

Sayek, Selin

**Working Paper**

## Küresel Sermaye Akımlarının Gelişimi ve İleriye Dönük Öngörüler

Discussion Paper, No. 2012/95

**Provided in Cooperation with:**

Turkish Economic Association, Ankara

*Suggested Citation:* Sayek, Selin (2012) : Küresel Sermaye Akımlarının Gelişimi ve İleriye Dönük Öngörüler, Discussion Paper, No. 2012/95, Turkish Economic Association, Ankara

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/81583>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



## **TÜRKİYE EKONOMİ KURUMU**

TARTIŞMA METNİ 2012/95

[http ://www.tek.org.tr](http://www.tek.org.tr)

### **KÜRESEL SERMAYE AKIMLARININ GELİŞİMİ VE İLERİYE DÖNÜK ÖNGÖRÜLER**

**Selin Sayek**

Bu çalışma "KÜRESEL BUNALIM VE KARADENİZ BÖLGESİ EKONOMİLERİ", başlığı ile Doç.Dr. Elif AKBOSTANCI ve Doç.Dr. Oya S. ERDOĞDU editörlüğünde hazırlanan ve 2011 yılında TEK yayını olarak basılan kitapta yer almaktadır.

**Ekim, 2012**

# ***Küresel Sermaye Akımlarının Gelişimi Ve İleriye Dönük Öngörüler***

*Selin Sayek\**

## **1. GİRİŞ**

Son on yıldaki en önemli ekonomik gelişmelerin hemen hemen hepsinin temelinde artan sermaye akımları ve bunların sağladığı bol likidite ortamının olduğu düşünülebilir. Genelde gelişmiş ülkelerin faydalanması olağan olan sermaye akımlarının coğrafyası da değişmiş, gelişmekte olan Güney ülkeleri de bu likidite bolluğundan faydalanmış, ve hatta gelişmiş Kuzey ülkelerine kıyasla çok daha yüksek hızda artan sermaye akımlarına maruz kalmışlardır. Sermaye akımları içerisinde doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) da artan bir önem kazanmıştır. Bu yazıda sermaye akımlarından DYY üzerinde durulacak, DYYlarla ilgili son on yıldaki gelişmeler vurgulanacak ve akademik çalışmalardan elde edilen bulgular ışığında ileriye dönük bazı öngörüler oluşturulacaktır.

Sermaye akımlarına maruz kalan gelişmekte olan ülkelere giriş yapan bu akımların genelinin hem olumlu hem olumsuz yanları bulunmaktadır. Cari açıklar olarak tezahür eden kısıtlı iç tasarrufların olduğu gelişmekte olan ülkeler için bu cari açıklara ve büyümeye finansman sağlayan yabancı sermaye akımlarının önemi yadsınamaz. Ancak sağlanan finansmanın yaratacağı olası büyüme etkilerinin ve yatırım ve tüketime sağlanan finansmanın yanısıra ani sermaye hareketlerinin bu ülkeler açısından yarattığı olası kırılganlıkların arttığı da gözlemlenmektedir. Artan sermaye hareketlerinin uluslararası risk paylaşımına imkan vermesi, bu artan risk paylaşımının da artan üretim uzmanlaşmasına ve bu yolla da artan üretkenliklere yol açması sermaye akımlarının akademik yazında vurgulanan faydaları arasındadır (Obstfeld, 2001; Kalemli-Özcan v.d., 2004). Sermaye akımlarının hepsine toplulaştırılmış olarak bakıldığında sırf finansman sağlama özellikleri öne çıksa da farklı sermaye akımlarının farklı sebeplerle gerçekleştiği ve etkilerinin de benzer şekilde farklılaştığı bilinmektedir. Kimi sermaye akımları borç yaratan ve hızlı hareket edebilme özellikleri sebebiyle kırılganlık etkileri daha yüksek olan sermaye türleri iken, kimi sermaye akımları da beraberlerinde getirdikleri olası teknolojik faydalar ile öne çıkmaktadır. İlk gruba portföy ve borç kalemleri dahil edilebilirken, ikinci gruba doğrudan yabancı yatırımları dahil edebiliriz. Hem finansman sağlama hem de olası olumlu üretkenlik etkileri göz önüne alınarak birçok ülke son on yılda hem “de jure” (hukuken sermaye akımlarına izin verecek vergi ve masraf indirimleri yoluyla) ve hem “de facto” var olan akımların büyüklüğü ile küresel finansal entegrasyona dahil oldular.

Bu yazının amacı sermaye akımlarından doğrudan yabancı yatırımların bu artışından hangi coğrafi bölgelerin faydalanmış olduğunu ve bu bölgeler arasında Türkiye ve Karadeniz bölgesindeki ekonomilerin deneyimlerini tespit etmektir. Ortaya çıkan bu coğrafi dağılımın altında yatan sebeplerin hem ülke düzeyinde hem de yatırım yapılan sektörler düzeyinde yapılacak incelemelerle belirlenmesi ve bu inceleme sonucunda ileriye dönük bazı öngörüler oluşturabilmek de çalışmanın sonuçları içerisinde olacak.<sup>1</sup> Bu amaçla yazının 2. bölümünde DYYların son on yıldaki gelişmeleri, bu gelişmelerin ülkeler ve sektörler arasında gösterdiği farklılıkların tespiti yapılacaktır. 3. bölümde ise bu gelişmelerin altında yatan sebeplerin tespitine imkân veren iki çalışmanın bulguları özetlenmektedir, Yazının sonuçları 4. bölümde sunulmaktadır.

## **2. DYY’LARIN GELİŞİMİ**

1990’lı yıllardaki hızlı artışı takiben, doğrudan yabancı yatırım (DYY), gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akışının en istikrarlı ve en büyük unsuru haline gelmiştir (Dünya Bankası, 2005). Son dönemde dünya çapında artış gösteren DYY akımları 1970’lerde yıllık ortalama 23.9 milyar \$’dan,

---

\* Bilkent Üniversitesi, İktisat Bölümü

<sup>1</sup> Karadeniz bölgesi ülkeleri arasında Karadeniz’e kıyısı olan ülkeler dahil edilmektedir: Bulgaristan, Gürcistan Romanya, Rusya, Türkiye ve Ukrayna.

1980'lerde yıllık ortalama 92.7 milyar \$'a çıkmıştır.<sup>2</sup> Bu artış seyri 1990larda artan bir hızda devam ederken, 2000lerde artış hızında ciddi bir yavaşlama gözlenmiştir. Tablo 1'de sunulan verilerden de görülebileceği gibi 1980'lerden 1990'lara geçildiğinde yaklaşık yüzde 330 artmış olan yıllık DYY akımları 1990'lardan 2000'lere geçildiğinde yüzde 106 civarında bir artışla sınırlı kalmıştır. 2008'e damgasını vurmuş olan küresel finansal krizin de etkileriyle artış hızındaki bu yavaşlama özellikle 2000'li yılların ikinci yarısında daha derin hissedilmiştir. Gelişmekte olan ülkelere giren DYYların da yıllık ortalamaları benzer bir seyir izlemiştir. 1970'lerde yıllık ortalama 5.9 milyar \$ olan DYY girişleri 2000'in ikinci yarısında yıllık ortalama 478.2 milyar \$ değerine ulaşmıştır. Dünya genelinde gözlemlenen artış gelişmekte olan ülke özelinde de göze çarpmaktadır. 1980'lerden 1990'lara geçildiğinde yüzde 470 civarında artış göstermiş olan yıllık ortalama DYY girişleri 2000'lerde 1990'lara kıyasla yüzde 100 ile sınırlı bir artış göstermiştir.

**Tablo 1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Cari Fiyatlarla ABD \$ (yıllık ortalamalar)**

	1970-79	1980-89	1990-99	2000-04	2005-08
Dünya	23.9	92.7	401.0	826.4	1,527.6
Gelişmekte olan ülkeler	5.9	20.6	118.1	224.5	478.2

Kaynak: UNCTAD (2009), Dünya Yatırım Raporu.

Benzer bir artış eğilimi DYY akımlarının sabit sermaye oluşumu içindeki payında da gözlenmektedir. Tablo 2'de sunulan veriler dünya genelinde de gelişmiş ülkeler özelinde de 1990'lara kıyasla 2000'li yıllarda DYY akımlarının sabit sermaye oluşumu içindeki payının artış eğilimi içinde olduğuna işaret etmektedir. İnceleyeceğimiz Karadeniz ülkelerinin dahil oldukları gelişmiş ülkelerin verileri 1990'larda bu oranın yüzde 8.5 olarak gerçekleştiğini, ancak 2000'lerde aynı oranın yüzde 12.8'e ulaştığını göstermektedir.

