönem katsayılar

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olasılık Değeri
C	20087.170	4597.803	4.3689	0.0000

$GSYH_{t-1}$	-0.142	0.027	-5.3319	0.0000
DY	-1.588	0.873	-1.8182	0.0734
PY	-1.290	0.303	-4.2558	0.0001
OI_{t-1}	-1.298	0.488	-2.6602	0.0097

GSYH ile doğrudan yatırımlar varlık edinimi, portföy yatırımları varlık edinimi ve diğer yatırımlar varlık edinimi arasındaki ilişkinin incelendiği Model 2'e ait uzun dönem katsayıları doğrudan yatırımlar varlık edinimi(DYA) ve portföy yatırımları varlık edinimi(PYA) katsayıları hariç %10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Model 2'de doğrudan yarımlar ve portföy yatırımlarının varlık edinimi ve net hata noksanın GSYH'yi azaltıcı nitelikte bir etkiye sahip olduğu, diğer yatırımların varlık ediniminin ise arttırıcı bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Varlık edinimlerinin öz sermaye ve yatırım fonu payları, borçlanma araçları gibi alt bileşenleri düşünüldüğünde bu bileşenlerin dağılımın ve kullanım alanlarına göre etkilerin farklılık göstereceği dikkate alınarak yeniden dizaynı ya da olumlu/olumsuz etkilerin kaynak noktalarının tespiti yatırımların efektif kullanımını artıracaktır.

Tablo 19. Model 2: ARDL(4, 0, 0, 0, 2) modeline ait uzun dönem katsayılar

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olasılık Değeri
C	21118.98	6299.902	3.352	0.001
$GSYH_{t-1}$	-0.07097	0.042	-1.694	0.095
DYA	-2.714109	4.246	-0.639	0.525
PYA	-2.894561	1.842	-1.571	0.121
OIA	1.469969	0.398	3.697	0.000
NHN_{t-1}	-4.190147	0.915	-4.580	0.000

GSYH ile doğrudan yatırımlar yükümlülük oluşumu, portföy yatırımları yükümlülük ve net hata noksan arasındaki ilişkinin incelendiği Model 3'e ait uzun dönem katsayıları doğrudan yatırımlar yükümlülük (DYL) katsayısı hariç %10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. İlgili modelde diğer yatırımlar model istikrarını bozduğu için dışlanmıştır. Model 3'de doğrudan yarımlar ve portföy yatırımlarının yükümlük oluşumu GSYH'yi artırıcı nitelikte bir etkiye sahipken, net hata noksan değerinin ise azaltıcı bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Yükümlülük oluşumun alt bileşenleri kompozisyonun doğru tahlili olumsuz etkileri minimize edebilmek için önem arz etmektedir.

Tablo 20. Model 3: ARDL(4, 0, 2, 3) modeline ait uzun dönem katsayılar

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olasılık Değeri
C	23565.55	5891.289	4.000067	0.0002
$GSYH_{t-1}$	-0.13385	0.037584	-3.56142	0.0007
DYL	0.795511	1.038625	0.765927	0.4464
PYL	2.054727	0.585766	3.507763	0.0008
NHN_{t-1}	-3.8868	1.185938	-3.27741	0.0017

GSYH ile rezerv arasındaki ilişkinin incelendiği Model 4'e ait uzun dönem katsayıları incelendiğinde rezervlerin GSYH'yi artırıcı nitelikte bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Rezervlerin miktarı kadar para politikalarının güçlendirici etkisi göz önüne alındığında rezervlerin kalitesi ülkelerin ekonomisi için önemlidir.

Tablo 21. Model 4: ARDL(4, 3) modeline ait uzun dönem katsayılar

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olasılık Değeri
C	8589.869	5364.571	1.601222	0.1136
$GSYH_{t-1}$	-0.03533	0.030172	-1.17097	0.2454
RES_{t-1}	2.877865	0.696649	4.131011	0.0001

GSYH ile kısa dönem sermaye hareketleri olarak ele alınan ithalat ve ihracat arasındaki ilişkinin incelendiği Model 5'e ait uzun dönem %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Literatürde ticaretin büyümeye olumlu katkı yaptığı konusunda genel bir fikir birliği bulunmaktadır. Model 5'de ithalatın bir dönem geçikmelisinin ve ihracatın GSYH'yi artırıcı nitelikte bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Literatürde ihracatın büyüme üzerine olumlu etkilerine sıklıkla rastlanmakla beraber ithalat genellikle olumsuz yorumlanmaktadır. Ancak ithalatın içeriği veya tüketim kalemindeki rolü düşünüldüğünde ekonomik gelişime olumlu etkilerinin olduğu da görülmektedir. Örneğin hem ithalat hem de ihracat ekonomik ilerleme için önemli olduğunu ve ithalatın ihracat kadar önemli olduğunu literatürde ifade edilmektedir (Rodrik, 1999). Savvides (1995) çalışmasında Afrika ülkeleri için hem ihracatı hem de ithalatı içeren ticaretin olumlu bir etkisi olduğunu tahmin etmiştir. Schneider (2005) tarafından yapılan daha önceki çalışma, ithal girdilerin veya sermaye mallarının, gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelerde sermaye birikiminin ve yerli inovasyonun etkinliğini artırdığını da bulmuştur.

