



**T.C.  
GAZI ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**YÜKSEK  
LİSANS  
TEZİ**

**ULUSLARARASI YATIRIM POZİSYONUNU ETKİLEYEN  
EKONOMİK FAKTÖRLERİN ANALİZİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**ASLI BAKAR**

**İŞLETME ANABİLİM DALI  
FİNANSMAN BİLİM DALI**

**AĞUSTOS 2019**



**ULUSLARARASI YATIRIM POZİSYONUNU ETKİLEYEN EKONOMİK  
FAKTÖRLERİN ANALİZİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**Ash BAKAR**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ  
İŞLETME ANABİLİM DALI  
FİNANSMAN BİLİM DALI**

**GAZİ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**AĞUSTOS 2019**

Aslı BAKAR tarafından hazırlanan “Uluslararası Yatırım Pozisyonunu Etkileyen Ekonomik Faktörlerin Analizi: Türkiye Örneği” adlı tez çalışması aşağıdaki juri tarafından OY BİRLİĞİ/~~OY ÇOKLUĞU~~ ile Gazi Üniversitesi İşletme Anabilim Dalı Finansman Bilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

**Danışmanı:** Doç.Dr. Sedat YENİCE

Polatlı Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi  
Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/~~onaylamıyorum~~.....

**Başkan:** Prof. Dr. Nevzat AYPEK

İşletme Anabilim Dalı, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/~~onaylamıyorum~~.....

**Üye:** Doç. Dr. İsmail YILDIRIM

Bankacılık ve Finans Bölümü, Hitit Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/~~onaylamıyorum~~.....

Tez Savunma Tarihi: 05.08.2019

Juri tarafından kabul edilen bu tezin Yüksek Lisans Tezi olması için gerekli şartları yerine getirdiğini onaylıyorum.

Prof. Dr. Figen ZAİF

Enstitü Müdürü

## ETİK BEYAN

Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmasında; tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, tez çalışmasında yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi, kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı, bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu, bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.



Aslı BAKAR

05.08.2019

ULUSLARARASI YATIRIM POZİSYONUNU ETKİLEYEN EKONOMİK  
FAKTÖRLERİN ANALİZİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

(Yüksek Lisans Tezi)

Aslı BAKAR

GAZİ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Ağustos 2019

ÖZET

Bu çalışmanın amacı, uluslararası yatırım pozisyonu hakkında bilgi vermek ve 2010-2018 yılları arasındaki tablo değişimlerini ortaya koymak olup bu değişimleri etkileyen ekonomik faktörleri saptamaktır. Belirlenen ekonomik faktörlerin Net UYP ile olan ilişkisinin analizini yapmaktır. Çalışmanın analiz kısmında 2006-2019 çeyrek dönem verileriyle VAR modeli tahmini, Johansen Eş-bütünleşme testi ve Granger nedensellik testi yapılmıştır. Yapılan tüm analizlere bakıldığında; döviz kuru, faiz oranı, enflasyon, GSYİH ve BİST100, Net UYP rakamlarına etki etmektedir. Net UYP ile diğer değişkenler arasında 1. Dereceden eş-bütünleşme bulunmaktadır. Türkiye'nin UYP rakamlarının 2010-2018 yılları içerisindeki tutarları eksi yönde bakiye vermektedir. Türkiye'nin döviz açığının bir göstergesi olan bu rakamları etkileyen ekonomik faktörlerin başında ise döviz kuru faiz oranı ve enflasyon gibi para politikası araçları gelmektedir. Bu para politikası araçlarına ek olarak maliye politikası, yatırımcıyı koruyan kanunların varlığı, finansal ürün çeşitliliği gibi faktörlerin etki ettiği anlaşılmıştır. Türkiye'nin Net UYP'sinin iyileşmesi ve döviz açığını finanse edebilmesi açısından istikrarlı bir finansal yapısının olması gerekmektedir. Bu istikrarlı finansal yapı ise dengeli bir para politikası uygulaması ve destekleyici maliye politikası ile mümkün olabilecektir.

BilimKodu : 115308  
AnahtarKelimeler : Uluslararası Yatırım Pozisyonu, ödemeler dengesi, cari açık, finans hesabı  
SayfaAdedi : 125  
Tez Danışmanı : Doç. Dr. Sedat YENİCE

FACTORS AFFECTING THE ANALYSIS OF ECONOMIC INTERNATIONAL  
INVESTMENT POSITION: IN TURKEY

(M. Sc. Thesis)

Aslı BAKAR

GAZİ UNIVERSITY  
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES

August 2019

ABSTRACT

The aim of this study is to give information about the international investment position and to reveal the changes in the table between 2010-2018 and to determine the economic factors affecting these changes. To analyze the relationship between economic factors and Net IIP. In the analysis part of the study, VAR model estimation, Johansen Cointegration test and Granger causality test were performed with 2006-2019 quarter data. When all the analyzes are made; exchange rate, interest rate, inflation, GDP and BIST100 affect Net IIP figures. Net IIP and other variables include 1st Degree cointegration. Amounts in the years 2010-2018 gives figures of Turkey's IIP balance in the negative direction. At the beginning of the economic factors affecting this figure is an indicator of Turkey's foreign exchange deficit comes mainly from exchange rate and interest rate monetary policy tools, such as inflation. In addition to these monetary policy instruments, factors such as fiscal policy, the existence of laws that protect investors and the diversity of financial products were influenced. Improvement of Turkey's net foreign exchange open and IIP's must be of a stable financial structure in terms of the ability to finance. This stable financial structure will be possible with a balanced monetary policy and supportive fiscal policy.

ScienceCode : 115308  
KeyWords : International Investment Position, balance of payment, current  
account deficit, finance account  
PageNumber : 125  
Supervisor : Doç. Dr. Sedat YENİCE

## TEŐEKKÖR

Dört yıllık üniversite hayatım boyunca hocalarımın bana kazandırdıkları her şey için ve beni gelecekte söz sahibi yapacak bilgilerle donattıkları için hepsine teker teker teşekkürlerimi sunuyorum. Ve çekinmeden desteğini ve bana olan güvenini benden esirgemeyen Duygu AYAS'a ve beni bugünlere sevgi ve saygı kelimelerinin anlamlarını bilecek şekilde yetiştirerek getiren ve benden hiçbir zaman desteğini esirgemeyen bu hayattaki en büyük şansım olan aileme sonsuz teşekkürümü sunuyorum.





## İÇİNDEKİLER

	<b>Sayfa</b>
ÖZET .....	iv
ABSTRACT.....	v
TEŞEKKÜR.....	vi
İÇİNDEKİLER .....	vii
ÇİZELGELERİN LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLERİN LİSTESİ.....	xii
SİMGELER VE KISALTMALAR.....	xiv
1. GİRİŞ.....	1
2. ÖDEMELER DENGESİ VE ULUSLARARASI YATIRIM POZİSYONU .....	3
2.1. Uluslararası Yatırım Pozisyonu .....	5
2.1.1. Uluslararası Yatırım Pozisyonu Kavramı .....	6
2.1.2. Uluslararası Yatırım Pozisyonunun Çalışma Mantığı.....	7
2.1.3. Uluslararası Yatırım Pozisyonunun Ülke Ekonomisindeki İşleyişi.....	8
2.1.4. Uluslararası Yatırım Pozisyonunun Önemi .....	10
2.1.5. Uluslararası Yatırım Pozisyonu Tablosu .....	12
2.1.6. Uluslararası Yatırım Pozisyonu Metodolojisi .....	15
2.1.6.1. Doğrudan yatırımlar – varlıklar .....	16
2.1.6.2. Doğrudan yatırımlar – yükümlülükler .....	17
2.1.6.3. Portföy yatırımları – varlıklar .....	19
2.1.6.4. Portföy yatırımları - yükümlülükler .....	19
2.1.6.5. Diğer yatırımlar – varlıklar .....	20
2.1.6.6. Diğer yatırımlar – yükümlülükler .....	21
2.1.7. Uluslararası Yatırım Pozisyonunun Sektörel Dağılımı .....	21
2.1.8. Uluslararası Yatırım Pozisyonunun Yayımı .....	22

2.1.8.1. Çeyrek dönemler itibariyle yayımlanan uluslararası yatırım pozisyonu .....	22
2.1.8.2. Ay sonlarında gösterge niteliğinde yayımlanan uluslararası yatırım pozisyonu .....	23
<b>3. ULUSLARARASI YATIRIM POZİSYONU TABLOSUNU OLUŞTURAN KALEMLER.....</b>	<b>25</b>
3.1. Doğrudan Yatırımlar .....	27
3.2. Portföy Yatırımları .....	29
3.3. Diğer Yatırımlar .....	33
3.3.1. Efektif ve Mevduatlar .....	35
3.3.2. Krediler .....	37
3.4. Rezervler Varlıklar.....	39
<b>4. ULUSLARARASI YATIRIM POZİSYONUNU ETKİLEYEN EKONOMİK FAKTÖRLER.....</b>	<b>43</b>
4.1. Para Politikasının Uluslararası Yatırım Pozisyonuna Etkisi .....	48
4.1.1. Faiz Oranlarının Uluslararası Yatırım Pozisyonuna Etkisi .....	53
4.1.1.1. Portföy yatırımları ve diğer yatırımlar üzerinde faiz oranlarının etkisi.....	59
4.1.2. Döviz Kuru Politikasının Uluslararası Yatırım Pozisyonuna Etkisi.....	64
4.1.3. Enflasyon Hedeflemesinin Uluslararası Yatırım Pozisyonuna Etkisi.....	69
4.2. Makro Ekonomik Dengelerin Kurulamaması .....	71
4.3. Maliye Politikası .....	72
4.3.1. Genişletici Maliye Politikası .....	75
4.3.2. Daraltıcı Maliye Politikası .....	77
4.4. Sübvansiyon ve Teşvikler .....	79
4.5. Kayıtdışı İşlemlerle Mücadele ve Yasal Mevzuatın Yatırımcıyı Koruması .....	80
4.6. Vergi Uygulamalarının Etkisi .....	82
4.7. Özelleştirme Faaliyetleri .....	84

**Sayfa**

4.8. Finansal Ürün Çeşitliliği .....	85
4.9. Ekonomik Hareketliliği Etkileyen Psikolojik Etkenler .....	85
4.10. Uluslararası Sermaye Hareketleri ve UYP İlişkisi .....	86
<b>5. ULUSLARARASI YATIRIM POZİSYONUNU ETKİLEYEN EKONOMİK FAKTÖRLERİN ANALİZİ.....</b>	<b>89</b>
5.1. Amaç .....	89
5.2. Kapsam.....	89
5.3. Literatür Taraması .....	89
5.4. Yöntem.....	91
5.4.1. Araştırma Modeli .....	91
5.4.2. Evren ve Örneklem .....	91
5.4.3. Veri Toplama Araçları .....	91
5.4.4. Verilerin Analizi.....	92
5.4.5. Uygulamalar .....	92
5.4.6. Bulgu ve Yorumlar.....	105
<b>6. SONUÇ VE ÖNERİLER .....</b>	<b>107</b>
<b>KAYNAKLAR .....</b>	<b>111</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ .....</b>	<b>125</b>

## ÇİZELGELERİN LİSTESİ

<b>Çizelge</b>	<b>Sayfa</b>
Çizelge 2.1. Uluslararası yatırım pozisyonu (stok).....	5
Çizelge 2.2. Uluslararası yatırım kalemleri .....	13
Çizelge 2.3. Türkiye'nin 2018 yılı UYP tablosu .....	13
Çizelge 2.4. Türkiye'nin 2014 yılı BPM5'e göre UYP rakamları.....	18
Çizelge 2.5. Türkiye'nin 2014 yılı BPM6'e göre UYP rakamları.....	18
Çizelge 2.6. Türkiye'nin dış borç stoku ile UYP durumu .....	20
Çizelge 3.1. UYP rakamları (milyon ABD doları) .....	25
Çizelge 3.2. 2010-2018 yılları dışa açıklık oranları.....	26
Çizelge 3.3. Varlık ve diğer yatırım tutarları ile diğer yatırım oranları.....	33
Çizelge 3.4. Yükümlülük ve diğer yatırım tutarları ile diğer yatırım oranları.....	34
Çizelge 3.5. Diğer yatırımlar ve efektif ve mevduat tutarları ile oranları (varlık).....	36
Çizelge 3.6. Diğer yatırımlar ve efektif ve mevduat tutarları ile oranları (yükümlülük).....	37
Çizelge 3.7. Varlıklar grubundaki kredi tutarları ve diğer yatırımlar .....	37
Çizelge 3.8. Yükümlülükler grubundaki kredi tutarları ve diğer yatırımlar .....	38
Çizelge 3.9. 2010 – 2018 yılları arası rezerv varlık tutarları .....	39
Çizelge 4.1. Yükümlülük tutarlarının değişimi.....	45
Çizelge 4.2. Türkiye'nin Dünya Bankası iş yapma kolaylığı endeksi .....	58
Çizelge 4.3. Bütünleşik UYP tablosu .....	66
Çizelge 4.4. 2017 yılı portföy yatırımlarındaki dönemsel değişim kaynakları.....	68
Çizelge 4.5. Yıllara göre enflasyon hedeflemesi ve gerçekleşen enflasyonlar .....	71
Çizelge 4.7. Yatırımcıların korunmasına ilişkin düzenlemeler .....	81
Çizelge 5.1. UYP ve etkileyen ekonomik faktörler konusunda literatür taraması.....	90
Çizelge 5.2. Tanımlayıcı istatistikler .....	92
Çizelge 5.3. Birim kök testi sonuçları.....	98
Çizelge 5.4. Gecikme uzunluğunun belirlenmesi .....	100

<b>Çizelge</b>	<b>Sayfa</b>
Çizelge 5.5. VAR modeli sonuçları .....	101
Çizelge 5.6. Eş-bütünleşme tespiti için yapılan test sonuçları.....	103
Çizelge 5.7. Eş-bütünleşme analizi sonuçları .....	104
Çizelge 5.8. Granger nedensellik testi sonuçları.....	105



## ŞEKİLLERİN LİSTESİ

<b>Şekil</b>	<b>Sayfa</b>
Şekil 2.1. ABD Net UYP değişimi .....	11
Şekil 2.2. Sektörlere göre net UYP .....	22
Şekil 3.1. Varlıklar - doğrudan yatırımlar (milyon ABD doları).....	28
Şekil 3.2. Yükümlülükler - doğrudan yatırımlar milyon ABD Doları.....	28
Şekil 3.3. Varlıklar- portföy yatırımları (milyon ABD doları) .....	30
Şekil 3.4. Yükümlülükler- portföy yatırımları .....	32
Şekil 3.5. Varlıklar içindeki rezerv oranları.....	40
Şekil 4.1. Net UYP tutarları (milyon ABD doları) .....	44
Şekil 4.2. Türkiye'ye doğrudan yatırım girişleri .....	52
Şekil 4.3. Türkiye'nin büyüme oranları ve net sermaye girişleri .....	53
Şekil 4.4. Yükümlülüklerin kompozisyonu .....	56
Şekil 4.5. Portföy yatırım varlıklarının enstrüman bazında dağılımı.....	62
Şekil 4.6. Varlık ve yükümlülük ana kalemlerindeki değişimin kaynakların oranları .....	65
Şekil 4.7. UYP ana kalemlerine ait değişim kaynakları .....	67
Şekil 4.8. Net UYP tutarlarını oluşturan değişkenler .....	67
Şekil 4.9. Genişletici maliye politikası .....	75
Şekil 4.10. Türkiye'ye yapılan yatırımların coğrafi dağılımı.....	79
Şekil 4.11. Doğrudan yabancı yatırımlar için getirilen düzenlemelerdeki değişim 1997- 2010.....	83
Şekil 5.1. UYP kartezyen grafiği .....	93
Şekil 5.2. Faiz oranı kartezyen grafiği .....	93
Şekil 5.3. Enflasyon oranı kartezyen grafiği.....	94
Şekil 5.4. Döviz kuru kartezyen grafiği .....	94
Şekil 5.5. GSYİH kartezyen grafiği .....	95
Şekil 5.6. GSYİH değişim kartezyen grafiği .....	95

<b>Şekil</b>	<b>Sayfa</b>
Şekil 5.7. BIST100 kartezyen grafiği .....	96
Şekil 5.8. Fark alınmış serilerin grafikleri .....	99



## SİMGELER VE KISALTMALAR

Bu çalışmada kullanılmış bazı simgeler ve kısaltmalar, açıklamaları ile birlikte aşağıda sunulmuştur.

### Simgeler

### Açıklama

<b>M</b>	İthalat
<b>X</b>	İhracat
<b>\$</b>	Dolar

### Kısaltmalar

### Açıklama

<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>BIS</b>	Uluslar arası Ödemeler Bankası
<b>BİST</b>	Borsa İstanbul
<b>BPM</b>	Ödemeler Dengesi El Kitabı
<b>CDS</b>	Credit Default Swap
<b>CPIS</b>	Eş GÜdümlü Portföy Yatırım Anketi
<b>DİBS</b>	Devlet İç Borçlanma Senedi
<b>ESO</b>	Hisse Senedi Opsiyonları
<b>G20</b>	Gelişmiş 20 Ülke
<b>GDP</b>	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
<b>GSYİH</b>	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
<b>IMF</b>	Uluslar arası Para Fonu
<b>IOSCO</b>	Menkul Kıymet Komisyonları Örgütü
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>İSO</b>	İstanbul Sanayi Odası
<b>KİT</b>	Kamu İktisadi Teşebbüsleri
<b>MKK</b>	Merkezi Kayıt Kuruluşu
<b>OECD</b>	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
<b>SDR</b>	Özel Çekiş Hakları
<b>SPK</b>	Sermaye Piyasası Kurulu



**Kısaltmalar****Açıklama****TCMB**

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

**UDY**

Uluslar arası Doğrudan Yatırım

**UEIP**

Uluslar arası Ekonomi İşletme ve Politika Dergisi

**UYP**

Uluslar arası Yatırım Pozisyonu



## 1. GİRİŞ

Ülkedeki yerleşiklerin varlık ve yükümlülüklerinden oluşan uluslararası yatırım pozisyonu farklı ekonomik faktörlerden etkilenecek fazla ya da açık vermektedir. Varlıklar ülkeden para çıkışı, yükümlülükler ülkeye para girişi gibi basit bir ifadeyle ele alınacak olursa; varlık ve yükümlülük tutarlarını etkileyen ekonomik etkenler bulunmaktadır. Bunlar; başta para politikası olmak üzere maliye politikası, finansal ürün çeşitliliği, ekonomik hareketliliği etkileyen psikolojik etkenler gibi durumlar olabilmektedir. Para politikası araçlarından olan faiz oranları politikası, döviz kuru politikası, enflasyon hedeflemesi, makroekonomik dengelerin kurulması gibi durumlar da varlık ve yükümlülük tutarlarını etkileyen faktörlerdendir. Maliye politikası da vergi uygulamalarıyla, sübvansiyonlar ve teşviklerle, kayıt dışı işlemlerle mücadele gibi uygulamaların her biriyle ayrıca etkilemektedir.

Bu çalışmada 2010-2018 yılları arasında ekonomik faktörlerin her birinin uluslararası yatırım pozisyonunu etkileme durumu incelenmiştir. Çalışmanın birinci bölümünde, ödemeler dengesi ve uluslararası yatırım pozisyonu ile olan ilişkisi ve uluslararası yatırım pozisyonunun çalışma mantığı, önemi ve yayımından bahsedilmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde, uluslararası yatırım pozisyonunu oluşturan alt kalemlere değinilmiş ve bu kalemlerin çalışma yılları içindeki değişimlerini gösteren çizelge ve şekiller oluşturulmuştur. Çalışmanın üçüncü bölümünde, uluslararası yatırım pozisyonunu etkileyen ekonomik faktörlere yer verilmiştir. Bunlar; para politikası, maliye politikası, finansal ürün çeşitliliği, özelleştirme faaliyetleri, yasal mevzuatın yatırımcıyı koruması gibi faktörlerdir. Çalışmanın dördüncü ve son bölümünde ise uluslararası yatırım pozisyonunu etkileyen ekonomik faktörlerin analizi yapılmıştır. Bu bölümde VAR modeli tahmini, Johansen Eş-bütünleşme testi ve Granger nedensellik testleri yapılarak faiz oranı, döviz kuru, BIST100, enflasyon ve GSYİH'daki değişimin uluslararası yatırım pozisyonu üzerindeki etkisine bakılmıştır. Analiz sonuçlarına göre, bahsi geçen ekonomik faktörler ile uluslararası yatırım pozisyonu arasında birinci dereceden eş bütünleşme bulunmaktadır.

Uluslararası yatırım pozisyonunu oluşturan varlık ve yükümlülükler arasındaki fark net uluslararası yatırım pozisyonu rakamlarını oluşturmaktadır. Türkiye'nin, 2010-2018 yılları arasındaki net uluslararası yatırım pozisyonu rakamları, yükümlülüklerinin varlıklarından fazla olmasından kaynaklı açık vermektedir. Gelişmekte olan diğer ülkeler

gibi açık vermesi, beklenen durum olmakla birlikte bu açığı istikrarlı bir biçimde finanse edebilmesi önem taşımaktadır. Bu açıdan bakıldığında bu finanse etme işleminin sağlıklı gelişmesi için etkileyen ekonomik faktörlerin iyi yönetilmesi önem arz etmektedir. Para politikası ve maliye politikasının uluslararası yatırım pozisyonuna etkisinin büyük olduğu saptanmakla birlikte bu politikaların doğru ve etkin bir şekilde yönetilmesi Türkiye'nin küresel ekonomideki yerine olumlu yönde katkı sağlayacaktır.



## 2. ÖDEMELER DENGESİ VE ULUSLARARASI YATIRIM POZİSYONU

Uluslararası finans, döviz piyasası, ödemeler dengesi, para piyasası ile ilgilenir. Uluslararası finans konusunda yapılan çalışmalarda özellikle piyasa düzenlemeleri dünya ekonomisinin karşılaşılabileceği ya da zorluklarla bu zorlukların giderilmesi ve uluslararası dengenin sağlanması üzerinedir. Uluslararası dengeye ulaşmada izlenmesi gereken iktisat politikaları da uluslararası finansın inceleme alanına girmektedir(Tunç, 2004, s. 5). Ödemeler dengesinin uluslararası finans göstergelerinde yeri ve önemi büyüktür.

Uluslararası mal, hizmet ve varlık akımlarının etkin bir şekilde gerçekleştirilebilmesi için, dünyada geçerli olan parasal sistemin, herşeyden önce, etkin bir ödemeler bilançosu denkleştirme sistemine sahip olması gerekmektedir(Çağlar, 2003, s. 11).

“Uluslararası ticaret sürecinde ne olduğunu anlamak için hükümetler yaptıkları ülkelerarası işlemleri kaydederler. Bu işlemlerin kaydı, ödemeler bilançosu hesaplarını oluşturur”(Parasız, 1996, s. 21).

Bir ekonomide, belli bir dönemde yerleşik kişilerin diğer ülkelerde yerleşik kişilerle yaptıkları ekonomik faaliyetlerin sistematik bir şekilde kaydedilip raporlandığı tabloya ödemeler dengesi denilmektedir. Ödemeler dengesine, bir ülkenin ekonomik işlemlerinin toplu bir özeti de denilebilmektedir. Ülkedeki gerçek kişilerin, tüzel kişilerin ve devletin mal ve hizmet alımı için ya da yatırım amacıyla yaptığı tüm ödemeler, ödemeler dengesine negatif etki etmekte; diğer ülkelerin ilgili ülkeden aldıkları mal ve hizmetler ile yatırımlar için yaptıkları ödemeler ise pozitif etki etmektedir. Ödemeler dengesi, ödemeler bilançosunun denkliği anlamında kullanılmaktadır. Dönem süresinde oluşan işlemleri gösteren akım, değişken bir kavramdır. Ödemeler dengesi, yıllık olarak hazırlanmakta fakat birçok ülke aylık veya üçer aylık şekilde hazırlayarak ekonomik gelişmeleri yakından takip etmeyi amaçlamaktadır.

Ekonomik işlemler kaydedilirken; işlem anındaki mevcut piyasa fiyatları kullanılmaktadır. Ödemeler dengesi ABD Doları üzerinden hesaplanmaktadır. Dolayısıyla

işlemin gerçekleştiği para birimi işlem sırasındaki döviz kuru ile ABD Doları karşılığı kaydedilmektedir.

Ödemeler dengesi tablosu tüm ülkeler açısından önemlidir ve önemini arttıran çeşitli faktörler vardır: Bunlardan birincisi, ödemeler dengesi, bir ülke parasının arz ve talebiyle ilgili ayrıntılı bilgi sağlar. İkincisi, bir ülkenin ödemeler dengesi verileri, o ülkenin iş ortağı olarak dünyanın geri kalanıyla olan iş potansiyeline işaret edebilir. Üçüncüsü, ödemeler dengesi verileri, uluslararası ekonomik rekabet ortamında ülkenin performansını değerlendirmek için kullanılabilir. (Yalçınar, 2012, s. 123-124)

Akım değişken olan ödemeler dengesinin stok değişken hali ise Uluslararası Yatırım Pozisyonu (UYP) tablosunda gösterilmektedir. UYP tablosu; bir ekonomide yerleşik kişilerin yurtdışında bulunan finansal varlıkları ile rezerv varlıkları ve yurtdışı yerleşiklere olan finansal borçlarının gösterildiği istatistikî stok durum tablosudur. Kaynağını ödemeler dengesi işlemlerinden alırken; işlem anında güncel piyasa fiyatlarıyla kaydedilen tutarlara dönem sonunda değer ve kur farkı değişimlerinin eklenmesiyle bulunmaktadır. Bu haliyle ödemeler dengesi ve UYP istatistikleri birlikte değerlendirilmesi gereken önemli makroekonomik veriler olarak ortaya çıkmaktadır.

Tüm finansal işlemlerden kaynaklanan finansal varlıkların tüm 'Net Satın Alımlarını' ve tüm 'Net Yükümlülüklerini' kayıt altına almak finansal hesabın amacıdır. Finansal varlıkların net tutarı, net borçları aştığında, dış varlıklar stoku, dış borç stokundan daha hızlı büyümekte, böylece ikisi arasındaki fark, UYP'yi arttırmaktadır. Özetle, mali hesap ulusal yatırımlar üzerinde ulusal bir tasarruf ya da fazlalık yansıtması ya da eşdeğer, cari işlemler fazlası ya da açıkları, ödeme dengesinden yola çıkarak UYP'ye bakarak, tasarruf kararlarının birikimi olarak UYP'nin görüşünü kolaylaştırmaktadır (Veken, 2016, s. 4).

UYP'nin hesaplanma aşamasında ödemeler dengesi sermaye ve finans hesaplarının etkisini ise aşağıdaki çizelge ortaya koymaktadır.

Çizelge 2.1. Uluslararası yatırım pozisyonu (stok)

Uluslararası Yatırım Pozisyonu (STOK) – Dönem Başı
+
Ödemeler Dengesi Sermaye ve Finans Hesapları (AKIM)
+
Değer ve Kur Farkı Değişimleri
=
Uluslararası Yatırım Pozisyonu (STOK) – Dönem Sonu

Kaynak: TCMB

## 2.1.Uluslararası Yatırım Pozisyonu

Dünya ülkeleri arasında ödemelerin yapılabilmesini sağlayan uluslararası para sisteminin üç temel işlevi vardır:

1. Ödemeler dengesini düzenlemek, mekanizmaları işletmek,
2. Uluslararası döviz piyasasını organize etmek,
3. Uluslararası finansmana cevap vermektir (Tunç, 2004, s. 288).

Uluslararası para sisteminin işleyişine katkı sağlayan önemli ekonomik göstergelerden olan ödemeler dengesinin yansıması UYP bu sisteme yeni bir veri akışı sağlamaktadır.

UYP, bir ekonomideki yerleşik bulunan kişilerin yurt dışı yerleşik kişilerden olan finansal alacakları ile yerleşiklerin yurt dışı yerleşik kişilere olan finansal yükümlülüklerinin belli bir tarihteki stok değerini gösteren bir istatistiki durum tablosudur.

UYP'detoplam finansal varlıklar ile toplam finansal yükümlülüklerin farkı net UYP'yi oluşturmaktadır. Başka bir deyişle, Net UYP, Türkiye'nin yurt dışından alacaklarıyla, Türkiye'nin yurt dışına borçlarının netini göstermektedir. Net pozisyon, pozitif veya negatif olabilmektedir. UYP'de, ödemeler dengesi bilançosunda kayıtlı her bir

işlem her dönem sonunda cari piyasa değerlerinde değerlendirilir ve dönem sonunda cari döviz kurlarında ABD doları karşılığı bulunur. Buna göre, dönem sonu piyasa fiyatlarında değerlendirilen varlıklar ve yükümlülükler kalemleri ile cari döviz kurları arasındaki iki dönem arasındaki fark, finansal hesapların kur bakiyesi ile iki dönem arasındaki piyasa değerindeki değişimden oluşmaktadır.

### 2.1.1. Uluslararası Yatırım Pozisyonu Kavramı

UYP'nin tanımı, yorumu ve kompozisyonu için temel bir çerçeve, IMF'nin Ödemeler Dengesi El Kitabı(BPM6) tarafından sağlanmaktadır. Bir ülkenin UYP'si, uluslararası (veya harici) varlıkları ile uluslararası (veya harici) yükümlülükleri arasındaki farkı ifade etmektedir. Uluslararası varlıklar, bir ülkede yerleşik olmayanların hak talebini temsil eden tüm finansal varlıklara işaret eder. BPM6'da beş tür dış finansal varlık ayrımı bulunmakta ve bunlar:

- doğrudan yatırım,
- finansal türevler ve çalışan hisse senedi opsiyonları (ESO),
- portföy yatırımı,
- diğer yatırımlar ve rezerv varlıklardır.

Bu işlevsel sınıflandırma, uluslararası varlıkları 'sınır ötesi işlemlerin ve konumların analizine yardımcı olmak için ekonomik motivasyonlara ve davranış kalıplarına dayanarak' bölmek için kullanılmaktadır.(IMF, 2007, s. 9).Harici varlıkların bu işlevsel ayrıştırılmasının yanında, BPM6 ayrıca bir enstrümantal sınıflandırma önermektedir. Bu alternatif sınıflandırma, her bir varlığın, dış varlıkları farklı bileşenlere bölmek için kullandığı enstrümanın türünü kullanır ve şu kategorilerden oluşur:

- parasal altın ve özel çekme hakları (SDR),
- para ve mevduatlar,
- borç senetleri,
- krediler,
- hisse senedi ve yatırım fonu payları,
- sigorta ile ilgili varlıklar (sigorta, emeklilik fonları),
- finansal türevler ve ESO'lar ve diğer alacaklar / borçlar.

Uluslararası yükümlülüklerin tanımı ve sınıflandırması uluslararası varlıklara eşdeğerdir. Tek istisna, yükümlülükler için geçerli olmayan tek (fonksiyonel) kategori olan yedek rezerv varlıklarıdır. Tanım olarak, uluslararası varlıkları uluslararası yükümlülüklerini aşan bir ülkenin pozitif bir uluslararası ekonomi işletme politikası (UEIP) olduğu söylenir. Ters durumda, bir ülkenin negatif bir UYP'si olduğu söylenir (Veken, 2016, s. 2,3)

Bir önceki tanımı bir adım daha ileri götüren UYP, bir ülkenin bilançosu olarak da tanımlanabilmektedir.. Uluslararası finansal varlıklar ve borçlar (ödemeler dengesinde kaydedilen akış muhataplarının aksine) finansal olmayan varlıklar ile birlikte bir ülkenin ulusal bilançosunun bileşenlerini göstermektedir. Bu bakımdan UYP, bu ulusal bilançonun uluslararası kısmının her iki tarafını dengeleyen bir dengeleme maddesidir. Bu açıdan bakıldığında UYP, bir ülkenin net değerini ifade etmede kullanılabilir. Bu net değer, finansal olmayan varlıkların değerini UYP'ye ekleyerek hesaplanabilir. Bu nedenle, UYP bir ekonominin, dünyanın geri kalanıyla olan ilişkisinden ya da ondan türetilen net değerinin bir kısmı olarak tanımlanabilir (IMF, 2007, s. 6).

### **2.1.2. Uluslararası Yatırım Pozisyonunun Çalışma Mantığı**

UYP, uluslararası varlıklardan uluslararası yükümlülükler çıkarılarak hesaplanmaktadır. UYP'deki değişiklikler, borsada kaydedilen ve finansal hesabı etkileyen işlemlerden kaynaklanmaktadır. UYP'deki değişiklikler 'Diğer Akışlar' olarak da adlandırılmaktadır. Tipik olarak 'Diğer Akışlara' en büyük katkı yeniden değerlemeler, döviz kuru değişiklikleri ve 'Diğer Fiyat Değişiklikleri' varlık ve yükümlülüklerin değeri üzerindeki etkisini göstermektedir.

Ödemeler dengesi karşısında değerlendirme etkilerine karşı kaydedilen işlemlerin UYP'deki değişikliklere nispi katkısı ülkeler arasında büyük farklılıklar göstermektedir. Varlıklar veya borçlarda büyük brüt pozisyona sahip olan ülkeler, daha ılımlı brüt pozisyona sahip ülkelere kıyasla değerlendirme etkilerine daha fazla maruz kalmaktadır.

Uluslararası yükümlülükler yabancılar tarafından tutulan iç varlıkları içerdiği için, bu uluslararası yükümlülüklerin değeri, iç varlık fiyatlarına göre belirlenir. Sonuç olarak, yurt içi varlık fiyatlarının yurt dışı varlık fiyatlarına göre daha hızlı artması, uluslararası



varlıklardan daha hızlı artan uluslararası yükümlülüklerle karşılık gelmektedir. Ayrıca, bu durumda, nispi fiyat etkisi UYP'in kötüleşmesine neden olmaktadır. Bazı Avrupa büyüme ekonomileri, kriz döneminde nispeten daha hızlı varlık fiyat artışlarından (çoğunlukla özkaynakta) faydalanmıştır ve bu da UYP'nin kötüleşmesine sebep olmuştur.. Birçok çevresel Avrupa ekonomisinin UYP'sinin negatif işareti, hem küresel hem de yerel varlık fiyatları yükseldikçe daha da azalan UYP ile sonuçlanmıştır. Dolayısıyla hızlı artan yükümlülüklerin ülkede krize neden olabileceği ortaya çıkmaktadır. Bu durum hem Avrupa ekonomisi hem de Türkiye ekonomisi için geçerliliğini korumaktadır.

### **2.1.3.Uluslararası Yatırım Pozisyonun Ülke Ekonomisindeki İşleyişi**

UYP, bir ülkenin bir zaman diliminde toplam iç varlıklarını ve iç borçlarını gösteren bir bilanço gibidir. Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) finansal istatistiklerinde, bunlar iç varlıklar (yurt içi yerleşikler tarafından tutulan yabancı varlıklar) ve iç borçlar (yabancıların sahip olduğu yerli varlıklar) olarak listelenmektedir. Bir önceki yıldaki varlık değişimlerini gösteren bir gelir tablosu gibidir. Diğer bir deyişle, finansal hesap bakiyesi, yıl içinde ülkenin aktif varlıklarındaki değişiklikleri kaydettiği için akış değişkenlerinden oluşurken, bir ülkenin uluslararası varlık pozisyonu, bir zamandaki varlıkların toplam değerini kaydettiği için stok değişkenlerinden oluşmaktadır.

Bir ülkenin net uluslararası varlık pozisyonu fazla, açık veya bakiye verebilmektedir. Eğer fazla ise, o zaman yurt içi yerleşiklerin elinde bulundurdukları yabancı varlıkların (borç ve özkaynak) değeri, yabancıların elinde bulundurdukları yerli varlıkların değerini aşıyor demektir. Bu durumda yerel varlıkların iç borçları aştığı söylenebilmektedir.

Borç ve sermaye yükümlülükleri her zaman çeşitli riskler doğurmaktadır. Bunlar;

- Temerrüt riski,borcun hiçbir şekilde geri ödenmeyeceği, sadece kısmen geri ödeneceği veya orijinal olarak sözleşmeden daha uzun bir süre boyunca geri ödeneceği anlamına gelmektedir. Borçluya temerrüt avantajı, elbette, ödünç alınan tüm paraların geri ödenmemesidir.
- Bir diğer risk; geri ödemelerin gerçek değerinin beklenenden farklı olabileceğidir.Bu durum, beklenmedik enflasyon veya beklenmeyen para birimi değişiklikleri nedeniyle ortaya çıkabilir. Enflasyon düşünülürse, enflasyonun

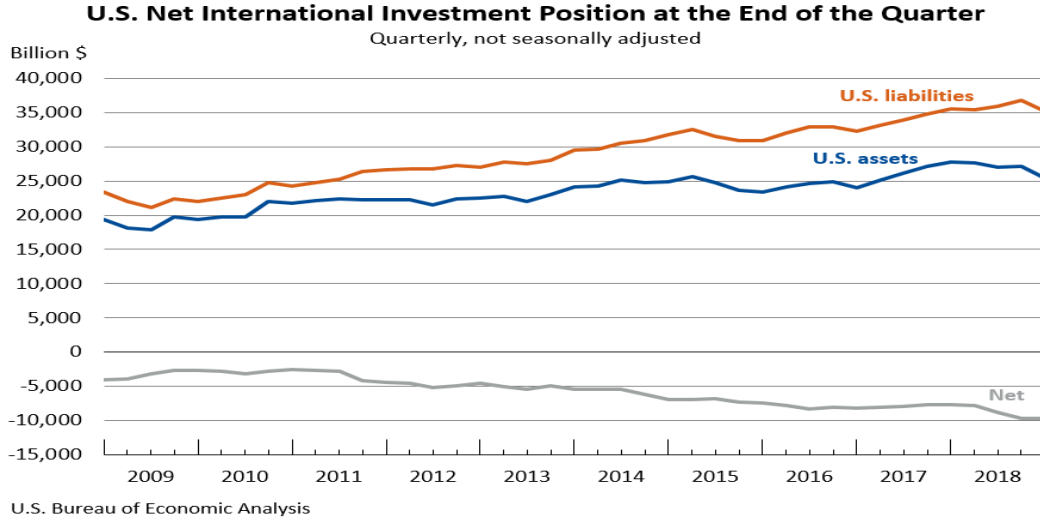
beklenenden daha yüksek olmasıyla borç geri ödemesinin gerçek değeri (nominal faiz oranı sabit ise) başlangıçta beklenenden daha düşük olacaktır. Bu, gerçek anlamda daha az geri ödeyen borçluya ve gerçek anlamda daha az borç alan-borç veren için bir dezavantaj olacaktır. Enflasyon beklenenden daha az olursa, avantajlar tersine dönecektir. Para birimi dalgalanmaları dikkate alındığında, yerli para biriminde gelir elde eden bir yerli vatandaşın uluslararası pazarda döviz ödünç aldığı varsayalım. Yerli para biriminin değer kaybetmesi durumunda, yabancı para geri ödeme değeri aynı kalsa bile, geri ödeme tutarlarının yerel para cinsinden değeri artacaktır. Bu nedenle, döviz amortismanları yabancı para cinsinden borçlular için zararlı olabilmektedir. Borç veren için benzer bir sorun ortaya çıkabilir. Bir yerli vatandaşın yabancı para satın aldığı ve daha sonra yabancı bir yurttaşa ödünç verdiğini varsayarsak, eğer yerel para birimi takdir ederse, o zaman yabancı tasarruflar nakledildikten sonra daha az yerli mal satın alacak ve borç vereni kaybedecektir (Schmitz, 2012, s. 38).