Bu artış Karadeniz bölgesindeki ülkeler özelinde daha da kuvvetli bir şekilde hissedilmektedir. Türkiye'ye giren DYY akımlarının sabit sermaye oluşumu içerisindeki payı 1990'larda yıllık ortalama yüzde 1.9 ile sınırlı kalırken bu oran 2000'li yıllarda yüzde 10.8 ile ciddi bir artış göstermiştir. Bu artış özellikle 2000'li yılların ikinci yarısında yaşanmıştır. 2000-04 yılları arasında yüzde 5.6 değerine ulaşan oran 2005-07 arasında neredeyse yüzde 20'lere ulaşmıştır. Yazının ilerleyen bölümlerinde Türkiye'de gözlemlenen bu artışın altında yatan sebeplerin irdelendiği çalışmaların bazı sonuçları özetlenecek ve tartışılacaktır. Bulgaristan ve Gürcistan'da da benzer şekilde hızlı artışlar görülmüştür. Bulgaristan'daki sabit sermaye oluşumu içerisinde DYYların payı 1990'larda yüzde 14.9 iken 2000'lerde bu oran yüzde 61.2'ye kadar yükselmiştir. Daha düşük bir artış olmakla birlikte Gürcistan'da da bu oran 1990'larda yüzde 11.4 iken 2000'lerde yüzde 32.5'a ulaşmıştır. Diğer Karadeniz bölgesi ülkelerinde de benzer bir eğilim olduğu Tablo 2'de açıkça görülmektedir. Bütün ülkeler açısından bakılınca 1990'lar ve 2000'ler arasındaki fark sabit sermaye oluşumu içerisindeki paylara bakıldığında da net bir şekilde göze çarpıyor, ki bu artış yukarıda tartışılmış olan küresel likidite bolluğunun da bir yansımasıdır.

**Tablo 2. DYY Akışlarının Sabit Sermaye Oluşumu İçindeki Yıllık Ortalama Payı (yüzde olarak)**

	1990-99	2000-08	2000-04	2005-07
<b>Genel veriler</b>				
Dünya	6.4	12.1	11.5	13.2
Gelişmekte olan ülkeler	8.5	12.8	12.7	13.1
<b>Karadeniz Ülkeleri</b>				
Bulgaristan	14.9	61.2	47.5	84.0
Gürcistan	11.4	32.5	23.0	48.4
Romanya	7.9	22.9	19.4	28.7
Rusya Federasyonu	4.2	10.9	8.2	15.5

<sup>2</sup> Veriler UNCTAD 2009 Dünya Yatırım Raporu'ndan elde edilmiştir.

Türkiye	1.9	10.8	5.6	19.5
Ukrayna	4.4	17.8	10.9	29.3

Kaynak: UNCTAD (2009), Dünya Yatırım Raporu.

2008 yılı itibariyle gelişmekte olan ülkelerin dünya toplamı içindeki payı yüzde 36 civarındadır. Tablo 1’de göstermiş olduğumuz küresel DYY akımlarındaki artıştan gelişmekte olan ülkeler de en az diğer ülkeler kadar faydalanmıştır. Tablo 3’te görüldüğü gibi 1990’larda da 2000’lerde de gelişmekte olan ülkelerin küresel DYY akımları içerisindeki payı yüzde 30 civarında seyretmeye devam etmiştir. Ancak bu pay içerisinde Karadeniz bölgesi ülkelerinin payının çok düşük olduğu da görülmektedir. Türkiye’nin dünya DYY akımları içerisindeki yıllık ortalama payı 1990’larda da 2000’lerde de yüzde 1’in altında gerçekleşmiştir. Bu pay ancak 2000’li yılların ikinci yarısında sınırlı bir şekilde yüzde 1’in üzerinde gerçekleşmiştir. Aynı tablo Rusya hariç diğer Karadeniz Bölgeleri için de geçerlidir, her ülkenin dünya DYY akımları içerisindeki payı 1990’lardan itibaren yıllık ortalama yüzde 1’in altında gerçekleşmeye devam etmektedir. Burada raporlanmamakla birlikte benzer bir tablo DYY akımları yerine DYY stoklarına bakıldığında da gözlenmektedir.

**Tablo 3. DYY Akışlarının Dünya İçindeki Yıllık Ortalama Payı (yüzde olarak)**

	1990-1999	2000-08	2000-04	2005-08
Gelişmekte olan ülkeler	30.84	30.19	29.0	31.7
<b>Karadeniz Ülkeleri</b>				
Bulgaristan	0.04	0.36	0.2	0.5
Gürcistan	0.01	0.05	0.0	0.1
Romanya	0.11	0.49	0.3	0.7
Rusya Federasyonu	0.56	1.65	0.9	2.6
Türkiye	0.27	0.66	0.3	1.1
Ukrayna	0.10	0.34	0.1	0.6

Kaynak: UNCTAD (2009), Dünya Yatırım Raporu.

Dünya içindeki paylara bakıldığında her ne kadar Türkiye, Rusya hariç diğer Karadeniz bölgesi ülkelerine kıyasla daha yüksek oranlarda DYY akımlarını ülkeye çekmiş gibi gözükse de ekonomisinin büyüklüğü göz önüne alındığında diğer bölge ekonomilerine kıyasla daha kötü performans gösterdiği ortaya çıkmaktadır. Hem dünya genelinde hem de gelişmekte olan ülkeler özelinde DYYların GSMH içerisindeki payı 1990’lardan 2000’lere bir artış sergilemiştir. Karadeniz bölgesi ülkelerinin birçoğu ise bu performansın çok daha üzerinde bir başarı yakalamış ve ekonomilerinin büyüklüklerine kıyasla oldukça yüksek ve artan oranlarda DYY’ı ülkelere çekebilmişlerdir. Tablo 4’de de gösterildiği gibi bu artış, artıştaki büyüklük sırasıyla, özellikle Bulgaristan, Gürcistan, Romanya ve Ukrayna’da göze çarpmaktadır. Türkiye ve Rusya’da artış gerçekleşmiş olmakla birlikte çok daha sınırlıdır, 1990’larda DYY girişlerinin GSMH içindeki payı yıllık ortalama Türkiye için yüzde 0.5’ten 200’lerde yüzde 2.3’e artarken Rusya için de yüzde 0.7’den 2.3’e artmıştır. Daha da önemlisi 2000’lerin ortalamasına bakıldığında Türkiye ve Rusya’nın çekmeyi başardığı DYY’ın GSMH’lerine oranı Karadeniz bölge ülkeleri arasında en düşüğüdür. Üstelik her iki ülkenin de bu anlamda performansı hem dünya hem de gelişmekte olan ülke ortalamalarının altındadır. Ancak bu genel seyir 2000’lerin ikinci yarısında farklılaşmış gibi gözükmektedir, 2005-08 döneminde Türkiye’ye giren DYY’nin GSMH’na oranı hem dünya hem de gelişmekte olan ülke oranlarının üstüne çıkmıştır.

**Tablo 4 DYY Akışlarının GSMH İçindeki Payı (yüzde olarak)**

	1990-99	2000-08	2000-04	2005-08
Genel veriler				
Dünya	1.4	2.6	2.4	2.9
Gelişmekte olan ülkeler	2.1	3.2	3.0	3.5
<i>Karadeniz Ülkeleri</i>				
Bulgaristan	2.0	14.6	8.8	21.7
Gürcistan	2.4	9.1	6.1	12.9
Romanya	1.5	5.5	4.1	7.2
Rusya Federasyonu	0.7	2.3	1.5	3.3
Türkiye	0.5	2.3	1.0	3.9
Ukrayna	0.9	4.3	2.2	6.8

Kaynak: UNCTAD (2009), Dünya Yatırım Raporu.