Tablo 22. Model 5: ARDL(3, 0, 4) modeline ait uzun dönem katsayılar

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olasılık Değeri
C	12524.04	3850.463	3.252606	0.0018
$GSYH_{t-1}$	-0.17749	0.086503	-2.05184	0.0439
IHR	0.70575	0.284986	-2.47645	0.0157
ITH_{t-1}	0.9813	0.423939	2.314717	0.0236

Hata düzeltme teriminin(ECM_{t-1}) negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olması gerekmektedir. Hata düzeltme katsayısı, kısa dönemde dengeden uzaklaşma yaşandığında, sapmaların ne kadar sürede düzeleceğini göstermektedir. ECM_{t-1} katsayısı negatif ve %1 anlam düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Bir önceki dönemde oluşan şok sonrasında GSYH'de yaşanan dengesizliğin %14.2'lik kısmı cari dönemde kapanarak uzun dönemde dengesine doğru yeniden hareket edeceği ön görülmektedir. Bu bağlamda sisteme bir şok geldiğinde Model 1 için sistemin dengeye gelme süresi 7.04 dönem olarak hesaplanmıştır. Kısa dönem katsayıları bakımından sonuçlar incelendiğinde diğer yatırımların GSYH üzerinde negatif etkisi olduğu belirlenmiştir.

Tablo 23. Model 1 için kısa dönem katsayılar ve hata düzeltme teriminin katsayısı ile tanısal test sonuçları

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t istatistiği	Olasılık Değeri
C	20087.170	2482.608	8.0912	0.0000
$\Delta GSYH_{t-1}$	-0.527	0.078	-6.7812	0.0000
$\Delta GSYH_{t-2}$	-0.655	0.062	-10.5333	0.0000
$\Delta GSYH_{t-3}$	-0.566	0.075	-7.6017	0.0000
ΔOI	-1.259	0.234	-5.3895	0.0000
ΔOI_{t-1}	-0.968	0.269	-3.6036	0.0006
ΔOI_{t-2}	-1.394	0.261	-5.3349	0.0000
ΔOI_{t-3}	-1.104	0.253	-4.3610	0.0000
FINANSK	-3973.653	5432.124	-0.7315	0.4670
BANK	-20763.540	5349.484	-3.8814	0.0002
ECM_{t-1}	-0.142	0.019	-7.3984	0.0000
R^2	0.760	Akaike bilgi kriteri		21.58917
Düzeltilmiş R^2	0.726	Schwarz bilgi kriteri		21.91202
F-istatistiği	22.490	Hannan-Quinn bilgi kriteri		21.71879
Olasılık Değeri (F-istatistiği)	0.000	Durbin-Watson		1.853587
	Test istatistiği	Olasılık Değeri		

Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi	0.295515	0.7451		
Değişen Varyans White Testi	1.580901	0.1126		
Jarque-Bera Normallik Testi	1.1485	0.5631		
Ramsey RESET Testi	0.826793	0.4113		

Model 2 için sonuçlar incelendiğinde ECM_{t-1} katsayısı negatif ve %1 anlam düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Bir önceki dönemde oluşan şok sonrasında GSYH'de yaşanan dengesizliğin %7.1'lik kısmı cari dönemde kapanarak uzun dönemde dengesine doğru yeniden ilerleyecektir. Bu bağlamda sisteme bir şok geldiğinde Model 2 için sistemin dengeye gelme süresi 14.08 dönem olarak hesaplanmıştır. Kısa dönem katsayıları bakımından sonuçlar incelendiğinde net hata noksanın cari döneminin negatif bir dönem gecikmelisinin GSYH üzerinde pozitif etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 24. Model 2 için kısa dönem katsayılar ve hata düzeltme teriminin katsayısı ile tanısal test sonuçları

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olasılık Değeri
C	21118.98	3025.263	6.980874	0.0000
$\Delta GSYH_{t-1}$	-0.29403	0.089317	-3.29203	0.0016
$\Delta GSYH_{t-2}$	-0.58066	0.076795	-7.56121	0.0000
$\Delta GSYH_{t-3}$	-0.32746	0.087878	-3.72624	0.0004
ΔNHN	-1.68216	0.476881	-3.52743	0.0008
ΔNHN_{t-1}	1.1881	0.496551	2.392704	0.0195
FINANSK	-8775.31	6652.58	-1.31908	0.1915
BANK	-27171.5	6930.683	-3.92047	0.0002
ECM_{t-1}	-0.07097	0.010816	-6.56152	0.0000
R^2	0.607968	Akaike bilgi kriteri		22.03131
Düzeltilmiş R^2	0.565006	Schwarz bilgi kriteri		22.29546
F-istatistiği	14.15116	Hannan-Quinn bilgi kriteri		22.13737
Olasılık Değeri (F-istatistiği)	0	Durbin-Watson		1.809536
		Test istatistiği	Olasılık Değeri	
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi		0.895005	0.4134	
Değişen Varyans White Testi		1.067041	0.4115	
Jarque-Bera Normallik Testi		5.969	0.051	
Ramsey RESET Testi		1.407001	0.2337	

Model 3 için sonuçlar incelendiğinde ECM_{t-1} katsayısı negatif ve %1 anlam düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Bir önceki dönemde oluşan şok sonrasında GSYH'de yaşanan dengesizliğin %13.4'lük kısmı cari dönemde kapanarak uzun dönemde dengesine doğru yeniden ilerleyeceği ön görülmektedir. Bu noktada sisteme bir şok geldiğinde Model 3 için sistemin dengeye gelme süresi 7.46 dönem olarak hesaplanmıştır. Kısa dönem katsayıları bakımından sonuçlar incelendiğinde net hata noksanın cari döneminin negatif bir ve iki dönem gecikmelisinin GSYH üzerinde pozitif etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 25. Model 3 için kısa dönem katsayılar ve hata düzeltme teriminin katsayısı ile tanısal test sonuçları