- Hisse senedi alım riski, varlığın getiri oranının beklenenden daha az olması durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu getiri oranını etkileyen birbirinden farklı nedenler bulunmaktadır. Öncelikle hisse senedi alımları bir işletmeye yapılan doğrudan yatırım olup o yatırımın geri dönüşü, işletmenin gösterdiği performansa bağlı olmaktadır. İşletmenin içinde bulunduğu pazar canlı ise ve işletme de iyi yönetiliyorsa, o zaman işletmenin değeri artacak; böylelikle hisse senedi yatırımcısı da karlı olacaktır. Tam tersi durumda ise işletmenin değeri azalacak ve dolayısıyla hisse senedi yatırımcısının getirileri olumsuz yönde etkilenecek ve tüm bu risk, hisse senedi yatırımcısı tarafından karşılanacaktır. Yatırımcı, ayrıca hisse senedi alımlarında döviz kuru riskinden de etkilenmektedir. Yatırımcı, yabancı sermaye satın aldığı anda getirisi yerli para cinsinden olmaktadır. Hisse senedinin değer artış ya da azalışı dışında ülke para biriminin değer kaybetmesi ya da değer kazanması da yatırımcının getirilerini etkileyecektir. Yerli paranın değerinin artması, yatırımcı ülkeden çıkarken onu avantajlı konuma getirecektir. Yatırım yapılan ülkedeki yerli paranın değerinin azalması söz konusu olduğunda ise yatırımcı değer azalışından olumsuz etkilenecek, bu da getiri oranını düşürecektir.

#### 2.1.4.Uluslararası Yatırım Pozisyonunun Önemi

UYP, dünya üzerindeki ülke ve ülke gruplarının toplam dış varlık ve yükümlülüklerini, diğer bir ifadeyle ulusların servetini gösteren bir çalışmadır. Bu çalışmada varlık ve birikimleri oluşturan alt başlıklar bir tablo halinde sunulmuştur. Ödemeler dengesi bilançosu olarak da görülen UYP tablosu, uzun vadeli dış varlık ve yükümlülük birikimlerini açıklamaktadır. UYP tablosu, bu varlık ve yükümlülüklerin karşılaştırılması sonucu net bir rakam vermektedir. Net UYP olarak adlandırılan bu rakam ülkenin finansal durumunu ortaya koymaktadır. Net UYP eğer pozitif bir değer ile gösteriliyorsa ülke döviz fazlası, negatif bir değer ile gösteriliyorsa ülke döviz açığı vermektedir. Bununla birlikte UYP tablosu, bu net rakamı oluşturan varlık ya da yükümlülüklerin hangi tür finansal borçlardan kaynaklandığını da göstermektedir. Böylelikle tablo kullanıcıları; UYP tablosuna bakarak, ülkenin cari işlemler dengesi hakkında fikir edinebilmektedir. Kriz riskiyle karşı karşıya kalan ülke durumları veya krizdeki ülke durumları hakkında daha net yorumlar geliştirilmesine katkıda bulunmaktadır.

Net UYP'si açık veren fakat güçlü olan ekonomiler, Londra, New York, Frankfurt ve Paris gibi, açık vermelerine rağmen istikrarlı bir biçimde açıklarını finanse edebilmeleri de izlenilebilmekte ve gelişmekte olan ülkelere yol gösterici olabilmektedir. Bu açıdan bakıldığında, önemli bir makroekonomik istatistiki veri sağlamaktadır. Bahsi geçen ekonomilerden biri olan Amerika Birleşik Devletlerinin (ABD) çalışma yılları içindeki Net UYP rakamları aşağıdaki şekilde gösterilmektedir. Aşağıdaki şekilde ülkenin varlık ve yükümlülük tutarları ve yıllara göre izlediği seyir gösterilmektedir.



Şekil 2.1. ABD Net UYP değişimi

Kaynak: [www.bea.gov](http://www.bea.gov)

Şekilden de anlaşıldığı üzere 2009-2018 yılları arasında ABD'nin Net UYP rakamları negatif yönde olup döviz açığı vermektedir. Yıllar içerisinde güçlü para birimlerine ve finansal yapıya sahip olmasıyla bilinen bu ülkenin Net UYP'si açık vermektedir. Fakat bu açıklar ülkelerin finansal istikrarına zarar vermemekte ve bu açıkları finanse edebilmektedirler. Bu açıdan bakıldığında gelişmekte olan ülkelere Net UYP'lerini finanse edebilmeleri için yol gösterici olabilmektedirler.

UYP tablosu, kullanıcılarına ülkelerin varlıklarının hangi tür finansal varlıklardan oluştuğunu gösterirken, ülke varlıklarının likidite durumu hakkında da fikir sağlamada yardımcı olmaktadır. Örneğin; varlıkları oluşturan alt kalemlerden doğrudan yatırımlar yani sermaye gibi yatırımlar daha uzun vadeli daha az likit varlıklar iken portföy yatırımlarından olan hisse senedi, borç senedi, tahvil gibi yatırım araçları daha likit varlıklardır. Ayrıca uzun vadeli sermaye girişlerinin ülkeyi terketme riski daha düşük iken devredilebilir olan portföy yatırımları sermaye yatırımlarından daha riskli konumdadır. Ülkenin UYP tablosuna bakılarak tüm bu bilgiler elde edilebilmektedir. Aynı zamanda ülkenin finansal yükümlülüklerini de hangi oranda ve hangi tür varlıklarla karşıladığı, yapısal döviz durumu ve yatırım yapılabilirliği açısından tablo kullanıcılarına fikir sağlamaktadır. Özetle, ülkelerin uluslararası yükümlülüklerini karşılayacak varlıkları olup olmadığını gösterdiğinden büyükönem arz etmektedir. Aynı zamanda ülkelerin ekonomilerinin sürdürülebilirliği, kırılganlığı hakkında da önemli bir veri sağlamaktadır. Kırılganlık hakkında burada şunlar söylenebilir: Ülkenin döviz açığını gösteren Net UYP

rakamları ve GSYH'sine bakılarak bu açığının finanse edilebilir olup olmadığı hesaplanabilmektedir. Bu hesaplama UYP tablosu rakamları kullanılarak bulunan dışa açıklık oranı yardımıyla yapılabilmektedir. Varlıklar – Yükümlülükler / GSYH şeklinde hesaplanan dışa açıklık oranı ülkelerin ekonomilerinin ne ölçüde dışa bağımlı olduğunu göstermektedir. IMF'ye göre bir ülkenin uluslararası döviz pozisyonu açığı milli gelirinin %40'nın üzerine çıkmamalıdır. Eğer döviz pozisyonu açığı milli gelirin %50'sini geçer ise ülke 'Riskli Ülke' olarak değerlendirilmektedir.

2008 küresel finansal kriziyle birlikte kredi derecelendirme kuruluşlarının analizlerinin doğru olmadığı anlaşılmış ve bu kurumlara olan güven azalmıştır. Yatırımcılar bu bilgi eksikliği yerine daha güvenilir bilgi arayışlarına başlamışlardır. Bu açıdan bakıldığında yatırım yapmakta olan yatırımcılar ödemeler dengesi ve uluslararası yatırım pozisyonu istatistikleriyle birlikte dış ülkelerin finansal yapıları hakkında daha fazla bilgi edinme şansına sahip olabilmektedir. Aynı zamanda incelemeye konu ülkenin yatırım kararları hakkında bilgi edinmesini ve yatırım yaparken tercih ettiği dış ülkeler ve profilleri hakkında da bilgi sahibi olmaya elvermektedir (Tekin, 2016). Yatırımcı ülke, dış ülkelere yatırım yaparken mevduat mı hisse senedi mi yoksa doğrudan yatırım olan sermayeyi mi tercih ediyor? Riskli ülkeleri mi tercih ediyor yoksa gelişmiş ekonomileri mi? Bütün bunlar ülkenin güvenilirliğini ülkeye gelen finansal alacakların ne kadar süre kullanılabileceğini ülke ekonomisine olan katkısı analizlerde yardımcı olmaktadır. Söz konusu ülkeye gelecek olan sermaye (yükümlülük) istihdam yaratma şansına da sahip olabilecektir. Bu da ülke ekonomisine ayrı bir katkı sağlayacaktır. Ve tüm bu bilgiler ışığında fazla veren ülkeler de yatırımlarına karar verirken uluslararası yatırım pozisyonu tablosu yardımıyla dünya ekonomisine yön verecektir.

### **2.1.5. Uluslararası Yatırım Pozisyonu Tablosu**

Ülkelerin finansal durumunu gösteren UYP tablosu iki ana bölümden oluşur. Bu bölümlerden ilki yerleşik kişilerin yurtdışındaki kişilerinden olan finansal alacaklarını gösteren varlıklar iken, ikincisi ise yerleşik kişilerin yurtdışı yerleşiklere olan finansal yükümlülüklerdir. Varlıklar, doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, diğer yatırımlar ve rezerv varlıklardan oluşurken buna benzer şekilde yükümlülükler grubu da yine doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlardan oluşmaktadır. Bu tablonun ana

kalemleri olmakla birlikte her ana kalemi oluşturan alt kalemler de bulunmaktadır. Aşağıdaki çizelge UYP tablosunun bahsi geçen ana kalemlerini göstermektedir.

Çizelge 2.2. Uluslararası yatırım kalemleri

<b>A. Varlıklar</b>	
1.	Doğrudan Yatırımlar
2.	Portföy yatırımları
3.	Diğer yatırımlar
4.	Rezerv varlıklar
<b>B. Yükümlülükler</b>	
1.	Doğrudan Yatırımlar
2.	Portföy yatırımları
3.	Diğer yatırımlar

Kaynak: TCMB

Tüm alt başlıklarıyla birlikte görebilmek adına aşağıda Türkiye'nin 2019 yılında değer ve kur farkı değişimleri ile revize edilen 2018 yılı UYP tablosu rakamlarıyla oluşturulmuş çizelge bulunmaktadır.

Çizelge 2.3. Türkiye'nin 2018 yılı UYP tablosu

<b>Uluslararası Yatırım Pozisyonu: Dış Varlık Ve Yükümlülükler (milyon ABD doları)</b>		
Uluslararası Yatırım Pozisyonu Net		-356.233
<b>A. Varlıklar</b>		<b>231.182</b>
1.	Doğrudan Yatırımlar	51.087
1.1	Sermaye	41.515
1.2	Diğer sermaye	9.572
2.	Portföy yatırımları	1.142
2.1	Hisse senetleri	380
2.1.1	Merkez Bankası	0
2.1.2	Bankalar	73
2.1.3	Genel Hükümet	0
2.1.4	Diğer Sektörler	307
2.2	Borç senetleri	762
2.2.1	Bankalar	594
2.2.2	Diğer Sektörler	168

Çizelge 2.3. (devam) Türkiye'nin 2018 yılı UYP tablosu

3.	Diğer yatırımlar	85.925
3.1	Diğer Hisse Senedi ve Katılım Payları	1.765
3.2	Efektif ve Mevduatlar	58.089
3.2.1	Bankalar	44.693
3.2.1.1.1	<i>Yabancı para</i>	37.417
3.2.1.1.2	<i>Türk lirası</i>	7.276
3.2.2	Diğer Sektörler	13.396
3.3	Krediler	6.853
3.3.1	Merkez Bankası	9
3.3.2	Bankalar	6.724
3.3.2.1	Kısa Vade	1.073
3.3.2.2	Uzun Vade	5.651
3.3.3	Genel Hükümet	120
3.4	Ticari Krediler	17.661
3.4.1	Diğer Sektörler	17661
3.5	Diğer Varlıklar	1.557
3.5.1	Merkez Bankası	1.557
4.	Rezerv varlıklar	93.028
4.1	Parasal altın	20.130
4.2	Özel Çekiş Hakları	1.343
4.3	IMF nezdinde rezerv varlıklar	157
4.4	Diğer rezerv varlıkları	71.398
4.4.1	Döviz varlıkları ve mevduatlar	46.721
4.4.1.1	Bankalar nezdinde	46.721
4.4.2	Menkul kıymetler	24.677
<b>B.</b>	<b>Yükümlülükler</b>	<b>587.415</b>
1.	Doğrudan Yatırımlar	135.545
1.1	Sermaye	119.865
1.2	Diğer sermaye	15.680
2.	Portföy yatırımları	140.255
2.1	Hisse senetleri	29.700
2.1.1	Bankalar	6.123
2.1.2	Diğer Sektörler	23.577
2.2	Borç senetleri	110.555
2.2.1	Bankalar	33.274
2.2.1.1	Yurtiçi	354
2.2.1.2	Yurtdışı	32.920
2.2.2	Genel Hükümet	66.696
2.2.2.1	Yurtiçi	18.493
2.2.2.2	Yurtdışı	48.203
2.2.3	Diğer Sektörler	10.585
2.2.3.1	Yurtiçi	263
2.2.3.2	Yurtdışı	10.322

Çizelge 2.3. (devam) Türkiye'nin 2018 yılı UYP tablosu

3.	Diğer yatırımlar	311.615
3.1	Efektif ve Mevduatlar	52.009
3.1.1	Merkez Bankası	5.914
3.1.1.1	Kısa Vade	5.914
3.1.1.2	Uzun Vade	0
3.1.2	Bankalar	46.095
3.1.2.1	<i>Yabancı para</i>	32.050
3.1.2.2	<i>Türk lirası</i>	14.045
3.2	Krediler	210.202
3.2.1	Merkez Bankası	0
3.2.1.1	IMF kredileri	0
3.2.1.2	Diğer Uzun Vade	0
3.2.1.3	Kısa Vade	0
3.2.2	Bankalar	81.496
3.2.2.1	Kısa Vade	10.916
3.2.2.2	Uzun Vade	70.580
3.2.3	Genel Hükümet	21.832
3.2.3.1	Kısa Vade	0
3.2.3.2	Uzun Vade	21.832
3.2.4	Diğer Sektörler	106.874
3.2.4.1	Kısa Vade	4.767
3.2.4.2	Uzun Vade	102.107
3.3	Ticari Krediler	48.070
3.3.1	Diğer Sektörler	48.070
3.3.1.1	Kısa Vade	47.634
3.3.1.2	Uzun Vade	436
3.4	SDR Tahsisatları	1.334

Kaynak:TCMB

Bu çizelgeden de görüldüğü gibi Net UYP, varlıklar ve yükümlülükler arasındaki farktan oluşmaktadır. Varlık ve yükümlülük kalemlerini oluşturan alt kalemler, portföy yatırımı rezerv varlıklar, diğer yatırımlar gibi kalemleri oluşturan alt kalemlerin tümü yukarıda açıkça verilmektedir.

### 2.1.6. Uluslararası Yatırım Pozisyonu Metodolojisi

Uluslararası Para Fonu (IMF), Ödemeler Dengesi'nde hazırlanan uluslararası standartlara ve Uluslararası Yatırım Pozisyonunun Altıncı El Kitabına (Altıncı El Kitabı-BPM6) dayanmaktadır. Bu standartlar, ödemeler dengesi ve UYP'nin tutarlı, karşılaştırılabilir ve güvenilir bir şekilde derlenmesini sağlar. Altıncı El Kitabı veri



toplama, veri yayınlama ve diğer derleme süreçleri için bir rehber değildir. Bu amaçlar için IMF Ödemeler Dengesi Derleme Kılavuzu da kullanılabilir. Altıncı El Kitabının amacı, ödemeler dengesi ve uluslararası yatırım pozisyonu istatistiklerinin gerekli alt bileşenlerini sağlamak ve açıklamak, ayrıca bu istatistiklerin kullanımı için temel bir çerçeve sağlamak ve uluslararası karşılaştırılabilirliği artırmak için bir çerçeve oluşturmaktır. Ayrıca, ödemeler dengesi ile uluslararası yatırım pozisyonu istatistikleri ve diğer makroekonomik veriler arasında bağlantılar kurulması ve farklı veri setleri arasında tutarlılığın sağlanması amaçlanmaktadır. (TCMB\_2, 2014, s. 11).

Aşağıda UYP'yi oluşturan ana kalemlerin varlık ve yükümlülüklerinin metodolojisi ayrıca açıklanmıştır. Bu ana başlıklar şu şekildedir;

#### Doğrudan Yatırımlar

- Varlıklar
- Yükümlülükler

#### Portföy Yatırımları

- Varlıklar
- Yükümlülükler

#### Diğer Yatırımlar

- Varlıklar
- Yükümlülükler

### **2.1.6.1. Doğrudan yatırımlar – varlıklar**

Türkiye vatandaşları tarafından yurtdışına doğrudan yatırımlarına ilişkin verinin kaynağı olan T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, yıllık anketidir. Anket 2010 yılında güncellenmiştir ve 2008 ve sonrası verileri güncel anketlere dayanmaktadır. Söz konusu stok verilerinin coğrafi ve sektörel dağılımı da yayınlanmaktadır. Yıllık yapılan anket takip eden yılın Haziran ayında açıklanırken, önceki yılın anket değeri, cari değerler, anketin

açıklanmasına kadar geçen yıl ödemeler dengesine eklenerek yayınlanır (Hazine, 2007, s. 22).

### 2.1.6.2. Doğrudan yatırımlar – yükümlülükler

Türkiye’de yerleşik olmayanların yaptıkları yatırım stoklarına ilişkin veriler 2001 yılından bu yana her yıl yapılan anketler ve şirketlerin yaptığı çalışmalardan derlenmektedir. Yabancı sermaye şirketlerin anketlerinde, şirketler sermaye miktarına göre büyük ölçekli, orta ölçekli ve küçük ölçekli olarak sınıflandırılmaktadır. Böylece gruplanmış örnekleme yöntemiyle yapılan anketlerde şirket değerleri; aylık olarak yayınlanan üç aylık gösterge niteliğindeki uluslararası yatırım pozisyonu, fiyat pazar fiyatına yansıtılan yerli doğrudan yatırım stokunun değerlerini hesaplamak için kullanılmaktadır.(TCMB\_3, 2018).

Doğrudan yatırım stokunun piyasa değeri hesaplanırken, Borsa İstanbul (BIST)’te işlem gören şirketler için piyasa değerleri; diğer şirketler için, BIST tarafından yayınlanan ilgili sektörün defter değeri ile çarpımı sonucu bulunan değerler kullanılmaktadır. Diğer sermaye kaleminin veri kaynağı, bankaların yurt dışından özel sektörden alınan kredilerin kredi bazlı detaylarını rapor etmesinden meydana gelmektedir (Ege & Topaloğlu, 2018, s. 13).

*IMF'nin ödemeler dengesi ile UYP'nin karşılaştırılabilir ve güvenilir olması amacıyla düzenlediği El Kitabı BPM6 ile 2014 yılında yeni formata uygun bir şekilde doğrudan yatırımlar aşağıdaki gibi sınıflandırılmıştır. BMP5’de doğrudan yatırımlar;*

-Yurtiçinde doğrudan yatırımlar (yükümlülük)

-Yurtdışında doğrudan yatırımlar (varlık), şeklinde sermayenin yatırım yönüne göre sınıflandırılmaktayken, BMP6 ile bu sınıflandırma;

-Doğrudan Yatırımlar (Varlıklar)

-Doğrudan Yatırımlar (Yükümlülükler) olarak revize edilmiş ve son halini almıştır. Bu uygulama sonrası, “Varlıklar” ve “Yükümlülükler” ana kalemlerinde değişiklik olurken, Net UYP kaleminde herhangi bir değişiklik olmamıştır. Aşağıdaki çizelgeler, 2014 yılında

yapılan bu güncelleme ile Türkiye’de bu yılda olan değişiklikleri ve etkileyen kalemleri net bir şekilde göstermektedir.

Çizelge 2.4. Türkiye’nin 2014 yılı BPM5’e göre UYP rakamları

<b>BPM5</b>	
(Milyon ABD Doları)	<b>2014</b>
<b>Uluslararası Yatırım Pozisyonu, net</b>	-440.611
<b>Varlıklar</b>	<b>229.996</b>
Yurtdışında doğrudan yatırımlar	39.569
Özsermaye ve yeniden yatırıma dönüştürülen karlar	33.938
Diğer sermaye	5.631
<b>Yükümlülükler</b>	<b>670.607</b>
Yurtiçinde doğrudan yatırımlar	177.450
Özsermaye ve yeniden yatırıma dönüştürülen karlar	171.924
Diğer sermaye	5.526

Kaynak:TCMB

Çizelge 2.5. Türkiye’nin 2014 yılı BPM6’e göre UYP rakamları

<b>BPM6</b>	
(Milyon ABD Doları)	<b>2014</b>
<b>Uluslararası Yatırım Pozisyonu, net</b>	-440.611
<b>Varlıklar</b>	<b>230.360</b>
Doğrudan yatırımlar	39.933
Sermaye	33.938
Diğer sermaye	5.995
<b>Yükümlülükler</b>	<b>670.971</b>
Doğrudan yatırımlar	177.814
Sermaye	171.924
Diğer sermaye	5.890

Kaynak:TCMB

### 2.1.6.3. Portföy yatırımları – varlıklar

Türkiye tahvil, hisse senetleri, ve diğer menkul kıymet işlemlerini, (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından yurtdışında ihraç edilen varlıkları hariç), Şirket Portföy Yatırım Anketi, bankalar, sigorta şirketleri, faktoring ve leasing şirketleri ve finansal olmayan şirketler ile gerçekleştirmektedir. Anket, Türkiye'de yaşayanların portföy yatırımlarının hisse senedi değerini belirlemek için yıllık olarak 2001 yılından beri üç aylık dönemler halinde yayınlamaktadır. Bu anket ile yurtdışındaki portföy yatırımlarının coğrafi dağılımı da sağlanabilmektedir. Türkiye IMF üyesi ülkelerinde yıllık 'Koordineli Portföy Yatırım Anketi (CPIS Koordineli Portföy Yatırım Anketi) 2001 yılında yürürlüğe girmiştir. CPIS formlarının 6 ayda bir değiştirilmesi kararı alınmıştır. Bu uygulama ile yılda iki kez veri aktarımı sağlanmaktadır.

### 2.1.6.4. Portföy yatırımları - yükümlülükler

T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı ve devlet bankalarının tahvil ihracı yoluyla borçlanma verileri yine T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından sağlanmaktadır. Türkiye'de yerleşik yurt dışında hisse senedi yatırım portföyüne ilişkin borçlanma senetleri niteliğindeki diğer sakinlerin borçları, Merkezi Kayıt İstanbul (MKK) ve vekalet hizmeti veren bankalar ve kuruluşlar tarafından karşılanmaktadır (Aydın Ö., 2008, s. 41).

2005'ten bu yana, MKK'nın yurt dışından Türkiye'de özkaynak yatırımı yapanların verileri günlük olarak almaya başlamıştır. Elde edilen bilgilerle oluşturulan piyasa değeri UYP'deki hisse senedi verileri ve ikisi arasındaki değişim olarak kullanılmaktadır. Dönemler arası fiyat ve kur hareketleri temizlendikten sonra ödemeler dengesi istatistiklerinde güncel veriler olarak kullanılmaktadır (BIST, 2018).

Yurt dışına ihraç edilmiş hazine bonoları, Türkiye'de yerleşik bankalara sahip gerçek ve tüzel kişilerin mülkiyetindeki hisse senedi miktarları yerleşiklik ilkesine göre düşülmektedir. Bu durum 2001 yılında bankalar, 2003 yılından itibaren gerçek kişiler ve tüzel kişiler için yapılmaktadır. Böylece, dış borç verisi ile yurtdışında ihraç edilen Hazine Bonosu Stoku, mülkiyetin ayrılmasından bağımsız olarak ihracatın tam değerini yansıtacak şekilde yayınlanmaktadır. Sadece UYP'de yurtdışında yaşayan insanların bir kısmını göstermektedir. Aynı uygulama, bankalar ve diğer sektörler tarafından verilen bankalar

için de yapılmaktadır. Ek olarak, yabancı yatırımcılara ait olan Devlet İç Borçlanma Menkul Kıymetleri (GDBS) de UYP'ye yansıtılmıştır (TCMB\_3, 2018).

Türkiye'nin Dış Borç Stoku ile UYP'de yer alan ilgili kalemler arasında oluşan farklar Genel Hükümet kalemi için aşağıdaki örnekle açıklanmıştır.

Buna göre, aşağıdaki örnek çizelgede çalışma yıllarından 2013 yılı rastgele alınıp ve ve aradaki fark gösterilmektedir. İlgili kalemler arasında ortaya çıkan Türkiye'nin dış borcu ile UYP rakamları arasındaki farklılıklar, genel hükümet kalemleri verileriyle açıklanmaktadır.

Çizelge 2.6. Türkiye'nin dış borç stoku ile UYP durumu

<b>2013</b> <b>(Milyon ABD doları)</b>	<b>DIŞ BORÇ</b> <b>(Tahviller)</b>	<b>UYP</b> <b>(Borç Senetleri)</b>
TOPLAM	55.654	89.903
Yurtdışında ihraç edilen tahviller (Genel Hükümet)		
(yurtdışı yerleşiklerin mülkiyetinde)	55.564	37.776
Yurtiçinde ihraç edilen tahviller (Genel Hükümet)		
(yurtdışı yerleşiklerin mülkiyetinde)		52.127

Kaynak: TCMB ve T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı

### 2.1.6.5. Diğer yatırımlar – varlıklar

Genel Hükümetin uluslararası kuruluşlara katkı ve katkı payı olarak sağlanan veriler T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından sağlanmaktadır. Türkiye'de ikamet etmeyenlerin ticari alacak bakiyeleri, dış ticaret istatistiklerinin kullanımı ile ilgili verilerin toplanmasıyla sağlanmaktadır. Bu toplamlara, hareketli ortalama yöntemiyle belirlenen ödemeler düşülerek bulunmaktadır. Nakit krediden alacakları ve bankaların yabancı bankalardaki varlıkları banka kayıtlarından elde edilmektedir. Yerleşiklerin yabancı mevduatına ilişkin veriler Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) istatistiklerinden sağlanmaktadır (Hazine\_1, 2018).

### **2.1.6.6. Diğer yatırımlar – yükümlülükler**

Efektif ve mevduatlar, krediler ile ticari kredilerin oluşturduğu diğer yatırımların verileri, aracılık eden bankalar ile T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından sağlanmaktadır.

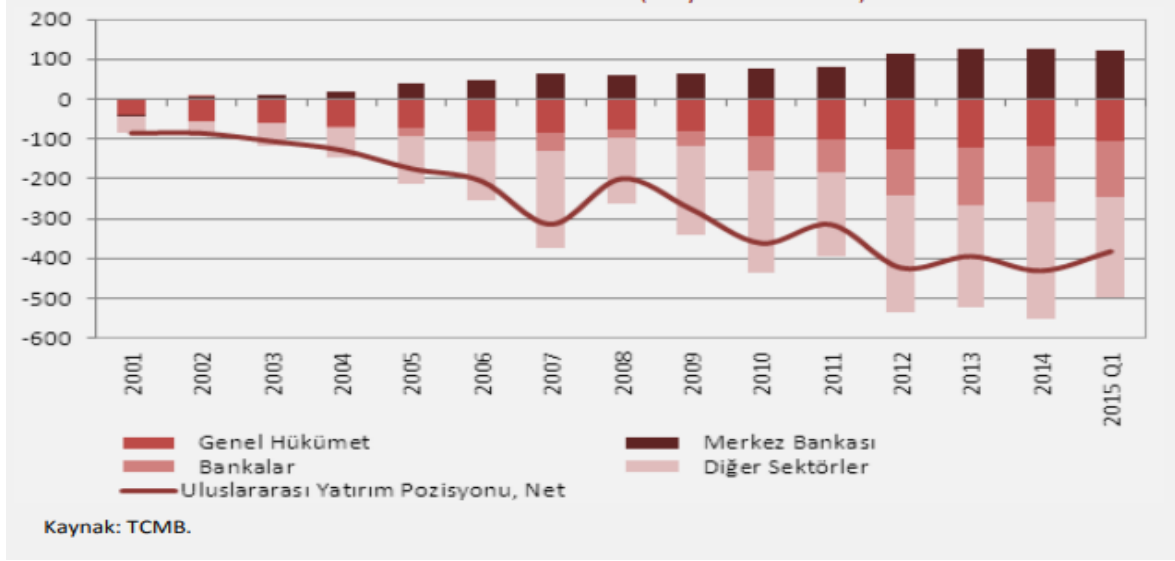
Diğer yatırımlara sektörler açısından bakıldığında; Türkiye’de banka dışı finansal kuruluşlar ve finansal olmayan kuruluşların işlemleri hakkında detaylı bilgi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından sağlanmaktadır. Ayrıca bir yıl süreyle yurtdışından elde edilen borçların bilgisi ilgili bankalar tarafından sağlanmaktadır. Yurtdışında yapılan ve daha sonra Türkiye’ye getirilen kredi kullanımlarının verisi ise borçlu şirketlerden temin edilmektedir. Bir yıldan kısa vadeli nakit kredi verileri ise TCMB ile Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından sağlanmaktadır.

### **2.1.7. Uluslararası Yatırım Pozisyonunun Sektörel Dağılımı**

Aşağıda Şekil 2’de görüldüğü gibi UYP’deki temel sektörler;

- TCMB
- Genel Hükümet
- Bankalar
- Diğer sektörlerdir.

Bu sektörlerin Net UYP’ye etkisine bakıldığında olumsuz yönde en büyük etkinin sırasıyla diğer sektör ve bankalardan kaynaklandığı görülmektedir.



Şekil 2.2. Sektörlere göre net UYP

Sektörlerin yükümlülüklerinin vade dağılımları ise bankaların dışındaki sektörlerde uzun vadeli yükümlülüklerin ağırlıklı olduğu bilinmektedir. Genel hükümetin dış borçlanma araçları genellikle borç senetleri olmakla birlikte bu borç senetlerinin büyük bir bölümü uzun vadeli. TCMB'nin mevduat kalemine bakıldığında yine büyük ölçüde uzun vadeli olduğu incelenen UYP tablolarından anlaşılmaktadır.

### 2.1.8. Uluslararası Yatırım Pozisyonunun Yayımı

Türkiye'nin envanter değerini belli bir tarihe kadar gösteren UYP'nin dış varlıkları ve yükümlülükleri 1996'dan bu yana derlenmektedir. Varlıklarda; portföy yatırımları, doğrudan yatırımlar, diğer yatırımlar, rezerv varlıklar, yükümlülüklerin ise doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar kalemlerinden oluşacak şekilde, her üç ayda bir gösterge niteliğinde aylık olarak yayımlanmaktadır.

#### 2.1.8.1. Çeyrek dönemler itibariyle yayımlanan uluslararası yatırım pozisyonu

Türkiye'nin finansal yurtdışı varlık ve yükümlülüklerini gösteren UYP verileri, her çeyrek dönem için ilgili dönemi takip eden ikinci ayda yayımlanmaktadır.

Yurtiçi ve yurtdışı doğrudan yatırım yılsonu stok verileri, yılda bir defa gerçekleştirilen ankete dayanmaktadır. İzleyen yılın Haziran ayında ise güncellenmektedir.

Yılsonu dışındaki üçer aylık stok verileri ise ay sonları itibariyle gösterge niteliğinde yayımlanan UYP'deki yöntemle aynı şekilde hesaplanmaktadır.

UYP, 2012 yılının ilk çeyrek verilerini ve 2006 yılının ilk çeyreğinden başlayarak bir zaman dizisini içeren 21 Mayıs 2012 tarihinde TCMB'nin web sitesinde yayınlanmış ve IMF'ye de gönderilmiştir. Böylece, üç aylık UYP ulusal ve uluslararası alanda tanıtılmıştır. Şu anda, IMF'ye çeyrek dönemlik UYP verileri gönderen 74 ülkeden biri de Türkiye'dir.

### **2.1.8.2. Ay sonlarında gösterge niteliğinde yayımlanan uluslararası yatırım pozisyonu**

Ay sonlarına ilişkin gösterge niteliğindeki UYP hesaplanmasında; yurtdışında bulunan yerleşik kişilerin Türkiye'ye yaptıkları doğrudan yatırımların stok verileri ile yılda bir defa yapılan yabancı sermayeli şirketler anketinin sonuçlarından yararlanılmaktadır. Ayrıca BIST verilerinden yararlanılıp bu tutarların piyasa değerine getirilmesi ve hesaplanan tutara, ödemeler dengesi istatistiklerine yansıyan Türkiye'deki doğrudan yatırımlara ilişkin ilgili ayın ödemeler dengesi akım tutarlarının eklenmesi ile bulunmaktadır. Türkiye'de bulunan yerleşik kişilerin yurtdışında yaptıkları doğrudan yatırımların stok verileri ise şu şekilde hesaplanmaktadır; T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın yılda bir defa yaptığı yurtdışı doğrudan yatırım anket sonuçları ile ay sonu ödemeler dengesi istatistiklerine yansıyan yurtdışı doğrudan yatırımlara ilişkin ilgili ayın ödemeler dengesi akım tutarları eklenerek bulunmaktadır. UYP'nin "Varlıklar" kalemindeki portföy yatırımlarına veri kaynağı olan portföy yatırım anketi, çeyrek dönem itibarıyla bulunmaktadır. Yapılan bu anketlerle çeyrek dönemler için elde edilen stok rakam, izleyen aylardaki UYP'de kullanılmakta, bir sonraki çeyrek dönem anket sonuçlarına göre güncellenmektedir. Ayrıca "Varlıklar" kaleminin altındaki "Diğer Yatırımlar" bölümünde yer alan ve BIST istatistiklerinden derlenen yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışındaki mevduatlarına ilişkin veriler ise BIST'in söz konusu verileri yayımlama tarihine bağlı kalarak UYP'ye gecikmeli yansıtılmaktadır.

Yurtiçinde yerleşiklerin yurtdışındaki portföy yatırımlarının stok değerini belirlemek için, 2001 yılından itibaren düzenli olarak yıllık, Mart 2006 döneminden itibaren de üçer aylık dönemlerde olmak üzere TCMB tarafından portföy yatırım anketi yapılmaktadır. Anket, kendi adlarına ve aracılık ettikleri yurtiçi yerleşikler adına yaptıkları portföy işlemleri için bankalar, kiralama, faktoring, sigorta şirketleri, aracı kurumlar ile seçilmiş



şirketler nezdinde yapılmaktadır. Söz konusu anket, Türkiye'nin 2001 yılından bu yana düzenli olarak katıldığı ve IMF tarafından üye ülkeler nezdinde gerçekleştirilen "Eşgüdümlü Portföy Yatırım Anketi (Coordinated Portfolio Investment Survey-CPIS)"ne de veri sağlamaktadır (Akışoğlu B. , 2018, s. 5).

Yurtdışında yerleşik kişilerin haftalık hisse senedi ve devlet içborçlanma senetleri portföyleri raporu yurtdışında yerleşik kişilerin DİBS portföyelerine ilişkin bilgiler Türkiye'de saklama hizmeti veren bankalardan haftalık olarak, hisse senedi portföyüne ilişkin bilgiler ise MKK'dan günlük olarak alınmaktadır. Elde edilen bilgilerle bulunan piyasa değeri UYP'de stok veri olarak, iki dönem arasındaki değişim ise fiyat ile kur değişimlerinden arındırıldıktan sonra ödemeler dengesi istatistiklerinde akım veri olarak kullanılmaktadır. Söz konusu hesaplamada hisse senedi stoku içinde yer alan ancak % 10 kriterini aşması nedeniyle doğrudan yatırımlar konusu olan ve BİST'te gerçekleştirilen hisse senetleri alımları, portföy yatırımları kaleminden çıkarılarak doğrudan yatırımlar kalemine yansıtılmaktadır.

### 3. ULUSLARARASI YATIRIM POZİYONU TABLOSUNU OLUŞTURAN KALEMLER

UYP, bir ülkenin dış varlıkları ile dış yükümlülükleri arasındaki farkı (açığı veya fazlayı) göstermektedir. Pozisyondaki döviz açığının dış borç ile ilgisi yoktur. Bir ülkenin dış borcuna karşılık dışarıda o kadar veya daha fazla varlığı, alacağı var ise yatırım pozisyonu fazlalık gösterir. UYP ülkelerin uluslararası yükümlülüklerini karşılayacak varlıkları olup olmadığını gösterdiği için önem arz etmektedir.