Son yıllarda DYY'nin sektörel kompozisyonunda da ciddi farklılaşmalar gözlenmektedir. Küresel anlamda hizmetler sektörü DYYlarında bir artış vardır. Genelde hizmetler sektöründe gerçekleşmiş olan kanuni değişikliklerle yabancı iştiraklerin kurulması kolaylaşmış, bu kanuni değişikliklere eşlik eden ticari ve yatırım politikası değişiklikleri ile birlikte imalat sektöründeki DYYların toplam DYYlar içerisindeki payı azalmış, hizmet sektörünün payı ise artmıştır (Aykut ve Sayek, 2007). Özellikle Karadeniz bölgesi ülkelerinde hizmetler sektörüne kayış altyapı ve finans sektörlerindeki özelleştirme faaliyetleri ile desteklenmiştir. Dünya genelinde hizmetler sektörüne bir kayış gerçekleşmesine rağmen ülke deneyimleri halen birbirinden farklılaşmaktadır.

Farklı sektörlerdeki DYYlar sebepleri ve sonuçları açısından ciddi farklılıklar göstermektedirler. Örneğin birincil sektöre dahil edilen tarım ve madencilik sektöründeki firmaların genellikle yatırım yaptıkları ekonomi ile bağlantıları oldukça sınırlıdır. Öte yandan imalat sektöründe olan DYYların yatırım yaptıkları ekonomi ile hem yatay hem de dikey bağlantılarının daha çok olması beklenir. Hizmetler sektörüne dahil olan finansman, altyapı (elektrik, su ve telekomünikasyon gibi), toptan ve perakende satış, emlak ve turizm gibi çok çeşitli bir dizi faaliyeti kapsayan firmaların da çoğunlukla yatırım yaptıkları piyasada ürün satmayı hedefledikleri ve dolayısıyla potansiyel olarak ileriye doğru bağlantılarının güçlü olması beklenir. Bu farklılıklardan dolayı farklı sektörlerdeki DYYların hem belirleyicilerinin hem de etkilerinin farklılaşması beklenir. Bu yazının ilerleyen bölümlerinde sektörler arasında farklılık gösteren belirleyici faktörler vurgulanacaktır.<sup>3</sup> UNCTAD'ın DYYlar için hazırladığı ülke profilleri dokümanlarından elde edilen sektörel DYY bilgileri Tablo 5'te özetlenmektedir. Bulgaristan'a giren DYYların zaman içerisinde gösterdiği sektörel değişim, Rusya'nın ve Türkiye'nin sırasıyla daha çok birincil ve imalat sektörü ağırlıklı DYY çekmiş olmaları, ve son olarak her ülkenin değerlerinin Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri ortalamasından gösterdiği farklılıklar her ülkenin sektörel olarak farklı yatırımlara cazip geldiğini vurgulamaktadır. Farklı sektörler açısından bu ülkeleri farklı kılan özellikleri incelemek bu açıdan önem kazanmaktadır.

**Tablo 5. Bazı Karadeniz Bölgesi Ülkelerinde DYY Akışlarının Sektörel Dağılımı (yüzde olarak)**

Ülke	Yıllar	Birincil sektör	İmalat	Hizmetler
Bulgaristan	1998	0,1	53,0	47,0
	1999	0,1	51,6	39,9
	2000	1,8	20,5	77,7
Rusya	1998	8,7	28,8	10,7
	1999	49,8	33,2	31,6
	2000	36,9	34,8	54,5
Türkiye	1998	4,0	58,0	38,0
	1999	1,6	43,4	55,0

<sup>3</sup> Farklı sektör DYYlarının farklı büyüme etkileri Alfaro (2003) ve Aykut ve Sayek (2007) tarafından incelenmiştir.

	2000	0,7	54,5	44,7
Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri	1998	0,6	30,4	61,7
	1999	1,8	32,4	62,4
	2000	1,5	21,9	74,6

Kaynak: UNCTAD ülke raporları.

Bu faktörlerin incelenmesine geçmeden önce son olarak DYYların izlemesi beklenen patikayı kısaca özetlemekte fayda var. UNCTAD'ın Dünya Yatırım Raporunda (2009) 2009-2011 dönemi için yapılan öngörülerde 2009 yılında DYY girişlerinin 1.7 trilyon \$'dan 1.2 trilyon \$'a düşmesi beklendiği, 2010 yılında başlayacak hafif bir toparlanmanın ardından 2011 yılında tekrar kriz öncesi değerlere döneceği öngörülmektedir. Aynı raporda DYY'ın coğrafi haritasında da değişiklikler olduğu ve gelişmiş ülkelerin azalan payının yerine gelişmekte olan ülkelerin payının dünya içerisinde arttığı vurgulanmaktadır. Ancak, unutulmamalı ki her ne kadar toplam içindeki paylar gelişmekte olan ülkelerin lehine değişmiş olsa da toplam pasta büyüklüğü küçüldüğünden bu mutlak anlamda birçok ülke açısından azalan DYY anlamına gelmiştir. Farklı sektörlerin de krizden farklı etkilendikleri gözlenmiştir. Birincil sektöre yapılan DYYların miktarında çok değişiklik olmazken imalat sanayinde, özellikle de konjonktürel devinime çok hassas olan endüstrilerde, ciddi yavaşlamalar gözlenmiştir. Bu öngörülerini yazının ilerleyen bölümlerdeki incelemeyi takiben oluşturacağımız ileriye dönük beklentilerimizde tekrar ve detaylı bir şekilde irdelleyeceğiz.

### 3. DYY'LARIN COĞRAFİ DAĞILIMININ BELİRLEYİCİLERİ

Genel olarak akademik yazında sermaye akımlarına yön veren koşullar itici ve çekici faktörler olarak iki grupta sınıflandırılmaktadırlar. İtici faktörler genelde yatırım yapan ülkelere yatırım dışarıya iten faktörleri içermektedir. Çekici faktörler ise sermaye akımlarına ev sahipliği yapacak ülkelerin özelliklerini yansıtan faktörler olarak düşünülebilirler (Calvo v.d., 1996). Aynı ayırımı DYY için de yapmak mümkün (Albuquerque v.d., 2005). DYY özeline dönmeden önce son on yılda genel sermaye akımı artışına ve bu anlamda finansal küreselleşmeye katkıda bulunmuş olan bazı itici ve çekici faktörleri kısaca özetlemek mümkün.

2008-09 küresel finansal krizinin temellerinin atıldığı düşük faiz, bol likidite olgusunun son on yılda yaşanan sermaye akımlarındaki arz artışının temelinde yattığı düşünülebilir. Tüm dünyada faizlerin düşmesine destek veren iki ayrı oluşumdan söz etmek mümkündür. Bunlardan ilki gelişmiş ülkelerin para politikalarından kaynaklı likidite bolluğu. İkincisi ise gelişmekte olan ülkelere kaynaklı bir gelişme. Bu ülkelerin çoğu 1990'ların sonunda yaşadıkları ekonomik krizler sonucunda artan tasarruflarını yatırıma dönüştürebilecek piyasa arayışında daha derin ve etkin olan gelişmiş ülke piyasalarına yönelmişler, bu da gelişmiş ülke faizlerinin aşağı yönlü hareketine katkıda bulunmuştur. Bu eğilim özellikle sabit döviz kuru politikası uygulayan bazı Orta Doğu ülkeleri ve Doğu Asya ülkelerinden cari açık finansmanı için borçlanma ihtiyacı içinde olan Amerika Birleşik Devletleri'ne (ABD) akan tasarruflarla göze çarpmaktadır. Öyle ki bu tasarruf ve harcama eğilimleri son dönemde yaşanan krize de yol açmış olan küresel dengesizliklerin bir dışı vurumudur.

Düşen faizler ve artan likidite sermaye akımı pastasının büyümesine imkân vermiştir. Büyüyen pastadan pay alan ülke sayısı da aynı dönemde artmış ve ülkeler arasında sermaye akımlarını çekebilme adına ciddi ekonomik rekabete sebep olmuştur. Ekonomik potansiyeli daha yüksek ve istikrarlı olan ülkeler, siyasi gerilimin yaşanmadığı ülkeler, kurumsal altyapısı gelişmiş ülkeler ve beşeri sermaye birikimleri sermayenin getirisine olumlu katkıda bulunan ülkelerin pastadan aldıkları payın arttığı bu dönemde gözlenen bir olgu olmuştur. Paylar farklılık gösterse de hemen hemen tüm ülkeler mutlak anlamda daha çok yabancı sermaye girişlerinden faydalanmış ve hatta bu sermaye artışlarına eşlik eden olumlu büyüme performansları da yakalamışlardır. 2002-2007 yılı arasında gelişmekte olan ülkelerin ev sahipliği yaptığı özel sermaye akımları ciddi bir artış göstermiş, GSMH'ları içerisindeki pay yüzde 3 civarından yüzde 7'nin üzerine çıkmıştır. Aynı dönemde bu

ülkelerin yıllık ortalama büyüme oranları da yüzde 5.6 ve yüzde 7.5 aralığında gerçekleşmiştir.<sup>4</sup> Bu olumlu ilişki pastadan daha yüksek pay almak uğruna olan rekabeti de arttırmıştır.