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olasılık Değeri
C	23565.55	3575.715	6.5904	0.0000
$\Delta GSYH_{t-1}$	-0.39351	0.096663	-4.0710	0.0001
$\Delta GSYH_{t-2}$	-0.63581	0.080192	-7.9287	0.0000
$\Delta GSYH_{t-3}$	-0.42699	0.09651	-4.4242	0.0000
ΔPYL	0.975879	0.382988	2.5481	0.0131
ΔPYL_{t-1}	-0.73234	0.377453	-1.9402	0.0566
ΔNHN	-1.04797	0.490816	-2.1352	0.0364
ΔNHN_{t-1}	1.776309	0.680064	2.6120	0.0111
ΔNHN_{t-2}	0.806304	0.522213	1.5440	0.1273
FINANSK	-4676.44	6922.433	-0.6755	0.5017
BANK	-26868.3	7094.468	-3.7872	0.0003
ECM_{t-1}	-0.13385	0.022029	-6.0761	0.0000
R-squared	0.607082	Akaike info criterion		22.1067
Adjusted R-squared	0.545338	Schwarz criterion		22.4589
F-statistic	9.832207	Hannan-Quinn criter.		22.2481
Prob(F-statistic)	0	Durbin-Watson stat		1.7697
		Test istatistiği	Olasılık Değeri	
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi		1.573325	0.2151	
Değişen Varyans White Testi		1.619048	0.0749	
Jarque-Bera Normallik Testi		0.4803	0.7864	
Ramsey RESET Testi		1.083799	0.3782	

Model 4 için sonuçlar incelendiğinde ECM_{t-1} katsayısı negatif ve %1 anlam düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Bir önceki dönemde oluşan şok sonrasında GSYH'de yaşanan dengesizliğin %4'lük kısmı cari dönemde kapanarak uzun dönemde dengesine doğru yeniden ilerleyeceği ön görülmektedir. Bu noktada sisteme bir şok geldiğinde Model 4 için sistemin dengeye gelme süresi 25 dönem olarak

hesaplanmıştır. Kısa dönem katsayıları bakımından sonuçlar incelendiğinde rezervlerin cari döneminin pozitif bir ve iki dönem gecikmelisinin GSYH üzerinde negatif etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 26. Model 4 için kısa dönem katsayılar ve hata düzeltme teriminin katsayısı ile tanısal test sonuçları

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olasılık Değeri
C	8589.869	2166.669	3.96455	0.0002
$\Delta GSYH_{t-1}$	-0.34645	0.103978	-3.33198	0.0014
$\Delta GSYH_{t-2}$	-0.58425	0.088589	-6.59509	0
$\Delta GSYH_{t-3}$	-0.39416	0.104294	-3.77929	0.0003
ΔRES	1.05756	0.354672	2.981796	0.0039
ΔRES_{t-1}	-0.80463	0.495871	-1.62266	0.109
ΔRES_{t-2}	-0.76731	0.391036	-1.96226	0.0535
ECM_{t-1}	-0.03533	0.007868	-4.49032	0
R^2	0.5057	Akaike bilgi kriteri		22.23866
Düzeltilmiş R^2	0.4590	Schwarz bilgi kriteri		22.47347
F-istatistiği	10.8165	Hannan-Quinn bilgi kriteri		22.33293
Olasılık Değeri (F-istatistiği)	0.0000	Durbin-Watson		1.600798
		Test istatistiği	Olasılık Değeri	
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi		0.274086	0.7611	
Değişen Varyans White Testi		1.87353	0.0773	
Jarque-Bera Normallik Testi		2.0009	0.3661	
Ramsey RESET Testi		1.317503	0.2671	

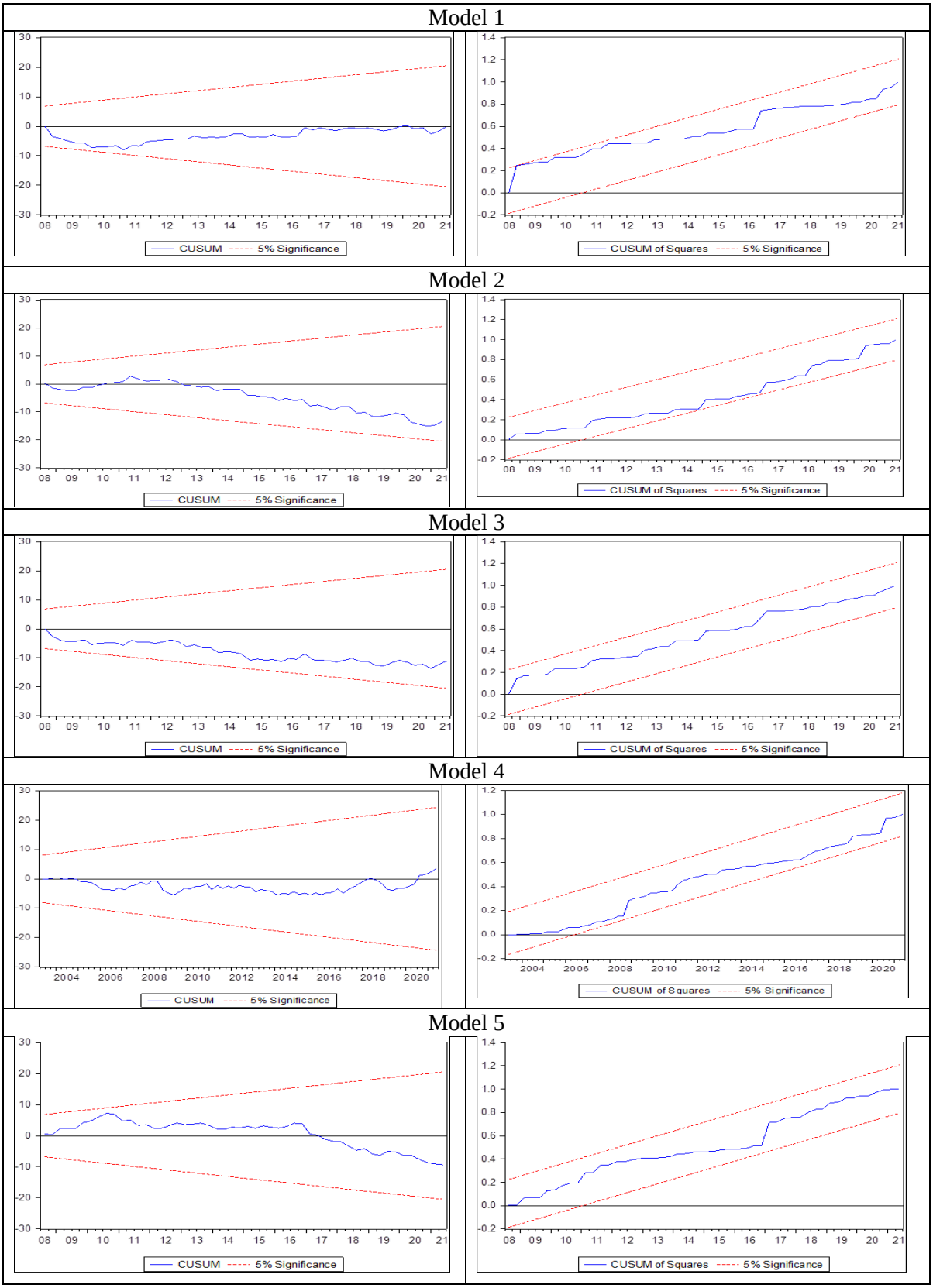
Model 5 için sonuçlar incelendiğinde ECM_{t-1} katsayısı negatif ve %1 anlam düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Bir önceki dönemde oluşan şok sonrasında GSYH'de yaşanan dengesizliğin %17.8'lik kısmı cari dönemde kapanarak uzun dönemde dengesine doğru yeniden ilerleyeceği ön görülmektedir. Bu noktada sisteme bir şok geldiğinde Model 3 için sistemin dengeye gelme süresi 5.62 dönem olarak hesaplanmıştır. Kısa dönem katsayıları bakımından sonuçlar incelendiğinde ithalatın cari döneminin ve iki dönem gecikmeli değerinin pozitif, bir ve üç dönem gecikmeli değerinin GSYH üzerinde negatif etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 27. Model 5 için kısa dönem katsayılar ve hata düzeltme teriminin katsayısı ile tanısal test sonuçları