Türkiye açısından bakacak olursak, öncelikle Türkiye IMF'nin Uluslararası Finansal İstatistikleri ile Özel Veri Yayınlama standartları tabanından derlenen 11 gelişmekte olan ülke arasında bulunmaktadır. Bu ülkelerin yükümlülükleri varlıklarından büyüktür. Türkiye'nin son sekiz yılınverileri alındığında Net UYP'sinin eksi karakterde olduğu yani varlıklarının yükümlülüklerini karşılamadığı görülmektedir. Ayrıntılı olarak incelemek gerekirse;

Çizelge 3.1. UYP rakamları (milyon ABD doları)

Yıllar	Net UYP Rakamları Yıllık (Milyon ABD Doları)
2010	-361.657
2011	-314.837
2012	-423.297
2013	-394.590
2014	-440.611
2015	-384.614
2016	-369.006
2017	-461.799
2018	-338.887

Kaynak:TCMB

Bu değerlerin yıllara göre artış veya azalışlarını ülkeye yapılan doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar kalemlerindeki yurt dışı yerleşiklerden edinilen krediler gibi kalemler etkilemektedir. Ana kalemlerin hacmine etki eden birçok ekonomik faktör bulunmaktadır. Bu ekonomik faktörlere çalışmanın ilerleyen safhalarında daha detaylı değinilecektir.

UYP rakamları kullanılarak oluşturulan ülke ekonomisi hakkında bilgi veren yardımcı oranlar bulunmaktadır. Bunlardan en önemlileri; dışa açıklık oranı, ticari dışa açıklık oranı, finansal dışa açıklık oranı gibi oranlardır.

**Dışa açıklık oranı:** Bir ekonominin dış dünya/diğer ekonomilerle ticari ve finansal ilişkisinin derecesi şeklinde tanımlanan UYP analizlerinde kullanılan yardımcı oranlardan ilkidir. Literatürde genel kabul görmüş tek bir oran veya formül bulunmamakla birlikte  $(\text{Varlıklar} - \text{Yükümlülükler}) / \text{GSYH}$  şeklinde hesaplanmaktadır.

Türkiye'nin son 8 yılının finansal dışa açıklık oranına bakacak olursak;

Çizelge 3.2. 2010-2018 yılları dışa açıklık oranları

2010 - 2018 Yılları Dışa Açıklık Oranları	
Yıllar	Dışa Açıklık Oranı (%)
2010	-49,30
2011	-46,60
2012	-49,50
2013	-46,50
2014	-48,50
2015	-47,60
2016	-46,20
2017	-49,80
2018	-42,80

Kaynak: TCMB

Oranlarda sabit bir artma ya da azalma görülmemekte, dalgalanmalar yaşanmaktadır. Bu da hem UYP yıllara göre dalgalanmalarından hem de GSYH'nın değişimlerinden kaynaklanmaktadır.

**Ticari dışa açıklık**, bir ülkenin ihracat (X) ve ithalat (M) toplamının diğer bir ifade ile toplam dış ticaret hacminin ülke Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla'sına (GSYH) oranı olarak tanımlanmaktadır. Kısaca, "Ticari dışa açıklık oranı";  $(X+M)/\text{GSYH}$  şeklinde formüle edilmektedir.

**Finansal açıklık**, bir ülkenin dış dünya ile olan finansal ilişkisinden kaynaklanan toplam yabancı varlık ve yükümlülüğün, ülkenin GSYİH'ye oranı olarak ifade edilmektedir. UYP hacminin bir göstergesi olarak seçilen ve UYP'nin ana bileşenleri olan varlıklar ve yükümlülükler toplamı bu oranın hesaplanmasına dahil edilmiş olup, (Varlıklar + Borçlar) / GSYİH şeklinde formüle edilmiştir.

Bu oranların hesaplanmasına kaynak sağlayan UYP tablosu alt kalemleri ise aşağıdaki gibidir.

### 3.1. Doğrudan Yatırımlar

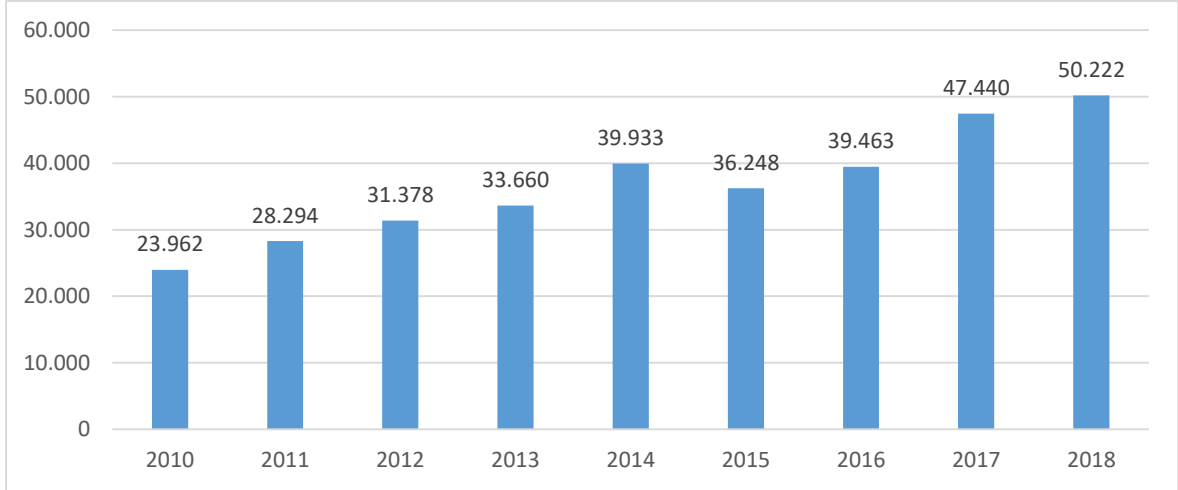
Doğrudan yatırım; uzun vadeli bir yatırım şeklidir. Yatırımın yapıldığı ülke açısından kalıcı sermayedir(Yalçın, 2012, s. 136). Yatırımcının yerleştiği olduğu ülke dışındaki bir ekonomide işletmenin yönetiminde söz sahibi olduğu ya da kontrol ettiği yatırımdır(BPM6 para. 6.8, s.100). Doğrudan yatırımda, yönetimde söz sahibi olması ya da yatırımcının işletmenin sermayesinde %10 oranında veya daha fazla paya sahip olması esastır (Eğilmez, 2018).

UYP'de doğrudan yatırımlar kalemi, Varlık ve yükümlülük durumuna göre:

-Doğrudan yatırımlar (varlıklar)

-Doğrudan yatırımlar (yükümlülükler) alt başlıklarında incelenir.

Doğrudan yatırımlar varlıklar kaleminin 2010-2018 yılları arasındaki tutarlarından yola çıkarak aşağıdaki şekil oluşturulmuştur.

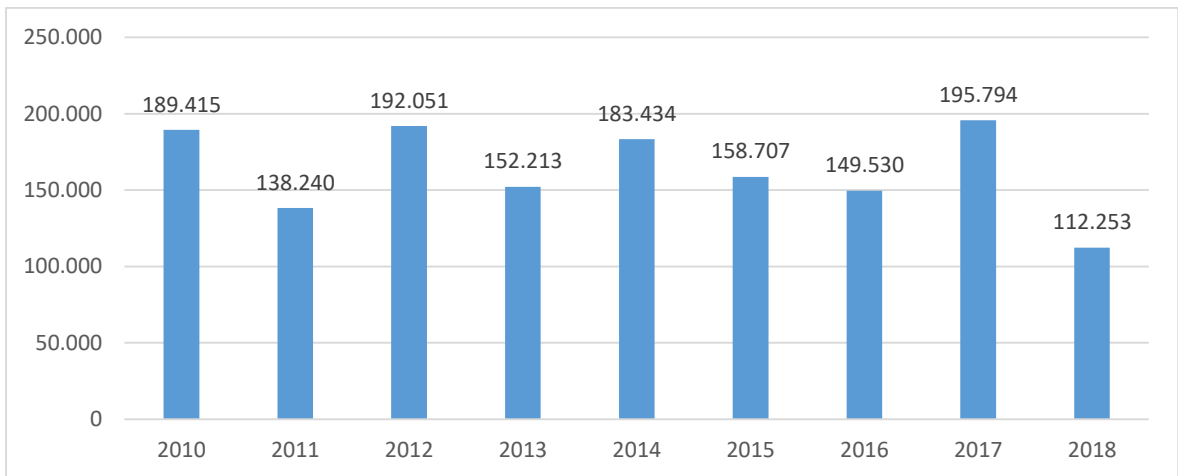


Şekil 3.1. Varlıklar - doğrudan yatırımlar (milyon ABD doları)

Kaynak: TCMB

Yukarıdaki şekilde varlıklar içindeki doğrudan yatırımların tutarlarına bakıldığında, 2018 yılında 50.222 milyon dolar olduğu bilinen bu rakam son sekiz yılın en yüksek tutarıdır. Yıllara göre dalgalı bir seyir gözlenmekte genel olarak artış olduğu gözlemlenmektedir. Artışlar, doğrudan yatırımların alt kalemi olan sermaye kalemindeki artışlardan kaynaklanmaktadır. Bu da Türkiye'deki yerleşik kişilerin yurtdışındaki işletmelere yaptığı yatırımların arttığını göstermektedir.

Doğrudan yatırımların yükümlülük kaleminin 2010-2018 yılları arasındaki tutarlarıyla aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur.



Şekil 3.2. Yükümlülükler - doğrudan yatırımlar milyon ABD Doları

Kaynak: TCMB

Yukarıdaki şekildedir son sekiz yılda yükümlülükler grubundaki doğrudan yatırımların tutarları incelendiğinde; en yüksek tutarın 2017 yılında gerçekleştiği görülmektedir. 2017 yılındaki bu tutar 195.794 milyon dolardır. Bu tutarların önemli bir kısmını sermaye alt kaleminden gelmektedir. Fakat varlıklarda olduğu gibi düzenli bir artış gözükmemektedir. Bu durum yurt dışı yerleşik kişilerin Türkiye'deki bir işletmenin sermayesine ortak olma işlemlerinde yıllara göre değişiklik gösterdiğini veya yeni işletmeler açmak için bulunulan faaliyetlerin belli bir düzende olmadığını göstermektedir. Bu da ülkenin yatırımcıyı özendirilmesinden, ülkenin ekonomik politikalarından, yatırımcıyı koruması yönündeki kanunlarına kadar etkilenecek bu sonucu ortaya çıkarmaktadır.

Doğrudan yatırımları oluşturan alt kalemler ise sermaye ve diğer sermaye kalemleridir.

- ❖ Türkiye'de kurulmuş olan şirketlerde edindikleri paylarla yurtdışında ikamet eden ve sermayeye dönüştürülen karlar *Sermaye* başlığı altında,
- ❖ Ülkemizde bulunan yabancı ortakların yabancı ortaklarından (ana hissedarlar, bağlı ortaklıklar, bağlı ortaklıklar, bağlı ortaklıklar ve grup şirketleri) alınan ticari ve nakit krediler *Diğer Sermaye* ortak kalemi altında takip edilmektedir.

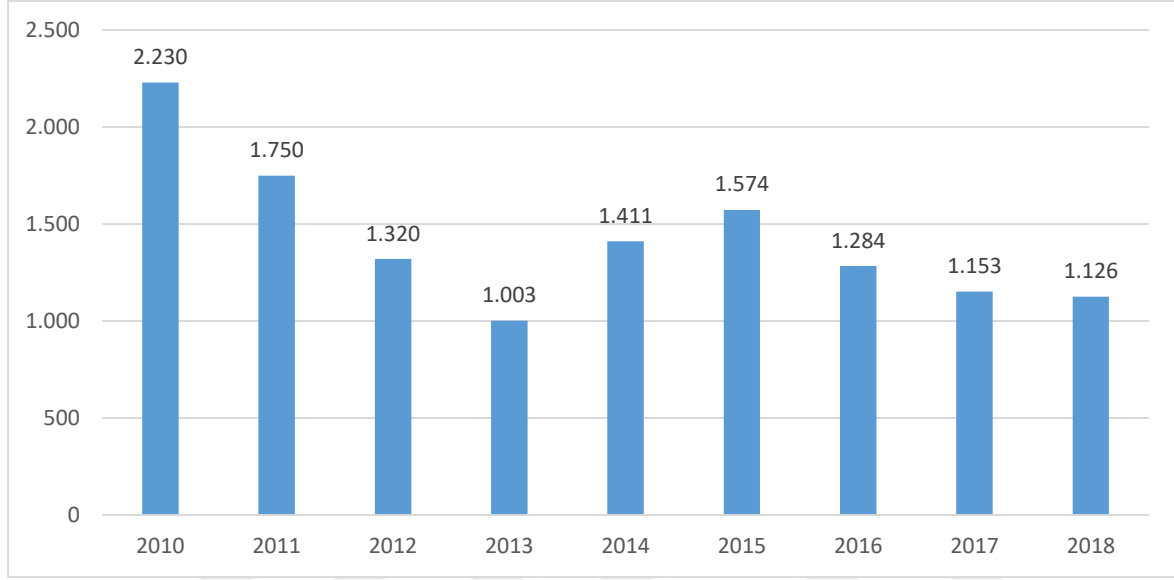
### 3.2. Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları, özkaynaklara ve borçlanma senetlerine yapılan yatırımları içermekte ve doğrudan yatırımların aksine, yatırımcının, toplamda %10'dan daha az bir paya sahip olduğu yatırım şeklidir. Doğrudan yatırımlarda yatırımcı, üretim teknolojisi ve yönetimi ile yatırım sermayesi bilgisini beraberinde getirirken, yabancı yatırımcıların portföy yatırımlarındaki sermayeden başka bir katkısı yoktur. Bu yüzden daha likit yatırım araçları olmakla birlikte devredilebilir özelliğe sahip yatırımlardır.

Portföy yatırımları, son yıllarda önemi hızla artan bir yatırım şeklidir. Portföy yatırımları varlıklar ve yükümlülükler olmak üzere iki başlık altında toplanır. Varlıklar kalemi, yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında alım satımını yaptıkları menkul kıymetleri kapsamaktadır. Yükümlülükler de ise, yurtdışında yerleşik kişilerin yurtiçi piyasalardan satın aldıkları menkul kıymetleri içermektedir (Yalçın, 2012, s. 139).

UYP’de portföy kaleminin sektörleri;bankalar, genel hükümet ve diğer sektörlerdir. Enstrümanları ise hisse senetleri ve borç senetleridir.

Portföy yatırımlarının varlıklar kaleminin 2010-2018 yılları arasındaki tutarlarıyla aşağıdaki şekil oluşturulmuştur.



Şekil 3.3. Varlıklar- portföy yatırımları (milyon ABD doları)

Kaynak: TCMB

2010 yılında 2.230 milyon dolar olduğu bilinen portföy yatırımlarının 2018 yılında 1.126 milyon dolar olduğu görülmektedir. Bu tutarların önemli bir bölümünü portföy yatırımlarının alt kalemi olan borç senetleri oluşturmaktadır. Sektöre göre bakıldığında; borç senetlerindeki büyük pay diğer sektörler olarak geçen bankalar dışındaki finansal ve finansal olmayan kuruluşlara aittir. Türkiye portföy varlıklarının neredeyse yarısı, yurtdışında yerleşik diğer finansal kuruluşlar tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerdir. Bunu Hükümetler tarafından verilen menkul kıymetler takip etmektedir. Bankalar ve finansal olmayan kuruluşlar tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin oranı birbirine yakındır. Sigorta ve Emeklilik Fonları tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin payı ise % 1'dir.

2013 ve 2014 yılları için tüm varlıkların %16'sı yabancı bankalarca ihraç edilen menkul kıymetlerdir. Portföy varlıklarının en küçük payı, holding şirketleri tarafından ihraç edilen menkul kıymetler dahil, finansal olmayan kuruluşlar tarafından ihraç edilen

menkul kıymetlerdir. 2014 yılsonu itibarıyla, 2013 sonunda toplam aktifler içerisinde%17 pay alan finansal olmayan kuruluşların payı%11 olarak gerçekleşmiştir.

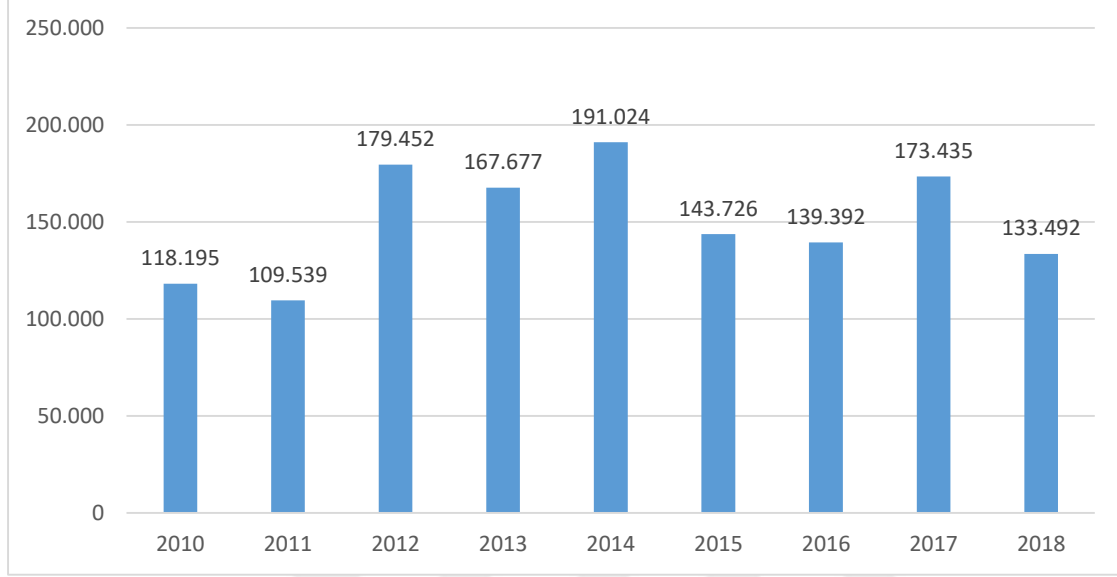
Portföy varlıklarının coğrafi dağılımına bakıldığında, çalışma yılları olan 2010-2018 yılları arasında ABD ve Avrupa'ya yapılan portföy yatırımlarının toplam portföy yatırımlarında yüksek olduğu görülmektedir. Haziran 2013 sonunda, Avrupa menşeli menkul kıymetlere yapılan yatırımların miktarı en yüksek seviyedeysen, sonraki yıllarda ABD menşeli menkul kıymetlere yapılan yatırımların miktarı Avrupa'daki yatırım miktarını aşmıştır. Asya'daki yatırımlar artarken, Afrika ve Avustralya'daki yatırımların toplamda çok küçük bir payı bulunmaktadır.

Portföy yatırımlarının döviz kompozisyonu incelendiğinde, döviz kompozisyonunun yatırımların coğrafi dağılımına paralel olduğu görülmektedir. Varlıklardaki en büyük paya sahip olan yabancı para biriminin ABD doları olduğu ve bunun incelenen tüm dönemler için geçerli olduğu anlaşılmakla birlikte, Japon Yeni ve İsviçre Frangı gibi para birimlerinin de olduğu görülmektedir. Avronun ABD dolarından sonra ikinci sırada olduğu ve İngiliz Sterlini ve Japon Yeni İsviçre Frangı dışındaki diğer yabancı para birimlerinin yabancı para cinsinden payının küçük ve çeşitli olduğu görülmektedir. Varlıkların edinildiği ülkelerin, Amerika ve Avrupa kıtasında yoğunlaştığı anlaşılmakta ve portföy varlıklarının yabancı para cinsinden kompozisyonunun coğrafi dağılıma paralel olduğu, ABD Doları ve Avro cinsinden menkul kıymetlerin aktiflerde büyük bir paya sahip olduğu görülmektedir.

Türkiye'de yaşayanların elindeki portföyün yaklaşık yarısı Bankalar ve Sigorta Şirketleri ile Bankalar, Fon Yönetim Şirketlerinin Emeklilik Fonları (aracı kurumlar, finansal kiralama şirketleri, finansal faktoring şirketleri, tröstler, fonlar vb hariç) yurtdışındaki diğer finansal kuruluşlar tarafından ihraç edilmiştir. 2014 yılında ihraç edilen menkul kıymetlerin Diğer Finansal Kurumlar, Türkiye'deki yerleşiklerin ve kuruluşların %52'sine kıyasla en çok tercih edilen menkul kıymetler olduğu görülmektedir. Bu sektör veri dönemindeki sıralamasını ve oranını değiştirmiş olmasına rağmen, yurtdışındaki hükümetlerin çıkardığı varlıklar izlenmiştir.



Portföy yatırımlarının yükümlülükler kalemine ilişkin 2010-2018 yılları arasındaki tutarlarından yola çıkarak aşağıdaki şekil oluşturulmuştur. Oluşturulan bu şekil 2010-2018 yılları arası verileri analiz etmeye yardımcı olmaktadır.



Şekil 3.4. Yükümlülükler- portföy yatırımları

Kaynak: TCMB

2010 yılında 118.195, 2018 yılında ise 133.492 milyon dolar olan portföy yatırımları görüldüğü üzere dalgalı bir seyir izlemektedir. Ayrıca küresel krizden sonra piyasalarda yaşanan toparlanmalar ile küresel ölçekte artan likiditenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesiyle likit ve devredilebilir olan yatırım araçları olan portföy yatırımlarına olan ilgiyi arttırmıştır.

Türkiye'de 2014 sonu itibariyle toplam portföy varlıklarının yaklaşık %73'ü uzun vadeli menkul kıymetlerdir. Bu yüksek oranı %26 ile hisse izlemektedir. Portföy yatırımlarında, çalışma yılları içindeki 2010 yılında hisse senetleri ve borç senetleri oranları birbirine yakın iken zamanla borç senetlerinin oranı artmıştır. 2017 yılında borç senetleri yükümlülüklerin %78,82'sini, 2018 yılına ise %70,03'ünü oluşturmaktadır. Hisse senedi getirileri yatırım yapılan şirketin değeriyle ilgiliyken borç senetleri getirileri faiz oranı gibi ekonomik değişkenlere bağlıdır. Zaman içerisinde borç senetleri lehine dönüşen bu durum; Türkiye'deki şirket değerlerinin düşmesiyle hisse senedi getiri oranlarının da düşmesinden ve yıllar içindeki faiz oranlarının artışından kaynaklanmaktadır.

### 3.3. Diğer Yatırımlar

Bu ana kalem; doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve rezervler dışındaki varlık ve yükümlülüklerin oluşturduğu önemli bir alt kalemdir.

Diğer yatırımlar da portföy yatırımları gibi varlıklar ve yükümlülükler olarak ikiye ayrılır. Varlıklar bölümünde ticari krediler, krediler, bankaların döviz varlıkları ve diğer varlık kalemleri yer almaktadır. Ayrıca yurtiçi ve yurtdışı yerleşiklerin kendi aralarında yaptıkları vadeli mal ticareti ve bankaların yurtdışına açtıkları krediler bu kalemde gösterilmektedir. Yükümlülükler bölümünde ise, yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışından sağladıkları ticari ve nakit krediler ile bankalar nezdinde açılan döviz hesapları izlenmektedir (Yalçiner, 2012, s. 139-140).

Diğer yatırımlar, varlıkların yaklaşık %30'unu oluşturmaktayken yükümlülükler ana kaleminin ise yine yaklaşık olarak %50'sini oluşturmaktadır. Çalışma yılları olan 2010-2018 yılları içindeki varlık ve diğer yatırım tutarları ile varlık içindeki diğer yatırım oranlarını aşağıdaki çizelgeden daha detaylı görmek mümkün olacaktır.

Çizelge 3.3. Varlık ve diğer yatırım tutarları ile diğer yatırım oranları

Yıllar	Varlıklar	Diğer Yatırımlar	D. Yatırım/Varlık
2010	185.908	73.732	%39,66
2011	179.672	61.282	%34,10
2012	214.444	62.583	%29,18
2013	226.090	60.447	%26,73
2014	230.460	61.711	%26,78
2015	211.420	63.065	%29,83
2016	215.207	68.349	%31,76
2017	232.777	76.454	%32,84
<b>2018</b>	<b>226.327</b>	<b>90.264</b>	<b>%39,88</b>

Kaynak:TCMB

Görüldüğü üzere diğer yatırımların varlıklar içerisindeki oranı 2010 yılından 2014 yılına kadar azalış göstermiş fakat 2015 yılından sonra tekrar artış gözlemlenmiştir. Varlıklar içindeki diğer yatırımları oluşturan alt kalemler ise; diğer hisse ve katılım payları, efektif ve mevduatlar, krediler ve ticari kredilerdir. Varlıklar ana kalemindeki diğer yatırımın en yüksek oranda olan alt kalemi efektif ve mevduatlar kalemidir. Çalışma yılı içindeki diğer yatırımlar kaleminin yaklaşık %78,83'ünü efektif ve mevduatlar oluşturmaktadır. Bu durum, Türkiye'de yerleşik kişilerin yurtdışında yaptığı yatırımlarda efektif ve mevduat tercihlerinin yüksek olduğunu göstermektedir.

Yükümlülük ana kalemi tutarları ve yükümlülük tarafındaki diğer yatırım tutarları ile yükümlülükler içindeki diğer yatırımların oranlarını ayrıntılı görebilmek adına aşağıdaki çizelge düzenlenmiştir.

Çizelge 3.4. Yükümlülük ve diğer yatırım tutarları ile diğer yatırım oranları

Yıllar	Yükümlülükler	Diğer Yatırımlar	D. Yatırım/Yüküml.
2010	547.565	240.901	%43,99
2011	494.509	247.853	%50,12
2012	637.741	267.853	%42,00
2013	620.680	302.277	%48,70
2014	670.971	300.678	%44,81
2015	596.034	293.601	%49,26
2016	584.213	295.291	%50,55
2017	694.576	325.347	%46,84
<b>2018</b>	<b>565.214</b>	<b>319.469</b>	<b>%56,52</b>

Kaynak: TCMB

Görüldüğü gibi diğer yatırımların yükümlülükler içindeki payları varlıklara nazaran daha yüksektir. 2015 yılında 596.034 milyon dolar olan yükümlülükler içindeki diğer yatırımların tutarı 293.601 milyon dolar iken 2018 de 565.214 milyon dolar yükümlülükler içinde diğer yatırımların tutarı 319.469 milyon dolar seviyesine çıkmıştır. En yüksek tutar ise 325.347 milyon dolar ile 2017 yılında gözlemlenmiştir. Çalışma yıllarında düzenli bir

artış gözlemlenmemiş olup, yükümlülükler içindeki oranları %42 ile %56 arasında değişkenlik göstermiştir. Bu da yükümlülükler içindeki diğer yatırımların önemini açığa çıkarmaktadır.

Yükümlülük ana kalemindeki diğer yatırımları oluşturan alt kalemler; efektif ve mevduatlar, krediler, ticari krediler ve SDR tahsisatlarından oluşmaktadır bu alt kalemlerin çalışma yılları içindeki oranlarına bakıldığında; 9 yılda da SDR tahsisatlarının en az kredilerin ise yaklaşık %71,07 (2010 yılına ait oran) ile en yüksek paya sahip olduğu görülmektedir. Bu durum yurtdışı yerleşiklerin Türkiye'den kredi kullanma oranının, ticari kredi kullanma ve ya efektif mevduat getirilerinden yararlanma oranından daha yüksek olduğunu göstermektedir.

Diğer yatırımlara ilişkin alt kalemlerin ve detaylı tanımları ise aşağıdaki gibidir.

### 3.3.1. Efektif ve Mevduatlar

Bankalar nezdindeki yabancı para ve Türk lirası fon stoklarını göstermektedir. UYP'de diğer yatırımlar varlıklarda, enstrümana göre:Diğer hisse senedi ve katılım payları, mevduatlar, krediler ile ticari kredilerdir.

Sektörlere göre bakıldığında:Merkez bankası, bankalar, genel hükümet ile diğer sektörlerdir.

Vadeye göre bakıldığında:

- Kısa vadeli (sözleşme tarihi ile son ödeme tarihi sırası 365 güne (dahil) kadar olanlar)
- Uzun vadeli (sözleşme tarihi ile son ödeme tarihi arası 365 günü aşanlar)

Varlıklar ana grubundaki diğer yatırımların oranlarının yaklaşık %30 dolaylarında olduğu bir önceki başlıkta gösterilmiştir. Diğer yatırımların alt kalemi olan efektif ve mevduatların, diğer yatırımlar içindeki hacmini detaylı görebilmek adına aşağıdaki çizelge oluşturulmuştur. Tabloda çalışma yılları olan 2010-2018 yıllarındaki diğer yatırım tutarları, efektif ve mevduat tutarları ile efektif ve mevduatların diğer yatırımlar içindeki oranları bulunmaktadır.

Çizelge 3.5. Diğer yatırımlar ve efektif ve mevduat tutarları ile oranları (varlık)

Yıllar	Diğer Yatırım Tutarları (Milyon ABD Doları)	Efektif ve Mevduat Tutarları (Milyon ABD Doları)	Efektif M. / Diğer Y. Oranı (%)
2010	73.657	58.064	78,83
2011	61.173	44.917	73,42
2012	62.412	44.526	71,34
2013	60.317	40.092	66,46
2014	61.104	40.401	66,11
2015	62.902	42.001	66,77
2016	68.175	46.669	68,45
2017	76.306	50.545	66,23
2018	85.925	58.089	67,60

Kaynak: TCMB

Yukarıdaki çizelgeden de anlaşıldığı üzere tutar ve oranlar çalışma yılları içinde dalgalı bir seyir izlemiştir. Düzenli bir artış veya azalış olmamakla birlikte efektif ve mevduatlar diğer yatırımların ortalama %69'unu oluşturmaktadır. Bu durum Türkiye'de yerleşik kişilerin sermaye ve portföy yatırımları dışındaki diğer yatırımlar kaleminde en çok mevduat yatırımlarını tercih ettiğini kanıtlar niteliktedir. Ayrıca varlıklar içindeki en yüksek tutarlar çalışma yılları içinde genellikle efektif ve mevduatlar kaleminde gözlemlenmektedir. Bu da Türkiye'deki yerleşiklerin yurtdışında yaptığı yatırım çeşidinin mevduat şeklinde olduğunu açıkça ortaya koymaktadır.

Yükümlülükler grubundaki efektif ve mevduatın değişimine ve diğer yatırımlar içindeki payını görebilmek adına aşağıdaki çizelge oluşturulmuştur. Çizelgede çalışma yılları olan 2010-2018 yıllarındaki yükümlülükler grubunda bulunan diğer yatırım tutarları ile alt kalemi olan efektif ve mevduat tutarları bulunmaktadır. Bu tutarlara ek olarak diğer yatırımlar kalemindeki efektif ve mevduat oranları hesaplanmıştır. Bu efektif ve mevduatlar yurt dışında yerleşik kişilerin Türkiye'de bulunan banka ve benzeri kuruluşlara yaptığı mevduat şeklindeki yatırımları kapsamaktadır.

Çizelge 3.6. Diğer yatırımlar ve efektif ve mevduat tutarları ile oranları (yükümlülük)

Yıllar	Diğer Yatırım Tutarları (Milyon ABD Doları)	Efektif ve Mevduat Tutarları (Milyon ABD Doları)	Efektif M./ Diğer Y Oranı (%)
2010	239.185	44.323	18,53
2011	247.806	39.178	15,80
2012	268.887	48.367	17,98
2013	303.001	56.169	18,53
2014	300.208	52.650	17,53
2015	292.755	46.640	15,93
2016	294.573	47.130	15,99
2017	323.942	51.414	15,87
2018	311.615	52.009	16,69

Kaynak: TCMB

Çizelgeden tutarlara ve oranlara bakıldığında; düzenli bir artma ya da azalma olmamakla birlikte oranların düşük olduğu gözlemlenmiştir. Yurtdışı yerleşiklerin Türkiye'ye yatırım yaparken efektif ve mevduatlara olan tercihinin az olduğu görülmektedir. Başka bir deyişle, çizelge dış ülkelerin Türkiye'de mevduat bulundurma tercihinin düşük olduğunu göstermektedir. Yurtdışı yerleşiklerin yatırım tercihleri genellikle; sermaye, hisse senedi, borç senedi ve krediler şeklindedir.

### 3.3.2. Krediler

Varlıklar ana kalemindeki diğer yatırımların alt kalemi olan kredilerin tutarları ve diğer yatırımlar içindeki oranları aşağıdaki çizelgede gösterilmektedir.

Çizelge 3.7. Varlıklar grubundaki kredi tutarları ve diğer yatırımlar

Yıllar	Kredi Tutarı(Milyon ABD Doları)	Diğer Yatırımlar İçindeki Oran(%)
2010	2.557	3,47
2011	2.770	4,52
2012	3.596	5,75
2013	4.113	6,80
2014	5.657	9,17
2015	6.225	9,87
2016	6.305	9,22
2017	7.041	9,21
2018	6.560	7,27

Kaynak: TCMB

Kredilerin diğer yatırımlar içindeki payı çok düşük olmakla birlikte oran olarak yıldan yıla 2017 yılına kadar artış göstermektedir. 2018 yılında tekrar düşme eğilimine girdiği gözlemlenmektedir. Bu kredi tutarları ve oranları Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışında yerleşik kişilerden kredi kullanma oranının düşük olduğunu göstermektedir. Yurtiçi yerleşiklerin yurtdışında tercih ettiği yatırım türünün UYP tablosuna göre; sırasıyla efektif ve mevduatlar ile sermaye türündeki yatırımlar olduğunu söylemek mümkündür.

Yükümlülükler grubundaki kredi tutarları ve diğer yatırımlar içindeki hacmini gösteren oranlar aşağıdaki çizelgede verilmiştir.

Çizelge 3.8. Yükümlülükler grubundaki kredi tutarları ve diğer yatırımlar

Yıllar	Kredi Tutarı(Milyon ABD Doları)	Diğer Yatırımlar İçindeki Oranı(%)
2010	170.420	71,13
2011	181.821	73,27
2012	192.610	71,54
2013	213.119	70,24
2014	214.507	71,33
2015	212.083	72,59
2016	210.305	71,22
2017	228.415	70,21
2018	220.082	68,89

Kaynak : TCMB

Çizelgeden de anlaşıldığı üzere, efektif ve mevduatlar, ticari krediler, SDR tahsisatları gibi alt kalemlerin diğer yatırımlar içindeki oranı düşük olup en yüksek paya sahip olan krediler alt kalemidir. Bu oran yıllar içinde değişkenlik göstermekle birlikte %70 dolaylarında seyretmektedir. Bu oranlar Türkiye’de yerleşik kişilerin yurt dışındaki banka ve benzeri finans kuruluşlarından sağladığı kredilerin oranlarını göstermektedir. Kredi kullanma kararı verilirken yatırımcılar faiz oranlarını dikkate almaktadır. Bu durum yurtiçi faiz oranları ve yurtdışı faiz oranlarını devreye sokmaktadır. Faiz oranları farklılığı, yatırımcının kredi kullanımını konusunda karar vermesine yardımcı olmaktadır.

### 3.4. Rezervler Varlıklar

Rezerv varlıklar;

- Parasal Altın Rezervleri
- Özel Çekme Hakkı (SDR)
- Yabancı Para şeklinde ülkede bulundurulmuş varlıklardır.

Rezerv varlıklar, para ve kur politikalarına etkisi, dışsal şoklara karşı gereken döviz likiditesini sağlama ve hükümetin iç ve dış borç servisini karşılaması açısından önem arz etmektedir. Bu amaçlara hizmet etmesi için parasal otorite tarafından kullanıma hazır tutulan dış varlıklardır. SDR'ler IMF tarafından Türkiye'nin kotası çerçevesinde kullanılmakta ve TCMB'ye rezerv sağlama amacı güden uluslararası rezervlerdir. Yabancı para olarak tutulan rezerv varlıklar ise TCMB'nin menkul kıymet ve kullanıma hazır olan yabancı mevduatlarını ifade etmektedir.

Varlıklar grubunda, rezerv varlıkların tutarları yüksekken, yükümlülük grubunda yalnızca SDR tahsisatları başlığı altında yer alan tutarlar düşüktür. Aşağıdaki çizelgede 2010-2018 yılları arasında rezerv varlıkların tutarları gösterilmektedir.