Bu özel sermaye akımları içerisinde DYYlar da özellikle teknoloji transferi ve bilgi akımını da içerdikleri düşüncesi ile gelişmekte olan ülkeler açısından önem taşımaya devam etmiştir. Her ne kadar DYYlar da genel sermaye akımlarına benzer şekilde itici ve çekici faktörler olarak sınıflandırılacak etkenlerle hareket etseler de bu sınıflandırmaların içerisindeki faktörlerin DYY açısından farklılık göstermesi beklenir. Bu amaçla yazının devamında DYYların belirlenmesinde önem taşıyan faktörler ve bunları incelemiş olan çalışmalar vurgulanacaktır.

Kuramsal olarak DYYları inceleyen çalışmalar bu yatırımları yatay ve dikey olarak ayırtırmakta ve farklı tür DYY'ya sebep olan ve çok uluslu firmaların oluşumuna katkıda bulunan etkenleri ortaya koymaktadırlar. En genel tanımıyla yatay DYYlar farklı coğrafi mekânlarda aynı ürünün üretildiği yatırım türleridir. Dikey yatırımlar ise üretimin farklı evrelerinin farklı coğrafi mekânlarda yapılmasına imkân veren yatırımlardır. Yatay DYYlar yoluyla çok uluslu firmalar yabancı bir piyasaya ürün sağlamanın gerektirdiği taşıma ve ticaret maliyetlerini ortadan kaldırırken birkaç coğrafi mekânda aynı tür işi yapıyor olmaktan kaynaklı azalan ölçek ekonomilerine maruz kalabilmektedirler. Benzer şekilde, dikey yatırımlar yoluyla çok uluslu firmalar maliyet minimize edecek şekilde üretim ağını coğrafi olarak kırabilirken artan ticaret ve taşıma maliyetlerine maruz kalabilmektedirler. Çok uluslu firmanın son DYY kararı da işte bu iki fayda ve maliyetin karşılaştırılmasına, dolayısıyla ölçek ekonomisi sağlayan faktörlere ve maliyeti etkileyen (özellikle ticaret ve taşıma) etmenlere bağlıdır. Nitekim kuramsal olarak Markusen ve Venables (1998 ve 2000) makalelerinde bu özelliklerin yatay DYYlara nasıl yol açtığını gösterirken, Helpman (1984) ise benzer etkenlerin nasıl dikey DYYlara yol açtığını modellemektedir.<sup>5</sup>

Bu kuramsal modellerin ampirik olarak sınındığı birçok çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler genelde kuramsal çerçevede ışığında iki grup altında toplanmaktadır: yatırım yapan ve yapılan ülkelerin kaynak donanımındaki farklılıklar ve yatırım yapan ve yapılan ülkelerin ticaret ve taşıma maliyetleri arasındaki farklılıklar. Bu tarz ampirik çalışmalardan Brainard (1997), Markusen ve Venables (1996, 1998) ve Markusen ve Maskus (2002) genelde kaynak donanımını yansıtan verilerin önemli olduğunu, bunun da çoğu DYY'ın yatay olduğuna işaret ettiğini savunurken, yakın zamanda yapılan bazı çalışmalardan Carr v.d. (2001, 2003), Hanson v.d. (2005) ve Alfaro ve Charlton (2009) DYYların içinde dikey yatırımların ağırlığının daha çok olduğunu, ve zımnen maliyetlerdeki farklılıkların donanım farklılıklarından daha çok önem taşıdığını vurgulamaktadırlar. Blonigen v.d. (2003) ise her iki yatırımın da bir karışımının daha olası gözlemlendiğini ampirik olarak göstermektedirler. Yatay ve dikey yatırımların bir karışımı olan bu modeller ise bilgi sermayesi modelleri olarak adlandırılmaktadırlar. Aşağıda sonuçları tartışılacak olan Demir ve Sayek (2010) ise yatırımların dikey ve yatay özelliklerinin sektörler arasında farklılık gösterdiği savını sınımış ve destekleyen sonuçlar elde etmişlerdir (benzer şekilde Davies (2008), Feinberg ve Keane (2001) ve Yeaple (2003) da sektörler ve ülkeler arasında bu sonuçların değişebileceğini vurgulamışlardır).

Bu yazı açısından ise önem taşıyan ampirik çalışmalar DYYların ülkeler arasındaki dağılımını etkileyen faktörleri daha detaylı şekilde listelemektedirler. Örneğin Greenaway v.d. (2007) piyasa büyüklükleri ve potansiyelinin, enflasyon, ücretler veya döviz kurundaki oynaklıklar yoluyla oluşan maliyet farklılıklarının, yerel dış ticaret politikalarının ve son olarak kurumsal kalite ölçülerinin DYY'ın yönünü belirleyen en önemli faktörler olduklarını vurgulamaktadırlar. Buna ek olarak Markusen ve Maskus (2002) yığılım ekonomilerinin de yeni yatırımcıya bilgi sağladığını, dolayısıyla DYYların süregelen bir seyir izlediğine işaret etmektedirler.

DYYların belirleyicilerinin çalışıldığı bu geniş ampirik literatürde bu yazının temel odağı olan Karadeniz bölgesi ülkelerini de içeren birçok çalışma da bulunmaktadır. Henriot (2003) ve Bevan ve Estrin (2000) genelde Doğu Avrupa ülkelerine ve Avrupa Birliği uyum ve yeni katılım ülkelerine giren DYY akışlarını incelemişlerdir. Bu çalışmaların genel amacı iktisadi yapılarında bir geçiş

<sup>4</sup> Sayek (2009) bu tartışmayı biraz daha genişletilmiş olarak gerçekleştirmektedir. Detaylar Uluslararası Finans Enstitüsü'nün (International Institute of Finance – IIF) Ocak 2009 tarihli raporundan elde edilmiştir.

<sup>5</sup> Navaretti ve Venables (2004)'ün 3. bölümünde yatay DYYların, 4. bölümünde ise dikey DYYların kuramsal modelleri detaylı biçimde tartışılmaktadır.



dönemi yaşamış olan bu ülkelerin bu geçiş dönemine has özelliklerinin, başlangıç koşullarının, ve geçiş sonrası yaşadıkları makroekonomik ve kurumsal değişikliklerin DYYlar üzerindeki etkilerini aydınlatmak olmuştur. Deichmann v.d. (2003), Brada v.d. (2006), Campos ve Kinoshita (2003) ve Smarzynska ve Wei (2002) bu değişkenlerin yanısıra doğal kaynakların, altyapı ve yığılm ekonomilerinin ve rüşvet olgusunun DYY akımlarını nasıl etkilediğini bu ülkeler özelinde de incelemişlerdir. Takip edecek olan tartışmanın temelini oluşturan Sayek (2007) ise yine bu ülkelere giren DYYları incelemiştir.

Sayek (2007) çalışmasında özellikle AB'ye üyelik sürecinin ve üyeliğin kendisinin DYYlar üzerindeki etkileri ile ilgilendiği ve bunu Türkiye özelinde incelemek istediği için incelemeye hem bölge ekonomilerini hem de Türkiye'ye DYY girişi anlamında rekabet oluşturan ülkeleri dahil etmiştir.<sup>6</sup> Bu ülkelerin 1992-2003 yıllarını kapsayan yıllık verileri ile panel tahmin yöntemlerini kullanmak yoluyla DYYların belirleyicilerinin incelendiği bu çalışma giriş bölümünde detaylı bir şekilde sunulmuş olan Karadeniz bölge ekonomilerinin DYY deneyimlerine ışık tutmaktadır. Bağımlı değişken DYY akışının GSYİH içerisindeki payı iken bağımsız değişkenlerin yukarıda sıralandığı gibi makroekonomik koşulları, kaynak donanımlarını, maliyet farklılıklarını kapsayacak şekilde seçilmesine özen gösterilmiştir. Sayek (2007)'deki tablo 6 incelemede kullanılan tüm değişkenleri ve değişkenlerin katsayılarının beklenen işaretlerini sunmaktadır. Tartışmayı kolaylaştırması amacıyla aynı tabloyu burada tekrar sunuyoruz.