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olasılık Değeri
C	12524.04	3481.648	3.597159	0.0006
$\Delta GSYH_{t-1}$	0.039563	0.066262	0.597067	0.5524
$\Delta GSYH_{t-2}$	-0.67489	0.066135	-10.2048	0
ΔITH	2.855839	0.220036	12.97894	0
ΔITH_{t-1}	-0.36062	0.297966	-1.21027	0.2302
ΔITH_{t-2}	1.592272	0.29237	5.44608	0
ΔITH_{t-3}	-1.21993	0.20012	-6.09598	0
FINANSK	3701.04	3952.86	0.936294	0.3523
BANK	-9694.45	4099.823	-2.3646	0.0208
ECM_{t-1}	-0.17749	0.049915	-3.55587	0.0007
R^2	0.873837	Akaike bilgi kriteri		20.92193
Düzeltilmiş R^2	0.858067	Schwarz bilgi kriteri		21.21543
F-istatistiği	55.41023	Hannan-Quinn bilgi kriteri		21.03977
Olasılık Değeri (F-istatistiği)	0.0000	Durbin-Watson		2.09316
		Test istatistiği	Olasılık Değeri	
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi		1.174412	0.3152	
Değişen Varyans White Testi		1.387577	0.1982	
Jarque-Bera Normallik Testi		0.8856	0.6422	
Ramsey RESET Testi		0.101536	0.751	

Ayrıca modellerde kullanılan kriz kukla değişkenleri bakımından sonuçlar incelendiğinde; 2001 Bankacılık Krizi ve 2008 Küresel Finans Krizi'nin büyüme üzerinde tüm modellemelerde negatif etkisi olduğu belirlenmiştir.

Tanısal testlerde parantez içindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir. Modeller için tanısal test sonuçları incelendiğinde Breusch-Godfrey LM testi sonucuna göre modelde otokorelasyon olmadığı, değişen varyans White testi sonucuna göre artıkların varyansının sabit olduğu, Jarque-Bera normallik testine göre hata terimlerinin normal dağıldığı ve son olarak Ramsey RESET testi sonucuna göre modelde belirleme hatası yapılmadığını gösteren sıfır hipotezinin %5 ve %10 anlam düzeyinde kabul edildiği tespit edilmiştir. Dolayısıyla ilgili tanısal testlerde modelde ekonometrik yaklaşım açısıdan herhangi bir sorun olmadığını, modellerin doğru belirlendiği göstermektedir. Öte yandan CUSUM ve CUSUMSQ testlerine göre tüm modeller için test istatistikleri %5 anlam düzeyinde çizilen kritik sınırlar arasında kaldığından hata düzeltme modelindeki tüm katsayıların istikrarlı oldukları ve modelde yapısal değişiklik olmadığı ifade edilebilmektedir.



Şekil 19. Modellere ilişkin CUSUM ve CUSUM Square Test Sonuçları

Çalışmada GSYH dışındaki makroekonomik performans göstergeleri olarak ele alınan TUFE, UFE, Borsa Endeksi, Döviz Kuru gibi değişkenlerden istikrarlı bir ARDL modeli elde edilememiştir. Çalışma kapsamında ilgili değişkenler ile sermaye akımları arasındaki korelasyon değerlerine yer verilmiştir. Borsa endeksi ve döviz kuru ile doğrudan varlık edinimi, ihracat ve ithalat arasında pozitif yönlü %47 ve üzeri bir korelasyon olduğu belirlenmiştir. Ayrıca tüketici enflasyonunun doğrudan yatırımlar ile pozitif, doğrudan yükümlülük oluşumu ve dış ticaret verileri ile negatif bir ilişkisi söz konusudur.