Çizelge 3.9. 2010 – 2018 yılları arası rezerv varlık tutarları

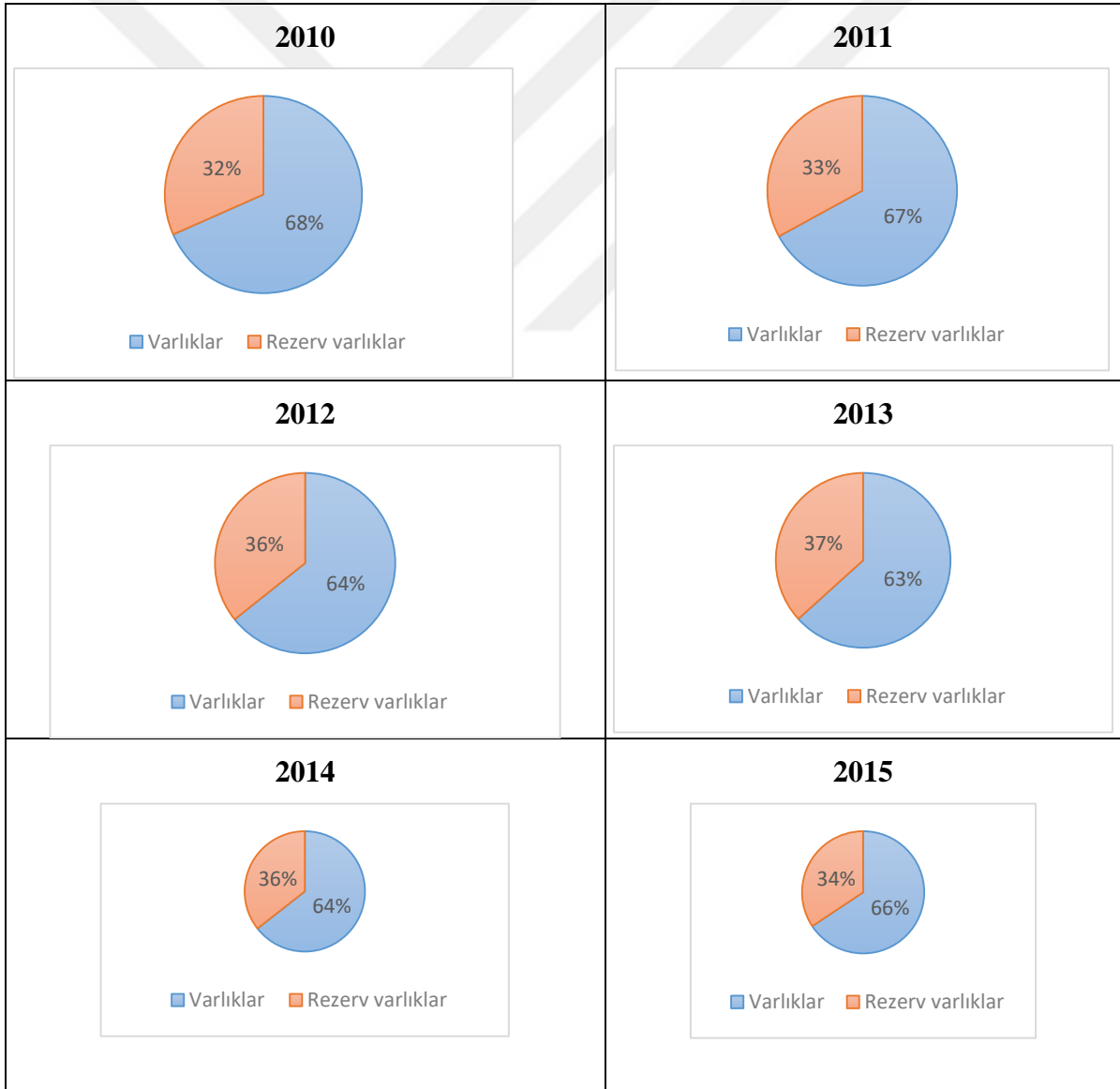
Yıllar	Rezerv Varlık Tutarları (Milyon ABD Doları)
2010	85.968
2011	88.340
2012	119.167
2013	131.035
2014	127.328
2015	110.533
2016	106.111
2017	107.730
2018	84,715

Kaynak: TCMB

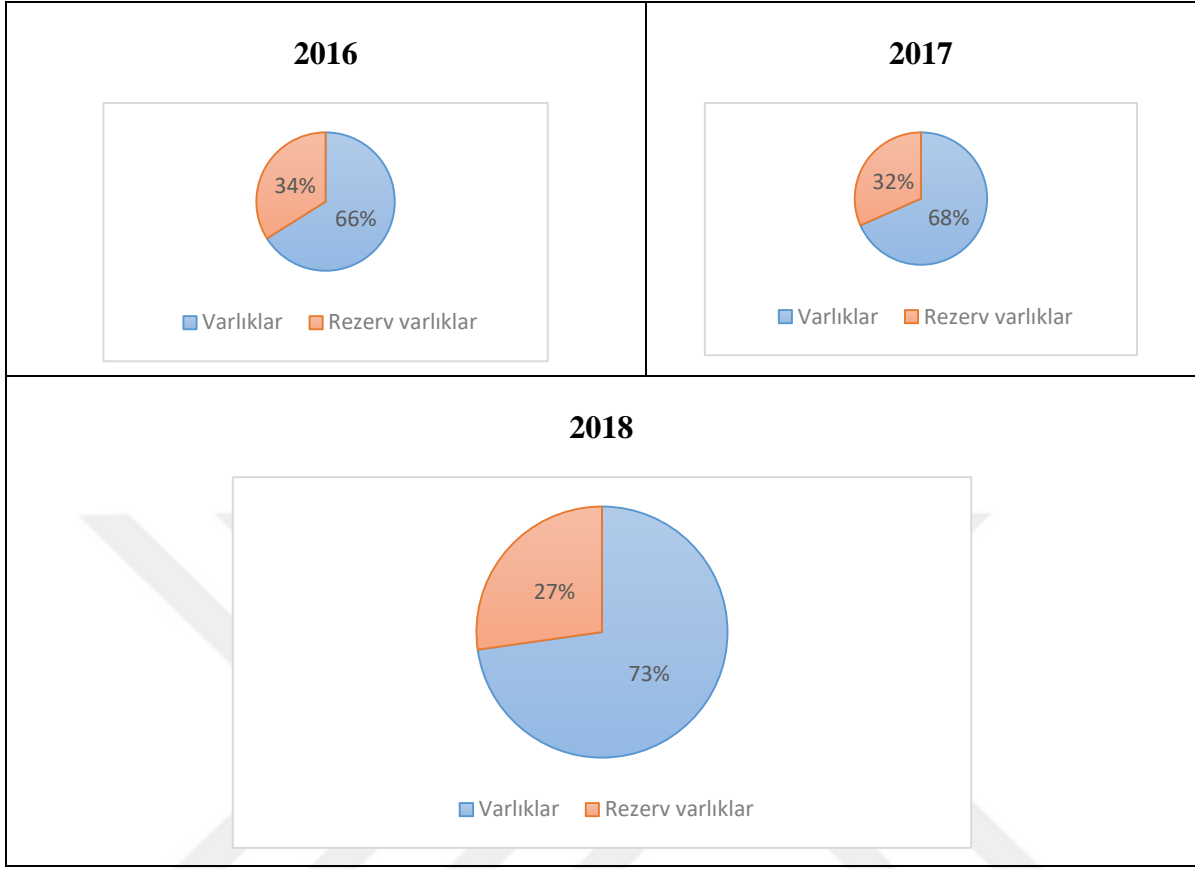


Çizelgeden rezerv varlık tutarlarının, 2014 yılına kadar artış gösterdiği, 2015 yılıyla birlikte rakamlarda düşüş olduğu gözlemlenmektedir. 2018 yılında ise son sekiz yılın en düşük seviyesindedir. Varlıkların tutarları ile rezerv varlıkların tutarları karşılaştırıldığında, varlıkların önemli bir kısmı rezerv varlıklardan oluştuğu görülmektedir. Varlıkların bu denli yüksek olmasının dezavantajları da bulunmaktadır. Rezerv olarak tutulan paranın maliyeti bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin son yıllarda rezerv varlıklarını arttırdıkları görülmekle birlikte bunun ne kadar doğru olduğu tartışılmaktadır.

Rezerv varlıkların, varlıklar ana kalemi içindeki oranlarını daha net görebilmek adına aşağıdaki şekillerde pasta grafikleri bulunmaktadır.



Şekil 3.5. Varlıklar içindeki rezerv oranları



Şekil 3.5. (devam) Varlıklar içindeki rezerv oranları

Kaynak: TCMB

Yukarıdaki pasta grafiklerinden de anlaşıldığı üzere, çalışma yılları içinde rezerv varlıklar varlıkların ortalama %33'ünü oluşturduğu görülmektedir. Türkiye'de yerleşik kişilerin yurtdışına yaptıkları yatırımlar dışında olan rezerv oranlarının böyle bir oranla varlıklar içerisinde yer tutmasının ülkeye maliyeti bulunmaktadır. Şöyle ki; ortalama %7-8 gibi faiz oranlarıyla alınan döviz kredilerine karşılık TCMB rezervlerini %3-4 getirisi olan varlıklara yatırım yapmaktadır. Dolayısıyla aradaki fark rezerv varlıkların maliyetini oluşturmaktadır.

Ekonomist Dani Rodrik, gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye'nin kısa vadeli borçlarını azaltmasının döviz biriktirmesinden daha mantıklı olacağını ve yüksek miktardaki rezervi elde tutmanın sermayeyi aktif bir şekilde yönetememenin bedeli olduğunu savunmaktadır. Ülkede, kısa dönemde borçlara ödenen faiz oranı ile TCMB'nin elinde tuttuğu likit yabancı varlıklar üzerinden elde edilen getiri oranı yakın oldukça bu rezerv varlıkların maliyeti de azalmaktadır. Bu maliyetin ülkenin GSYİH' sının %1'i

düzeyine yükselmesi gelişmekte olan ülkelerin finansal küreselleşmeye yüksek bir maliyet ödediğinin göstergesi olmaktadır.



#### 4. ULUSLARARASI YATIRIM POZİSYONUNU ETKİLEYEN EKONOMİK FAKTÖRLER

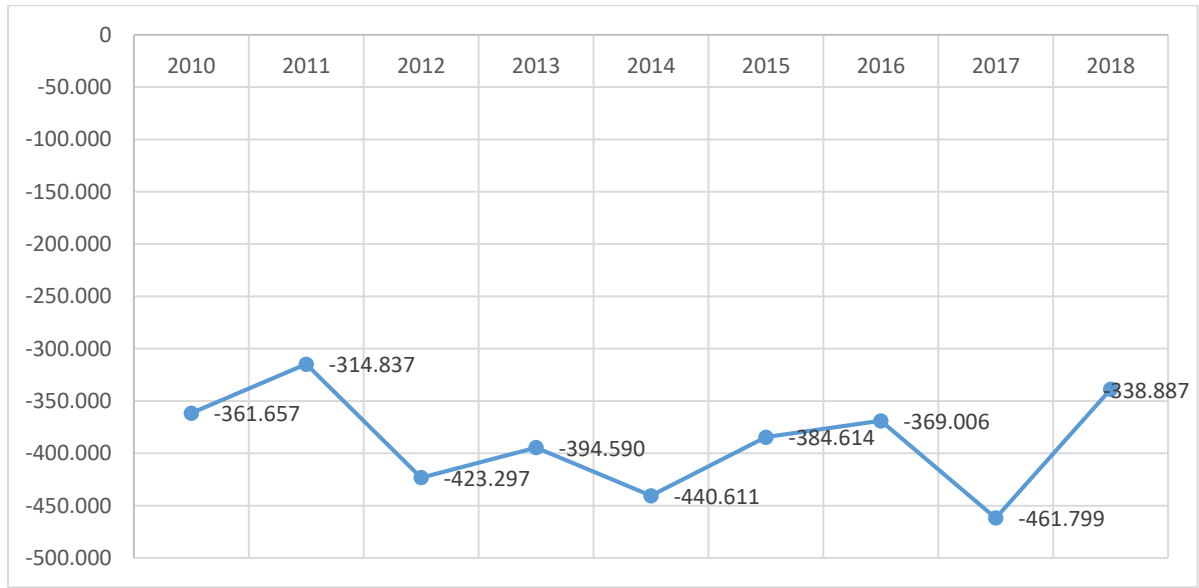
Bir ekonomide ikamet eden kişilerin, finansal varlıklarının değerini ve rezerv olarak tutulan altın varlıkların ve belirli bir tarihte sahip oldukları finansal borçların değerini gösteren UYP, farklı ekonomik faktörlerden etkilenebilmektedir. UYP’de yükümlülükler varlıklardan fazla olduğunda *net yatırım pozisyonu açığı*, varlıklar yükümlülüklerden fazla olduğunda ise *net yatırım pozisyonu fazlası* oluşmaktadır. Net UYP olarak adlandırılan bu durum yükümlülükler ile varlıklar arasındaki farktan oluşmaktadır.

Bu bölümde, net yatırım pozisyonu açığı ya da fazlası verme durumunu etkileyen ekonomik faktörler incelenecek ve Türkiye’de 2010-2018 yılları arasındaki Net UYP değişimlerini etkileyen tüm etkenler ele alınacaktır. Bu etkenler para politikası ve maliye politikasıdır. Bu politikalar dışında finansal ürün çeşitliliği, ekonomik hareketliliği etkileyen psikolojik etkenler, makro ekonomik dengelerin kurulamaması, yatırımcıyı koruyan kanunların varlığı gibi durumlar da etkilemektedir. Para politikasında; faiz oranları politikası, döviz kuru politikası, enflasyon hedeflemesi gibi alt dallar bulunmaktayken, maliye politikasında vergi uygulamaları, sübvansiyon, teşvik, kayıt dışı işlemlerle mücadele gibi uygulamaların varlığından söz edilebilmektedir.

Para politikası; bir ülkede fiyat istikrarının sağlanması, para arzının yönetimi, tam istihdama ulaşmak gibi amaçlar için merkez bankalarının ya da para otoritelerinin uyguladığı politikalarlardır. Para politikasına yön verilirken genellikle faiz oranları kullanılmaktadır. Faiz oranları, bankaların ve diğer finansal kuruluşların kendi müşterileri için belirlediği faiz oranlarına, varlık fiyatlarına ve döviz kuruna etki etmektedir. Fiyat istikrarının sağlanamaması ve fiyatlar genel düzeyinin artması durumunda ise enflasyon ortaya çıkmaktadır. Bu bilgiler ışığında para politikasında dikkat çeken kavramlar; faiz oranı, döviz kuru ve enflasyon olmaktadır. Buradaki faiz oranlarından kasıt, TCMB’nin diğer bankalarla olan işlemlerinde uyguladığı faiz oranlarıdır. Bu oranlar, bankalar ve diğer finansal kuruluşların kendi müşterileri için belirledikleri faiz oranlarını etkilemektedir. Döviz kuru ise, dış ülkeye satılan mal ve hizmetin fiyatını belirleyen temel unsurdur. Döviz fiyatlarının belirleniş biçimi ve ekonominin dış dengesinin sağlanmasında döviz kurularından faydalanma yöntemleri döviz kuru politikasını ortaya koymaktadır.

Maliye politikası, hükümetin mali, iktisadi ve sosyal amaçlara ulaşmak için uyguladığı politikalarıdır. Bu politikanın araçları; kamu gelirleri, kamu bütçesi, kamu harcamaları ve kamu borçlanmasıdır. Bu araçlar kullanılarak iki çeşit politika uygulanabilir. Biri enflasyonist ortamda kullanılan daraltıcı maliye politikası diğeri ise ekonomiyi canlandırmak için uygulanan genişletici maliye politikasıdır.

Öncelikle Net UYP 'nin yıllara göre değişimlerini incelemek ve bu doğrultuda etkileyen ekonomik faktörlere değinmek doğru olacaktır.



Şekil 4.1. Net UYP tutarları (milyon ABD doları)

Kaynak: TCMB

Türkiye'nin 2010-2018 yılları arasındaki Net UYP tutarlarındaki değişimler yukarıdaki şekilde gösterilmiştir. Aralık 2011 UYP raporuna göre 2011 yılında Net UYP tutarının 39,6 milyar dolarlık iyileşmesinde yükümlülüklerin 46,2 milyar doları azalışı belirleyici olmuştur. Aralık 2012 yılı UYP raporuna göre 2012 yılında Net UYP tutarının -105,4 milyar dolarlık artışında yükümlülüklerin 138,9 milyar doları artışı belirleyici olmuştur. 2013 UYP raporuna göre, 2013 yılında Net UYP tutarının 30,2 milyar dolarlık iyileşmesinde yükümlülüklerin 18,7 milyar doları gerilemesi belirleyici olmuştur. 2014 UYP raporuna göre 2014 Net UYP tutarının 46,0 milyar dolarlık azalışında yükümlülüklerin 50,3 milyar doları artması belirleyici olmuştur. Yıllar içinde dalgalanmalar yaşanmakla birlikte rakamların eksi yönde olduğu yani yükümlülüklerin varlık tutarlarını aştığı görülmektedir. Varlık kalemlerinde de değişiklikler olmasının

yanında görüldüğü üzere Net UYP açığını etkileyen en önemli kalemler yükümlülüklerden oluşmaktadır. Bu da Türkiye'nin çalışma yılları içinde döviz açığı verdiğini göstermektedir. Sürekli açık veren bu yapı Türkiye ekonomisinin dışa bağımlı bir yapıda olduğunu gözler önüne sermektedir. Yükümlülük tutarlarının fazla olması ve Net UYP'ye etkisi açısından bakıldığında önem arz ettiği bilinmektedir. Yükümlülüklerin yıllar itibariyle değişimi ise aşağıdaki çizelgede detaylı olarak gösterilmektedir.

Çizelge 4.1. Yükümlülük tutarlarının değişimi

Yükümlülük Tutarları (Milyon ABD Doları)	Yıllar
547.206	2010
495.926	2011
640.749	2012
623.305	2013
675.173	2014
596.034	2015
584.213	2016
694.576	2017
565.214	2018

Kaynak: TCMB

Yükümlülükler; yurt dışı yerleşiklerin yurt içine yaptığı doğrudan yatırımlardan, ülkenin yurt dışına ihraç ettiği hisse senedi, borç senedi gibi portföy yatırımlarından, yurt dışı yerleşiklerden alınan krediler ve IMF kredileri gibi kalemlerden oluşmaktadır. Yükümlülükleri oluşturan bu kalemleri etkileyen durumlar ise;

**Doğrudan yatırım** yükümlülük stokunu değer ve kur farkı değişimleri büyük ölçüde etkilemekte burada da döviz kuru politikasının önemi devreye girmektedir. Şöyleki; ödemeler dengesi işlemlerini stok hale getirirken dönem sonundaki piyasa ve kur dikkate alınmakta burada da işlem tutarları dışında değer ve kur farkının etkisi büyük olmaktadır.

**Portföy yatırımlarını** değer ve kur farkı değişimleri, faiz oranları, ihraççının sektörü, vade yapısı, döviz kompozisyonu, ihraççı ülkeye duyulan güven gibi durumlar etkilemektedir. Burada döviz kuru politikasının yanı sıra faiz oranları politikası ve ülke ekonomisinin finansal istikrarı önem kazanmaktadır.

**Kredileri** etkileyen faktörler ise vade yapısı, faiz yapısı, döviz kompozisyonu, gibi faktörlerdir. IMF kredileri 2013 Mayıs ayı itibarıyla anapara ödemeleri tamamlanarak sıfırlanmıştır.

UYP, yükümlülükler kaleminde değişimlere sebep olabilecek genel durumlar ülkenin borç ödeyebilirliği, likidite, borç sürdürülebilirliği gibi kavramlara da değinmeyi gerektirmektedir.

**Borç ödeyebilirliği**, bir ülkenin dış yükümlülüklerini devamlı olarak yerine getirebilmesini ifade etmektedir. Burada akıllara Credit Default Swap (CDS) gelebilmektedir. CDS, finansal krizle kredi derecelendirme kuruluşlarına olan güvenin azalmasıyla birlikte alternatif risk göstergesi arayışları sonucu bulunan bir göstergedir. CDS'in kredi riskinin devredilmesi, alacağın garantilenmesi, borcu iflasa karşı sigortalama gibi kullanımları olsa da tam anlamıyla CDS bir kişi ya da kuruluşun, kredi sahibinin karşılaşacağı alacağın ödenmeme riskini belirli bir bedel karşılığında üstlenmesini sağlayan anlaşmalardır.

CDS işleyişi hakkında örnek vermek gerekirse; Türkiye'nin 5 yıl vadeli ihraç ettiği tahvili satın alan Almanya alacağının riskli olduğunu düşünerek bu riski bir CDS kurumuna devredebilmektedir. CDS kurumu ise bu devir karşılığında alacağı ödeme garantisi vererek riski satın almaktadır. Alacağını garanti altına alan Almanya bu devir sırasında CDS kurumuna devredilen risk karşılığında belirli bir ücret ödemektedir. İşte tam da burada devreye CDS primi girmektedir. CDS primi; bu ödenecek ücreti belirlemeye yardımcı olan baz puandır. Bu puan ülkenin borçlarının ödeyebilirliği ile ilgilidir. Eğer borç ödeyebilirliği düşük ise yani ülke riskli görünüyorsa CDS primi yüksek olacaktır. Dolayısıyla her ülkenin CDS primi de farklı olmaktadır. Yukarıdaki örneğin 26.08.2013 tarihinde 10.000.000 \$ tutarında gerçekleştiğini varsayarsak; bu tarihteki CDS primi 237,93 baz puan idi. Dolayısıyla Almanya'nın riski devretmek için CDS kurumuna ödeyecek ücretten oluşmaktadır.  $10.000.000 \times (237,93/100) = 237.930$  \$ olacaktır. Burada Almanya risk sever bir tutum sergiliyor ise işlem hacmini artırabilmektedir. Bu da Türkiye'nin doğrudan yükümlülüklerimizdeki portföy yatırımlarını ve diğer yatırımlardaki krediler kaleminin artmasına sebep olacaktır.

CDS primleri ile hisse senetleri arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Kısa dönemde CDS primleri ile hisse senedi endeksleri arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisinden bahsedebilmekteyken, döviz kurlarında CDS primlerinden döviz kurlarına doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi de mevcuttur. Bu durum CDS'in portföy yatırımlarındaki tahvil, senet ve bonoya ek olarak hisse senetlerini de etkilemekte olduğunu göstermektedir.

Genel olarak CDS primi, yatırımcı ülkenin risk tutumuna göre tahvil, senet, bono, hisse senedi ve kredilerin işlem hacmine etki ederek yükümlülükler kaleminde değişimlere sebep olabilmektedir. Bu baz puanının uzun ve kısa vadeli değişimine etki eden faktörler bulunmaktadır. Kısa vadede ülke içindeki siyasi ve finansal durumlar etki ederken uzun vadede kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkelere verdiği yatırım notları etki edebilmektedir. Bu da ülkeler arası yatırım çekmede oldukça önemli bir faktördür. Kredi riskini etkileyen faktörlerin analiz edildiği çalışmalarda genellikle, GSYH büyüme oranı, cari denge/GSYH, ihracat/GSYH, ithalat/GSYH, faiz oranları, borç/GSYH, reel döviz kuru, dış borç seviyesi, işsizlik oranı, enflasyon oranı, hisse senetlerinin getirileri gibi değişkenlerin kullanıldığı bilinmektedir.

Bir ülkenin likidite durumu, acil yerine getirilmesi gereken dış yükümlülükler açısından önem arz etmektedir. Likidite durumu, ülkenin borç ve borçluluğunun değerlendirmesini etkileyebilmektedir. Yabancı para ve faiz kompozisyonu, vade yapısı ve borç geri ödemesinde kullanılacak varlıklar, ülkenin dış likidite krizlerine karşı kırılganlığının çok önemli göstergeleridir. **Borç sürdürülebilirliği**, bir ülkenin borç stokunu veya borç servisini, çeşitli geri ödeme kriterlerinden birine (GSYH gibi) bölmek suretiyle değerlendirilebilmektedir.

Bu kavramlar ışığında; ülkenin borç ödeyebilirliği, likidite durumu, borç sürdürülebilirliği gibi durumların ülkeye yatırım girişlerine etki ettiği söylenebilmektedir. Yurtdışı yatırımcılar olası bir kriz durumundaki likidite durumuna, borç sürdürülebilirliğine güvendiği ülkelere yatırım yaparak yurtiçinde yükümlülüklerin hacmini artırıcı etki yaratmaktadır.



#### 4.1. Para Politikasının Uluslararası Yatırım Pozisyonuna Etkisi

Para politikası, bir ekonomide fiyat istikrarını sağlamak, yabancı paralar karşısında dengeli bir değere sahip olabilmek, makroekonomik hedeflere ulaşmak gibi amaçlarla para arzının para otoritesi yürüten merkez bankası tarafından kontrol altında tutmak adına uyguladığı politikaların bütününe denmektedir. Para politikasında merkez bankasının para ve kredi hacmini değiştirmek için para politikası araçları kullanılır. Belli başlı para araçları; açık piyasa işlemleri, reeskont politikası, zorunlu karşılıklar, döviz kuru işlemleri politikalarıdır. Para politikasının amaçları;

- ❖ Tam istihdamın sağlanması,
- ❖ Döviz kuru istikrarının sağlanması,
- ❖ Faiz oranı istikrarının sağlanması,
- ❖ Büyüme hızının artırılması,
- ❖ Fiyat istikrarının sağlanması,
- ❖ Mali sistemle birlikte yürütülerek mali istikrarın sağlanmasıdır.

Tüm bu amaçlara bakıldığında fiyat istikrarının yanında finansal sistemde istikrarı koruma amacı olduğu da görülmektedir. Bu amaçlar doğrultusunda merkez bankaları sıkı ve gevşek para politikalarını uygulamaktadır.

Sıkı para politikası; daraltıcı olarak da adlandırılan bu politikada ekonomideki toplam para miktarının azaltılması amaçlanmaktadır. Enflasyon problemi yaşanan ülkelerde enflasyonu düşürmek amacıyla uygulanmaktadır. Merkez bankaları para arzını düşürerek toplam talebi kısır, tüketim eğilimini tasarruf eğilimine çevirmeye çalışmaktadır. Bunu açık piyasa işlemleriyle örneğin tahvil satarak, piyasadan borçlanarak, döviz satarak, zorunlu karşılık oranlarını artırarak yapabilmektedir. Ayrıca para arzının azaltılması sonucu faiz oranları artacaktır. Faizlerin yükseldiği zaman ise tüketim yerine tasarruf tercih edilecektir.

Gevşek para politikası; daraltıcı politika olarak da adlandırılan bu politikada sıkı para politikasının aksine toplam para miktarının artması amaçlanmaktadır. Ülkede ekonomi beklenen düzeyde büyüyorsa, ekonomide durgunluk ve işsizlik beklentisi varsa gevşek para politikası uygulanır. Para arzı arttığında faiz oranları da düşecek

böylelikle tüketim eğilimi artacak bu da ekonomiyi canlandıracaktır. Bu politikada merkez bankası yine açık piyasa işlemleriyle tahvil alarak, zorunlu karşılık oranlarını ve reeskont oranlarını azaltarak faiz oranlarını düşürecektir. Zorunlu karşılık oranları düşünce bankalar kredi olarak daha fazla para kullandırabilecek bu da para arzının artmasını sağlayacaktır.

Bu politikaların uygulanışı UYP’de değişimlere sebep olabilmektedir. Faiz oranlarındaki, döviz kurundaki, zorunlu karşılık ve reeskont oranlarındaki değişimler hem varlıklarda hem de yükümlülüklerde doğrudan yatırımları, hisse senetlerini, borç senetlerini, efektif ve mevduatları, kredileri etkileyebilmektedir. Dolayısıyla ülkenin önemli ekonomik göstergelerinden olan Net UYP’yi de etkilemektedir. Örneğin; sıkı para politikası uygulamaya karar veren merkez bankası açık piyasa işlemleriyle tahvil satmaya başlayacak, zorunlu karşılık oranlarını artıracak ve piyasadan borçlanacaktır. Bunun sonucunda faiz oranları artacak bu da yurt dışı yerleşiklerin kredi kullanım oranlarını azaltarak varlıklar kaleminde düşüşe sebep olacaktır. Bunun yanı sıra mevduat faizlerinden yararlanmak adına mevduat kullanımını artıracak bu durumda yükümlülüklerde artış yaratacaktır.

Merkez bankası döviz satarak kuru dengeler ise doğrudan yatırımları dolaylı yoldan çekecektir. Faiz oranlarının yükselmesi, borçlanma maliyetlerini artıracığı için yurtdışı yerleşiklerin kredi kullanım oranlarını düşürecek fakat diğer yandan mevduata vereceği faizlerin de yükselmesiyle yatırımcı çekecektir. Kendi ülkelerinde mevduat faizinin düşük olması durumunda Türkiye’de artan faiz oranlarıyla yurtdışı yerleşik yatırımcılar yatırımlarını ülkede değerlendirerek daha fazla getiri elde edecek ve Türkiye’nin UYP’deki yükümlülükleri artıracak bu da Net UYP’deki açığı artıracaktır. Bu yükümlülüklerin artmasıyla ülkeye gelecek olan yatırımlar ile varlıkları da artırıcı pozisyon alındığında Net UYP iyileştirilebilir bir yön alabilmektedir.

Faiz oranlarının yüksek olması durumunda yatırımcılar faiz getiri elde etmek amacıyla tahvil satın almaya yönlenecekler bu da tahvil fiyatlarını artıracaktır bu durumda hisse senedine talep azalacağından hisse senedi fiyatları düşecektir. Bu durum UYP tablosunda portföy yatırımlarını etkilemekle birlikte aynı zamanda sıkı para politikasının vereceği para arzını düşürmenin Türkiye şirket aktivitelerini de kısıtlamasıyla karlılığının azalması dolayısıyla doğrudan yatırımlarda sermaye çekme unsurunu da etkileyecektir. UYP tablosunda, varlık kalemlerinde rezerv varlıklardan sonra tabloyu etkileyen en önemli

kalem doğrudan yatırımlar kalemidir. Faiz oranlarının yükselmesi; yükümlülükler tarafında portföy yatırımlarında tahvil ve hisse senedi ihracını etkileyen dolaylı yoldan varlıklar tarafındaki doğrudan yatırımları ve diğer yatırımlardaki kredileri de olumsuz etkilemektedir. Faiz oranlarının düşmesi; ekonomide dolaşan parayı artıracak bu da şirket faaliyetlerini de artıracak dolayısıyla şirket karları artacak ve hisse senedi getirileri büyüyecektir. Hisse senetleri, faiz getirisi azalan tahvile tercih edilecektir. Yurt dışı yerleşiklerin Türkiye'deki hisse senetlerini satın alması sonucu UYP'deki yükümlülükleri artırmakla birlikte bu politika sonucu ülke ekonomisinin canlanmasıyla ülkeye yabancı doğrudan yatırımları çekecek dolayısıyla varlıklarda da bir artışa sebep olacaktır. Ayrıca kredi kullandırma maliyetleri azalacağı için yüksek faizli ülkeler yerine Türkiye tercih sebebi olacak bu da varlıkları artıran bir durum olacaktır.

Türkiye'nin uyguladığı para politikalarına ve bu politikaların ülkenin varlık ve yükümlülüklerine olan etkisine aşağıdaki paragrafta değinilmiştir.

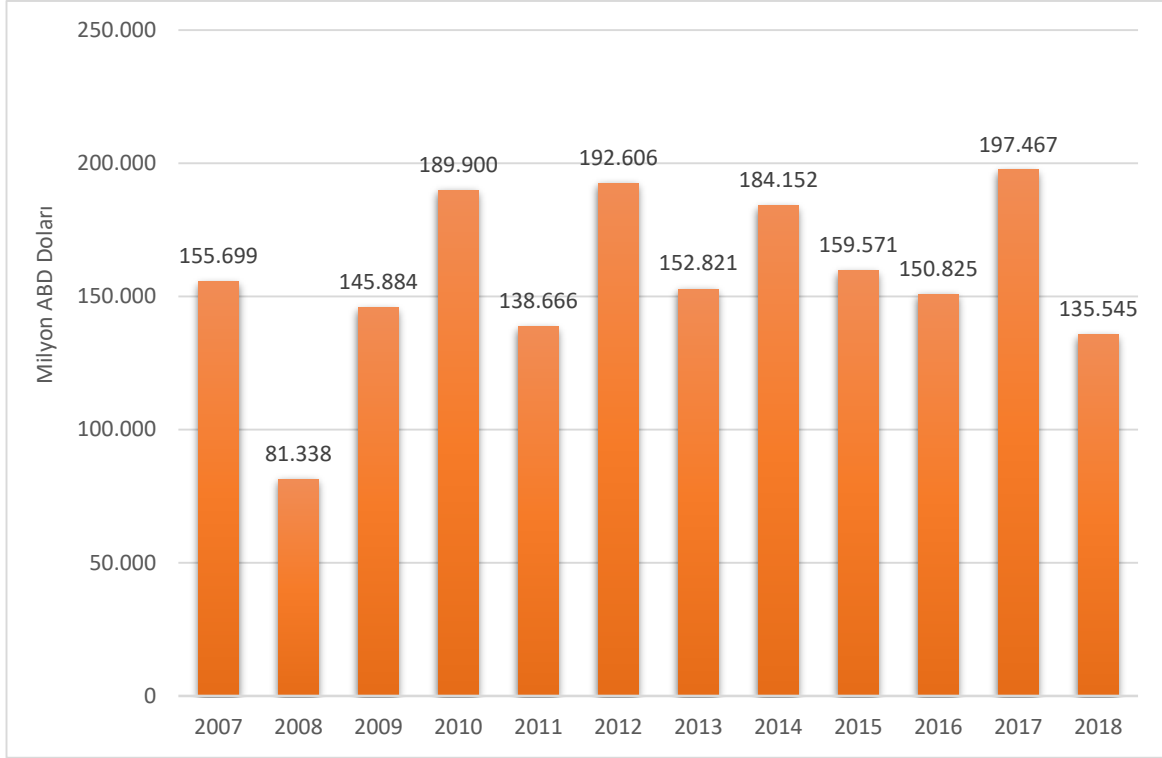
Küresel krizden sonra belirsizlik artınca finansal sistemdeki riskler ve varlık fiyatındaki şişkinlikler finansal istikrarı da gündeme getirmiştir. Gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladığı niceliksel genişleme hedefleriyle sermaye akımları, gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. TCMB, dış ekonomideki değişimlere karşı daha dayanıklı olabilmek adına daha esnek politika arayışları içine girmiş ve 2010 yılının son çeyreğinde fiyat istikrarı amacına finansal istikrarı da eklemiştir. Türkiye'nin bu duruşu makroekonomik istikrarı sermaye akımlarındaki oynaklığı da etkilemiştir. UYP tablosuna bakıldığında sermaye girişlerinin 2010 yılından sonra dalgalı bir seyir izlediği gözlemlenmiştir. Yaşanan bu gelişmeyle birlikte 2009 yılına oranla 2010 yılında sermaye girişlerinde artış gerçekleşmiştir. Sermaye girişleri TL'de değerlendirilmediği takdirde beraberinde getirirken aynı zamanda yurtiçi kredi kullanımının da hacmini arttırmaktadır.

Küresel büyüme dönemlerinde artan risk iştahı sermaye akımlarını hızlandırmakta, bilançolardaki vade ve kur uyumsuzluklarını artırmakta, yerli paranın değerlendirilmesi ve hızlı kredi genişlemesi yoluyla cari dengeyi bozarken kaynak dağılımını da olumsuz etkileyerek finansal istikrara ilişkin risklerin birikmesine neden olabilmektedir (Kara A. , 2012, s. 6).

4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırım Kanunu, yabancı ülke vatandaşlığı olan gerçek kişileri ve yurtdışında ikamet eden Türk vatandaşlarını ve yabancı ülke yasalarına göre yabancı yatırımcı olarak kurulan tüzel kişileri ve uluslararası kuruluşları tanımlamaktadır. Yabancı yatırımcılar tarafından getirilen doğrudan yabancı yatırımlar;

- Hisse senedi sermayesi şeklinde dönüştürülebilir para birimi
- Şirket menkul kıymetleri (devlet tahvili hariç),
- Makine ve teçhizat
- Sınai ve fikri mülkiyet hakları,
- Yurtiçinde elde edilen, yeniden kullanılan kullanılmış kar, gelir, alacak veya diğer haklarla ilgili diğer haklar finansal değere sahip yatırımlar,
- Doğal kaynakların aranması ve kaldırılması, borsalar dışında hisse alımı, borsaların en az %10'u veya aynı oranla ekonomik varlıklar yoluyla yeni şirketler kurmak ve şubeler açmak satın almalar yoluyla var olan bir şirketin ortağı olmak biçiminde yapılan yatırımlardır.

Türkiye'ye yapılan doğrudan yatırımlara bakıldığında merkez bankası 2014 uluslararası yatırım pozisyonu raporuna göre; ödemeler dengesi tablosu incelendiğinde, 2008 ve 2009 yıllarında küresel ölçekte yaşanan finansal krize bağlı olarak yapılan doğrudan yatırımlarda azalma olduğu görülmektedir.

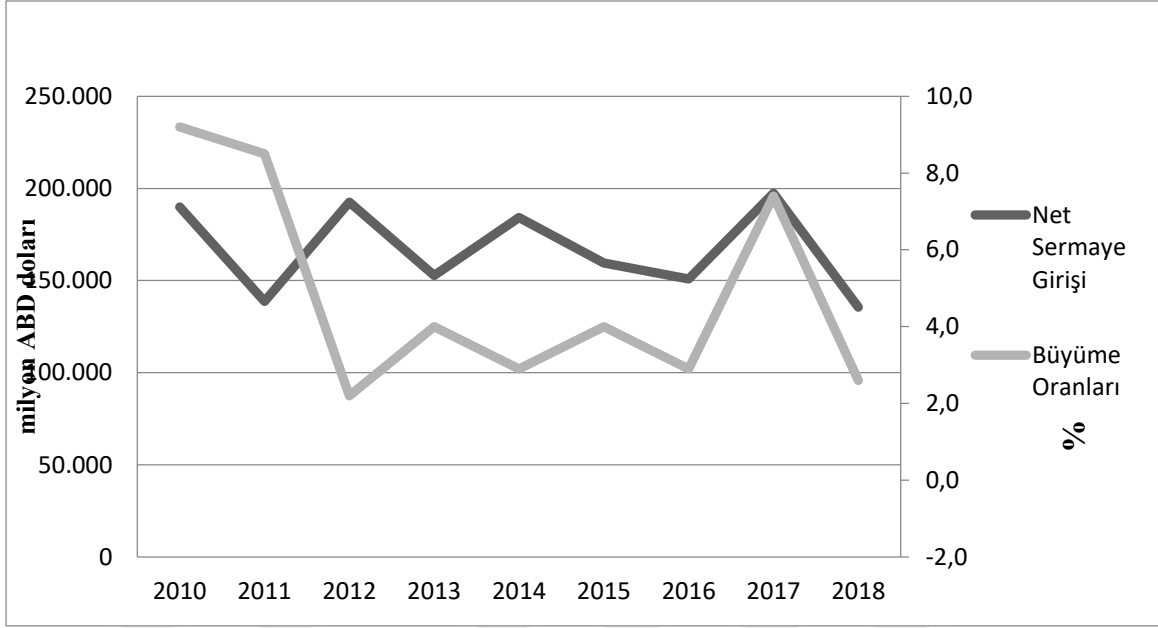


Şekil 4.2. Türkiye'ye doğrudan yatırım girişleri

Kaynak: TCMB

Uluslararası doğrudan yatırımların 2007 yılı ve sonrası giriş tutarları yukarıdaki şekilde verilmiştir. 2008 kriziyle birlikte girişlerde düşüş yaşandığı görülmektedir. 2009 yılında piyasaların toparlanmasıyla birlikte doğrudan yatırım girişlerinde artış yaşanmıştır. 2009 yılından sonra dalgalı bir seyir izlemiştir. En fazla yatırım girişinin ise 197.467 milyon dolar ile 2017 yılında olduğu görülmektedir.