---

<sup>6</sup> Sayek (2007) incelemeye Brezilya, Bulgaristan, Çin, Çek Cum., Macaristan, Hindistan, Endonezya, Malezya, Filipinler, Polonya, Romanya, Rusya Fed., Slovak Cum., Slovenya, Türkiye ve Ukrayna'yı dahil etmiştir. Karadeniz bölgesi ekonomilerinden Gürcistan dışındaki tüm ülkelerin bu incelemeye dahil edilmiş olması sebebiyle bu yazıdaki tartışmalar Sayek'in (2007) bulgularına dayandırılmaktadır.

**Tablo 6. Bağımsız Değişkenler ve Beklenen Katsayı İşaretleri**

Değişken	Açıklama
Büyüme oranı	Gelecekteki piyasa potansiyeli. Beklenen işaret (+).
Kişi başına GSYİH	Cari dönem piyasa potansiyeli. Beklenen işaret (+).
Enflasyon	Makroekonomik istikrarsızlık. Beklenen işaret (-).
Dış ticaret (açıklık)	Uluslararası piyasa entegrasyonu. Beklenen işaret (+) veya (-). İhracat ve ithalatın ürün kompozisyonuna bağlı olması beklenir.
Altyapı	Toplam yolların içerisinde asfaltlanmış olanların payı, internet kullanıcı sayısı veya hasta başına düşen hekim sayısı. Beklenen işaret (+).
Kurumsal ölçüler	ICRG tarafından toplanan rüşvet, hukukun üstünlüğü, bürokratik kalite ölçüleri. Beklenen işaret (+) veya (-).
IMF Dış Ticaret engelleri ölçüsü	Artan değerler artan dış ticaret engellerini yansıtmaktadır. Beklenen işaret dışa açıklık ölçüsü ile benzerdir.
Gümrük vergisi dışı ticaret engelleri	Artan değerler artan dış ticaret engellerini yansıtmaktadır. Beklenen işaret dışa açıklık ölçüsü ile benzerdir.
Gümrük vergi oranları	Artan değerler artan dış ticaret engellerini yansıtmaktadır. Beklenen işaret dışa açıklık ölçüsü ile benzerdir.
Gümrük vergisi engelleri	Artan değerler artan dış ticaret engellerini yansıtmaktadır. Beklenen işaret dışa açıklık ölçüsü ile benzerdir.

Kaynak: Sayek (2007).

Makroekonomik koşulları piyasa büyüklüğü ve alım gücü ölçüleri ile, makroekonomik istikrarı enflasyon ile, dışa açıklığı farklı fiyat, engel veya ticaret büyüklük ölçüleri ile, kurumsal yapı ve reform ihtimalini AB sürecini yansıtan kukla değişkenler ve International Country risk Guide (ICRG) tarafından oluşturulan kurumsal kalite endeksleri ile ve fiziksel ve sosyal altyapıyı farklı ölçüler ile incelemeye dâhil edilmektedir. Çalışmanın en önemli bulguları burada özetlenmektedir.

Kişi başına düşen GSYİH ile ölçülen alım gücü ve yatırım yapılan ekonominin dış ticarete açıklık oranı DYYları bir ülkeye çeken en belirgin özellikler olarak ortaya çıkıyorlar. Bu sonuçlar kaynak donanımının DYYların ülke dağılımında çok etkili olduğunu Karadeniz bölge ekonomilerini de içeren bir ülke grubu için yinelemiş oluyor. Bu bulgu aynı zamanda ileriye dönük piyasa potansiyelinden ziyade cari dönemdeki alım gücünün bu ülkeleri yatırımcılara cazip kıldığına işaret ediyor. Makroekonomik istikrarsızlığın da bu ülkeler arasında tercih yaparken yabancı yatırımcıyı çok etkilemediği gözüküyor. Bu ülkelerin hemen hemen hepsinde benzer düzeyde bir istikrar olması sebebiyle bu sonucun elde edilmiş olması ihtimali mevcut.

Kurumsal kalite ölçüleri ile ilgili sonuçlar da bölge açısından önemlidir. Rüşvetin daha yüksek olduğu ülkelerin yabancı yatırımcılar tarafından tercih edilmesi Egger ve Wiener (2006)'nın da işaret ettiği gibi rüşvetin bir "pay kapan el"den ziyade "yardım eden el" olduğunu göstermektedir. Gelişmekte olan ülkeler için yazında tartışılan ve varlığı tespit edilmiş olan bu bulgunun Türkiye ve DYY alanında rekabet ettiği ülkeler için de geçerli olduğu, rüşvetin iktisadi işlemlere konan bir vergiden ziyade işlemleri kolaylaştırarak "tekerleğe yağ sürdüğünü" göstermektedir. Ancak rüşvetin bu yatırım tetikleyici etkisinin yanı sıra yabancı yatırımcıların tam tersine bürokratik kalitesi yüksek ülkeleri de tercih ettikleri gözlenmektedir.

DYYları çekmek açısından oluşturulacak iktisadi politikalar açısından bir diğer önemli bulgu da yabancı yatırımcıların bir ülkedeki fiziksel altyapıdan ziyade sosyal altyapıya önem verdikleridir. Fiziksel altyapıdaki eksikliklerin özel sektörün kendi çabasıyla giderilmesinin daha kolay olacağı göz önüne alındığında bu bulgu sosyal harcamaların doğru yönlendirilmesinin yabancı yatırımları çekmek açısından da önemini vurguluyor.

Sonuçlar ayrıca bu bölge ekonomilerinin dış ticarete daha açık olanlarının daha çok yabancı yatırım çektiklerini göstermektedir. Kendi başına çok önemli olmayan bu bulgunun daha detaylı incelenmesi dış ticarete açıklık yolunda kullanılan politika araçlarındaki tercihin de en az sonuçta oluşan dış açıklık kadar önemli olduğuna işaret etmektedir. Bu bulgu politika önermeleri oluşturulacağı noktada önem taşımaktadır. Bilinen ve açıklanan ticaret engelleyici veya arttırıcı politikaların etkisi gizli dış ticaret maliyetlerine kıyasla yabancı yatırımcının kararını daha az etkiliyorlar. Dış ticaret vergilerinden ziyade vergi-dışı dış ticaret politikaları ve zımnî maliyetler çok uluslu şirketlerin yatırım tercihlerini etkiliyor. Yabancı yatırımcı gözüken ve bilinen maliyetlerden çekinmiyor, ancak bilinmeyenlerden kaçıyor.

Kurumsal kalite gibi bir ülkenin olası reform patikasının da yabancı yatırımcı tarafından önemsendiği göze çarpıyor. AB ile müzakere sürecine girilecek olmasının sinyali ve müzakerelerin başlaması bunlar sonucunda elde edilecek üyeliğin kendisinden çok daha etkili (istatistiksel anlamda) gözüküyor.<sup>7</sup> Sayek (2007)'in çalışmasındaki tahmin sonuçlarından sağlanan bu yorumların dayandığı ekonometrik sonuçlar ve tablolar Sayek (2007)'de görülebilir.

Yukarıda tartışıldığı gibi toplam DYYlar zaman içerisinde belli bir eğilim gösterirken aynı zamanda sektörel kompozisyonunda da farklılaşmalar gerçekleşmiştir. Hem ülkelerarası DYYların sektörel kompozisyonu farklılık göstermekte, hem de her ülke için zaman içerisinde bu kompozisyon değişikliğe uğramaktadır. Aynı gözlem Karadeniz bölgesi ekonomileri için de geçerlidir. Bu farklılaşma göz önüne alındığında DYYların belirleyicilerinin sektörel düzeyde tartışılması önem kazanmaktadır. Acaba farklı sektörlerde yatırım faaliyetinde bulunan çok uluslu firmalar farklı sebeplerden dolayı mı yatırım yaptıkları ülkeyi tercih etmektedirler? Demir ve Sayek (2010) firma verisi kullanarak yaptıkları ampirik incelemede bu soruyla ilgili bazı savları sınamaktadırlar.