Tablo 28. Korelasyon analizi sonuçları

	DY	DYA	DYL	PY	PYA	PYL	OI	OIA	OIL	NHN	RES	IHR	ITH
GSYH	-0.420	0.620	0.551	-0.277	-0.071	0.271	-0.185	0.115	0.274	0.087	-0.009	0.907	0.962
BORSA	-0.066	0.528	0.204	-0.070	0.004	0.073	0.006	0.108	0.078	0.136	-0.132	0.872	0.770
DK	0.090	0.333	0.009	0.162	0.118	-0.144	0.207	0.150	-0.090	0.159	-0.228	0.655	0.468
TUFE	0.459	-0.366	-0.518	0.195	0.043	-0.193	0.189	-0.023	-0.206	-0.090	0.001	-0.636	-0.688
YUFE	0.231	-0.227	-0.272	0.194	0.047	-0.190	0.280	0.103	-0.199	0.056	-0.033	-0.341	-0.406

SONUÇ

Küresel Finans Krizi sonrasında sermaye akımlarının modellerinde, özellikle de bileşimlerinde önemli değişiklikler ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu değişiklikler, istisnai olarak büyük veya değişken sermaye akımlarının potansiyel olarak olumlu etkilerinin yanı sıra olumsuz etkilerine ilişkin endişelerin ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Özellikle, sermaye akımlarındaki aşırı dalgalanmalar makroekonomik ve finansal istikrar için önemli bir risk haline gelirken manşet değerler üzerinden yapılan araştırmalar sermaye akımlarının rolünün bir ülke ekonomisinde belirlenmesini zorlaştırmaktadır. Gelişmiş ülkeler nispeten sermaye akımlarının olumsuz etkilerini görmeseler de gelişmekte olan özellikle yükselen piyasaların istikrar kurma çabalarını sistemde oluşan riskler ve dalgalanmalar etkilemekte ve yeniden şekillendirmektedir. Bu nedenledir ki özellikle yükselen piyasalar açısından sermaye akımlarının detaylı analizi ve kriz dönemlerindeki yapılarının belirlenmesi politika yapıcılara yol gösterici ve yönlendirici nitelik taşıyacaktır.

Bu çalışmada, uluslararası sermaye akımlarının yükselen piyasaların makroekonomik performanslarına olan etkileri iki aşamada incelenmiştir. Çalışmanın ilk aşamasında, 7 yükselen piyasa ekonomisi için sermaye akımlarının kriz dönemlerindeki değişimi incelenmiştir. İnceleme yapılırken 2007-2010 /2018-2021 dönemine ait veriler kullanılmıştır. Elde edilen bulgular, yükselen piyasa ekonomilerinde hem Küresel Finans Krizi döneminde hem de COVID-19 döneminde portföy, diğer yatırımlar ve finansal türevler kalemlerinde aşırı dalgalanmalar yaşandığını ayrıca doğrudan yatırımlardaki eğilimin sürekli olarak azalış yönünde olduğunu göstermiştir.

Çalışmanın ikinci aşamasında Türkiye için sermaye akımlarının makroekonomik performansa etkisini ölçmek amacıyla 2000-2021 dönemine ait çeyreklik veriler için ARDL Modeli kullanılmış ve uzun dönem/kısa dönem ilişkileri analiz edilmiştir. Çalışmada, Türkiye'de sermaye akımları ile GSYH arasında uzun dönemde eşbütünleşme ilişkisi olduğu belirlenmiştir. Çalışmada sermaye akımları ve alt bileşenlerinin farklı olarak incelendiği beş model oluşturulmuştur. Böylece hem manşet değerler üzerinden hem de alt bileşenler bakımından sermaye akımları ile GSYH arasındaki ilişkiler ortaya konmaya çalışılmıştır. Öncelikle uzun dönem

katsayıları bakımından modeller incelenmiştir. İlk modelde doğrudan yarımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımların GSYH'yi azaltıcı nitelikte bir etkiye olduğu belirlenmiştir. Varlık edinimleri ile yükümlülük oluşumu arasındaki fark, yatırımların kullanım alanına uygun olarak GSYH'yi farklı şekillerde etkileyebilmektedir. Bu nedenle yatırımların ülkelerde kullanım şekli ve değerlendirildiği alanlara göre uzun vadede etkilerinin belirlenebilmesi için detaylı analizler yapılması gerekmektedir. Manşet değerler üzerinden yapılan hesaplamalarda değişkenlerin etkilerinin kullanım alanları da bilinmediği göz önüne alındığı farklılaşmalar olacağı ifade edilebilir. İkinci modelde doğrudan yarımlar ile portföy yatırımlarının varlık edinimi ve net hata noksanın GSYH'yi azaltıcı nitelikte bir etkiye sahip olduğu ve diğer yatırımların varlık ediniminin ise arttırıcı bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Varlık edinimlerinin öz sermaye ve yatırım fonu payları, borçlanma araçları gibi alt bileşenleri düşünüldüğünde bu bileşenlerin dağılımları ve kullanım alanlarına göre etkilerinin farklılık göstereceği dikkate alınarak yeniden dizaynı ya da olumlu/olumsuz etkilerin kaynak noktalarının tespiti yatırımların efektif kullanımını artıracaktır.

Üçüncü modelde, doğrudan yarımlar ve portföy yatırımlarının yükümlük oluşumu GSYH'yi artırıcı nitelikte bir etkiye sahipken net hata noksan değerinin ise GSYH'yi azaltıcı bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Yükümlülük oluşumun alt bileşenlerinin oluşumunun doğru tahlili olumsuz etkileri minimize edebilmek için önem arz etmektedir.