Türkiye'nin, gelişmekte olan bir ülke olarak doğrudan yatırım kanalı ile sermaye girişini artırması lehine olacaktır. Sermaye girişinin azalması dinamik bir büyüme sürecine girmesini de engellemektedir. Doğrudan yatırımlar, beraberinde teknoloji, bilgi ve kalifiye eleman getirirken ülkede uzun dönem etki yaratarak hızlı istikrarlı bir şekilde büyümeye yardımcı olmaktadır. Aşağıdaki şekil Türkiye'nin sermaye girişleri ile büyüme oranları arasındaki ilişkiyi göstermektedir.



Şekil 4.3. Türkiye'nin büyüme oranları ve net sermaye girişleri

Kaynak: TCMB, TÜİK

Yukarıdaki, Türkiye’de ekonomik büyüme ve net sermaye girişleri arasında çok güçlü bir ilişki olduğu ve bu ilişki yönünün pozitif olduğu anlaşılmaktadır. Türkiye’de, sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde büyüme hızı artmakta, sermaye girişlerinin azaldığı dönemlerde ise büyüme hızında düşüş gözlemlenmektedir. Bu şekil aynı zamanda, Türkiye’nin ekonomik büyümesini yurtiçi tasarruflarla değil, ağırlıklı olarak dış tasarruflarla sağladığını kanıtlamaktadır. Bu durum aynı zamanda, sermaye hareketlerinin, Türkiye’de yaşanan ekonomik istikrarsızlıklar üzerinde büyük bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir.

#### 4.1.1. Faiz Oranlarının Uuslararası Yatırım Pozisyonuna Etkisi

Günümüzde sürdürülebilir kalkınma ve istikrarlı bir ekonominin tesisi için faiz oranı ve döviz kurları adeta bir gösterge niteliğine gelmiştir. Faiz oranı ve döviz kurunda meydana gelebilecek değişiklikler yerli ve yabancı firmaların yatırım kararları ile tüketicilerin harcamaları üzerinde etkili olabilmektedir. Bu yüzden parasal otoriteler iktisat politikalarını oluştururken bu iki değişkenin seyrini dikkate almak zorundadır (Karacan, 2010).

Bu başlık altında faiz oranlarının UYP'ye etkisi ele alınacak ve 2010-2018 yılları arasındaki faiz oranları değişimleriyle UYP'nin etkilenen kalemleri incelenecektir.

*Varlıklara* bakıldığında faiz oranlarından etkilenen kalemler; doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, diğer yatırımlar ve rezerv varlıklar kalemleridir. Doğrudan yatırımlar da 'sermaye' kalemi ve Türkiye'deki yatırımcıların yurt dışındaki iştiraklerine verdiği krediler olarak tanımlanan 'diğer sermaye' kalemi faiz oranlarından etkilenmektedir. Yurtiçi yerleşiklerin ülke içindeki faiz oranlarından daha yüksek faiz oranı olan ülkeye yatırım yaparak getirisini artırmak isteyen yatırımcı, doğrudan yatırımlarda hareketliliğe sebep olacaktır.

Portföy yatırımlarında, yurt dışı yerleşik tasarruf sahipleri uluslar arası sermaye piyasalarında politik risk, ülke riski, kambiyo ve kur riski, ekonomik risk, bilgi edinebilme riski gibi risklere maruz kalmaktadır. Bunun yanında faiz, temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırım türüdür. Faiz oranları, varlıklar kalemindeki portföy yatırımlarından; hisse senetlerini ve borç senetlerini etkilemektedir. Portföy yatırımlarından elde edilen kazancın, ülkenin makroekonomik yapısına bağlı olması sermaye yatırımlarına oranla daha karmaşık bir yapıya sahip olduğunu göstermektedir. Faiz oranı ve döviz kurundaki ufak bir değişiklik portföy yatırımlarında büyük hareketliliğe sebebiyet vermektedir. Faiz oranlarının hisse senetlerine etkisi dolaylı yoldan olmaktadır. Varlıklar kalemindeki hisse senetleri yurt içi yerleşiklerin yurt dışı yerleşiklere yaptığı yatırımlardan oluşmaktadır.

Para politikasının UYP'ye etkisi başlığında da bahsedildiği gibi tahvile alternatif yatırım aracı olan hisse senedi düşük faiz oranı olan ortamda tahvile tercih edilecektir. Ters bir durum söz konusu olduğunda yüksek faiz oranı olan ortamda ise hisse senedine olan talep azalarak borç senetlerine kayacaktır. Bu durumlar yatırımcının spekülasyon amaçına göre değişebilmekle birlikte faiz oranının etkisi düşünüldüğünde faiz oranıyla negatif yönlü ilişkisi bulunmaktadır. Burada söz konusu faiz oranı dış ülkenin faiz oranı olmaktadır. Şöyle ki; varlıklardaki hisse senetleri yurt içi yerleşiklerin yurt dışından aldıkları hisse senedini ifade etmektedir. Bu durumda yurt dışından alınan hisse senedinin değerini etkileyen faiz oranı da ihraççı ülkenin faiz oranları olmaktadır.

Varlıklardaki borç senetleri ile faiz oranları ilişkisine bakılacak olunursa; bono ve tahvillerin üzerindeki faiz oranı etkisi hisse senedine olan etkiden büyük olacaktır. Yurtiçi yerleşikler kendi ülkelerine kıyasla daha yüksek faiz getirisi elde edebileceği dış ülkeye yatırım yapacak bu da ülkenin UYP'sinde portföy yatırımlarını artıracaktır

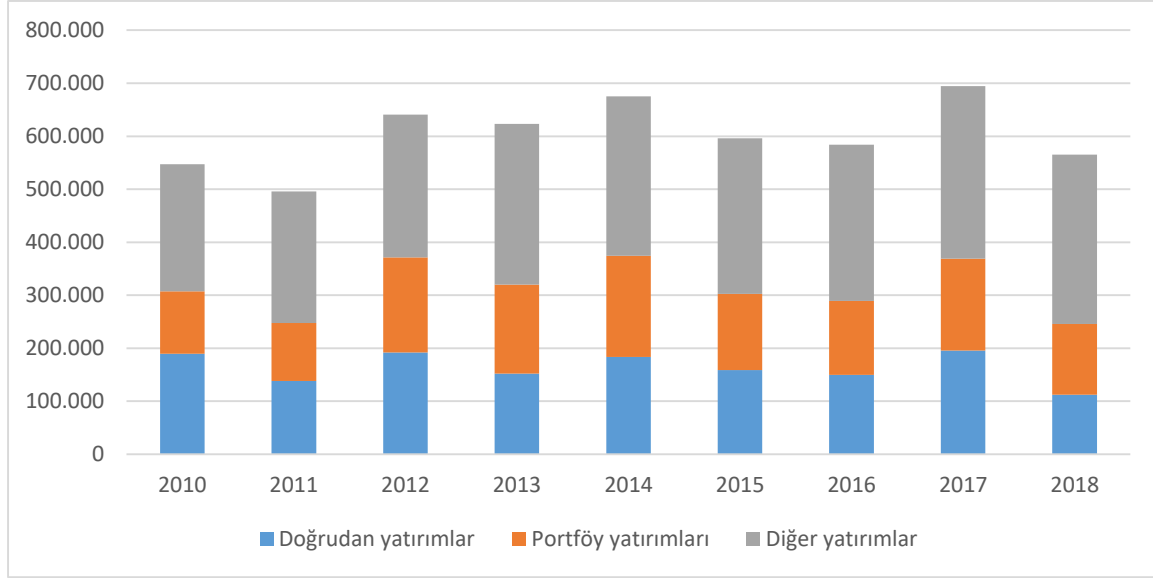
UYP'de faiz oranlarının etkilediği diğer kalemler; ticari krediler, efektif ve mevduatlar, krediler, diğer hisse senedi ve katılım paylarıdır. Varlıklardaki efektif ve mevduatlar kalemi, yurtiçi yerleşiklerin yurt dışındaki faiz getirisinden faydalanabilmek adına mevduatını yurt dışına çıkararak dış ülke faizine yatırmasını ifade etmektedir. Bu çıkış için yurt içindeki faiz oranlarının yurt dışındaki faiz oranlarından düşük olması gerekmektedir. Aksi halde bu işlemde getiri elde edilemeyecektir. Bu krediler, yurt dışı yerleşiklerin düşük faiz ödeyerek kredi kullanma isteğiyle yurt içi yerleşiklerin varlıklarını kredi olarak kullandırma isteğinin birleşmesinin bir sonucudur. Özetle; varlıklardaki kredilerde, yurt içi yerleşiklerin varlıklarını kredi olarak kullandırma söz konusudur. Ve bu kredilerin artması sonucu varlıklarda artış gözlemlenecektir. Ticari kredilerde de aynı durum yaşanmaktadır.

Yurt dışında yapılan portföy yatırımları varlıkların sadece %0,6 sını oluşturmaktadır. Görüldüğü üzere portföy yatırımlarının varlıklar içindeki ağırlığından dolayı yukarıda bahsedilen faiz oranlarının Net UYP'ye etkisi de büyük olmamaktadır.

**Yükümlülüklerde** faiz oranlarından etkilenen kalemler varlıklara benzer olarak doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlardır. UYP tablosu oluşturulduğundan bugüne Türkiye'nin Net yatırım pozisyonu açığı veren bir ülke olduğu göz önünde bulundurulursa yükümlülükler UYP'de büyük ölçüde yer teşkil etmektedir. Bu yükümlülükleri etkileyen en önemli etkenlerden biri faiz oranlarındaki değişimlerdir.

Çalışma yılları olan 2010-2018 yılları arasında yükümlülükleri oluşturan alt kalemlerin kompozisyonları aşağıdaki şekilde detaylı olarak gösterilmektedir.





Şekil 4.4. Yükümlülüklerin kompozisyonu

Kaynak: TCMB

Şekile bakıldığında doğrudan yatırım, portföy yatırımı ve diğer yatırımların yükümlülükler içindeki ağırlıkları gösterilmiştir. Görüldüğü üzere yükümlülüklerin yarısına yakın bir kısmını diğer yatırımlar oluşturmaktadır. Diğer yatırımların ise %70'i kredilerden oluşmaktadır. Krediler söz konusu olduğunda elbette akıllara faiz oranları gelmektedir. Ülkedeki yurt içi yerleşikler borçlanma söz konusu olduğunda yüksek faiz oranlarından uzaklaşarak yurtdışındaki düşük faiz üzerinden borçlanmak istemektedir. Dolayısıyla bu yapılan işlemlerle yükümlülüklerdeki kredilerin hacmi artıracaktır. Bunun yanı sıra faiz oranları doğrudan yatırımları sermaye çekerek, portföy yatırımlarını ise borç senetleri faiz getirileriyle kısaca faiz oranları yükümlülüklerin bütün kalemlerini etkilemektedir. Özellikle ülke ekonomisine, ekonomik büyümeye etkisi olduğundan bahsedilen sermaye akımlarına etkisi ve sermayenin gelişimiyle birçok faktörü etkilediği için büyük önem arz etmektedir.

Yükümlülüklerin, doğrudan yatırımlar altında gösterilen sermaye başlığı; yurt dışı yerleşiklerin yurt içinde yaptığı var olan bir işletmeyi satın alması, bir sermaye ile gelerek yeni bir işletme kurması veya var olan işletmelere sermaye artırımı yoluyla dahil olma şeklinde yatırımları ifade etmektedir. Faiz oranları doğrudan yatırımların hareketliliğinde büyük rol oynamaktadır. Varlıklar kalemindeki yurt içi yerleşiklerin yurt dışına yaptığı

yatırımlar olan doğrudan yatırımları da yükümlülükler kalemindeki yurt dışı yerleşiklerin yurt içine yaptığı yatırımlar olan doğrudan yatırımları da etkileyen en önemli değişkendir.

Faiz oranları ile net sermaye girişleri arasında pozitif yönlü ilişki bulunmaktadır. Faiz oranları artış gösterdiği yıl yurt dışı yerleşiklerin de ülkeye yatırımını artmış faiz oranları düşüşünde ise bir azalma yaşanmıştır. Faiz oranları, uluslararası sermayenin akım yönüne şekil veren yüksek getiri sağlayan temel değişkenlerdendir. Burada Türkiye'nin faiz oranlarının yanı sıra küresel ölçekte düşük faiz oranlarının geçerli olduğu ortamda sermayenin daha yüksek faiz getirisi olan Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere yönelmesi söz konusu olmaktadır. Yabancı sermaye akımları için yurtiçi faizler önemli bir içsel etkendir. Gelişmiş ülkelerin faiz oranları ise dışsal etkendir. Yurtdışı faiz oranları yüksek getiriler elde edebilmek amacıyla sermaye ihraç eden ülkeler için alternatif getiri oranlarını ifade etmektedir. Gelişmiş ülke faiz oranlarında yaşanan düşüşler sundukları faiz olanakları görece yüksek olan gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmayı daha cazip kılmaktadır. Gelişmiş ülkelerin faiz oranlarındaki düşüşler dış borcu yüksek seyreden gelişmekte olan ülkelerin kredibilitesini yükseltmek kanalıyla yabancı sermaye akımını artırabilmektedir (İpek, 2016, s. 35).

Türkiye'deki ülkelere yatırım yapacak doğrudan yatırımlar açısından incelendiğinde; Avrupa Birliği (AB) ülkelerinin payının toplamda belirleyici olduğu görülmektedir. AB ülkeleri arasında en fazla yatırım yapan ilk beş ülke sırasıyla Hollanda, Almanya, Lüksemburg, İspanya ve Avusturya'dır. Bu ülkelerin 2010-2018 arasındaki faiz oranları; %0 ile %1,5 arasında değişmektedir. Çalışma yılları içinde Türkiye'deki en düşük faiz oranı, %7 civarındadır. Bu, söz konusu ülkelerin yatırım kararlarında faiz oranlarının etkisini açıklamaktadır.

Faiz oranlarının düşüşüyle birlikte sermaye girişleri azalırken var olan sermaye yatırımlarından çıkış da söz konusu olabilmektedir. Kurulan üretim işletmelerini devrederek, ortaklık kurarak yapılan yatırımlardan hisselerini devrederek vb durumlarla sermaye çıkışı yaşanabilmektedir. Yüksek faiz oranları, sermaye girişine olan olumlu etkisi ile tasarruf açığının neden olduğu cari açığı kapatmada en önemli kaynaklardan biri olmaktadır. Türkiye ekonomisinin sağlıklı bir raya oturabilmesi ve cari açık vermeden büyüebilmesi için, dış kaynak ihtiyacını öncelikle fabrika tesis kuran, üretim yapan,istihdam yaratan, şube açan, iştirak ve bağlı ortaklık kuran, taşınmaz edinen

uluslararası doğrudan yatırımlara ihtiyacı bulunmaktadır. Bu nedenle faiz oranlarının artmasıyla ve sermaye girişlerinin artması Türkiye ekonomisi açısından olumlu etki yaratacaktır. Fakat faiz oranlarının sürekli olarak arttırılması da söz konusu olamayacağından ülke için bu denli önem taşıyan sermaye girişlerinin azalmaması ve artması için faiz oranları dışında yapılabilecek uygulamalara göz atmak gerekmektedir.

- ❖ Telekomünikasyon enerji ve ulaşım gibi alt yapı imkânları geliştirilebilir.
- ❖ Türkiye'nin güçlü yönleri konusunda iş dünyası bilgilendirilebilir.
- ❖ İş yeri kurma işlemlerinin belge sayısı ve inceleme süresi azaltılabilir.
- ❖ Çifte vergilendirmenin önlenmesi ile ilgili hususlar düzenlenebilir.
- ❖ Yatırımlar için arazi ve arsa temin edilebilir.
- ❖ İdari ve bürokratik engeller kaldırılabilir.
- ❖ Uyuşmazlıkların çözümüne ilişkin mekanizmalar geliştirilebilir.
- ❖ Gümrüklerin lisanslama süreçlerinin etkinliği artırılabilir.
- ❖ Teşvik amaçlı vergi ve muafiyetler artırılabilir.
- ❖ Eğitim ve öğretime daha fazla yatırım yapılabilir.

Bu bahsedilen faktörler ışığında faiz oranı dışındaki göstergelerden biri de Dünya Bankası iş yapma kolaylığı endeksidir. Dünya Bankası ve Uluslararası Finans Kuruluşu işbirliğinde yürütülen İş Yapma Projesi'nin amacı dünya genelinde iş yaşamındaki yasal düzenlemeleri iyileştirmektir. 190 ülkenin kapsandığı iş yapma kolaylığı endeksi'ne bakıldığında Türkiye 2018 yılında, 190 ülke içinde 43. sırada yer almaktadır. Bu endeksle 190 ülkenin iş yapma süresi, mülk kaydı, kredi alma, sözleşme uygulanabilirliği, iflas durumlarının çözümü, vergilerin ödenmesi, yatırımcıların korunması gibi durumlarını kolaylık süreleri kıyaslanarak bir sıralama söz konusudur. Bu endeks de yurt dışı yatırımcılara ülke hakkında fikir sağlayarak sermaye girişleri konusunda etki edebilmektedir.

Çizelge 4.2. Türkiye'nin Dünya Bankası iş yapma kolaylığı endeksi

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
60	68	72	69	51	54	55	69	43

Çizelgeden de görülmektedir ki;2018 yılında Türkiye bu konuda daha üst sıralara çıkabilmiştir. Türkiye, yatırımcıların korunması kredi sağlama, iş yapma sürelerinin

kısaltılması gibi uygulamalarla daha üst sıralara çıkabilir ve daha çok sermaye girişi sağlayabilir.

Doğrudan yatırımların ana kalemi olan sermaye kalemine, faiz oranlarının etkisinden sonra, faiz oranlarının portföy yatırımlarına ve diğer yatırımlara olan etkisine bakmak gerekmektedir.

#### **4.1.1.1. Portföy yatırımları ve diğer yatırımlar üzerinde faiz oranlarının etkisi**

Bu tür finansal araçların temel özelliği devredilebilirliğidir. Devredilebilirlik, bu araçların yasal statüsü ile ilgili bir kavramdır. Menkul kıymetler devredilebilir, yatırıma tabi varlıkların alım satımını kolaylaştırır ve ekonomik ömürleri boyunca farklı şirket birimlerinin mülkiyetine izin verir. Devredilebilirlik özelliği ayrıca yatırımcıların portföylerini çeşitlendirmelerini ve istedikleri zaman yatırımlarını elden çıkarmalarını sağlar (Akışoğlu B. , 2013, s. 22).

Doğrudan yatırım ile portföy yatırımları arasında önemli farklar bulunmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı durumunda, şirket yönetimi ve denetiminde etkili olunmaktadır. Oysa, portföy yatırımlarında yerleşik şirket üzerinde yönetim hakkı veya denetim söz konusu değildir; bu yolla yerleşik şirket uluslararası piyasalardan kaynak sağlamış olur. İkinci önemli fark, doğrudan yatırımlarda yatırımcının yatırım sermayesinin yanı sıra üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisini de beraberinde getirmesidir. Portföy yatırımlarında ise yabancı yatırımcının sermayeden başka bir katkıda bulunmamasıdır. Portföy yatırımları kalemi varlık ve yükümlülük ana başlıkları altında;

- Hisse Senetleri
- Borç Senetleri
- Tahvil ve senetler
- Para piyasası araçları
- Finansal türevler ayırımında ve sektörel dağılımı da içerecek şekilde sınıflandırılmaktadır.

Ancak, portföy yatırımları likidite açısından yüksek olduğu ve yurtdışına yatırım yapabileceği için yatırımcılar için en riskli yatırım türüdür. Yatırımcılar için ise en az riskli

yatırımdır. Yüksek likidite özelliğine sahip olan bu yatırım kategorisi sermaye çıkışını kolaylaştırdığından, istikrarsızlık durumunda ülkeden portföy yatırımları söz konusu ülkede finansal krizlere neden olabilir. Türkiye'deki portföy yatırımlarının kriz zamanlarında girdi ve çıktı etkisine sahip olduğu bilinmektedir. Dolayısıyla, yatırım portföyünün Türkiye'deki istikrar açısından önemi, diğer yatırım türlerinden daha büyüktür.

Portföy yatırımlarına tabi olan yabancı fonların ulusal ekonomilere girip çıkması kolay olmaktadır. Doğrudan yatırımlarda yatırım yapmak portföy yatırımlarından daha zordur. Portföy yatırımları riskli yatırımlar olarak görüldüğü için finansal serbestleşme, vergi politikaları ve özelleştirme gibi uygulamalar ile doğrudan yabancı yatırımlara dönüştürülmeye çalışılmaktadır.

Döviz kurlarındaki, hisse senedi fiyatlarındaki ve ülkelerin faiz oranlarındaki değişiklikler yatırımcıların yatırım kararları üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Yurt içi harcamalar arttığında ve cari işlemler açığı arttığında, ülkeye bankacılık sisteminden giren portföy yatırımları, faiz oranlarında düşüş, bankacılık sektöründeki likidite sorunları veya değer düşüklüğünde ülkeyi terk etme eğilimindedir. Bu, ülke ekonomisini olumsuz etkilemektedir. Ayrıca, merkez bankalarının bu konuda yeterince hızlı hareket etmemesi ve düşük uluslararası rezerv stoklarının dış ödemeler dengesinde krize neden olabileceği gerçeği bulunmaktadır.

Yabancı portföy yatırımlarının, ülkeler üzerindeki olumsuz etkilerinin yanı sıra ekonomistler arasındaki yaygın görüş, bu yatırımların ekonomideki reel sektöre üç şekilde fayda sağlayabileceği yönündedir. Portföy yatırımları gelişmekte olan ülkeler için bir kaynak niteliğindedir. Bu nedenle, bu ülkelerin ekonomik kalkınma çabalarında başarıya ulaşabilmeleri için tasarruf açığını gidermek adına portföy yatırımlarının olumlu etkisi söz konusudur.

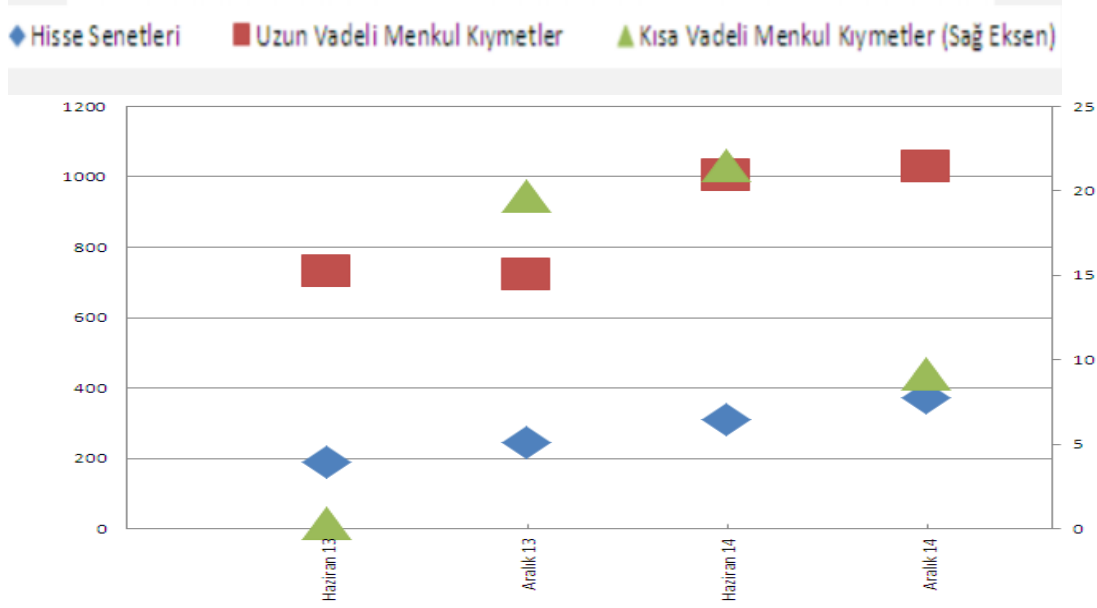
Gelişmekte olan ülkelerdeki düşük sermaye maliyeti ve portföy yatırımları ile canlanan piyasa yeni hisse ihracı üzerinde olumlu bir etkiye sahip olabilmektedir. Aynı zamanda, bir ülkedeki portföy yatırımlarındaki artış, yurt içi sermaye piyasalarının likiditesini artırarak piyasaların etkinliğini arttırmaktadır. Artan piyasa likiditesi, pazar derinliğini ve yatırım çeşitliliğini beraberinde getirmektedir. Portföy yatırımları sayesinde,

ev sahibi ÷lkede sermaye ve kaynakların daha iyi dağıtımını sağlar ve ekonomine iyileştirici yönde etki etmektedir.

Pek çok ekonomist, yabancı portföy yatırımlarının ulusal ekonomiye ve dolaylı olarak reel sektöre farklı boyutlarda faydalı olabileceğini savunmaktadır. Avantajlarından biri, borlanmayan yabancı para birimine sermaye sağlamak suretiyle sermaye maliyetinin dşrlebilmesidir. Bu görüşün ekonomistleri, yabancı sermayenin ulusal borsaya duyulan güveni artıracaağı ve daha fazla fiyat / kazanç oranının ortaya ıkacaaağı ve birçok şirketin bu avantajdan yararlanmak için yeni stoklar ıkaracaaağı yönünde açıklamalar yapmaktadır. Ayrıca, yabancı yatırımların artmasıyla birlikte borsadaki gelişmenin de değer katarak artacağını ifade etmişlerdir. Ayrıca uluslararası portföy çeşitliliğine izin vererek ve riskten korunma araçlarını kullanarak daha etkili bir risk-getiri ilişkisi olan portföyler yaratabileceklerini önermektedirler (Emir & Kutlu, 2015, s. 6).

Türkiye'deki portföy yatırımlarının oynaklığı da doğrudan yabancı yatırımları etkilemektedir. Türkiye'de doğrudan yabancı yatırımlarla son  yılda yapılan portföy yatırımlarının daha çok tercih edildiği bilinmektedir.

Portföy yatırımlarının artış ve azalışlarında yurtdışı ve yurtiçindeki faiz oranları ile birlikte ülkelerdeki politikalar da etkili olmaktadır. Portföy yatırımcıları, öncelikle kendi parasal kaynaklarının güvenli ve garantili bir karşılığının olmasını isterler.



Şekil 4.5. Portföy yatırım varlıklarının enstrüman bazında dağılımı

Kaynak: TCMB

Şekil, çalışma yıllarından 2013 ve 2014 yılları 6 aylık dönemlerle alınmış olup, portföy yatırım varlıklarının araç bazında dağılımını göstermektedir. 2014 sonu itibariyle toplam portföy varlıklarının yaklaşık %73'ü uzun vadeli menkul kıymetlerdir. Bu yüksek oranı %26 ile hisse senedi izlemektedir. Analiz edilen dört dönemde, uzun vadeli menkul kıymetlere yapılan yatırımın en yüksek olduğu ve kısa vadeli menkul kıymetlerin en az yatırım yapılan araçlar olduğu görülmektedir. Hisse senetlerine yapılan yatırımların değeri artmasına rağmen, tüm portföy varlık ortalamalarının %23,7 civarında olduğu sonucuna varılmıştır.

Varlıkların edinildiği ülkelerin Amerika ve Avrupa kıtasında yoğunlaştığı anlaşılmaktadır. Portföy varlıklarının yabancı para kompozisyonunun coğrafi dağılıma paralel olarak hareket ettiği ve ABD doları ile Euro menkul kıymetlerin aktiflerde büyük bir paya sahip olduğu bilinmektedir. Bu varlıkların edinildiği ülkelerin faiz oranlarının düşük olduğu bilinmektedir. Buna rağmen varlıkların bu bölgede yoğunlaşmasının faiz oranları dışında da etkisi olduğu görülmektedir. Burada piyasalara olan güvenin önem arz ettiği görülmektedir.

Faiz oranlarının portföy yatırımları üzerinde hem varlıklar hem de yükümlülükler açısından etkileri bulunmaktadır. Faiz oranları borç senetlerinin getirisi üzerinde etkiliyken

hisse senetlerinin değeri üzerinde de dolaylı olarak etkili olmaktadır. Varlıklara dış ülke faiz oranları çekici güç olarak etki ederken yükümlülüklerdeki portföy kalemini ülke içindeki faiz oranları daha yüksek ölçüde etkilemektedir. Türkiye'deki faiz oranları arttıkça portföy yatırımlarının yükümlülük ayağında işlem hacmi artmaktadır. Yabancı yatırımcı yaptığı yatırım üzerinden daha fazla getiri elde etmektedir. Dış ülke yatırımcıları faiz oranı düştükçe daha yüksek getirili diğer ülkelere yönelmektedirler. Fakat faiz oranları ile portföy yatırımlarının seyrinin paralel ilerlememesinin sebepleri bulunmaktadır. Faiz oranları dışında yatırımcı, yatırım yapacağı ülkedeki finansal piyasaların gelişmişliği, ülkenin ekonomik ve siyasi istikrarına da dikkat etmektedir.

Doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, finansal türevler ve rezerv varlıklardışındaki tüm işlem ve pozisyonlar 'Diğer Yatırımlar' altında sunulmaktadır. Diğer yatırımlar, nakit ve mevduat, krediler ve ticari krediler gibi kalemleri içermektedir. Krediler, borç verene doğrudan fon sağlayarak bir borç veren tarafından yaratılan finansal varlıklardan oluşmaktayken, ticari krediler, ihracatçıların yurtdışındaki şirketlere verdiği ya da ithalatçıların yurtdışındaki satıcı şirketlerden sağladığı ticari ilişki sonrası vadeli ödeme şeklindeki tutarlardır.

Yüksek faiz oranlarının doğrudan sermaye girişine sebep olduğu ve sermaye girişlerinin de ülke ekonomisinin büyümesini sağladığı göz önünde bulundurulursa 2011 yılından bu yana neden faiz oranları düşmeye devam ediyor. Burada faiz oranlarının diğer etkileri devreye girmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde var olan yatırım-tasarruf dengesizliğine faiz oranları olumsuz yönde etki etmektedir. Faiz oranlarının yüksek olmasıyla tasarruf eğilimi artacak yatırım oranı düşecek dolayısıyla üretim azalacak bu da GSYH ya etki edecek ve bu döngüde dışarıdan gelen yatırımlara daha çok ihtiyaç duyulacaktır. Faiz oranlarının düşük olması tasarruf yerine yatırım yapma isteğini artıracak artan yatırımlarla üretim artarak ekonomide büyüme sağlanacaktır. Bu nedenle faiz oranlarını yüksek tutarak bir yandan yurtdışından doğrudan sermaye çekerek ekonomik büyüme söz konusuysen düşük faiz oranlarıyla ülke yurtiçi yatırımlarla ekonomik olarak büyümeye çalışmaktadır. Ayrıca yüksek faiz oranları ülkeyi daha çok enflasyona sürüklemektedir. Enflasyonu önleyerek ekonomik istikrarı güçlendirmek de yatırımcı çekmektedir. Ayrıca faiz oranları likidite açısından da önem arz etmektedir. Yüksek faiz oranları olan ülkede dolaşımdaki para mevduatlara yönelecek ve bu da ülkenin likidite oranını düşürecektir. Daha önce de bahsettiğimiz gibi ülkenin borç ödeyebilirliği



göstergelerinden olan likidite, portföy yatırımları ve diğer yatırımları yükümlülükler ana kalemi açısından etkileyen faktörlerdendir.

#### **4.1.2. Döviz Kuru Politikasının Uluslararası Yatırım Pozisyonuna Etkisi**

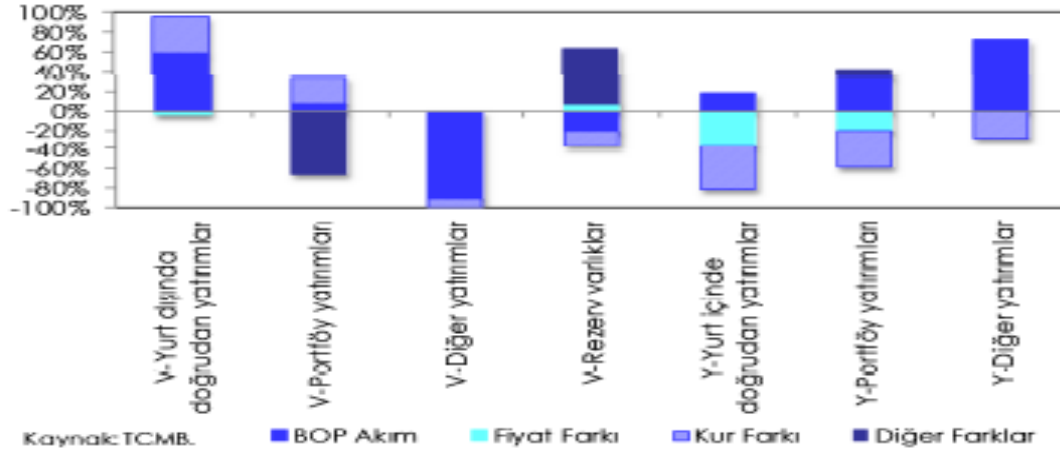
Döviz kurunun, serbestçe dalgalanması ideal olan durumdur. Serbest dalgalanan kur, ülke enflasyonu ile yabancı ülke enflasyonundan etkilenmektedir.

Döviz kuru sabitlenirse ekonomide cari açığın artması gibi sorunlar ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle sabitleme yapılacaksa süresi kısa tutulmalı serbest kur uygulaması kullanılmalıdır. Serbest kur sisteminde, döviz piyasaları üzerinde devlet müdahalesi bulunmamaktadır. Kur, döviz arz ve talebiyle oluşmaktadır.

Türkiye 2001 krizi sonrasında dalgalı kur rejimine geçtiğini duyurmuş ve uygulamada müdahaleli dalgalı kur rejimini uygulamaya başlamıştır. Dalgalı kur sisteminde aşırı oynaklık olduğunda merkez bankaları piyasadan döviz alarak veya piyasaya döviz satarak kuru istenilen seviyeye çekmeye çalışmaktadır. Dolayısıyla müdahale edilmiş olup müdahaleli dalgalı kur rejimi uygulanmış olmaktadır.

Kur politikalarının UYP varlık ve yükümlülük kalemlerine etkilerine bakıldığında; değer ve kur farkı değişimleri aşağıdaki gibidir.

Aşağıda 2011 yılı UYP tablosunun ana kalemlerinin değişim kaynaklarını gösteren şekil bulunmaktadır.



Şekil 4.6. Varlık ve yükümlülük ana kalemlerindeki değişimin kaynakların oranları

Görüldüğü üzere, kalemlere göre değişiklik göstermekle birlikte fiyat farkının etkisi en az iken en büyük etki ödemeler dengesi işlemleri ve kur farkından kaynaklanmaktadır.

2011 yılında tekrar artmaya başlayan doğrudan yatırımlar 13,9 milyar dolarına ulaşmıştır. UYP tablosu incelendiğinde, 2011 yılında net dış sermaye girişine rağmen, yurt içi doğrudan yatırım stoku, piyasa fiyatındaki ve döviz kurlarındaki değişikliklerden dolayı %25,3 oranında azalarak 138,8 milyar dolarına düşmüştür. Portföy yatırımlarının 2011 yılı sonunda 9,0 milyar dolar azalması, ödemeler dengesindeki artıştan daha fazla 28,3 milyar dolar değerindeki döviz kurundaki değer düşmesinden kaynaklanmıştır.

Çalışma yıllarından olan 2014 yılına bakıldığında; yükümlülük ana kalemindeki doğrudan yatırımlar kaleminde 2013 yılına nazaran %18,6 oranında artış göstermiştir. Bu artışın 12,6 milyar dolar ödemeler dengesi işlemlerinden, 15,3 milyar dolar ise değer ve döviz kuru dalgalanmalarından kaynaklanmaktadır.

2013 yılı portföy yatırım tutarlarına bakıldığında ana kaleminde bir azalış meydana gelmiştir. Ödemeler dengesi işlemleri 21,1 milyar dolar artmışken, 32,3 milyar dolar değer ve kur farkı değişimleri ana kalemi 11,2 milyar dolar azaltmıştır. Burada ödemeler dengesi işlemlerinden daha fazla döviz kuru etkisi söz konusudur. Bu durumu; ödemeler dengesi

akım tutarlarını ve kur farkının etkisini detaylı olarak aşağıdaki çizelgede görmek mümkündür.