DYY'ın belirleyicileri incelenirken iki ayrı ekonometrik yöntem kullanmak mümkündür. Bunlardan ilki yukarıda özetlediğimiz çalışmanın temelini oluşturan yöntemdir ki bu yöntemde DYYların ülkeler arasındaki hareketini incelerken bağımsız değişken olarak bir ülkeye giren net DYY akışının parasal değeri ölçülmektedir. İkinci alternatif ise yatırım yapılan mekân seçiminin altında yatan sebepleri ararken yatırım miktarından ziyade yatırımı yapma kararının bağımsız değişken olarak kullanıldığı yöntemdir. İki yöntem arasındaki tercih daha ziyade araştırmacıya kalmıştır. Bu yazıda her iki tür incelemeye dayanan sonuçlar da tartışılmaktadır. İkinci alternatifini birinciye tercih edilebilir kılacak sebepler mevcuttur. Çok uluslu firmaların firma içi kaynak transferi yoluyla bazı yabancı yatırım imkânlarını raporlamadıkları bilinmektedir. Bu da DYY'ı miktarsal olarak ölçtüğümüzde sorunlara yol açabilmektedir. Oysa yatırım kararını ikili bir seçim diye düşündüğümüzde (yatırım yapmak veya yapmamak) inceleme sonuçları bu tarz ölçüm hatalarına maruz kalmamaktadır.

Yatırım tercihinin böyle ikili bir tercih olarak düşünürsek eğer o zaman koşullu logit tahmin yöntemi kullanılarak yapılan bir inceleme mümkün olacaktır. Demir ve Sayek (2010) 1980-2005 yılları arasında Karadeniz bölgesi ekonomilerinin bir kısmının da dahil olduğu 38 gelişmekte olan ülkede yatırım yapmış olan 17,000 firmanın yatırım kararı bilgisini kullanarak sektörler arasında DYYların belirleyicilerinin gösterdiği farklılıkları incelemişlerdir. Veri Business Monitor International (BMI) tarafından toplanmaktadır. Veri setinde her firmanın yatırımı gerçekleştirdiği ilk yıl, yatırımı yapan şirketin faaliyet gösterdiği sektör ve yatırım yapmak için tercih ettiği ülke bilgisi sağlıklı bir şekilde raporlanmaktadır. Bu inceleme açısından en çok önem taşıyan bilgiler de bu üçüdür. Yatırım yapılan mekân ile ilgili bilgiler ise Dünya Bankası'nın World Development Indicators (WDI), UNCTAD ve ICRG veri setlerinden toplanmıştır.<sup>8</sup>

<sup>7</sup> AB üyelik sürecinin etkilerini sıarken incelemeye her ülke için Essen katılım öncesi süreci, adaylık, müzakereler ve üyelik tarihlerini yansıtan kukla değişkenler dâhil edilmiştir.

<sup>8</sup> Verilerin detaylı tanımı ve kaynak referansları için lütfen Demir ve Sayek'e (2010) bakınız.

İncelemede kullanılan bağımsız değişkenler yukarıda detaylı şekilde tartışılmış olan DYY literatürüne dayandırılmaktadır. Kaynak donanımlarını ölçmek için ülkelerin reel GSYİH ölçüleri, beşeri sermayeleri ve kurumsal bazı özellikleri incelemeye dâhil edilmektedir. Maliyetleri ölçmek için ise vergiler, reel döviz kurundaki değişiklikler ve oynaklık düzeyi ve taşıma maliyetleri kullanılmaktadır. Bu iki ana sınıfın yanı sıra incelemeye bir ülkenin, veya incelenen sektörün o ülke açısından, dış ticarete açıklığı ve bazı yığılım ekonomisi ölçüleri de dahil edilmektedir.

Tüm sektörlere birlikte bakıldığında hem maliyetlerin hem de kaynak donanımının DYYların coğrafi seçimlerinde etkili olduğu ortaya çıkmaktadır. Hem yatay hem de dikey yatırımların bir karışımının gerçekleştiğine işaret eden bu bulgu bilgi sermayesi modelini desteklemektedir. Maliyetlerden hem taşıma maliyetleri, vergiler hem de reel döviz kurunun değeri ve değişkenliği yatırımları azaltıcı etki göstermektedir. Kaynak donanımlarından ise hem piyasa büyüklüğü ve beşeri sermaye donanımı hem de kurumsal yapının kalitesi önemli rol oynamakta ve bu verilerde daha iyi performans gösteren ülkelerin daha çok yabancı yatırım çekebildiği görülmektedir. Yığılım ekonomilerinin de DYYların coğrafi dağılımında önemli bir rol oynadığı gözükmektedir. Bu bulgular 1980-2004 yıllarını kapsamaktadır. Ancak 1980'ler ve 1990'larda dünya çapındaki DYYların farklı bir seyir izlediği, 1990'larda da artış hızı süren DYYların artış hızında da artışların yaşandığı bilinmektedir. Bu durumda sonuçların her iki on yıl arasında farklılık gösterip göstermediği önemli bir sorudur.

Aynı inceleme 1980-1994 ve 1995-2004 yılları için iki alt dönemde sınıncı bazı faktörlerin 1990'ların ikinci yarısında önemlerini kaybettiği gözükmektedir. Piyasa büyüklükleri ve beşeri sermaye ve tüm maliyet göstergeleri önemlerini korurken kurumsal kalite ölçülerinin 1990'ların ikinci yarısı ve 2000'lerde etkili bir yatırım sebebi olmadıkları gözlenmektedir. Ayrıca yığılım ekonomilerinin etkilerinin de 1990'ların ikinci yarısında artmış olduğu, 1980'lerde yatırım teşvik edici bir unsur olmadıkları gözlenmektedir. Bu bulguların önemi inceleme yapılan dönemlerin de inceleme sonuçlarına etkisi olduğunu hatırlatmaları ve 1990'larda kurumsal yapıya verilen önemin zayıfladığı, bunun yerine daha önce bir bölgeye yatırım yapılmış olmasının içerdiği sinyal etkisinin yatırımcılar tarafından daha önemsendiğine işaret etmeleridir.

Sonuçların sadece incelenen zaman dilimine değil aynı zamanda incelenen sektöre de bağlı olduğu savı da Demir ve Sayek (2010) tarafından sınıncıdır. Sektörler ilk olarak teknoloji yoğunluklarına göre sınıncıdır. Doğal kaynak sektörleri, düşük teknoloji sektörleri ve orta ve yüksek teknoloji sektörleri olarak üçe ayrılan sektörlerin tanımları Birleşmiş Milletler Sanayi Gelişme Organizasyonu (UNIDO)sınıncıdır. Sınıncıdır.

1980-2004 dönemi bir bütün olarak ele alındığında kaynak donanımlarının doğal kaynak ve orta ve yüksek teknoloji sektörlerinde yatırım yapan firmaların yatırım mekan tercihlerini etkilediği ortaya çıkmaktadır. Beklentinin aksine yatırım yapılacak ülkenin kaynak donanımı düşük teknoloji sektörlerdeki firmaların yabancı yatırım kararlarını etkilememektedir. Benzer şekilde taşıma maliyetleri dışındaki maliyetlere yönelik göstergeler de düşük teknoloji sektöründeki firmaların yabancı yatırım mekân tercihlerini etkilemezken doğal kaynak ve orta ve yüksek teknoloji sektöründe yatırım yapan firmaların tercihlerinde önemli bir belirleyici olmaktadır. Bu bulgular doğal kaynak ve orta ve yüksek teknoloji sektörlerindeki DYYların daha çok bilgi sermayesi modellerini yansıttığına işaret ederken düşük teknoloji sektöründe bu dönemdeki yatırımların çoğunun dikey olduğunu da önermektedir. Yığılım ekonomilerinin ise sadece orta ve yüksek teknoloji sektöründeki firmalar açısından bir sinyal etkisi yarattığı, ancak diğer sektörlerdeki firmaların takip edecek firma arayışında olmadıkları gözlenmektedir.

İnceleme 1980-1994 ve 1995-2004 dönemleri için tekrarlandığında DYYların belirleyicilerinde bazı farklılıklar olduğu gözükmektedir. Örneğin, kurumsal kalite ölçülerinin 1980'lerdeki önemini zaman içerisinde yitirdiği ve kurumsal yapıya orta ve yüksek teknoloji sektörü dışındaki sektörlerin 1990'ların ikinci yarısından itibaren yatırım kararları açısından çok önem vermediği gözükmektedir. Bu sonuç da tüm sektörler için bulduğumuz 1990larda kurumsal ölçülerin önemini yitirdiği bulgusunun esasında tüm sektörler için geçerli olmadığını ve DYYların belirleyicilerini incelerken sektörel bir çerçeveden bakmanın önemini de tekrar etmektedir.