Dördüncü modelde rezervlerin GSYH'yi artırıcı nitelikte bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Para politikalarının güçlendirici etkisi göz önüne alındığında rezervlerin miktarı kadar bu rezervlerin kalitesi ülkelerin ekonomisi için önemlidir. Özellikle kriz dönemlerinde para politikalarıyla ya da maliye politikalarıyla kamu otoritelerinin/ilgili kurumların uygun bulduğu şekliyle krizlere müdahale edebilmesi açısından güçlü rezervler kırılma dönemlerinde müdahalenin önünü açabilmektedir.

Beşinci modelde ithalat bir dönem gecikmelisinin ve ihracatın GSYH'yi artırıcı nitelikte bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Literatürde ihracatın büyüme üzerine olumlu etkilerine sıklıkla rastlanmakla beraber ithalat genellikle olumsuz yorumlanmaktadır. Ancak ithalatın içeriği veya tüketim kalemindeki rolü düşünüldüğünde ekonomik gelişime olumlu etkileri de bünyesinde barındırdığı

görülmektedir. Örneğin, hem ithalatın hem de ihracatın ekonomik ilerleme için kritik olduğunu, ayrıca ithalatın ihracat kadar önemli olduğu literatürde ifade edilmektedir. Ayrıca krizlerin kukla değişken olarak eklendiği tüm modeller, 2001 Bankacılık Krizi ve 2008 Küresel Finans Krizi'nin büyüme üzerinde negatif etkisi olduğunu göstermiştir. Kısa dönemde dengeden uzaklaşma yaşandığında, sapmaların ne kadar sürede düzeleceği modeller ile tespit edilmiştir. İncelenen modellerde dengeye gelme süreleri değişiklik göstermekle beraber en kısa dengeye gelme süresi dış ticaret verilerinin incelendiği modelde görülmüştür.

Çalışmada son kısmında ise GSYH dışındaki makroekonomik performans göstergeleri olarak ele alınan tüketici fiyat endeksi, üretici fiyat endeksi, borsa endeksi, döviz kuru gibi değişkenlerden istikrarlı bir ARDL modeli elde edilememiştir. Çalışma kapsamında, ilgili değişkenler ile sermaye akımları arasındaki korelasyon değerlerine yer verilmiştir. Borsa endeksi ve döviz kuru ile doğrudan varlık edinimi, ihracat ve ithalat arasında pozitif yönlü %47 ve üzeri bir korelasyon olduğu belirlenmiştir. Ayrıca tüketici enflasyonunun doğrudan yatırımlar ile pozitif, doğrudan yükümlülük oluşumu ve dış ticaret verileri ile negatif bir ilişkisi söz konusudur.

En nihayetinde, krizler ekonomik ve finansal iş ve işlemlerin alışılagelen biçimlerinden uzaklaşmasına, sapmalar yaşanmasına sebep olabildiği için kriz ve istikrar sarkacında salınma ihtimali yüksek olan yükselen piyasaların ilgili dönemleri hasardan uzak ve hızlı toparlanabilme yetisine sahip olması gerekmektedir. Bu nedenle uluslararası sermaye yatırımlarının oluşumu yakından incelenmeli, alt bileşenlerindeki kırılımlar hassasiyetle takip edilmelidir. Yatırımların yönü, şekli ve yapısının var olan ekonomik ve finansal sistemi nasıl etkilediği analiz edilme imkânı bulunduğunda hem istikrar hem de kriz dönemlerinde uygun tedbirlerin alınması mümkün kılınacaktır. Ekonomik ve finansal işlemlerde net hata noksanın olabildiğince 0'a yaklaştırılması ve ıskalanan sonuçların pozitife evrilmesi beklenmelidir.

KAYNAKÇA

Abell, J. D. (1990). Twin deficits during the 1980s: An empirical investigation. *Journal of Macroeconomics, 12*(1), 81-96.

Acemoglu, D., & Zilibotti, F. (1997). Was Prometheus unbound by chance? Risk, diversification and growth. *Journal of Political Economy, 105*(4), 709-751.

Africano, A. P., & Magalhães, M. (2005). FDI and Trade in Portugal: a gravity analysis. *Research Work in Progress, 174*, 1-24.

AlKhasawneh, E. (2013). Using VARK to assess changes in learning preferences of nursing students at a public university in Jordan: Implications for teaching. *Nurse education today, 33*(12), 1546-1549.

Aklan, N. A. (2002). Uluslararası Sermaye Akımları: EtkiLeri; SteriLiZasyon PoliTiKaları Ve DeğİŞEn Y Apısı. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 5*(7), 35-52.

Alagöz, M., Erdoğan, S., & Topallı, N. (2008). Foreign direct investment and economic growth: evidence from Turkey 1992-2007. *Gaziantep University Journal of Social Sciences, 7*(1), 79-89.

Amaya, C. A., & Rowland, P. (2004). *Determinants of Investment Flows into Emerging Markets.* Borradores de Economía.

Avdijev, S., McCauley, R., & McGuire, P. (2012). Rapid Credit Growth and International Credit: Challenges for Asia. *BIS Working Papers No.377*, 1-28.

Bengoa, M., & Sanchez-Robles, B. (2003). Foreign direct investment, economic freedom and growth: new evidence from Latin America. *European Journal of Political Economy, 19*(3), 529-545.

Berköz, L., & Türk, S. (2009). Locational Preferences of FDI Firms in Turkey: A Detailed Examination of Regional Determinants. *European Planning Studies, 17*(8), 1243-1256.