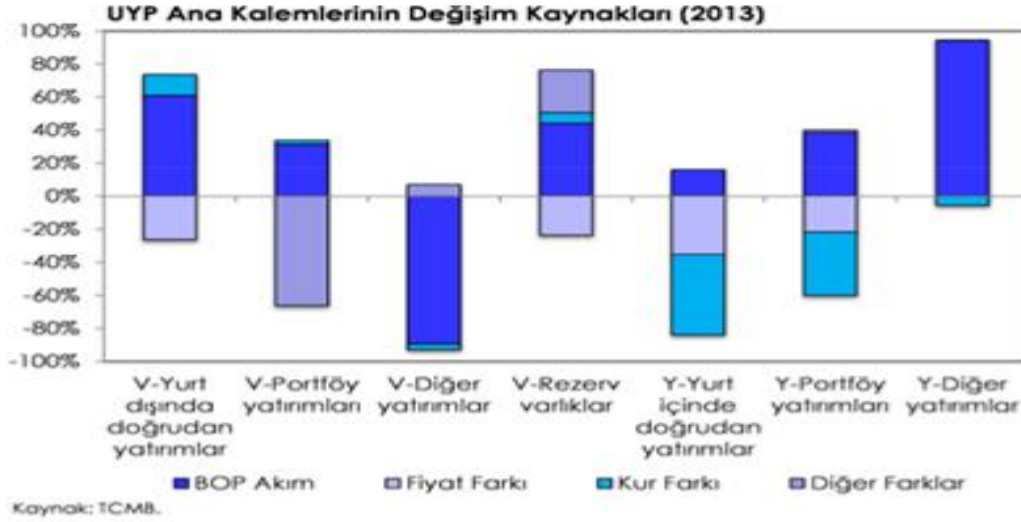
#### Çizelge 4.3. Bütünleşik UYP tablosu

**TABLO 1-B: BÜTÜNLEŞİK ULUSLARARASI YATIRIM POZİSYONU TABLOSU**  
(milyon ABD doları)

	UYP 2013	Ödemeler Dengesi Akım	Kur Farka	Diğer Farklar(*)	UYP 2014
<b>Uluslararası Yatırım Pozisyonu, net</b>	<b>-394.590</b>				<b>-440.611</b>
<b>Varlıklar</b>	<b>224.090</b>				<b>230.360</b>
Doğrudan Yatırımlar	33.660	6.247	-2.241	2.267	39.933
Sermaye	29.918	4.163	-2.241	2.098	33.938
Diğer sermaye	3.742	2.084		169	5.995
Portföy yatırımları	979	741	-25	-281	1.414
Diğer yatırımlar	60.447	1.685	-1.073	652	61.711
Diğer Hisse Senedi ve Katılım Payları	1.408	9	-67	389	1.739
Efektif ve Mevduatlar	40.222	296	-687	786	40.617
Krediler	4.113	1.864	-319		5.657
Ticari Krediler	13.175	-484		-524	12.167
Diğer Varlıklar	1.529			2	1.531
Rezerv varlıklar	131.004	-468	-3.234		127.302
<b>Yükümlülükler</b>	<b>620.680</b>				<b>670.971</b>
Doğrudan Yatırımlar	149.947	8.268	-11.826	31.424	177.814
Sermaye	143.475	8.447	-11.826	31.827	171.924
Diğer sermaye	6.472	-179		-403	5.890
Portföy yatırımları	168.456	20.850	-12.375	15.548	192.479
Hisse senetleri	52.248	2.559	-4.859	11.960	61.908
Borç senetleri	116.208	18.291	-7.516	3.588	130.571
Bankalar	21.365	10.396	-267	-166	31.328
Genel Hükümet	89.903	4.572	-7.235	3.744	90.984
Diğer Sektörler	4.940	3.323	-14	10	8.259
Yurtiçi	97	46	-13		130
Yurtdışı	4.842	3.277		10	8.129
Diğer yatırımlar	302.277	18.251	-19.523	-326	300.678
Efektif ve Mevduatlar	53.177	896	-3.618	-326	50.129
Merkez Bankası	5.225	-2.333	-417		2.475
Kısa Vade	833	-425	-66		342
Uzun Vade	4.392	-1.908	-351		2.133
Bankalar	47.952	3.229	-3.201	-326	47.654
Yabancı para	36.897	-115	-2.321	-212	34.249
Türk İllası	11.055	3.345	-880	-115	13.405
Krediler	214.962	17.028	-15.009		216.981
Bankalar	86.760	11.836	-4.040		94.556
Genel Hükümet	32.203	-891	-2.654		28.658
Diğer Sektörler	95.999	6.085	-8.317		93.767
Ticari Krediler	32.661	327	-809		32.179
Diğer Sektörler	32.661	327	-809		32.179
SDR Tahsisatları	1.477		-88		1.389

Kaynak: TCMB

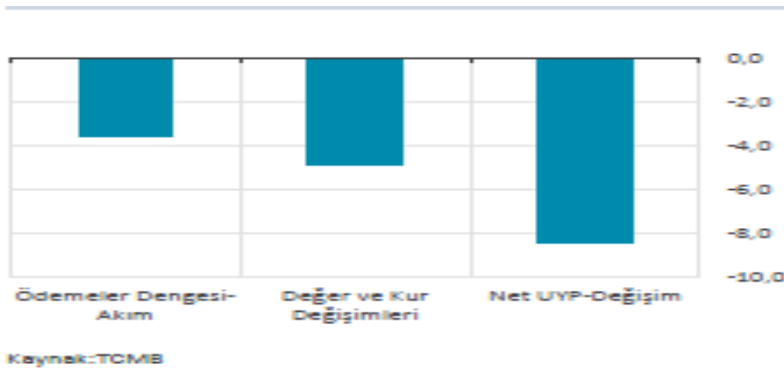
Çizelge, tüm kalemlere yıl içinde ödemeler dengesi işlemlerinden ve kur farkından eklenen tutarları göstermektedir. Böylelikle varlık ve yükümlülüklerin iki dönem arasındaki farkının ne kadarının cari işlemlerdeki ödemeler dengesinden, ne kadarının kur farkından ve ne kadarının fiyat değişimlerinden kaynaklandığı görülmektedir.



Şekil 4.7. UYP ana kalemlerine ait değişim kaynakları

Şekilde de görüldüğü üzere 2013 yılında kur farkının ana kalemlere etkisi olumsuz yönde olmakta yükümlülükleri artırmaktadır. Bu kalemler özellikle yurt içinde doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımlarında %40 dolaylarında görülmektedir.

Aşağıda çalışma yıllarından olan 2017 yılındaki UYP ile ödemeler dengesi ilişkisini gösteren şekil bulunmaktadır. Şekil 2017 yılının III. Çeyrek dönem verilerinden yararlanılarak düzenlenmiştir.



Şekil 4.8. Net UYP tutarlarını oluşturan değişkenler

Şekile göre Net UYP'de meydana gelen olumsuz yöndeki değişime ödemeler dengesi işlemlerinden çok değer ve kur farkı değişimleri etki etmiştir. Türk Lirasının, ABD Doları karşısında değer kaybetmesi kur ve fiyat değişimlerin yönünü belirleyen temel etken olmaktadır.

Aşağıdaki çizelgede 2017 yılı II. çeyrek dönemi ile III. çeyrek dönemlerinin portföy yatırımları kaleminde meydana gelen değişimin kaynakları gösterilmiştir.

Çizelge 4.4. 2017 yılı portföy yatırımlarındaki dönemsel değişim kaynakları

Akım-Stok ilişkisi	2017Q2	Ödemeler Dengesi İşlemleri	Değer ve Kur Değişimleri	2017Q3	Miktar Değişim	% Değişim
	(I)	(II)	(III)	(IV=I+II+III)	(IV-I)	(IV-I)
Yükümlülükler/Portföy Yatırımları	172.397	4.823	-331	176.889	4.492	2,6
Hisse Senetleri	49.101	760	-46	49.815	714	1,5
Genel Hükümet/Borç Senetleri/DİBS	15.454	3.651	-4.440	14.665	-789	-5,1
Genel Hükümet/Borç Senetleri/Eurobond	33.647	-500	2003	35.150	1.503	4,5
Bankalar/Borç Senetleri	123.296	362	3416	127.074	3.778	3,1
Diğer Sektörler/Borç Senetleri	37.810	550	-201	38.159	349	0,9

Kaynak :TCMB

UYP tablosunun yükümlülük tarafında bulunan portföy yatırımları 2017 yılı II. çeyreğine göre ödemeler dengesi işlemleriyle 4,8 milyar dolar artış görülmektedir. Fakat değer ve kur farkının olumsuz etkisi nedeniyle 4,5 milyar dolar artış kaydedilmiştir.

Portföy yatırımlarının yanında diğer yatırımlar da döviz kurunda öngörülen değişikliklere karşı oldukça duyarlıdır (Yalçiner, 2012, s. 140).

Özetle; döviz kurunun UYP'ye etkisi; ödemeler dengesi akım ilişkilerinden sonra stok haline getirilen rakamlara değer ve kur farkı değişimleri ile etki etmektedir. Güncel olan ödemeler dengesi rakamların belli bir tarihteki değerini belirlerken kur farkı devreye girmektedir. Kur farkının yıllara ve kalemlere göre etkileri farklı farklı olmaktadır. Örneğin; 2014 yılında doğrudan yatırımlar yükümlülük stoğunda artış sağlarken 2013 yılında aynı kaleminde azalışa sebep olmuştur. 2013 yılında yurt içinde doğrudan yatırım stoğu, yabancı sermaye şeklindeki ödemeler dengesi işlemlerinden 12,9 milyar dolar girişe rağmen, değer ve kur farkı değişimlerindeki 55,0 milyar dolar azalış olduğu daha önce de belirtilmiştir.

TCMB'nin UYP raporları dikkatle incelendiğinde kur farkı değişimlerinin etkisinin önemli ölçüde olduğu görülmektedir.

#### **4.1.3. Enflasyon Hedeflemesinin Uluslararası Yatırım Pozisyonuna Etkisi**

Enflasyon; dolanımda bulunan para miktarıyla, malların ve satın alınabilir hizmetlerin toplamı arasındaki açığın büyümesi nedeniyle ortaya çıkan ve fiyatların toptan yükselişi, paranın değerinin toptan düşmesi biçiminde kendini gösteren süreçtir. Özetle; fiyatlar genel düzeyinin hissedilir bir artışını ifade etmektedir (Aysan, 2018 , s. 92).

Türkiye 2001 krizi sonrası döviz kuru hedeflemesine dayalı para politikasını terk ederek 2002 başında örtük ve 2006 başında açık enflasyon hedeflemesini uygulamaya başlamıştır. Enflasyon hedeflemesi rejimi merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacıyla yönelik olarak para politikasının makul bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi ya da hedef aralığına dayandırılması ve bunun kamuoyuna açıklanması şeklinde tanımlanan para politikasıdır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde temel politika aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi sadece bir enflasyon hedefi sağlama ve kamuoyuna açıklama ile ilgili değildir. Bu rejim, merkez bankalarının aynı zamanda politika kararlarının şeffaf bir yapıya kavuşması, kararların alınacağı tarihlerin belli bir takvime bağlanması ve önceden kamuoyuna duyurulması ve kararların gerekçelerinin açıklanması ile bu açıklamalarda gelecekteki kararlara ilişkin eğilimlere yer verilmesi gibi unsurlardan dolayı önem azı etmektedir. Kısaca enflasyon hedeflemesi rejimi altında para politikası kararlarının zamanlaması ve yönü daha belirgin hale gelmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde merkez bankalarının gelecekteki enflasyona ilişkin öngörülerini büyük önem taşımaktadır. Merkez bankasının gelecekteki enflasyon ve diğer ekonomik büyüklüklere ilişkin öngörülerini gelecekteki enflasyonist baskılara karşı merkez bankasını önceden uyararak ve faiz kararlarının alınması aşamasında merkez bankasına yol göstermektedir.

Gelecekteki enflasyona ilişkin öngörülerin enflasyon hedefinden önemli ölçüde sapması halinde bu sapmanın nedenine bağlı olarak merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin aldığı kararla bu ikisi arasındaki uyumu yeniden sağlamaya çalışmaktadır (Yücememiş, Alkan, & Dağdır, 2015, s. 450).

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanması sırasında öne çıkan diğer faktörler beklentilerin yönetimi ve etkili iletişim politikasıdır. Özellikle enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde insanlar beklentilerini, önceki enflasyon oranlarına bakarak oluştururlar. Bu, zaman içerisinde yüksek enflasyon oranlarının sürekliliğine, diğer bir deyişle enflasyondaki ataletin sürmesine neden olur. Bununla birlikte, enflasyon hedeflemesi rejimi altındaki diğer para politikası stratejilerinin aksine, gelecek için enflasyon hedeflerinin belirlenmesi ve bu hedeflerin merkez bankası tarafından üstlenilmesi, geçmiş enflasyon hariç, başka bir enflasyon oranı sağlamaktadır (Yöntem, 2013, s. 110).

Ülkelerin konulan hedeflere ve uygulanan politikalara güvenmesini sağlayabilmek için ise merkez bankasının etkin bir iletişim politikası izlemesi şarttır. Etkin bir iletişim politikası, merkez bankasının uyguladığı politikalarda şeffaf olmasını gerektirir (Kara & Orak, 2008, s. 4). Bu çerçevede merkez bankası nihai hedefini uyguladığı gelecekte uygulayacağı politikaları ekonomik birimlere en doğru şekilde açıklamalı, ekonominin görünümüne ilişkin bilgi ve görüşlerini gelecekteki enflasyona ilişkin öngörülerini toplumla paylaşmalıdır. Böylece para politikası konusundaki bilinç düzeyi yükselir, merkez bankasını belirtilenin dışında bir hedefinin olmadığı iyice anlaşılır, belirsizlikler azalır, gerek merkez bankasına gerekse enflasyon hedeflerine olan güven artar. Güven arttığı sürece beklentiler daha iyi yönetilir. Beklentiler daha iyi yönetildiği ölçüde ise hedeflere ulaşmak kolaylaşır ve daha az maliyetli olur. Beklentilerin iyi yönetilmesi, belirsizliğin azalması, enflasyon tahminlerinin tutması uluslararası yatırım pozisyonunu da etkileyecektir. Bu durum doğrudan sermaye yatırımını çekecektir. Bununla birlikte ekonomi de güçlenecek ve yurt içi yerleşiklerin yurt dışına yaptığı yatırımlar da artacak ve bu da Net UYP'ye olumlu yönde etki edecektir. Enflasyon beklentilerinin iyi yönetilmesi hem varlık kalemlerinin hem de yükümlülük kalemlerinin işlem hacmini artıracaktır.

Enflasyon ve döviz kuru karşılık birbirlerini de etkilemektedir. TL, yabancı paralara karşı değer kaybı yaşadıkça ithalatı pahalılaştırmakta, finansman maliyetlerini yükseltmekte ve bunlar enflasyonu yukarı itmektedir.

Ayrıca hedeflenen enflasyondan uzaklaştıkça belirsizlik artmakta, yurt dışı yerleşik yatırımcılar daha güvenli bölgelere kaçmaktadır. UYP raporlarının incelemesi yapılan yılların enflasyon hedeflemesi ve gerçekleşen enflasyonları aşağıdaki gibidir.

Çizelge 4.5. Yıllara göre enflasyon hedeflemesi ve gerçekleşen enflasyonlar

Yıllar	Hedef (%)	Gerçekleşme (%)
2010	6,5	6,4
2011	5,5	10,4
2012	5	6,2
2013	5	7,4
2014	5	8,2
2015	5	8,8
2016	5	8,5
2017	5	11,92
2018	5	20,30

Kaynak:TCMB

Çizelgeden enflasyonun gerçekleşmesinin 9 yılda da hedefin üzerinde olduğu görülmektedir. Hedefin gerçekleşmemesi yurt dışı yatırımcılar açısından olumsuz etki yaratmaktadır. Yurt içi yerleşiklerin yurt dışına yapacağı yatırımları ise şu yönden etkilemektedir. Enflasyonist ortam oluşması sonucu TL, ABD doları karşısında değer kaybedecek bu da yapılan yatırımların hacmini düşüreceklerdir. UYP’de varlıkları azaltırken yükümlülükleri de azaltıcı etki yapacaktır.

#### 4.2. Makro Ekonomik Dengelerin Kurulamaması

Ekonominin dışı, uluslararası ticaret ve ödeme akımlarına açık olması beraberinde, dışı kapalı bir ekonomiye göre farklı sorunları getirmektedir. Ülke ekonomisini dışı açmak iç üretimini dış dünya ile rekabet etmesini sağlamaktadır ve etkinliği artırmaktadır. Bu ülkeler daha hızlı büyür. Pratikte açık ekonomilerde asıl beklenen sermaye girişlerinin geçici olarak ödemeler dengesindeki problemleri gidermesidir (Okul, 2018). Ancak uzun vadede varlık ve yükümlülük açısından bakıldığında yükümlülükleri artırmakta Net UYP’yi etkilemektedir. Fakat daha önce de denildiği gibi sermayegirişinin ekonomik büyümeye teknolojinin ilerlemesine üretimin ve etkinliğin artmasına da önemli katkıları olmaktadır. Burada asıl beklenen sermaye girişi ile yükümlülükler artarken varlıkların da en az yükümlülük kadar artış göstermesidir.



Makroekonomik dengelerin kurulamaması dış açıkları artırmaktadır. Bu dış açıklar yurt dışı kaynaklardan finanse edilmektedir. Bu da UYP'yi etkilemektedir. Amerika dış açıklarını bu yolla finanse etmektedir. Net UYP'yi bu durum olumsuz yönde etkilemektedir. Özellikle varlıkların artış göstermeyip yurtdışı kaynaklardan yararlanıldığı dönemlerde yükümlülükler artış gösterecek bu da Net UYP açığını artıracaktır.

Makroekonomik dengelerin kurulamaması, dış açıkların olması gibi durumlar yurtdışı yatırımcılar için gelişmekte olan ülke göstergelerinden sayılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyüme ihtimalinin yüksek olması genel olarak yatırımcılar tarafından olumlu bir etken olarak görülmektedir. bu durum yatırımcının beklentilerine göre değişkenlik gösterse de genel olarak yatırımcıyı çekici bir özellik taşımaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin önemli bir kısmı üretimlerinde ithal girdiyi yüksek oranda kullandıklarından yani ithalata dayalı büyüdüklerinden, ekonomik büyüme oranlarında artışlar söz konusudur. Bu cari açıklara dayalı büyüme modeli yurt dışı yatırımcıyı çekmektedir. Yatırımcının yatırımlarının ülke ekonomisinin gelişmesiyle birlikte değerlendirileceği dikkate alınmakta bu da uluslararası yatırım pozisyonu açısından bakıldığında yükümlülükleri artırmaktadır. Artan yükümlülüklerle varlıkları da artıran çalışmaların olması finansal sistemin sürdürülebilirliğini göstermektedir. Burada varlıkların önemi dikkate alınmaktadır. Yükümlülük artışının yanında varlık artışının da olması gerekmektedir.

### **4.3. Maliye Politikası**

Kamu kesimi, bir yandan yaptığı harcamalar ile geliri artırıcı etki yaparken bir yandan da topladığı vergiler ile geliri düşürücü bir etkiye sahiptir. Devletin istihdam, gelir, fiyat seviyeleri gibi makroekonomik değişkenleri etkileyebilmek için kamu harcamalarını (cari harcamalar, yatırım harcamaları ve transfer harcamaları) ve kamu gelirlerini (vergi gelirleri, vergi dışı normal gelirler, özel gelir ve fonlar) kullanması maliye politikası olarak adlandırılmaktadır. Örnek vermek gerekirse, kamu harcamalarını artırarak ve/veya halktan ve kurumlardan toplanan verginin yükünü azaltarak ulusal ekonomideki toplam tüketim harcamalarını artırmaya yönelik olarak izlenen maliye politikasına genişlemeci maliye politikası, kamu harcamalarını azaltarak ve/veya vergileri artırarak toplam tüketim harcamalarını azaltmaya yönelik politikaya da daraltıcı maliye politikası denmektedir (Ekodialog, 2018).

Maliye politikasını oluşturan dört esas alt politika bulunmaktadır: (1) Vergi politikası, (2) Harcamalar politikası, (3) Borçlanma politikası, (4) Diğer politikalar.

Vergi politikası, ekonominin seyrine göre artan veya azalan vergiler şeklinde uygulanır. Azalma da iki şekilde uygulanabilir: Vergi oranları değiştirilebilir veya kapsam değiştirilebilir. Vergi oranları veya verginin kapsamı arttırılırsa, insanlara ve kurumlara daha az harcanabilir gelir verilir ve toplam talep kontrol edilir. Bunun tersi yapılırsa ve vergi oranları veya verginin kapsamı azaltılırsa, harcamalar artacak ve toplam talep artacaktır. Birincisi ekonomiyi soğutmak için, ikincisi de ekonomiyi canlandırmak için kullanılabilir.

Harcama politikası, kamu harcamalarının ekonomi üzerindeki artması veya azalması üzerine kurulu bir politikadır. Kamu harcamaları, bireylerin ve kurumların harcamalarının azaldığı ve dolayısıyla toplam talebin azaldığı ve ekonominin canlanabileceği bir ortamda artırılabilir. Bu durumda, talebi artırarak bu parayı harcamak için çok para harcayanlar ve üretimin yeniden canlanması üzerinde etkili olabilirler. Toplam talebin hızla arttığı bir ortamda, bunun tersi yapılır, kamu harcamaları azalır ve talep daha az harcanabilir gelir bırakılarak azaltılır (Kanca & Bayrak, 2015, s. 121).

Borçlanma politikası, ekonomideki talebin artması nedeniyle ekonominin ısınması durumunda kamu borçlanmasını artırarak harcanabilir geliri azaltmayı amaçlayan bir politikadır; aksi durumda, erken borç ödenmesiyle para piyasaya sürülür ve toplam talep canlanır (Eğilmeza, 2018).

Bu üç ana politika aracına ek olarak, teşvik politikasından dış ticaret politikasına kadar çeşitli alt politikalar maliye politikasının araçları veya alt politikaları olarak sayılabilir.

Ekonomik büyüme, bir ekonomide yıldan yıla milli gelirdeki artışı ifade etmektedir. Sözelimi, 100 TL milli geliri olan bir ekonominin, milli gelirinin 103 TL'ye çıkması durumunda %3 oranında bir büyüme söz konusu olmaktadır. Büyümenin başka göstergeleri ise; hasta başına düşen doktor sayısı, öğrenci başına düşen öğretmen sayısı, okuryazarlık oranı, bebek ölüm oranlarıdır. Gelir dağılımında adalet, milli gelirin kişiler veya üretim faktörleri arasındaki adil dağılımını ifade etmektedir. Maliye politikasının bu

amacı devletin sosyal yönünü göstermektedir. Maliye politikasının bu amaçları, devletin arzu ettiği bir amaçtır. Ancak, bu amaçlar arasında bazı çelişkiler ortaya çıkabilir. Örneğin, fiyat istikrarını korumak için enflasyonla mücadele eden bir hükümet, enflasyonun temel nedeni olan talebe baskı yapmaya çalıştığında ekonomik büyüme hedefine karşı gelmektedir. Veya, ekonomik büyümeyi sağlamak için sermaye gruplarına olan vergi yükünün hafifletilmesi, düşük gelir gruplarına karşı olumsuz sonuç vererek gelir dağılımındaki adaleti olumsuz yönde etkileyebilir. Sağlıklı bir maliye politikası uygulayabilmek için kullanılan maliye politikası araçları; kamu gelirleri, kamu borçlanması, kamu bütçesi, kamu harcamalarıdır.

Kamu harcamaları, temel makroekonomik kimliğin önemli bir bileşenidir. Her türlü hükümet (cari, yatırım ve transfer) harcamalarını kapsamaktadır. Kamu harcamalarının miktarındaki bir değişiklik, maliye politikasının hedeflerini etkilemektedir. Bununla birlikte, maliye politikasının araçları sadece harcamaların miktarında bir değişiklik değil, aynı zamanda, harcamaların kompozisyonundaki değişiklikler de bir maliye politikası aracıdır. Örneğin, işsizlikle mücadelede genişleyici maliye politikasının uygulanması kamu harcamalarının miktarını arttırmaktadır. Ancak, bununla birlikte düşük gelirli gruplara da sübvansiyonların artırılması da bir maliye politikası aracı olmaktadır.

Kamu gelirleri, devlet tarafından karşılıklı veya zorunlu olmayan yollarla elde edilen parasal değerlerdir. Vergiler, kamu gelirlerinin en üstündedir. Burada da maliye politikası aracı yalnızca vergi oranını veya tutarını değiştirmekle kalmıyor, aynı zamanda vergi türlerinin dağılımını değiştirmekte veya yeni vergi türlerini meydana getirmektedir. Enflasyonla mücadeleye yönelik daraltıcı maliye politikasının uygulanması, vergi miktarının artırılması ile mümkün olmaktadır. Vergilerin toplam vergi gelirleri içindeki payını artırmak veya yeni vergileri getirmek de bir maliye politikası aracı olarak kabul edilmektedir.

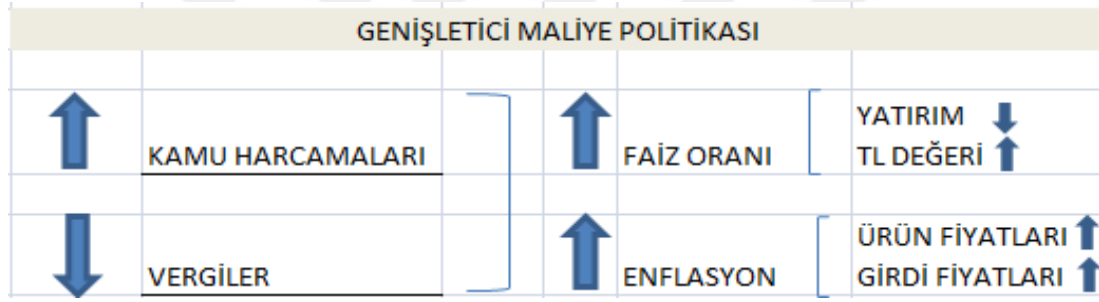
Kamu borçlanması, devletin bütçe açıklarını finanse etmenin yollarından biri olarak görülmesine rağmen, ekonomik ve sosyal amaçlar için bir mali politika aracı olarak kullanılabilir. Ancak, yalnızca borç miktarındaki artma veya azalma değil, aynı zamanda vade veya borcun kaynağının belirlenmesi de bir maliye politikası aracıdır. Örneğin, yüksek enflasyonlu bir ekonomide akaryakıt fiyatlarının artmaması için, kısa

vadeli borçlar yerine uzun vadeli borçların tercih edilmesi, kamu borçlanmasını bir maliye politikası aracı haline getirmektedir.

#### 4.3.1. Genişletici Maliye Politikası

Durgun ekonomiyi yükseltmek için; kamu harcamalarını artırarak veya vergileri azaltarak ve bütçe açığının oluşturulduğu bir politikadır.

Buradaki temel amaç, durgunluğa karşı GSYİH'yi artırarak işsizlik oranını azaltmaktır. Bu politikalar John Maynard Keynes tarafından önerilmiş ve bir Keynesyen politikadır. Bu politikanın uzun süreli kullanımı stagflasyona neden olabilmektedir. Bu politikanın uygulanışı aşağıdaki şekilde çok yönlü gösterilmiştir.



Şekil 4.9. Genişletici maliye politikası

Genişletici maliye politikası uygulanırken, üç önemli kural vardır. Bunlar;

- ❖ Kamu harcamalarının arttırılması,
- ❖ Transfer ödemelerinin arttırılması,
- ❖ Vergilerin düşürülmesidir.

Kamu harcamalarındaki artışı açıklamak gerekmektedir. Bu kurala göre, yapılacak harcama tamamen sektörlere yönelik olmalıdır. Para akışı ve transfer ödemelerinin artırılması ile desteklenen bu kuralda; devlet tarafından yatırım yapılması, yatırımlarla fiyat kontrollerinin sağlanması, istihdam alanları yaratılması ve ekonomik refahın artması amaçlanmaktadır.

Kamu harcamalarında, uzun vadede sonucun istenen düzeyde olması için uygulanan politikada istikrarlı olmak gerekmektedir. Vergilerin düşürülmesi kuralı ise doğrudan özel sektörü desteklemek ve tüketiciyi memnun etmek için uygulanmaktadır. Böylece ülke ekonomisi canlanmaktadır. Ekonomiyi canlandırmak için yapılan vergilerin düşürülmesi, doğrudan sermayeyi çekici etki yaratmaktadır. İşletmelerin yurtiçinde yapacağı üretim üzerinden alınan vergilerin az olması işletme karını kısa vadede etkileyecektir. Genişletici maliye politikasında, kamu harcamaları arttırılarak ve vergiler düşürülerek bütçe açığı yoluyla büyüme hedeflenirken yurtdışı yerleşiklerin yatırımları da beklenmektedir. Bu da UYP rakamlarına etki etmektedir. Gerek doğrudan sermaye, gerekse portföy yatırımlarıyla var olan döviz açığı açık finanse edilmek istenmektedir.

Genişletici maliye politikasında, işsizlik oranlarının düşürülmesi de amaçlardan biridir. İşsizlik oranının düşmesi için daha fazla istihdam yaratılması gerekmektedir. İstihdam da, doğrudan sermayenin ülkeye girişinin önemini ortaya koymaktadır. Sermaye girişinin döviz açığı finanse edilirken portföy yatırımlarının kullanılmasından daha fazla önem arz ettiğini açıkça ortaya koymaktadır. Ayrıca, kamu harcamalarında artışın olması dışlama etkisi yaratmaktadır ve özel sektörün faaliyet alanı daralmaktadır. Bu dar alanda yeni bir faaliyet zor olacağı için yurtdışı doğrudan sermayenin ülkeye girişini de zorlaştırmaktadır. Artan kamu harcamalarıyla piyasada dolaşan para kısılmaktadır. Özel kesim ise kısıtlı para yüzünden yatırım yapamamaktadır. Yurtiçi yerleşik halkın yatırım yapamaması ise varlıklarda düşüşe sebep olmaktadır. Bu kısıtlılık aynı zamanda faiz oranlarını da arttırmaktadır. Faiz oranlarının artması ise diğer yatırımlardaki yurtdışı yerleşiklere kullanılan kredi hacmini azaltmaktadır. Dolayısıyla bu durum, UYP kalemlerinden varlıkları düşürücü etki yaratmaktadır. Faiz oranlarının artması, portföy yatırımlarını olumlu anlamda etkileyerek yurt dışı yerleşik yatırımcıları çekecek ve yükümlülükler ana kalemini arttıracaktır. Yurt içi yerleşikler ise daha fazla getiri sağlayan dış ülke olmadığı takdirde yeni oluşan faiz oranına göre yurt içini tercih edecek ve portföy yatırımları varlık kalemini düşürücü etki yaratacaktır.

Özetle; genişletici maliye politikası tek bir etki yaratmamaktadır. Hem vergi oranlarına olan etkisiyle hem faiz oranlarına olan etkisiyle hem de istihdama etkisiyle farklı farklı sonuçları beraberinde getirmektedir. Bu sonuçların birkaçı doğrudan sermayeyi olumlu etkilerken diğer yandan olumsuz etkileri de bulunmaktadır. Sadece doğrudan sermayeyi etkilememekte ayrıca portföy yatırımları ve diğer yatırımları da etkilemektedir.

### 4.3.2. Daraltıcı Maliye Politikası

Kamu harcamasının en aza indirildiği, vergilerin arttırıldığı ve dolayısıyla bütçenin arttırıldığı bir politikadır. Daraltıcı maliye politikasının en önemli sonucu fiyatlarda artışa sebep olmasıdır. Bu politikada kullanılan araçlar, kamu harcamalarının azaltılması ve vergi oranlarının arttırılmasıdır. Ülkedeki kamu harcamalarını azaltarak ve vergileri artırarak uygulanacak olan bu maliye politikası, siyasi güçler tarafından istenmeyen bir durumdur. Çünkü böyle bir gelişmede, aslında amaç tam tersi olsa da kısa vadede halkın huzuru ve refah seviyesi düşmektedir. Bu ise, hükümetin politik gücüne yönelik eleştirinin artmasına ve kamu desteğinin azalmasına yol açmaktadır.

Daraltıcı maliye politikasına ilişkin bir uygulama kararı alınmışsa, ülkedeki enflasyon oranları önemli ölçüde artmıştır. Zira, artan enflasyonla mücadelede ve kısa sürede en etkili yöntem, maliye politikasını daraltmak olacaktır. Burada, talebi azaltmak için, daraltıcı maliye politikası devreye girmektedir. Bu politika uygulanırken kamu harcamalarının azaltılması önem arz etmektedir. Zira, kamu harcamalarındaki artışın ekonomiyi canlandırması ve bu canlılığın talebi doğrudan artırması daraltıcı maliye politikasını uygulamayı zorlaştıracaktır.

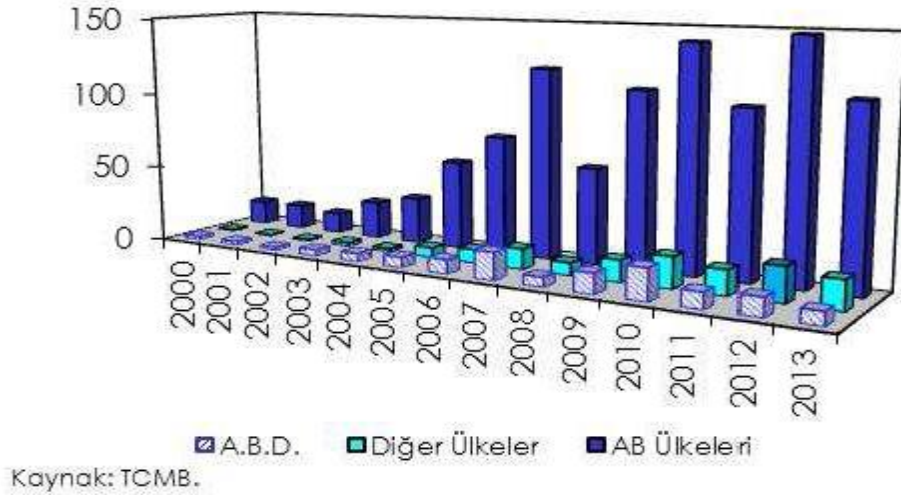
Vergi oranlarının artması, enflasyonist ortamı dizginlerken doğrudan sermayeyi itici etki yaratmaktadır. Tabii burada yurtdışı yerleşimin alternatif olarak gördüğü gelişmekte olan ülkenin de vergi oranları da önemlidir. Fakat Türkiye’de bir önceki yıl düşük iken sonraki yıl arttırıldığında yurtdışı yerleşik yatırımcının fikrini mutlaka etkileyecektir. Ayrıca, yatırımcı çekmek için önemli bir para politikası aracı olan enflasyon da devreye girmektedir. Daraltıcı politika enflasyonu dizginlemek amacı güttüğünden enflasyona yapılan müdahaleden ve bu müdahale ile yarattığı ülke istikrarından ötürü yurtdışı yatırımcıyı çekici özellik de yaratmaktadır. Burada yatırımcının psikolojik durumu (davranışsal finans) da devreye girmektedir. Bu konuya ilerideki başlıklarda ayrıca değinilecektir. Yatırımcı; ya enflasyonu yüksek fakat vergi oranları düşük ekonomiyi tercih edecek ya da enflasyonu düşük vergi oranları yüksek ekonomiyi tercih edecektir. Tabii ki burada tek etki vergi oranları değildir. Faiz oranları, döviz kuru ve birçok para politikası araçları da etkilemektedir. Güçlü bir maliye politikası açısından bakmaya devam ettiğimizde çok önemli birkaç etken daha devreye girmektedir. Daraltıcı maliye politikasında yukarıda da bahsedildiği gibi enflasyonu adına; talep azaltılmaya

çalışılacaktır. Talebin baskı altına alınması halkın satın alma isteğinin ve gúcünün azalması ile ilgilidir. Talebin azalması sonucu yurtiçi yerleşikler memnun olmayacak ve yatırımlarını değerlendirmek için vergi oranları daha düşük, daha fazla getiri sağlayan yatırım araçları olan ülkelere yöneleceklerdir. Bu durum da varlıkları artırıcı etki yaratacaktır. Fakat bu durumun uzaması sonucu refah kaybı yaşanır da siyasi istikrar zarar görürse Türkiye'ye yapılan doğrudan yatırımlar da azalacaktır. Bu da yükümlülüklerde değişiklik meydana getirecektir.

Güçlü bir maliye politikası, para politikasıyla çakışmamalı birbirini destekleyici olmalıdır. Örneğin; enflasyonist ortamda para politikası ile zorunlu karşılıklar artırılırken destekleyici olarak maliye politikası ile de vergiler artırılarak uygulamalar daha etkili hale getirilebilmektedir. Deflasyonist bir ortamda ise, para politikası ile merkez bankalarının para arzını artırması ve maliye politikası ile kamu harcamalarını arttırılmasıyla ekonomi canlanmaktadır. Bu yüzden birbirini tamamlayıcı politikalar olup tek başına düşünülemezler. Maliye politikası bu açıdan bakıldığında, UYP'yi para politikası kadar etkileyebilir durumdadır. Tabi burada maliye politikasının ne kadar etkin kullanıldığı da önemli arz etmektedir. Para politikasını desteklenmesinin yanında, etkisini azaltır duruma da getirebilmektedir. Zorunlu karşılıklar artarken, kamu harcamaları da artabilir böyle bir uygulama ile para politikası ile para arzı kısıılırken maliye politikası ile dolaşımdaki para miktarı artacaktır. Bu da hedeflenen enflasyonun gerçekleşen enflasyondan uzaklaşmasına sebebiyet verecek ve yurtdışı yatırımcının ülke hakkındaki düşüncelerini etkileyecektir.

Aşağıda; 2000-2013 yılları arasında sermaye yatırımı yapma konusunda Türkiye'yi tercih eden ülkelerin sermaye tutarlarını gösteren şekil bulunmaktadır.