1990'ların ikinci yarısında önemini yitirmiş gibi gözükten bir diğer veri de taşıma maliyetleridir. Sektörün yapısından bağımsız olarak DYY yapan şirketlerin 1990'ların ikinci yarısından itibaren vergi ve döviz kurundaki oynaklıklardan etkilenmekle birlikte taşıma maliyetlerindeki değişikliklerden veya düzeyinde etkilenmemektedirler. Yığılım ekonomilerinin doğal kaynak ve düşük teknoloji sektöründeki yatırımcılara bir bilgi sağlamadığı bulgusu farklı dönemlerde de varlığını sürdürmektedir. 1990'larda değişen bir başka sonuç da dış ticaret ve DYYlar arasındaki ilişkidir. Dönemin hepsi ele alındığında dış ticaretin DYY faaliyetleri ile ne tamamlayıcı ne de ikame edici bir ilişki sergilediği gözlemlenirken 1990'ların ikinci yarısından itibaren dışa açıklığın DYYları olumsuz etkilediği gözükmektedir. Bu sonuç dış ticarete yaşanan değişikliklerle birlikte yapılan yabancı yatırımların içeriğinde de farklılaşmalara işaret edebilir.

Sektörleri ticarete tabi ürün üretip üretmediklerine göre sınıflandırarak tekrar edilen tahminler farklı sektörlerde DYYların belirleyicilerinin farklılık gösterip göstermediği yönünde ek bulgular sağlayarak incelemeyi zenginleştirmektedir. 1980-2004 dönemi ele alındığında dış ticarete tabi mal üreten ve üretmeyen sektörler arasında çok farklılık olmadığı gözükmektedir. Ancak 1980-1994 ve 1995-2004 için inceleme tekrar edildiğinde sektörler arası farklılıkların arttığı gözükmektedir. Örneğin kaynak donanımı ölçülerinin çoğu dış ticarete tabi olmayan ürün üreten sektörlerde 1990'larda önemini yitirirken, dış ticarete tabi ürün üreten sektörlerde yatırımcının önemsendiği bir ölçü olmayı sürdürmektedir. Benzer şekilde 1990'ların ikinci yarısından itibaren taşıma maliyetleri dış ticarete tabi ürün üreten sektörlerde önemini korurken dış ticarete tabi olmayan sektörler için önemini yitirmektedir. Yığılım ekonomilerinin de bu iki sektör sınıflandırması açısından bakıldığında farklı sektörlerdeki yabancı yatırımcıyı farklı etkiledikleri gözükmektedir. Kısaca, Demir ve Sayek'in (2010) elde ettikleri sonuçlar DYYların belirleyicilerinin sektörler arasında ve hatta incelenen zaman dilimine göre de farklılık gösterdiğine işaret etmektedir.<sup>9</sup>

Karadeniz bölge ekonomileri açısından bakıldığında yukarıda özetlenen bulgular her ülkenin önümüzdeki dönemde farklı tür DYYlara maruz kalacağını, ödemeler dengesi finansmanı açısından bunun çok farklılık yaratmamasına rağmen teknoloji aktarımı ve olası büyüme ve işgücü piyasası etkileri açısından farklı sonuçlar doğurabileceğine işaret etmektedir. Tüm ekonomiler için genellenebilecek sektörel düzeyde bir öngöründe bulunmak detaylı bir tartışmayı gerektirse de önümüzdeki dönemde genel olarak tüm dünyada sermaye akımlarının son onyılıda gördüğümüz düzeylerde olmasa dahi 2008-2009 küresel krizini takiben kısmen toparlanmış düzeylerde gerçekleşmesi beklenebilir. Ancak bu toparlanma için bazı önkoşullar olduğu da unutulmamalıdır. Sayek (2009) 2008-09 küresel krizinin dış kaynak akımlarını etkilerini tartıştığı yazısında bu önkoşulları mali piyasalarda tekrar güvenin artması, risk iştahının tekrar canlanması ve gelişmiş ülkelerin tekrar reel büyüme yaşadıkları bir dönemin başlaması olarak sıralamaktadır.

Ancak, bu küresel krizi takiben özellikle gelişmiş piyasalarda finansal piyasa denetleme ve düzenlemelerinin artması ve bu sıkışmanın da sermaye akımlarına zımnen bir kısıt olarak yansımaları şaşırtıcı olmayacaktır. Şirketlerin tekrar eski düzeylerde sermaye akışına imkân verecek yeni düzenlemeler içerisindeki iktisadi imkanları kullanmaya başlamalarının uzun vadede yine de gerçekleşmesi beklenebilir.

Her ne kadar 2008-09 finansal krizi ile mücadele etmek için özellikle gelişmiş ülkelerde likidite miktarlarında ciddi artışlar yaşanmışsa da bu likiditenin tekrar gelişmekte olan ülkelere yönelmesinin ancak gelişmiş ülkelerde şirketlerin kendi durumlarının düzelmesini takip edeceği düşünülmektedir. Özellikle ABD ekonomisinde 2010 yılının başında artan şirket karlılıklarının bu düzeltmeye hızlandırıcı etki yapması beklenebilir.

Ancak bu krizin önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülkeler açısından sermaye akımlarından artan pay almak yolundaki hedeflerine ulaşmayı zorlaştırıcı bir başka yönü de gelişmiş ülkelerin krizle baş etmek için uyguladıkları gevşek mali politikaların yarattığı borç yükümlülükleri olacaktır. Mali gevşemeler birçok gelişmiş ülkenin borçlanma ihtiyacını arttırmıştır. Bu da yabancı sermayenin risk iştahının düşük olduğu dönemlerde gelişmiş ülke borçlanma araçlarının gelişmekte olan ülke borçlanma araçlarına tercih edilmesi ve sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere yönelmesi beklenebilir.

<sup>9</sup> Burada sözel olarak tartışılan sonuçların ekonometrik tablolaşması Demir ve Sayek'te (2010) bulunabilir.

ülkelere kayması anlamına gelebilir. Ancak, unutulmamalıdır ki, eğer bu mali politikalar amacına ulaşır ve toparlanmayı hızlandırırsa o zaman açılan ihracat pazarları ile gelişmekte olan ülkelerin dış kaynaklara ödemeler dengesi finansmanı açısından ihtiyacı zaten aynı oranda olmayacaktır. Bu da sermaye akımları pastasından pay alabilme rekabetini zayıflatacaktır.

#### 4. SONUÇLAR

1970'lerden bu yana çok yüksek oranda artış göstermiş olan doğrudan yabancı yatırımlardan (DYY) gelişmekte olan ülkeler artan paylarla faydalanmıştır. Ödemeler dengesi açıklarının finanse edilmesi, yetersiz iç tasarrufların yerine finansman bulunması, büyümeye yönelik gelişmelere imkân vermesi açısından bu ülkeler için çok önem taşıyan dış sermaye akımlarından DYYlar özellikle teknoloji aktarımları ve daha uzun dönemli olmaları sebebiyle tüm ülkeler tarafından tercih edilen yatırım türü olmaya devam etmişlerdir. Karadeniz bölgesi ülkeleri, ve bu gruba dahil olan Türkiye de nominal olarak ve sabit sermaye oluşumu içerisindeki oranı olarak artan DYYlardan faydalanmışlardır. Bu artış özellikle 1990'ların ikinci yarısından itibaren daha kuvvetle hissedilmiştir. Ancak bu artış eğilimi Karadeniz bölgesi ülkelerinin GSYİH'ları göz önüne alındığında ve ekonomik büyüklüklerinin içerisinde DYYların oranı olarak bakıldığında maalesef gözlenmemektedir.

Bu eğilimlerin açıklayıcı etmenleri ise ileriye dönük sermaye akımı öngörüsü oluşturmak açısından önem taşımaktadır. Bu yazıda DYYların ülkeler arasındaki dağılımın belirleyen faktörler tartışılmış, bu faktörlerin sektörler ve incelenen zaman dilimleri arasında nasıl farklılık gösterdikleri de gözden geçirilmiştir. Bulgular Sayek (2007) ve Demir ve Sayek (2010) çalışmalarına dayandırılmıştır.