Biçcr, G. F., & Yeldan, E. (2011). Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in the Post-1990 Turkish Economy. *Canadian Journal of Development Studies, 24*(2), 37-41.

Blomstrom, M., Lipsey, R. E., & Zejan, M. (1992). What explains developing country growth? *National bureau of economic research (No. w4132).*

Blonigen, B. (2005). A Review of the Empirical Literature on FDI Determinants . *Atlantic Economic Journal volume*, 383-403.

Bloomberg, G., Forss, L., & Invar, K. (2003). Errors and omissions in the balance of payments statistics-a problem? *Sveriges Riksbank Economic Review*, 41-50.

Botrić, V., & Škuflić, L. (2006). Main Determinants of Foreign Direct Investment in the Southeast European Countries. *Transition Studies Review*, 359-377.

Boulay, D. (2013). Investment in stocks, property, etc. in the hope of gain but with the risk of loss. *Yayınlanmış Doktora Tezi*. Avustralya.

Brozen, Y. (1958). Means for Maintaining Economic Stability. *Journal of Farm Economics, 40*(5), 1069-1078.

Chambers, N. (2008). Hedge fonlar. *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergis, 1*(1), 5-13.

Chowdhury, A., & Mavrotas, G. (2006). FDI and growth: What causes what? *World economy, 29*(1), 9-19.

Claessens, S., Dooley, M. P., & Warner, A. (1995). Portfolio Capital Flows: Hot or Cold? *The World Bank Economic Review, 9*(1), 153-174.

Cohn, T. H. (2012). *Global Political Economy: Theory and Practice*. Boston: Pearson.

Çağlayan, E. (2006). Enflasyon, faiz oranı ve büyümenin yurtiçi tasarruflar üzerindeki etkileri. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 21*(1), 423-438.

Çankaya, S. (2014). Dünyada ve Türkiye'de hedge fonlar ve uygulanabilirliği. *Maliye ve Finans Yazıları, 1*(81), 10-24.

Çoban, O., & Özel, B. (2014). Net Hata Ve Noksan Hesabı ve İhracaat İlişkisi: 1984-2012 Türkiye Analizi. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 135-143.

Dailami, M., & Leipziger, D. (1998). Infrastructure project finance and capital flows: A new perspective. *World Development, 26*(7), 1283-1298.

De Mello, L. (1999). Foreign direct investment-led growth: evidence from time series and panel data. *Oxford Economic Papers, 51*(1), 133-151.

Devlet Planlama Teşkilatı. (2000). *Doğrudan Yabancı Sermaye yatırımları Özel İhtisas Komisyon Raporu.* Ankara: DPT.

De Vita, G., & Abbott, A. (2002). Are saving and investment cointegrated? An ARDL bounds testing approach. *Economics letters, 77*(2), 293-299.

Ding, L. S., & Tang, T. C. (2019). Sustainability of Net Errors and Omissions of Balance of Payments - With Global Results. *Labuan Bulletin of International Business & Finance*, 1-7.

Duasa, J., & Kassim, S. H. (2009). Foreign portfolio investment and economic growth in Malaysia. *The Pakistan Development Review*, 109-123.

Duce, M. (2003). Definitions of Foreign Direct Investment (FDI): a methodological note. BIS. https://www.bis.org/publ/cgfS22BDe3.pdf adresinden alındı

Edison, H., & Reinhart, C. M. (2001). Stopping hot money. *Journal of Development Economics, 66*(2), 533-553.

Edwards, S. (1991). Capital Flows, Foreign Direct Investment, and Debt-Equity Swaps in Developing Countries. *NBER*, 255-281.

Ekren, N., Erdoğan Fındıkçı, M., & Bildik, K. H. (2020). Makroekonomik Performansın Kişi Başına Düşen Göstergelerle Alternatif Analizi. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 19*(37), 493-514.

Ercan, M., & Deniz, R. G. (2000). Hedge Fonları" Nedir, Ne Değildir? *İktisat İşletme ve Finans Dergisi,, 15*(173).

Erdoğan, A. (2016). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye Örneği.* Ankara: Nobel.

Errunza, V. R., & Padmanabhan, P. (1998). Further Evidence on the Benefits of Portfolio Investments in Emerging Markets. *Financial Analysts Journal, 44*(4), 76-78.

Ertugay Yıldız, T. (2004). *Hedge Fonların İşleyişi.* İstanbul: SPK.

Feldstein, M. (1994). Tax Policiy and International Capital Flows. *NBER Working Papers, 130*(4), 675-697.

Friend, I., & Vickers, D. (1965). Portfolio Selection and Investment Performance. *The Journal of Finance, 20*(3), 391-415.

Greene, W. (2008). Functional forms for the negative binomial model for count data. *Economics Letters, 99*(3), 585-590.

Inekwe, J. N. (2013). FDI, employment and economic growth in Nigeria. *African Development Review, 25*(4), 421-433.

İstanbul Sanayi Odası. (2002). *Uluslararası Doğrudan Yatırımlar ve Türkiye Durum Tespiti ve Stratejik Plan.* İstanbul: İstanbul Sanayi Odası.

Hansen, H., & Rand, J. (2006). On the causal links between FDI and growth in developing countries. *World Economy, 29*(1), 21-41.

Jain, P. K., Kuvvet, E., & Pagano, M. S. (2017). Corruption's impact on foreign portfolio investment. *International Business Review, 26*(1), 23-35.

Johnson, A. (2006). The Effects of FDI Inflows on Host Country Economic Growth. *Centre of Excellence for Science and Innovation Studies*, 2-57.

Karluk, R. S. (2003). *Uluslararası Ekonomi.* Kırklareli: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.

Kaymak, H. (2005). Yabancı Doğrudan Yatırımları Arttırmak İçin Teşvikler Gerekli ve/veya Yeterli Mi? *Maliye Dergisi*(149), 74-104.