### Türkiye'ye Yapılan Doğrudan Yatırımların Coğrafi Dağılımı (milyar ABD doları)



Şekil 4.10. Türkiye'ye yapılan yatırımların coğrafi dağılımı

Şekile göre; Türkiye'ye yapılan doğrudan yatırımların coğrafi dağılımına bakıldığında; AB ülkeleri arasında en fazla yatırım yapan ilk beş ülke, oransal olarak sırasıyla, Hollanda, Almanya, Lüksemburg, İspanya ve İngiltere'dir. Ülkelerin risk tutumu, içinde bulunduğu ekonomik durum yatırımlarından beklentileri gibi etkenlere göre işlem hacimleri farklılık göstermektedir.

#### 4.4. Sübvansiyon ve Teşvikler

Sübvansiyon veya diğer adıyla destekleme, devletin kişi ya da kurumlara mal, para veya hizmet biçiminde yaptığı karşılıksız yardımları ifade etmektedir. Sübvansiyon; devlet bütçesinden belli iktisadi ve sosyal hedefe ulaşmak için verilmektedir. Yabancı yatırımcıları çekmek amacıyla da uygulanabilen sübvansiyon ve teşviklerin yararı olduğu kadar dikkat edilmediği takdirde ülke ekonomisine zararı olabilmektedir. Şöyleki; yabancı yatırımcılara özel ayrıcalıklar tanımak Türkiye'deki girişimcileri cezalandırmakta ve yabancı yatırımcılara karşı haksız rekabete yol açmaktadır. Türk sermayesi böylelikle yurtdışına kaçıp yabancılaşarak Türkiye'ye dönebilmektedir. Burada yurtdışı yatırımcılar kadar yurtiçi yatırımcıları da gözeterek sağlıklı uygulamaların varlığı önem arz etmektedir. Böylelikle yurtiçi yatırımcı kaçmayıp ülke refahını olumsuz yönde etkilemeyecek, yurtdışı



yatırımcılar da işlem hacmini arttırarak ülke ekonomisine olumlu yönde katkı sağlayacaktır.

Türkiye’de yabancı şirketlerin teşviki konusunda uygulamaların gelişmesi için T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı’nın Teşvik Uygulama ve Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü mevcuttur. Bu birimin, yatırımların teşviki, ülke kalkınmasına katkıda bulunacak sektörler, özellikle ileri teknoloji gerektiren alanlarda yapılacak yerli ve yabancı yatırımlar gibi teşvik unsurları bulunmaktadır.

#### **4.5. Kayıtdışı İşlemlerle Mücadele ve Yasal Mevzuatın Yatırımcıyı Koruması**

Globalleşme yurtiçi ve yurtdışı piyasalar arasındaki bağlantıları güçlendirirken, finansal işlemlerin hacmi hem klasik merkezlerde hem de yeni gelişen piyasalarda artış göstermiştir. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesine paralel olarak, ülkeler daha fazla fon çekebilmek için adeta bir yarışa girmiş ve ülkeler düzeyinde uygulanan mevzuatlarda (düzenlemeler) önemli yakınlaşmalar gerçekleşmiştir. Bununla birlikte mevcut entegrasyon düzeyi birbirine yakın ülkeler arasında söz konusu olup gelişmekte olan ülkelerin entegrasyon düzeyi daha zayıftır(Alp, 2000, s. 113,152). Bu sebeble gelişmekte olan ülkelerin bu konuda daha fazla düzenlemeye ihtiyacı bulunmaktadır.

Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü’ne (IOSCO) göre sermaye piyasalarındaki düzenlemeler yatırımcıların korunması, piyasaların adil, etkin ve şeffaf oluşumunun sağlanması ve sistemik riskin azaltılması amaçlarını taşımaktadır (IOSCO, 2018). Yatırımcıların korunması piyasaların adil, etkin, şeffaf çalışması ve sistemik riskin azaltılması amaçlarına ulaşılmasını mümkün kılmaktadır. Bu nedenle sermaye piyasalarının düzenlenmesinde yatırımcıların korunmasına yönelik düzenlemelerin ayrı bir önemi vardır. Ayrıca yatırım araçları ve piyasalar ile ilgili her türlü konu hakkında yatırımcıların bilgilendirilmesi yatırımcıların korunması açısından önemlidir.

Sermaye piyasalarında yatırımcıların korunmasındaki amaç, yatırımcıların aldığı riski en aza indirmektir. Yatırımcıların korunması ile birlikte kurumların ve bireylerin sermaye piyasalarına duyacağı güven artacaktır. Bu nedenle yatırımcıların korunmasına yönelik çeşitli düzenlemeler yapılmaktadır. Dünyada ve Türkiye’de yatırımcıların

korunmasına yönelik yapılan düzenlemeler genellikle bu yaklaşımlar üzerine kurulmaktadır.

Sermaye piyasaları konularında dünyada öncü olan AB ve ABD’de yatırımcıların korunmasına yönelik birçok düzenleme yapılmıştır.

Çizelge 4.6. Yatırımcıların korunmasına ilişkin düzenlemeler

<b>Kurum</b>	<b>Düzenlemeler</b>
Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü	Menkul Kıymetlerin Kapsamı ve İlkeleri Düzenlemesi, Eylül 1998 (2008 Şubat revize)
Avrupa Birliği	Menkul Kıymetlerin Kapsamı ve İlkeleri Düzenlemesine İlişkin Değerlendirme Metodu, Kasım 2003 (2008 Şubat revize)
	Elektronik Haberleşme Sektöründe Kişisel Verileri İşleme ve Gizliliğinin Korunması Hakkında Yönerge, 2002/58/EC
	Mesafeli Sözleşmeler Açısından Tüketicinin Korunması Hakkında Yönerge 1997/7/EEC.
	Tüketici Finansal Hizmetlerinin Uzaktan Pazarlanması Hakkında Yönerge, 2002/65/EC
	Yanıltıcı ve Karşılaştırmalı Reklam Hakkında Yönerge, 2006/114/EEC
Avrupa Sermaye Piyasası Kurulları Komitesi	Piyasalarda Finansal Araçlar Hakkında Yönerge, 2004/39/EC (MiFID)
	Yatırımcı Tazmin Sistemlerine İlişkin Yönerge, 1997/9/EC
Finans Sektörü Düzenleme Otoritesi	Devredilebilir menkul kıymetlere yatırım yapan kolektif yatırım kuruluşları hakkında Yönerge, 2009/65/EC; 1985/611/EEC düzenlemesinde değişiklik
ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu	Bir Avrupa Yatırımcı Koruma Rejimi İçin Bir Öneri: İş Davranış Kurallarının Uyumlaştırılması, Nisan 2002
	1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu
	1934 tarihli Menkul Kıymetlerin Alım Satımı Kanunu
	1940 tarihli Yatırım Ortaklıkları Kanunu
	1940 tarihli Yatırım Danışmanlığı Kanunu
	1970 tarihli Menkul Kıymet Yatırımcılarını Koruma Kanunu

Kaynak: Rutledge ve diğ., (2010), “Good Practices for Consumer Protection and Financial Literacy in Europe and Central Asia: A Diagnostic Tool”, The World Bank Working Paper, Paper No. 1, s.36.

Yukarıdaki çizelgeden görüleceği üzere; yatırımcıların korunmasına yönelik AB’de çok sayıda yönerge bulunmaktadır. Bu yönergelerle kişisel verilerin işlenmesi ve gizliliği, mesafeli sözleşmeler için yatırımcıların korunması, uzaktan pazarlamada yatırımcıların korunması, yanıltıcı reklam ve yatırımcı tazmin sistemi gibi konularda düzenlemeler

bulunmaktadır. ABD’de ise yatırımcıların korunmasına yönelik düzenlemelerin temeli 1929 yılında yaşanan Ekonomik Buhrana kadar uzanmaktadır. Söz konusu kanunların amacı; kapanan aracı kurum müşterilerinin, zararlarının tazmini ve yatırımcıların sermaye piyasalarına güveninin artırılmasıdır.

ABD ve AB’ye kıyasla Türkiye’de sermaye piyasaları daha sonradan düzenlenmektedir. İlk Sermaye Piyasası Kanunu, 1981 yılında yürürlüğe girmiş ve bu kanun ile Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurulmuştur. SPK’nın amacı sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesidir. Bu amaçla düzenlenen birçok kanun bulunmaktadır. Bu kanunlar ile şirketlerin halka arz işlemleri, kamuyu aydınlatma zorunluluğu, örtülü kazanç aktarımı yasağı gibi durumlar kanunlarla korunmakta böylelikle yatırımcıyı korumak amaçlanmaktadır. Bu amaç doğrultusunda yurtdışı yatırımcılar, Türkiye’ye yatırım yapma kararı vermede olumlu anlamda etkilenip yatırımlarını arttırmaktadırlar. Ayrıca sermaye piyasası dışında banka yoluyla yapılan yatırımlar açısından bakıldığında; Banka Düzenleme ve Denetleme Kurulu’nun (BDDK) varlığı da yatırımcının portföy yatırımı ve diğer yatırımlara olan isteğini de etkilemektedir. Bu tip kurul ve düzenlemelerin varlığı yurtdışı yatırımcıların yatırım kararını olumlu yönde etkilemekte ve UYP kalemlerinin hacmini artırmaktadır.

#### **4.6. Vergi Uygulamalarının Etkisi**

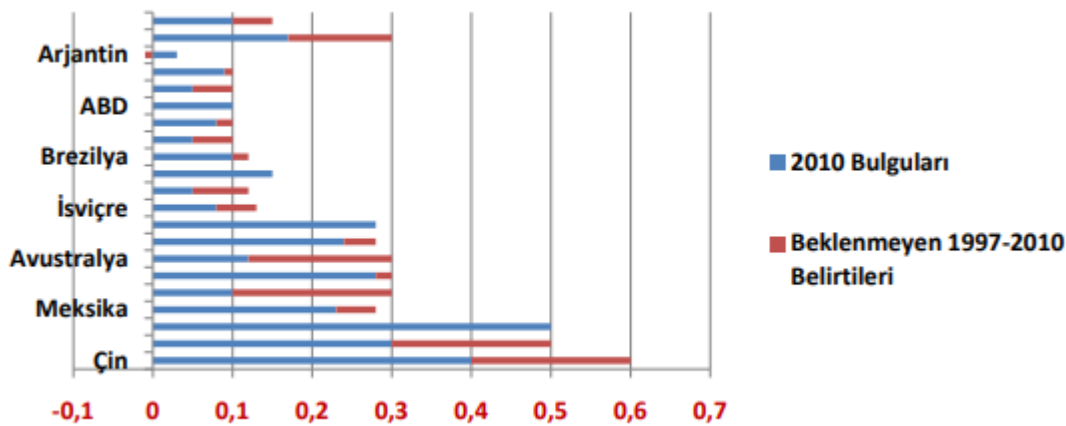
Uluslararası yatırımın ülkelere girişi açısından mali teşvikler olarak bilinen ve bir firmanın vergi yükünü azaltmak üzere oluşturulan indirimli kurumlar vergisi oranı şeklindeki vergi imtiyazları, vergi tatilleri, hızlandırılmış amortisman uygulamaları, ithalat ve ihracat vergi iadesi gibi uygulamalar büyük önem taşımaktadır. Söz konusu uygulamalar, uluslararası yatırım girişlerini artırıcı, olumlu etkiler doğurmaktadır. Bu nedenle vergi oranlarındaki artışlar, özellikle kurumlar vergisi oranının yüksek olması; genelde vergiden kaçınma eğiliminin artmasına, sermaye çıkışına ve uluslararası yatırım girişlerinin azalmasına sebep olmaktadır.

Yatırım ortamının seçiminde, vergi teşvikleri etkili olmakla birlikte, vergi düzenlemelerinin de önemi bulunmaktadır. Yatırım yapılacak ülkedeki vergi oranlarının

yüksek oluşu, bu yüksek oranları iyileştirici yöndeki indirim, muafiyet, istisnaların olmaması yatırımcı açısından dezavantaj sayılmakta ve sermaye girişlerini azaltıcı yönde etki etmektedir.

Gelişmiş ülkelerde hızlandırılmış amortisman, kurumlar vergisi ve diğer vergilerde uygulanan özel indirimlerin, özel bölgelere mahsus kalan gümrük vergisi iadesi ya da muafiyetine göre daha yaygın olduğu bilinmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise vergi muafiyeti ve iadeleri ile gümrük vergisi istisnaları, kurumlar vergisi oranında indirim gibi uygulamaların yatırımı teşvik yönünden olumlu etkilediği bilinmektedir.

Şekil 4.11’de uluslararası yatırımlar için 1997-2010 yılları arası getirilen vergisel düzenlemelerdeki değişime yer verilmektedir.



Şekil 4.11. Doğrudan yabancı yatırımlar için getirilen düzenlemelerdeki değişim 1997-2010

Kaynak: OECD, 2011

Buna göre, uluslararası yatırım girişlerinin artırılması ve yüksek vergi oranlarının olumsuz etkilerinin giderilmesine yönelik getirilen düzenlemeler, OECD üyesi ülkelerde 1997-2010 yılları arası için ortalama binde 5 oranında gözlenirken, 2010 yılı bulgularında bu seviyenin yüzde bir olduğu dikkat çekmektedir.

AB üyesi ülkelerin ise söz konusu vergisel düzenlemeleri 1997-2010 yılları aralığında ve 2010 yılı bulgularına göre %0,5’lik eşit seviyelerde gerçekleştirdikleri görülmektedir. Norveç, Brezilya ve Çin için ulaşılan %1-1,5’lik 2010 yılı bulguları da

benzer şekilde ülkelerin dünya genelinde uluslararası yatırım girişlerini arttırmak amacıyla yüksek oranlara yönelik vergisel düzenlemelere yöneldiğini göstermektedir.

Tüm bu veriler ışığında, ülkelerin dünya genelinde uluslararası yatırım girişlerini çekebilmek ve yüksek vergi oranlarının uluslararası yatırım girişleri üzerindeki olumsuz etkilerini giderebilmek amacıyla özellikle uygulanma aşamasında vergisel düzenlemelere gün geçtikçe daha fazla ağırlık vermesinin yararına olacağını söylemek mümkündür.

#### **4.7. Özelleştirme Faaliyetleri**

Dünyada özelleştirme uygulamaları özellikle 1970'li yıllardan itibaren görülmeye başlanmıştır. Önceleri İngiltere ve Amerika'da yapılan özelleştirmeler daha sonraları komünist bloktan ayrılan Doğu Avrupa ülkeleri ve gelişmekte olan ülkelerde de uygulanmaya başlanmıştır. Türkiye'de ise özelleştirme sürecinin uzamasının çok olumsuz ekonomik ve siyasi etkileri olmuştur. Kamu kesimi devlete ait kurumlarca yönetilen ekonomik sistemin bir parçasıdır. Özelleştirme, hükümetin varlıklarını satmasını veya özel şirketlere girmesini engelleyen kısıtlamaların kaldırılmasını içerebilmektedir. Başka bir deyişle, özelleştirme, kamu sektöründe verimliliği artırmak için yapılanlardan bir kamu girişiminin satışına kadar birçok şeyi kapsayabilir. Özelleştirme terimi, piyasa mekanizmasının etkinliğinin muhafazakar tutumunu ve hükümetin piyasadaki rolünü azaltma isteğini yansıtmak için de kullanılabilir.

Özelleştirme, kavram olarak doğrudan ya da dolaylı çoğu disiplinle alakalıdır. Özelleştirmek; işletme, iktisat, hukuk, politika ve diğer birçok disiplinle ilgilidir. İktisat bilimindeki özelleştirme kavramı, devletin ekonomik faaliyetlerinin azaltılması veya bu işlevin tamamen serbest piyasa koşullarına devredilmesi olarak tanımlanmaktadır. Başka bir deyişle, devlet iktisadi faaliyetlerinin mülkiyetinin özel sektöre devridir. Özelleştirme, devlet müdahalesi olmadan piyasa koşullarında işletme sürekliliğini sağlayabilecek koşulların ekonomide varlığını göstermektedir. Özelleştirme, gelişmekte olan ülkelerin finansal sorunlarının çözümünde faydalı olmaktadır. Özelleştirmelerin olması, devlet kontrolündeki işletme sayılarının azalmasıyla ekonomiye müdahaleyi azaltacak ve bu da sağlıklı serbest piyasaların gelişmesine katkı sağlayacaktır. Dolayısıyla özelleştirmelerin varlığı ülkenin ekonomisine olan güveni göstermekte bu da yatırımcı açısından olumlu gözükmektedir. Bu durum yurtdışı yatırımcının yeni sermaye girişi fikirlerinin önünü

açacaktır. Özetle, sermaye girişleri açısından özelleştirme faaliyetlerinin olumlu etkisi söz konusudur.

#### **4.8. Finansal Ürün Çeşitliliği**

Finansal ürünlerdeki artış,UYP'deki başta portföy yatırımlarını olmak üzere, doğrudan yatırımları ve diğer yatırımları etkilemektedir. Yurtdışı yatırımcıda, finansal ürün çeşitliliği ile gelişmiş bir finansal yapı algısı oluşmakta ve dolayısıyla yurtiçinde sermaye ve benzeri yatırımlar girdiğinde kazançlı çıkma fikrini oluşturmaktadır. Sermaye girişleri dışında, bankacılık yoluyla gelen portföy yatırımlarında, yapacağı yatırımların çeşitliliğini artırarak riski elemine edebilecek ve dolayısıyla işlem hacmini arttırabilecektir.

Bankacılık bilgi işlem teknolojisindeki gelişmeler sayesinde bilgiler daha hızlı yayılabilmektedir. Ayrıca bu teknolojiyle birlikte işlemler daha hızlı ve daha az maliyet ile gerçekleşebilmektedir. Bu da hem yatırımcı hem de borçlanan açısından avantaj sağlamaktadır. Aynı zamanda riskten korunma araçları olarak türev finansal ürünlerin uygulama alanlarının bulunması yatırımcıyı piyasaya çekmekte etkin rol oynayacaktır. Riskten korunma araçları olan forward, future, opsiyon, swap gibi türev piyasa sözleşmelerinin kullanım alanlarının yaygınlaştırılması yatırımcıya seçenek sunabilecek ve güven verebilecektir. Bu tarz uygulamaların varlığı, UYP'de hem portföy yatırımlarının hem de dolaylı olarak doğrudan yatırımların işlem hacmini arttırıcı özelliğe sahiptir.

#### **4.9. Ekonomik Hareketliliği Etkileyen Psikolojik Etkenler**

Geleneksel finansal teoriler, bireylerin rasyonel davrandıklarını varsaymakta ve varlıklarını en üst düzeye çıkarmak için sergiledikleri davranışları açıklamaktadır. Akılcı insan, beklentilerini etkin piyasa ve yeni bilgiler ışığında güncelleyebilen, her türlü açık ve yeterli bilgiye sahip, aynı zamanda piyasaya gelen yeni bilgilere ulaşan ve ulaşmayan bireydir(Aydın & Ağan, 2016, s. 96).

Yatırımcı yatırım yaparken her zaman rasyonelliğini koruyamamaktadır.Akılcı olmayan ve istekleri doğrultusunda yatırım kararı alabilmektedir.Bireylerin aldıkları kararlarda sadece bilimsel gerçekleri ve analizleri dikkate almadıklarını öne süren yaklaşım olan davranışsal finans burada akıllara gelebilmektedir. Yatırımcı karar verirken sadece

iktisat, finans, matematik bilgileriyle değil aynı zamanda psikolojik ve sosyolojik bilgilerinin harmanlanmasıyla karar vermektedir. Yatırımcılar sezgilere, söylentilere ya da psikolojik ön yargılara dayalı da yatırım yapabilmektedirler. UYP rakamlarını etkileyen ekonomik faktörler olarak; faiz oranları, döviz kuru, enflasyon gibi somut verilerden çalışmanın önceki bölümlerinde bahsedilmiştir. Gelişmiş ülke ekonomisinde yaşayan yurtdışı yerleşik yatırımcı, benzer faiz oranı ve enflasyon ya da maliye politikasına sahip iki ya da daha fazla gelişmekte olan ülke arasında yatırım yapma kararını verirken bu somut veriler yeterli olmayacaktır. Bu esnada yukarıda bahsi geçen ‘Davranışsal Finans’ devreye girecektir. Yani yatırımcıya karar verdiren finansal hesaplamaların dışındaki psikolojik etkenler bulunmaktadır. Yatırımcı, gerekli hesaplamaları yapmış ve söz konusu ülkeye yatırım yapmayı riskli bulmuş olabilir. Fakat yatırımcının riskten kaçınmak yerine risk ile getiri arasındaki pozitif ilişki mantığıyla hareket etmesi de olasıdır. İşte burada tüm somut veri ve hesaplamaların dışında psikolojik etkenler devreye girmektedir. Bu durum yurt dışı yatırımcının kararlarını etkilediğinden dolayı olarak UYP tablosu rakamlarını da etkiler niteliktedir.

#### **4.10. Uluslararası Sermaye Hareketleri ve UYP İlişkisi**

Sermaye hareketlerindeki artış, küresel krizle birlikte bir daralmaya girmiştir. Böylelikle sermaye hareketliliğinin getirdiği fayda ve maliyetler dikkat çekmeye başlamıştır. Sermaye hareketlerinin, sermaye girişinin olduğu ülkede uzun vadede büyümeye olumlu etkisi söz konusudur. Fakat sermaye girişinin yaşandığı ülkede döviz kurunu etkilemesi, varlık fiyatlarında değişime sebep olması gibi durumlar nedeniyle ülkede uygulanan ekonomik politikalara zarar vermektedir. Bu durumda karar vericiler makro ve mikro ihtiyati tedbirler olarak ve sermaye girişlerini azaltabilmektedir. Aslında istenen durum; sermaye girişlerinin artması ve ekonominin büyümesidir. Bu durumda bu dezavantajların en aza indirgenmesi gerekmektedir. Bu yüzden sermaye akışlarını yönetmek için uluslararası işbirliği yapmak önem arz etmektedir.

Sermaye akımları, 2009 yılından bu yana gelişmiş ekonomilerden gelişmekte olan ekonomilere doğru hareketlenmeye başlamıştır. Uluslararası sermaye hareketlerinde büyük sermaye girişleri ev sahibi ülkenin emici kapasitelerine etki edip dışsal şoklara karşı savunmasız hale getirmektedir. Büyük sermaye girişleri döneminde ev sahibi ülkede kredi kullanım oranlarının artışıyla kredi hacminin ve varlık fiyatlarının artışı da söz konusu

olmaktadır. Böyle bir durumda ev sahibi ülkede bir bankacılık krizinin yaşanması olasıdır. Bankacılık sektörüne etkisi açısından bakıldığında; sermaye girişlerinin portföy yatırımlarına nazaran daha güçlü etkisi bulunmaktadır. Sermaye hareketlerinden en üst düzeyde yararlanabilmek için güçlü ve dengeli yapısal politika reformlarına ihtiyaç vardır. Uzun vadeli getiri sağlayan sermaye hareketlerinin riski; uyarlanabilir iş gücü piyasaları, kurumsal kalitenin geliştirilmesi ve rekabet dostu ürünlerin geliştirilmesiyle en aza indirilebilmektedir. Sermaye girişinin yüksek olduğu dönemlerde; döviz kuru politikasıyla varlık fiyatlarının artmasına müdahale edilebilir, makroekonomik politikalarla kırılmalıklar azaltılabilir.

Çalışma boyunca UYP tablosunda hem varlık hem de yükümlülük kalemlerindeki sermaye alt kaleminin önemine dikkat çekilmiş, sermaye girişlerinin Türkiye'nin ekonomik büyümesine katkısından bahsedilmiştir. Fakat yüksek oranda sermaye girişlerinin ve sermaye girişlerindeki ani gerilemelerin ülke ekonomisine olumsuz etkileri olabilir. Sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde; varlık ve kredi fiyatlarındaki artış bankacılık sektörünü zorlamaktadır. Sermaye girişlerinde yaşanan gerileme esnasında ise ülkenin ekonomik büyümesinde yavaşlama söz konusudur. Sermaye hareketlerinin risklerini en aza indirmek için sağlıklı ve istikrarlı bir finansal yapının varlığı şarttır. Bu sağlıklı finansal yapının sağlanmasıyla, UYP tablosundaki sermaye kalemlerinde olumlu gelişmeler yaşanacaktır.





## 5. ULUSLARARASI YATIRIM POZİSYONUNU ETKİLEYEN EKONOMİK FAKTÖRLERİN ANALİZİ

Çalışmanın bu bölümünde Net UYP rakamlarına etki eden değişkenlerin analizleri yapılmıştır. Yapılan analizler; VektörOto regresif Modeli (VAR), EngleGranger ve Johanseneşbütünleşme analizleridir. İlk olarak VAR modeli tahmini ile ekonomik ilişkilerin tahmininde bulunulmuş, daha sonra Johansen eş bütünleşme analizi ile bağımsız değişkenlerin eşbütünleşiklik durumuna bakılmıştır.

### 5.1. Amaç

Analizi yapmaktaki amaç; Net UYP rakamlarında değişime sebep olan ekonomik faktörlerin etkisini ortaya koymaktır. Etkisi olan ekonomik faktörlerin; faiz oranı, enflasyon, döviz kuru, GSYİH ve BIST100 endeksi olduğu tahmin edilmiş ve ilişki yönlerini saptamak amacıyla VAR modeli tahmini yapılmıştır.

### 5.2. Kapsam

Analizlerin tüm veri setleri, üçer aylık dönem verileri olup, 2006 yılının I. çeyrek döneminden 2019 yılının I. çeyrek dönemine kadar olan süredeki verileri kapsamaktadır.

### 5.3. Literatür Taraması

Net UYP rakamlarına etkisi en fazla olan ekonomik faktörün döviz kuru olmasıyla birlikte literatürdeki buna bağlı diğer ekonomik faktörler ve yurt dışı yatırımlara etkisi araştırılmıştır. Bu doğrultuda döviz kuru, enflasyon, faiz oranı ilişkilerini inceleyen ampirik çalışmalardan aralarında nedensellik bağı olduğu anlaşılmış ve analiz verilerine eklenmiştir. Bunun dışında Net UYP'yi etkilemesi açısından önem arz eden doğrudan yatırımlar ile ilgili çalışmalar incelenmiştir. Doğrudan yatırımları çekim modeli belirleme çalışmasında GSYİH'nın yüksek olmasının doğrudan yatırımları çektiği sonucuna varılmış ve bu doğrultuda GSYİH çalışmanın analiz verilerine eklenmiştir. Tüm bu bilgiler ışığında Net UYP'ye etki edebilecek verilerin döviz kuru, faiz oranı, enflasyon, GSYİH, BİST100 verileri olabileceği varsayılarak analiz yapılmıştır. Yapılan analiz dışında, literatürdeki çalışmalar incelenerek doğrudan yatırımlar ve portföy kalemlerini etkileyen faktörlerin

para politikası dışında vergi uygulamalarının ve yatırım teşvik politikalarının olabileceği saptanmıştır.

Çizelge 5.1. UYP ve etkileyen ekonomik faktörler konusunda literatür taraması

Çalışmanın Başlığı	Yazar (Tarih)	Ülke(ler)	Yöntem (Dönem)	Bulgular ve Sonuç
Türkiye'ye Yönelik Yabancı Sermaye Akımlarının Hacim Ve Kompozisyonundaki Gelişmeler	Özcan Karahan ve Evren İpek (2013)	Türkiye	Doküman Analizi	Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin ekonomide kırılganlıkları artırıcı niteliklere sahip olduğu gözlemlenmiştir.
Türkiye'ye Yönelik Doğrudan Yabancı Yatırım Akımları Gerçekten Yararlı Mı?	Soner Uysal (2016)	Türkiye	Doküman Analizi	Sektörel açıdan bakıldığında DYY'lar özellikle finans sektörü olmak üzere hizmetler sektörüne yönelik yapısal bir dönüşüm geçirmiştir.
Türkiye'nin Doğrudan Yabancı Yatırım Potansiyelinin Çekim Modeli Kullanılarak Belirlenmesi	Selma DURGAN (2016)	Türkiye	Doküman Analizi	Doğrudan yatırımlar ile GSYİH arasında pozitif, kurumlar vergisiyle negatif yönde ilişki bulunmaktadır.
2008 Krizi Sonrası Fed'in Faiz Artırımının Yükselen Piyasa Ekonomilerindeki Sermaye Hareketleri Üzerine Etkileri	Nuri Çağrı AKAR (2017)	Türkiye	Arellano-Bond panel GMM tahmin yöntemi	FED faiz artışı, EMBI+'daki artış ve VIX'te meydana gelen artışlar yükselen piyasalardan PY çıkışlarına yol açmıştır.
Cari İşlemler Hesabının Finansmanı: Türkiye Üzerine Ampirik Bir Uygulama	Ebubekir KARACAYIR (2014)	Türkiye	Doküman Analizi	Doğrudan yatırımların ve portföy yatırımlarının cari açığın azaltılmasında etkisi anlamlı bulunmuştur.
Uluslararası Vergi Rekabetinin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği	Neslihan KOŞAR (2012)	Türkiye	Doküman Analizi	Uluslararası vergi rekabetine bir teşvik türü olan vergi indirimleri, yatırım politikası aracı olarak kullanılabilirliğindeki kolaylık nedeniyle en az diğer belirleyici unsurlar kadar önem taşımaktadır.
Yatırım Teşvik Politikaları Ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye İçin Ampirik Analiz	Selçuk BUYRUKOĞ LU (2014)	Türkiye	Doküman Analizi	Türkiye'deki yatırım teşvik politikalarının büyüme ve teşvik kapsamında sağlanan istihdam ile anlamlı, istihdam ile DYY arasında anlamsız ilişki sonucuna ulaşılmıştır.
Türkiye'de Enflasyon Ve Döviz Kuru İlişkisi: 1994-2014 Yılları Arası Bir İnceleme	E. Y. Bozdağlıoğlu & M. Yılmaz(2014)	Türkiye	VAR Yöntemi	Nominal döviz kurundaki artışlardan enflasyonun etkilendiği anlaşılmıştır.
Enflasyon-Faiz Oranı ve Enflasyon-Döviz Kuru İkilemi: GEG Programı Döneminde Türkiye Gerçeği	Işıl AKGÜL , Selin ÖZDEMİR (2018)	Türkiye	DiksPanch-nko Nedensellik Testi	Doğrusal nedensellik analizi sonucunda enflasyondan faiz oranına tek yönlü nedensellik bulgusuna ulaşırlarken bu çalışmada faiz ve enflasyon(üfe) arasında çift yönlü nedensellik bulunmuştur.

## 5.4. Yöntem

Araştırmada nitel araştırma yöntemi kullanılmış olup, literatür incelemesinin yanı sıra TCMB, TÜİK, T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, BIST A.Ş. verilerinden yararlanılmıştır.

### 5.4.1. Araştırma Modeli

Araştırma modeli, değişkenler arasındaki neden sonuç ilişkisini belirleyen analitik modeldir. Bağımlı değişken olan Net UYP ile Net UYP’de değişime etki eden açıklayıcı faktörler arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarmak amaçlanmıştır. Bu doğrultuda metodolojik bilgilerden etki eden değişkenler elde edilmiş ve analizi yapılmıştır.

Bu çalışma ‘UYP’yi Etkileyen Ekonomik Faktörler’ üzerine bir çalışmadır.

### 5.4.2. Evren ve Örneklem

Türkiye’de yerleşik kişilerin ekonomik işlemlerinden doğan varlık ve yükümlülüklerin farkından oluşan UYP rakamları çalışmanın evrenini oluşturmaktadır. Tüm veriler 1996 yılından beri yayınlanıyor olsa da çalışma içinde analiz yapılırken örneklem kümesini 2006-2019 yılları arasındaki veriler oluşturmaktadır. Bununla birlikte bağımsız değişken olan faiz oranı, döviz kuru, BIST100, enflasyon, GSYİH rakamlarının veri sınırı 2006-2019 yıllarıdır. Böylelikle, bu zaman serisindeki verilerin analizi ile tümevarım yapılarak evren hakkında genel bilgiye ulaşılabilecektir.

### 5.4.3. Veri Toplama Araçları

Çalışmanın ana verileri olan Net UYP rakamları, daha önce yayınlanmış olan TCMB’nin ödemeler dengesi istatistiklerinden alınmıştır. Faiz oranı, enflasyon ve döviz kuru verileri TCMB arşiv bilgilerinden edilmiştir. GSYİH tutarları ve değişim oranları TÜİK’ten elde edilmiştir. BIST100 endeksi verileri ise BIST A.Ş.’den alınmıştır.

#### 5.4.4. Verilerin Analizi

Analiz yapılırken, ilk olarak karşılıklı bağımlılığı gösteren ekonomik bir model olan VAR kullanılmıştır. Christopher Sims'in geliştirdiği ekonomik ilişkilerin tahmininde kullanılan metottur.

Uzun dönemde, UYP ile diğer ekonomik göstergeler arasındaki ilişkileri ortaya çıkarmak için Engle-Granger eş-bütünleşme analizi yapılmıştır. Bu analiz, durağan olmayan zaman serileri arasında doğrusal bir bileşim olduğunda verilerin eşbütünleşik olduğunu söylemektedir. Yapılan eşbütünleşme testlerinden bir diğeri Engle-Granger yönteminin çok denklemlili genelleştirilmesi olan Johansen eş-bütünleşme analizidir.

Eşbütünleşme, durağan olmayan iki zaman serisi arasındaki korelasyonu incelemek için geliştirilmiş bir tekniktir. Eşbütünleşme, uzun dönem denge ilişkisinin test edilmesinde ve saptanmasında kullanılmaktadır. Aralarında uzun dönem ilişkisi olduğu varsayılan iktisadi değişkenler bu yöntem ile test edilmektedir.