Özetle alım gücü daha yüksek piyasaların, kurumsal kalitesi daha yüksek ülkelerin ve reform ihtimali olan ülkelerin yatırım için çokuluslu firmalar tarafından tercih edildikleri görülmektedir. Bu sonuç 1990'lardan beri Karadeniz bölgesi ülkelerinde artışa geçmiş olan DYYların sürmesi için kurumsal yapıların düzeltilmesine verilen önemin devam ettirilmesi ve ekonomik piyasa büyüklüklerinin de 2008-09 sonrası hızla toparlanması gerekliliğini ortaya çıkartmaktadır. Bu alanlarda başarı gösteren Karadeniz bölgesi ekonomilerinin küresel sermaye akımlarının artış hızında bir yavaşlama dahi olsa DYY çekmeye devam etmesi beklenebilir.

Benzer sonuçlar firma verisinin kullanıldığı Demir ve Sayek'in (2010) çalışmasında da görülmektedir. Kaynak donanımı, kurumsal yapı ve maliyetlerde azalmanın tüm sektörler toplu olarak ele alındığında DYYları arttırdığı firma verisi ile de desteklenmektedir. Ancak bu sonuçların 1990'lar sonrasında ve farklı sektörler açısından farklılık gösterdiği de görülmektedir. Çoğu sektör için kurumsal kalitenin yabancı yatırımcı açısından önemi 1990'ların ikinci yarısında azalmaktayken, benzer şekilde taşıma maliyetlerinin de sektörler arasında ve zaman içerisinde de farklılık gösterdiği ortaya çıkmaktadır. Bu sonuçlar zaman içerisinde DYYların belirleyicilerinin farklılaştığına ve ülkelerin farklı özellikleri sebebiyle farklı sektörlerde DYYlar çekeceklerine işaret etmektedir. Bu da DYYlar ile ilgili ileriye dönük yapılacak öngörülerin ülke özelliklerinin hangi sektörlerle cazip geleceği düşünülerek yapılması gerekliliğini bir kez daha vurgulamaktadır.

## KAYNAKLAR

- ALBUQUERQUE, R., LOAYZA, N. ve SERVEN, L. (2005), "World Market Integration Through the Lens of Foreign Direct Investors", *Journal of International Economics*, Elsevier, cilt. 66(2), 267-295.
- ALFARO, L. (2003), "Foreign Direct Investment and Growth: Does the Sector Matter?", Harvard Üniversitesi mimeo.
- ALFARO, L. ve CHARLTON A. (2009), "Intra-industry Foreign Direct Investment," *American Economic Review*, 99, 5, 2096-2119.
- AYKUT, D. ve SAYEK S. (2007), "The Role of the Sectoral Composition of FDI on Growth", L. Piscitello ve G. D. Santangelo (Ed.) , *Do Multinationals Feed Local Development and Growth?* içinde, 35-59, Elsevier.
- BEVAN, A. ve ESTRIN, S. (2000), "The Determinants of Foreign Direct Investment in Transition Economies", William Davidson Institute Çalışma Tebliği 342.
- BLONIGEN, B. A., DAVIES, R.B. ve HEAD, K.(2003), "Estimating the Knowledge-Capital Model of the Multinational Enterprise: Comment." *American Economic Review*, Vol. 93(June 2003), 980-994.
- BRADA, J. C., KUTAN, A. ve YIGIT, T. M. (2006), "The Effects of Transition and Political Instability on Foreign Direct Investment Inflows: Central Europe and the Balkans", *Economics of Transition*, Vol. 14(4): 649–680.
- BRAINARD, S. L. (1997), "An Empirical Assessment of the Proximity-Concentration Trade-off Between Multinational Sales and Trade", *American Economic Review*, 87(4): 520-44.
- CALVO, G. A, LEIDERMAN, L. ve REINHART, C. M (1996), "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s", *Journal of Economic Perspectives*, 10(2), 123-39.
- CAMPOS, N. ve KINOSHITA, Y. (2003), "Why Does FDI Go Where it Goes? New Evidence from the Transitional Economies", CEPR Discussion Paper no. 3984. Londra, Centre for Economic Policy Research. <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP3984.asp>.
- CARR, D.L., MARKUSEN, J.R., MASKUS, K.E., (2001), "Estimating the Knowledge-Capital model of the Multinational Enterprise", *American Economic Review*, 91, 693-708.
- CARR, D.L., MARKUSEN, J.R., MASKUS, K.E. (2003), "Estimating the Knowledge-Capital Model of the Multinational Enterprise: Reply", *American Economic Review*, vol. 93(3), pages 995-1001.
- DAVIES, R. B. (2008), "Hunting High and Low for Vertical FDI," *Review of International Economics*, Blackwell Publishing, vol. 16(2), pages 250-267, 05.
- DEMİR, B. ve SAYEK, S. (2010), "Is It Vertical or Is It Horizontal? The type of FDI Across Sectors", Bilkent University Discussion paper.
- DEICHMANN, J., KARIDIS, S. ve SAYEK S. (2003), "Foreign Direct Investment in Turkey: Regional Determinants," *Applied Economics*, 35, no.16/10, 1767-78.
- Dünya Bankası (2005), *Global Development Finance*, Washington DC.
- EGGER, P. ve WINNER, H. (2006), "How Corruption Influences Foreign Direct Investment: A Panel Data Study", *Economic Development and Cultural Change*, 54, 459–486.
- FEINBERG, S. E. ve KEANE, M.P. (2001), "U.S.-Canada Trade Liberalization And Mnc Production Location", *The Review of Economics and Statistics*, 83(1), 118-132.
- GREENAWAY, D., SAPSFORD, D. ve PFAFFENZELLER, S. (2007), "Foreign Direct Investment, Economic Performance and Trade Liberalization," *The World Economy*, 30(2), 197-210, 02.

- HANSON, G. H., MATALONI, R.J. ve SLAUGHTER, M.J., (2005) "Vertical Production Networks in Multinational Firms," *The Review of Economics and Statistics*, 87(4), 664-678.
- HELPMAN, E.: (1984), "A Simple Theory of International Trade With Multinational Corporations", *Journal of Political Economy*, 92(3), 451-471.
- HENRIOT, A. (2003). "Prospects for the Location of Industrial Activities after EU Enlargement", Centre d'Observation Economique Documents de Travail No. 61. <http://www.coe.ccip.fr>.
- KALEMLI-OZCAN, S.; SORENSEN, B. E. ve YOSHA, O. (2003), "Risk Sharing and Industrial Specialization: Regional and International Evidence", *American Economic Review*, 93 (3), 903-918.
- MARKUSEN, J.R. ve MASKUS, K.E. (2002), "Discriminating Among Alternative Theories of the Multinational Enterprise", *Review of International Economics*, 10, 694-707.
- MARKUSEN, J. R. ve VENABLES, A. J. (1998), "Multinational Firms and the New Trade Theory," *Journal of International Economics*, 46(2), 183-203.
- MARKUSEN, J. R. ve VENABLES, A. J. (2000), "The Theory of Endowment, Intra-industry and Multi-national Trade," *Journal of International Economics*, 52(2), 209-234.
- NAVARETTI, G. B. ve VENABLES. A.J. (2004), *Multinational Firms in the World Economy*, Princeton: Princeton University Press.
- OBSTFELD, M. (2001), "International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model," International Monetary Fund Staff Papers, Özel Sayı, 2001.
- SAYEK, S. (2007), "FDI in Turkey: The Investment Climate and EU Effects," *Journal of International Trade and Diplomacy*, 1(2), sayfa 105-138.
- SAYEK, S. (2009) "Küresel Krizin Dış Kaynak Akışı Üzerindeki Etkileri ve Alınabilecek Önlemler", *İşveren*, Mayıs 2009.
- SMARZYNSKA, B. K. and Wei, Shang-Jin. (2000). "Corruption and Composition of Foreign Direct Investment: Firm-Level Evidence" [http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract\\_id=223594](http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=223594)
- UNCTAD, 2009. *Dünya Yatırım Raporu*, Cenevre.
- YEAPLE, S. R. (2003), "The Role of Skill Endowments in the Structure of U.S. Outward Foreign Direct Investment", *The Review of Economics and Statistics*, 85(3), 726-734, 07.