Kehal, H. (2004). *Foreign Investment in Developing Countries.* New York: Springer.

Kilibarda, B. (2013). *Net Errors and Omissions.* Podgorica: Central Bank of Montenegro.

Kinda, T. (2010). INCREASING PRIVATE CAPITAL FLOWS TO DEVELOPING COUNTRIES: THE ROLE OF PHYSICAL AND FINANCIAL INFRASTRUCTURE IN 58 COUNTRIES, 1970-2003. *Applied Econometrics and International Development, 10*(2), 57-72.

Kinda, T. (2010). Increasıng Prıvate Capıtal Flows To Developıng Countrıes: The Role Of Physıcal And Fınancıal Infrastructure In 58 Countrıes, 1970-2003. *Applied Econometrics and International Development, 10*(2), 57-72.

Lauter, G., & S. Rehman, S. (1999). Central And East European Trade Orıentatıon And Fdı Flows: Preparatıon For Eu Membership. *The International Trade Journal, 13*(1), 35-52.

Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of economic literature, 35*(2), 688-726.

Li, D. (2018). An Economic Analysis of International Capital Flow. *Anerşcan Journal of Industrial and Business Management, 8*, 404-416.

Li, C., Liu, H., & Jiang, Y. (2015). Exchange rate risk, political environment and Chinese outward FDI in emerging economies: A panel data analysis. *Economics, 3*(5-6), 145-155.

Loungani, P., Razinb, A., & WaYuenc, C. (2001). Capital mobility and the output–inflation tradeoff. *Journal of Development Economics, 64*(1), 255-274.

Lucas, R. E. (1990). Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? *The American Economic Review, 80*(2), 92-96.

Masson, P. R. (1999). *ontagion: Monsoonal effects, spillovers and jumps between multiple equilibria.* Washington: IMF.

Moosa, I. (2002). *Foreign Direct Investment: Theory, Evidence and Practice.* Wiltshire: Springer.

Nunnenkamp, P. (2004). To What Extent Can Foreign Direct Investment Help Achieve International Development Goals? *The World Economy, 27*(5), 657-677.

Nur, H., & Dilber, İ. (2017). Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırımları Belirleyen Temel Unsurlar. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 32*(2), 15-45.

Obwona, M. (2001). Determinants of FDI and their Impact on Economic Growth in Uganda. *African Development Review, 13*(1), 46-81.

OECD. (2020). *COVID-19 and Global Capital Flows.* Paris: OECD.

Özekicioğlu, H., & Taştan, S. (2013). Türkiye'de Net Hata Noksan Kaleminin Finansmanı ve Sürdürülebilirliği. *Journal of Entrepreneurship & Development/Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi,, 8*(2), 132-140.

Parasız, İ., & Ekren, N. (2013). *Uluslararası İktisat.* Bursa: Ezgi Kitabevi.

Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of applied econometrics, 16*(3), 289-326.

Pesaran, H. H., & Shin, Y. (1998). Generalized impulse response analysis in linear multivariate models. *Economics letters, 58*(1), 17-29.

Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1994). The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. *The Journal of Finance, 49*(1), 3-37.

Quazi, R. (2007). Economic Freedom and Foreign Direct Investment in East Asia. *Journal of the Asia Pacific Econom, 12*(3), 329-344.

Reinhardt, D., Ricci, L. A., & Tressel, T. (2013). International capital flows and development: Financial openness matters. *Journal of International Economics, 91*(2), 235-251.

Rodrik, D. (1999). Where did all the growth go? External shocks, social conflict, and growth collapses. *Journal of economic growth, 4*(4), 385-412.

Saatçioğlu, C. (2002). Doğrudan Dış Yatırımlar ve Türkiye. *Mali Çözüm Dergisi*(61), 18-61.

Sarwar, N., & Mubarik, M. S. (2014). Foreign direct investment (FDI) and employment: A case of province of Punjab, Pakistan. *The Economics and Finance Letters*, *1*(4), 59-65.

Savvides, A. (1995). Economic growth in Africa. *World development*, *23*(3), 449-458.

Schneider, F. (2005). Shadow Economies of 145 Countries all over the World: What do we really know? *CREMA Working Paper (No. 2005-13).*

Seyidoğlu, H. (2007). *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama.* İstanbul: Güzem Yayınları.

Topaloğlu, E. E., Şahin, S., & Ege, İ. (2019). The Effect of Foreign Direct And Portfolio Investments on Stock Market Returns in E7 Countries. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, *83*, 263-278.

Udoh, E., & Egwaikhide, F. O. (2008). Exchange rate volatility, inflation uncertainty and foreign direct investment in Nigeria. *Botswana Journal of Economics*, *5*(7), 14-31.

Uzunoğlu, S., Alkin, K., & Gürlesel, C. F. (1995). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri.* İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.

Vukšić, G. (2009). Croatian Balance of Payments Implications of Net Errors and Omissions for Economic Policy. *Newsletter: an occasional publication of the Institute of Public Finance*, *11*(4), 1-6.

World Bank. (2005). *Saint Vincent and the Grenadines OECS Fiscal Issues Policies to Achieve Fiscal Sustainability and Improve Efficienc.* Washington: World Bank.

Yi, Y. (2021). An Overview of International Capital Flows and Its Impact on Chinese Financial Market. *In E3S Web of Conferences. 275.* EDP Sciences. https://www.e3s-conferences.org/articles/e3sconf/pdf/2021/51/e3sconf_eilcd2021_01015.pdf adresinden alındı

Zhang, K. (2006). How does FDI affect a host country's export performance? The case of China. *International conference of WTO, China, and the Asian Economics, III* (s. 113-127). Xi'an: World Trade Organization.