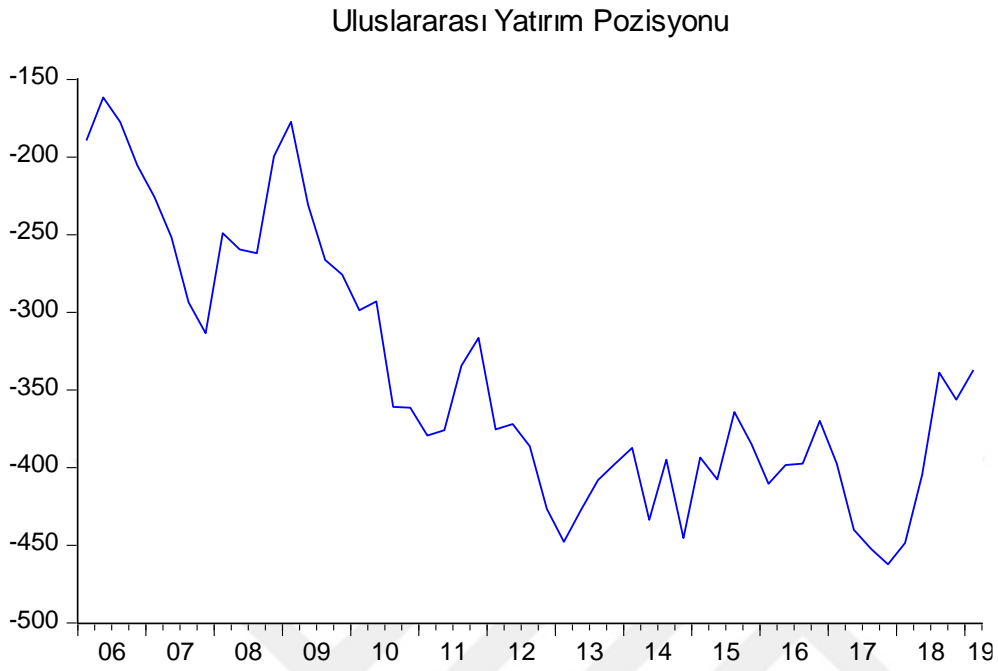
#### 5.4.5. Uygulamalar

2006 ile 2019'un 1.çeyreğine ait serilere ilişkin tanımlayıcı istatistikleri veren çizelge aşağıdadır;

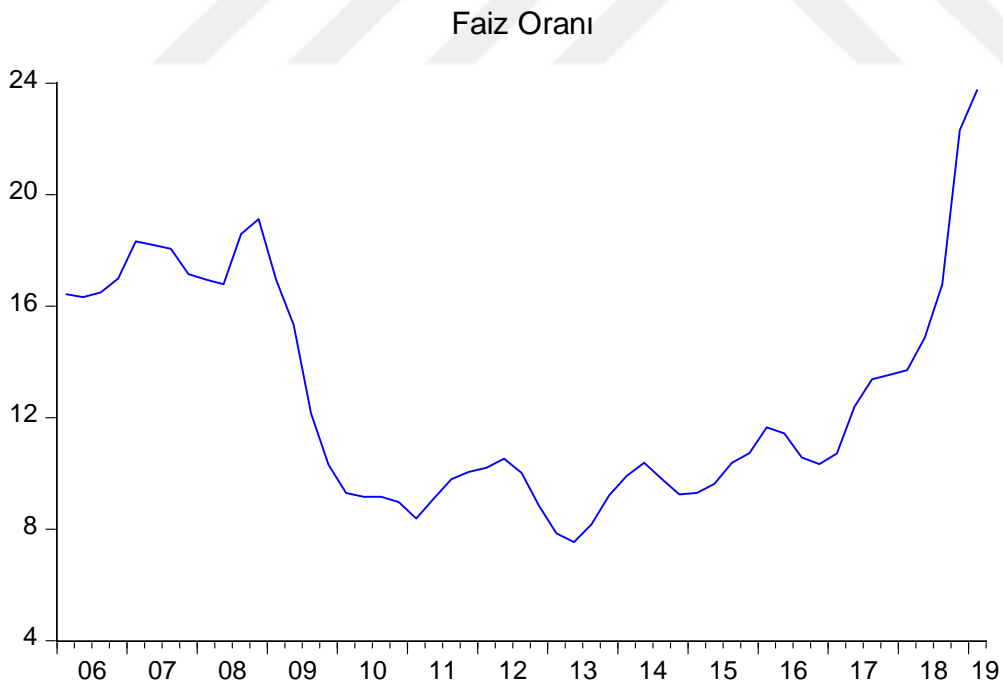
Çizelge 5.2.Tanımlayıcı istatistikler

	UYP	ENF	FAIZ	GSYİH	GSYİH Değişim	KUR	BIST
<b>Ortalama</b>	-341.9970	6.890943	12.73792	201.9804	5.234054	2.318598	66350.39
<b>Maximum</b>	-161.6240	24.52000	23.77000	234.9240	12.20000	6.001000	118629.7
<b>Minimum</b>	-462.2700	-0.410000	7.530000	160.3320	-3.000000	1.164900	23679.48
<b>Std. S.</b>	83.58193	5.504792	4.028982	17.27174	3.469249	1.169911	22614.87
<b>Skewness</b>	0.608473	0.786474	0.794106	-0.097138	0.124409	1.498522	0.229020
<b>Kurtosis</b>	2.249463	4.109138	2.637782	2.781071	2.791530	4.677183	2.351983
<b>Jarque-Bera</b>	4.514409	8.180452	5.860081	0.128509	0.162446	26.04776	1.390646
<b>J&amp;B p.</b>	0.104643	0.016735	0.053395	0.937766	0.921988	0.000002	0.498913
<b>N</b>	53	53	53	36	37	53	53

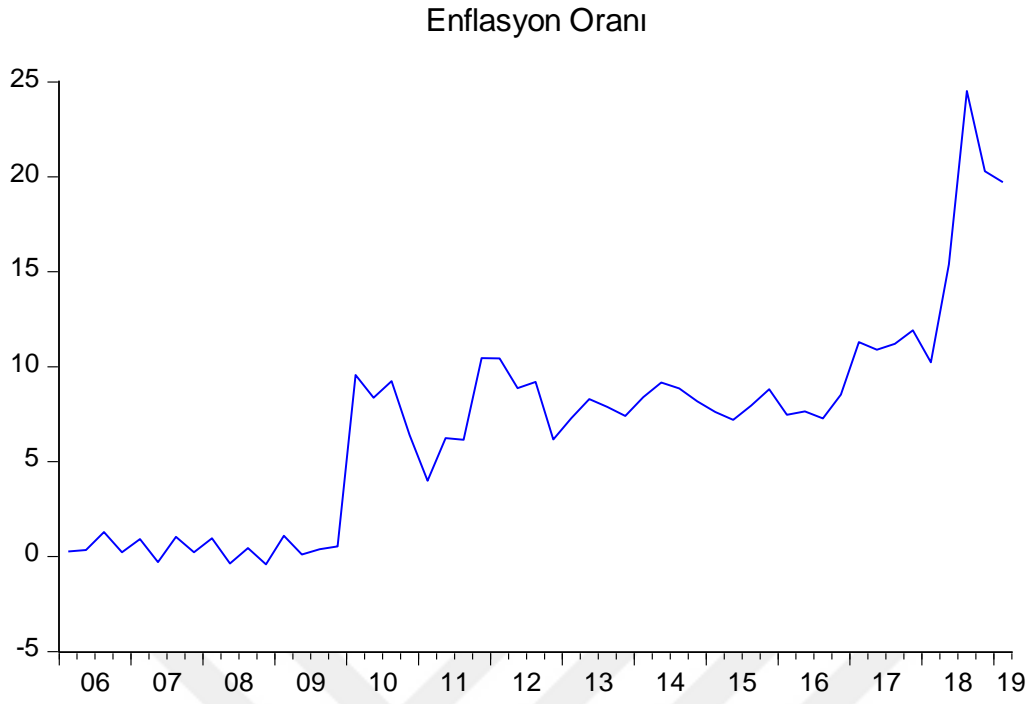
İlgili serilere ilişkin kartezyenşekiller aşağıda verilmiştir;



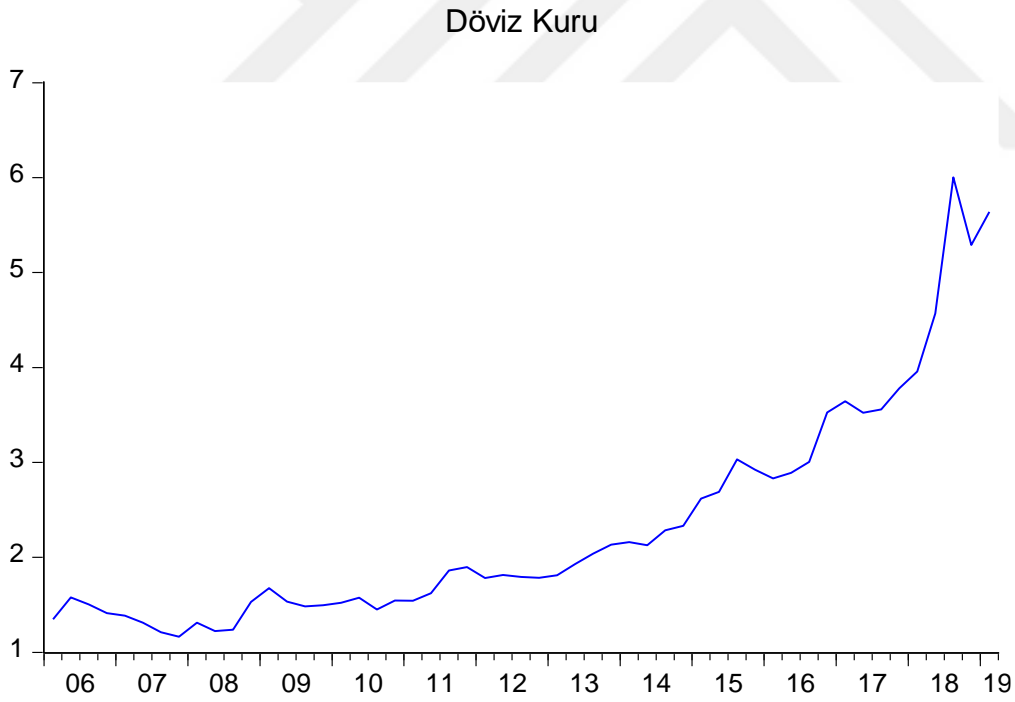
Şekil 5.1. UYP kartezyen grafiği



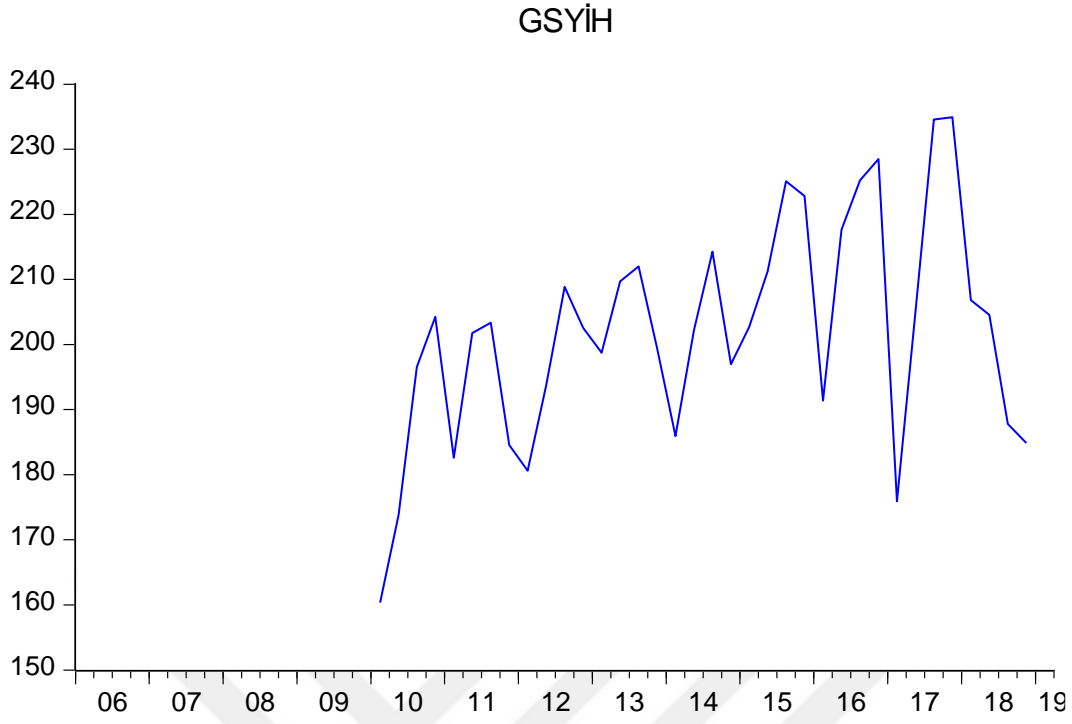
Şekil 5.2. Faiz oranı kartezyen grafiği



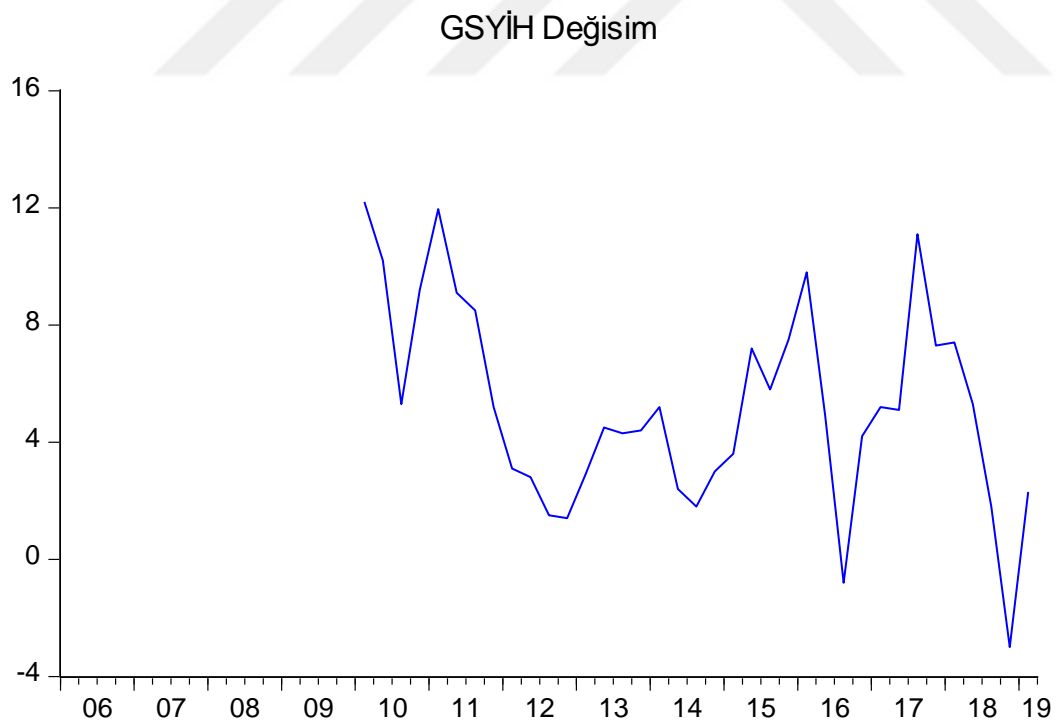
Şekil 5.3. Enflasyon oranı kartezyen grafiği



Şekil 5.4. Döviz kuru kartezyen grafiği

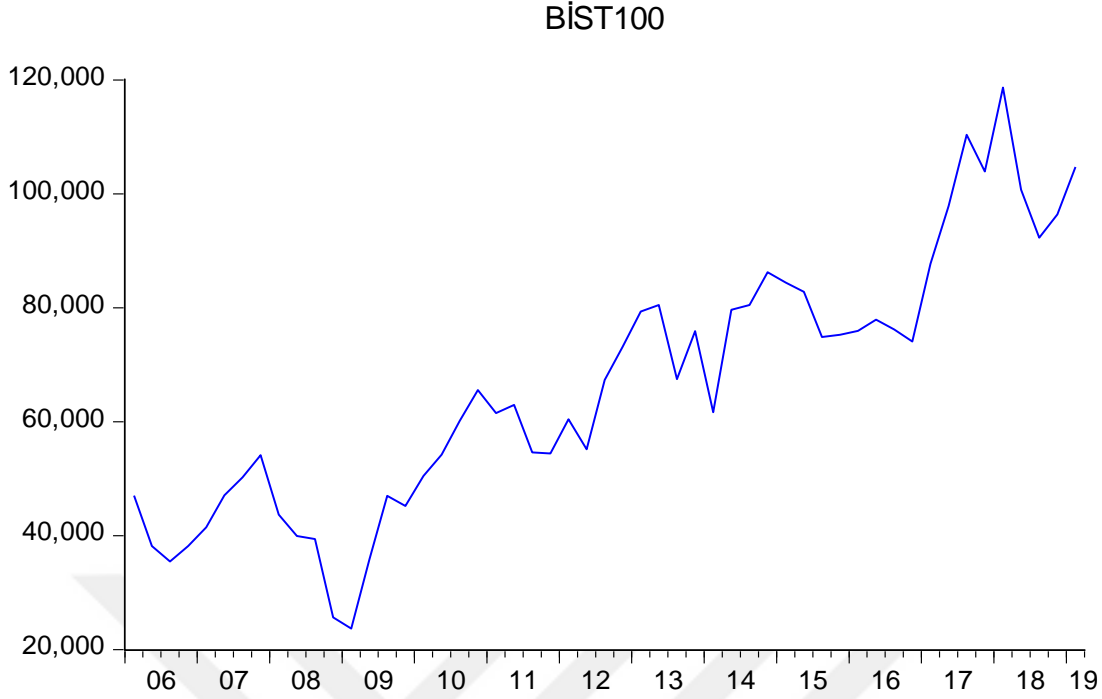


Şekil 5.5. GSYİH kartezyen grafiği



Şekil 5.6. GSYİH değişim kartezyen grafiği





Şekil 5.7. BIST100 kartezyen grafiği

Zamana bağlı serilerin analiz edilmesinde önemli kavramlardan bir tanesi, çoğu kez bir varsayım olarak kabul edilen “durağanlık” kavramıdır. Stokastik süreç olarak bir zaman serisinin ortalaması, varyansı, kovaryansı, ve daha yüksek dereceden momentleri zamana göre değişmiyorsa yada seri periyodik dalgalanmalardan arınmışsa seriye durağan zaman serisi denir. Bu durum durağanlık olarak ifade edilir. Durağan bir zaman serisinde art arda gelen iki gözlem değeri sadece zaman aralığı nedeniyle farklılaşmaktadır. Durağan serideki bu ilişkinin pratik sonucu serinin ortalamasının zamanla değişmeyip, aynı kalması şeklinde ifade edilmektedir (Özmen, 1986).

Gujarati, genel olarak durağanlığı; ortalaması ve varyansı zamanla değişmeyen ve iki dönem ( $y_t$  ile  $y_{t+h}$ ) arasındaki kovaryansın, iki dönem arasındaki zaman uzaklığına ( $h$ ) bağlı olduğu stokastik bir süreç durağandır şeklinde ifade etmiştir. Birstokastik sürecin ortak ve koşullu olasılık dağılımı zamanla değişmiyorsa bu seriye güçlü (strong) durağan seri adı verilir.

Mevcut literatürde kullanılan klasik zaman serileri analizlerinin birçoğu serilerin durağan olduğu varsayımına dayandığından analizlere başlanmadan önce serilerin durağanlaştırılmasının araştırılması ve durağan değilseler durağanlaştırılmaları

gerekmektedir. Durağan araştırılması için yapılan birim kök testi sonuçları aşağıda verilmiştir;

### Durağanlık Analizleri (Birim Kök Testleri)

1. dereceden otoregresif AR(1) süreci (Gujarati, 2009):

$$y_t = \rho y_{t-1} + \varepsilon_t$$

(1) Şeklinde tanımlansın. (1) numaralı modelde  $y_t$ , zaman serisinin güncel değerini,  $y_{t-1}$ , serinin bir önceki dönemde aldığı değerini ve  $\rho$  ise AR sürecinin karakteristik denkleminin kökünü ifade etmektedir. Bu modelde  $H_0: \rho = 0$  (Seride birim kök yoktur ve seri durağandır) şeklindeki hipotezinin sınanmak istendiğini düşünölsün.  $H_0$  hipotezi altında yukarıdaki denklemde yer alan  $\rho$  parametresi En Küçük Kareler ile tahmin edilebilir. Ayrıca modelde yer alan  $\varepsilon_t$  terimi stokastik hata terimi olup, bu hata teriminin dağılımı  $E(\varepsilon_t) = 0$  ve  $Var(\varepsilon_t) = \sigma^2$  ve normal dağılımlı olma özelliklerine sahiptir.  $\varepsilon_t$  hata terimine beyaz gürültü (whitenoise) hata terimi denir. Gujarati (2009) (1) numaralı ifadede yer alan  $\rho$  mutlak değerce birden küçükse ( $|\rho| < 1$ )  $y_t$  serisi durağandır ve'nun en küçük kareler tahmin edicisinin etkin olduğunu belirtmiştir. Ayrıca  $\rho$ 'nun tahmin edilen değeri,  $\rho$ 'nun tahminin standart hatasına oranlanarak hesaplanan student t istatistiği ile  $\rho$ 'nun anlamlı bir şekilde sıfırdan farklı olup olmadığını araştırılır.

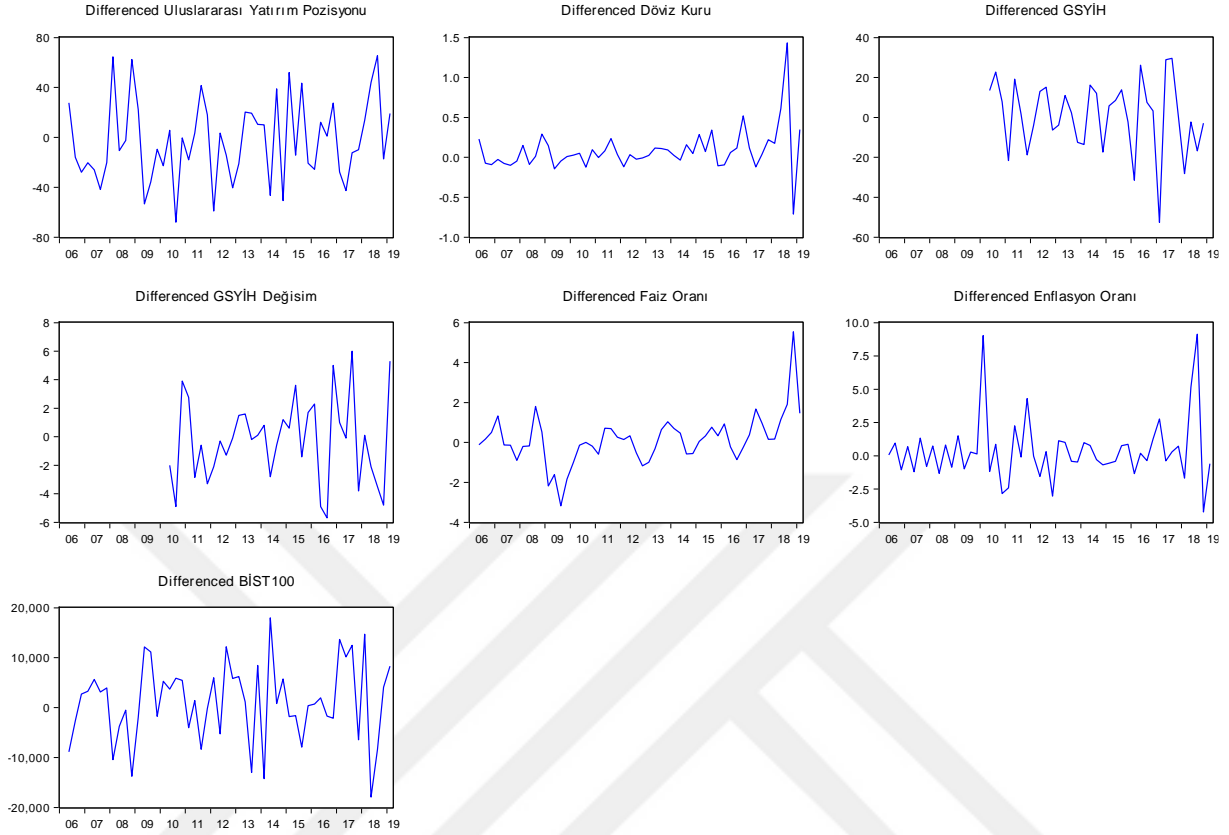
Bir zaman serisi birim kök içeriyorsa, serinin hareketi stokastik trend (kovaryanstan kaynaklanan) adı verilen sistematik bir yapı izleyecektir. Bu sebeple analizlere başlanmadan önce ilgilenilen serilerde birim kökün varlığı araştırılmalıdır. Bir süreç deterministik trend etkisine sahipse trend etkisi giderilerek durağan hale gelmişse, sürece trend durağan süreç denilmektedir. Bir süreç farkı alınarak durağan hale getirilmişse ve stokastik trend etkisi taşıyorsa o sürece fark durağan süreç adı verilmektedir. Rassal yürüme modeli, fark durağan süreç özelliğine sahiptir. Birim kökün varlığını tespit etmek için kullanılan birçok test vardır. Bunlar; Dickey-Fuller Testi (DF), Genişletilmiş (Augmented) Dickey-Fuller (ADF) Testi ve Phillips-Perron (PP) gibi testlerdir. Çizelge 4.2'de yapılan birim kök testi sonuçları gösterilmiştir;

Çizelge 5.3. Birim kök testi sonuçları

Seri	Birim Kök Testi	Birim Kök	P
Uluslararası Yatırım Pozisyonu	ADF	Düzeyde	0,7209
	PP	Düzeyde	0,7282
Faiz Oranları	ADF	Düzeyde	0,7445
	PP	Düzeyde	0,7943
Enflasyon Oranları	ADF	Düzeyde	0,7733
	PP	Düzeyde	0,9284
Döviz Kuru	ADF	Düzeyde	0,9981
	PP	Düzeyde	0,9999
GSYİH	ADF	Düzeyde	0,7013
	PP	Düzeyde	0,7456
GSYİH Değişim	ADF	Düzeyde	0,0327*
	PP	Düzeyde	0,0327*
BİST 100	ADF	Düzeyde	0,8602
	PP	Düzeyde	0,9495
Uluslararası Yatırım Pozisyonu	ADF	1 Fark Alınmış	0,000*
	PP	1 Fark Alınmış	0,000*
Faiz Oranları	ADF	1 Fark Alınmış	0,000*
	PP	1 Fark Alınmış	0,000*
Enflasyon Oranları	ADF	1 Fark Alınmış	0,000*
	PP	1 Fark Alınmış	0,000*
Döviz Kuru	ADF	1 Fark Alınmış	0,000*
	PP	1 Fark Alınmış	0,000*
GSYİH	ADF	1 Fark Alınmış	0,000*
	PP	1 Fark Alınmış	0,000*
GSYİH Değişim	ADF	1 Fark Alınmış	0,000*
	PP	1 Fark Alınmış	0,000*
BİST 100	ADF	1 Fark Alınmış	0,000*
	PP	1 Fark Alınmış	0,000*

Çizelge 4.3 incelendiğinde ilgilenilen seriler için 1 fark alma işlemi sonrasında durağanlığın sağlanacağı görülmektedir. Eş-bütünleşme analizlerinin yapılabilmesi için gerekli koşul serilerin aynı dereceden durağan olması olduğundan 1 fark alma işleminin yeterli bir işlem olacağı söylenebilir. Bununla UYP, BIST100 ve GSYİH gibi bazı seriler kur ve değişimlere oranla yüksek değerler içerdiğinden bu tip verilerin farklarının yanında logaritmalarının da alınması uygun görülmüştür.  $\log \Delta y_t = \log y_t - \log y_{t-1}$  dönüşümü sayesinde bu koşul sağlanmaya çalışılmıştır. Ancak UYP verileri kendiliğinden negatif değerler içerdiğinden logaritmasının alınmasına olanak yoktur. Bu sebeple durağanlığın sağlanması için sadece fark alma işlemi uygulanmış ve analizler ona göre yapılmıştır.

Fark alma işleminden sonra elde edilen fark serisi şekilleri aşağıda verilmiştir;



Şekil 5.8. Fark alınmış serilerin grafikleri

Şekil 5.8. incelendiğinde fark alma işlemi sonrasında serilerin ortalamalarının zaman içinde yatay bir pozisyon izlediği görülebilir. Durağanlık koşulu sağlandıktan sonra model tahminlerine geçilmiştir.

### Model Tahminleri

Bir zaman serisi kendi geçmiş değerlerinden olduğu kadar, başka değişkenlerden de etkilenebilir. Bu ilişkinin incelenmesi yapılacak hesaplar bakımından önemlidir. Söz konusu iki veya daha fazla sayıda değişken arasında bir regresyon ilişkisi oluşturulması düşünülebilir. Ancak, kurulacak regresyon modelinde bağımsız değişken konumundaki değişkenin bilinen bir değer olması gerekir. Fakat bu koşulun her zaman sağlanması oldukça güçtür. Çoğu kez regresyonun temel varsayımları sağlanamamakta ve regresyon analizi mümkün olmamaktadır. Bu tür değişkenlerin incelenmesi vektör otoregresif zaman serisi modelleri (VAR Modelleri) kullanılarak gerçekleştirilebilir.

İktisadi ilişkilerin karmaşıklığı, birçok iktisadi olayın tek denklemliler yerine, eşanlı denklemler yardımıyla incelenmesine yol açmıştır. İktisadi hayatta, makroekonomik değişkenlerin karşılıklı olarak birbirlerinden etkilendikleri gözlenmektedir. Bu nedenle verileri salt içsel ya da dışsal değişken olarak ayırmak zorlaşmaktadır. Eşanlı denklem sistemlerinde, içsel-dışsal değişken ayrımı gibi güçlüklerin çözümüne yönelik olarak öne sürülmüş olan Vektör Otoregresif Modeller (VAR) ile bu zorluk aşılmaktadır. Ayrıca yine eşanlı denklem sistemlerinde, belirlenme problemini aşabilmek için bazen yapısal model üzerinde bazı kısıtlamalar yapmak gerekmektedir. Sözü edilen bu kısıtlamalar araştırma için birtakım güçlükler doğurmaktadır. VAR modelleri ise; yapısal model üzerinde herhangi bir kısıtlama getirmeksizin dinamik ilişkileri verebilmekte ve bu sebeple zaman serileri için sıklıkla kullanılmaktadır.

Zaman serileri üzerinde yapılan ekonomik çalışmalarda çok kullanılan, VAR modeli, herhangi bir iktisat teorisinden yola çıkarak, değişkenlerin içsel-dışsal ayrımını gerektirmediği için, bu yönüyle eşanlı denklem sistemlerinden ayrılmaktadır. Ayrıca VAR modellerinde bağımlı değişkenlerin gecikmeli değerlerinin yer alması, geleceğe yönelik güçlü tahminlerin yapılmasını mümkün kılmaktadır. Bununla beraber VAR modellerine geçmeden önce önemli kriterlerden biri olan uygun gecikme kriterinin belirlenmesi gerekmektedir. Bu amaçla yapılan gecikme uzunluğu belirleme testi sonuçları aşağıdaki çizelgede verilmiştir.

Çizelge 5.4. Gecikme uzunluğunun belirlenmesi

GEcikme	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-834.2296	NA	3.27e+13	50.98362	51.30106*	51.09042
1	-758.2532	115.1158	6.83e+12	49.34868	51.88821	50.20315
2	-689.0079	75.54035*	3.09e+12*	48.12169*	52.88331	49.72383*

LR: sequentialmodified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final predictionerror

AIC: Akaikeinformationcriterion

SC: Schwarzinformationcriterion

HQ: Hannan-Quinninformationcriterion

Gecikme uzunluğunun belirlenmesi için yapılan test sonucunda LR, FPE, AIC ve HQ kriterleri açısından 2 gecikme ve SC kriteri açısından gecikmesi modelin kullanılması uygun görülmektedir. 2 gecikme uzunluğu dikkate alınarak yapılan VAR modeli sonucu aşağıdaki çizelgede verilmiştir.

Çizelge 5.5. VAR modeli sonuçları

Değişkenler	Katsayılar	Std. Hata	t istatistiği	p
C(1)	-0.045963	0.307198	-0.149621	0.8813
C(2)	-2.168720	2.602562	-0.833302	0.4062
C(3)	76.39859	36.96014	2.067054	0.0407*
C(4)	0.166374	0.367823	0.452320	0.6518
C(5)	28.07469	13.28111	2.113882	0.0364*
C(6)	-9.824744	4.215408	-2.330675	0.0213*
C(7)	0.001362	0.001152	1.182548	0.2391
C(8)	0.787089	0.378799	2.077852	0.0397*
C(9)	4.930072	2.507875	1.965837	0.0514***
C(10)	-66.95736	54.29335	-1.233252	0.2197
C(11)	-0.076585	0.372664	-0.205506	0.8375
C(12)	-27.06506	11.73799	-2.305767	0.0227*
C(13)	-4.015235	4.145274	-0.968630	0.3345
C(14)	0.000986	0.001046	0.942884	0.3475
C(15)	-16.21255	15.88963	-1.020323	0.3094
$R^2=0,47322$		$AdjustedR^2=0,085$		

$$\begin{aligned}
D(UYP) = & C(1)*D(UYP(-1)) + C(2)*OGSYIH(-1) + C(3)*D(KUR(-1)) \\
& + C(4)*D(GSYIH(-1)) + C(5)*D(FAIZ(-1)) + C(6)*D(ENF(-1)) + C(7) \\
& *D(BIST(-1)) + C(8)*D(UYP(-2)) + C(9)*OGSYIH(-2) + C(10)*D(KUR(-2)) \\
& + C(11)*D(GSYIH(-2)) + C(12)*D(FAIZ(-2)) + C(13)*D(ENF(-2)) + C(14) \\
& *D(BIST(-2)) + C(15)
\end{aligned}$$

VAR modeli sonuçlarını gösteren çizelge 4.5. incelendiğinde; 2 gecikmeye kadar dikkate alınarak yapılan denklemde, döviz kuru ( $p:0,040 \leq 0,05$ ), faiz ( $p:0,0364 \leq 0,05$ ) ve enflasyon ( $p:0,021 \leq 0,05$ ) için hesaplanan regresyon katsayısının anlamsız olduğunu iddia eden hipotezin %95 ( $H_0: B_k = 0$ ) GSYİH değişimi için ise ( $p:0,0514 \leq 0,01$ ) %90 güvenilirlikle reddedileceği söylenebilir. Buna göre döviz kuru, faiz, enflasyon ve GSYİH'daki değişimin UYP üzerinde etkili olduğu sonucuna varılabilir.

VAR modeli tahmininden sonra Eş-bütünleşme analizlerine geçilmiştir;

İncelenen zaman serileri arasındaki uzun dönemli ilişkileri ortaya çıkarmak için eşbütünleşme analizi yapılmaktadır. Zaman serilerinde eşbütünleşme analizi 1980'lerin ortasında oluşturulmaya başlanmış ve güncel ampirik modellemedeki gelişmeler açısından birçok ekonometrist için en önemli kavramlardan biri haline gelmiştir. Eşbütünleşme, iki veya daha fazla sayıda durağan olmayan zaman serileri arasında doğrusal bir bileşim oluşturulabiliyorsa, yani bu değişkenler uzun dönemde denge değerine doğru yöneliyorsa incelenen değişkenlerin eşbütünleşik olduklarını ifade etmektedir.

Eşbütünleşme analizi için en yaygın kullanılan iki yöntem; Engle-Granger ve Johansen eşbütünleşme testleridir. Engle ve Granger'e göre, ortak trende sahip olan zaman serileri aynı mertebeden bütünleşik ise ve zaman serileri arasındaki fark durağan olduğunda eşbütünleşmeden bahsedilebilir ve böyle bir durumda serilerin uzun dönem denge değerleri hakkında bilgi edinilebilmektedir. Johansen yöntemi ise Engle-Granger yönteminin çok denklemlilik olarak geliştirilmesinden ibarettir.

Zaman serileri iktisadi değişkenlerin belirli zaman aralığında almış olduğu değerlerle ifade edilmesidir. Bu değişkenlerle yapılacak ekonometrik analizlerde anlamlı sonuçlara ulaşmak için serilerin durağan olması gerekmektedir. Zaman serilerinin durağanlığını irdelemede birim kök testleri kullanılır. Değişkenlerin durağanlıkları incelendikten sonra aralarındaki uzun dönemli ilişkiler eşbütünleşme testleri ile belirlenir.

Yapılan Eş-bütünleşme testi sonuçları aşağıda verilmiştir;

Çizelge 5.6.Eş-bütünleşme tespiti için yapılan test sonuçları

Trend:	Yok	Yok	Lineer	Lineer	Quadratic
Test Tipi	Sabitsiz	Sabitli	Sabitli	Sabitli	Sabitli
	Trendsiz	Trendsiz	Trendsiz	Trendli	Trendli
Trace	3	3	3	2	2
En Büyük Özdeğer	3	2	2	2	2

Rank ve Modele Göre Bilgi Kriterleri					
Data Trend:	Yok	Yok	Lineer	Linear	Quadratic
Rank	Sabitsiz	Sabitli	Sabitli	Sabitli	Sabitli
veyaEşb.	Trendsiz	Trendsiz	Trendsiz	Trendli	Trendli

En Çok Olabilirlik Yöntemi için					
0	-698.5638	-698.5638	-696.8246	-696.8246	-692.4243
1	-635.8368	-633.9930	-632.4189	-631.7590	-627.3787
2	-611.8359	-608.0703	-606.6287	-603.7010	-599.3275
3	-595.5315	-591.7295	-590.6721	-585.8304	-581.4786
4	-583.9512	-579.6914	-578.6374	-573.2377	-569.0092
5	-579.3698	-574.1667	-573.2840	-567.8766	-563.6881
6	-577.0321	-570.2878	-569.4324	-563.5866	-559.8821
7	-576.3184	-568.0944	-568.0944	-559.7885	-559.7885

Akaike Bilgi Kriteri için					
0	49.78524	49.78524	50.11404	50.11404	50.27652
1	46.73980	46.68707	46.96368	46.98494	47.08617
2	46.11474	46.00439	46.22679	46.16881	46.20797
3	45.97072	45.92060*	46.10451	45.98940	45.96741
4	46.12195	46.10571	46.22734	46.13986	46.06308
5	46.71061	46.69792	46.76775	46.74229	46.60551
6	47.43951	47.39299	47.40203	47.41166	47.24263
7	48.26990	48.19340	48.19340	48.11178	48.11178

Schwarz Kriteri için					
0	54.27406	54.27406	54.92349	54.92349	55.40660
1	51.86988	51.86295*	52.41439	52.48145	52.85751
2	51.88608	51.86734	52.31876	52.35239	52.62056
3	52.38332	52.47060	52.83773	52.86004	53.02126
4	53.17580	53.34278	53.60182	53.69756	53.75819
5	54.40573	54.62205	54.78349	54.98705	54.94188
6	55.77588	56.00418	56.05903	56.34349	56.22026
7	57.24753	57.49166	57.49166	57.73067	57.73067



Çizelge4.6 incelendiğinde Akaike ve Schwartz bilgi kriterlerine göre sabitli trendsizmodeldeTrace istatistiğine göre 3, maksimum özdeğer istatistiğine göre ise en yüksek 2.dereceden bir eş-bütünleşme beklenmektedir.

Sabitli ve trendsiz model seçilerek yapılan Johansen Eş-bütünleşme testi sonuçları aşağıda verilmiştir;

Çizelge 5.7.Eş-bütünleşme analizi sonuçları

Trace İstatistiğine Göre				
EŞ-bütünleşme Sayısı	Öz değer	Trace İstatistiği	Kritik Değer	p
None *	0.982143	257.4606	125.6154	0.0000*
At most 1 *	0.800490	128.6492	95.75366	0.0001*
At most 2 *	0.631121	77.06871	69.81889	0.0118
At most 3	0.528658	45.15553	47.85613	0.0877
At most 4	0.284366	21.08606	29.79707	0.3523
At most 5	0.213940	10.37930	15.49471	0.2527
At most 6	0.080229	2.676186	3.841466	0.1019
Maksimum Özdeğere Göre				
EŞ-bütünleşme Sayısı	Öz değer	Maksimum Öz değer	Kritik Değer	p.
None *	0.982143	128.8114	46.23142	0.0000*
At most 1 *	0.800490	51.58044	40.07757	0.0017*
At most 2	0.631121	31.91318	33.87687	0.0842
At most 3	0.528658	24.06947	27.58434	0.1323
At most 4	0.284366	10.70676	21.13162	0.6765
At most 5	0.213940	7.703118	14.26460	0.4097
At most 6	0.080229	2.676186	3.841466	0.1019

Çizelge4.7.'ya göre yapılan Johansen Eş-bütünleşme analizi sonucunda, değişkenler arasında Eş-bütünleşme olmadığını iddia eden hipotezin Trace istatistiğine göre en az 2, Maksimum Öz Değer istatistiğine göre ise en az 1.dereceden bir Eş-bütünleşmenin olduğu %95 güvenilirlikle söylenebilmektedir.

Eş-bütünleşmenin varlığının tespitinden sonra uzun dönem ilişkisi içinde olan değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisini araştırmak amacıyla Granger nedensellik testi sonuçları aşağıda verilmiştir.

Çizelge 5.8.Granger nedensellik testi sonuçları

Sıfır Hipotezi	N	F İstatistiği	p
KUR, UYP'ninGranger nedeni değildir	50	0.09172	0.9125
UYP, KUR'unGranger nedeni değildir		0.24838	0.7811
GSYİH,UYP'ninGranger nedeni değildir	33	0.54425	0.5863
UYP GSYİH'ninGranger nedeni değildir		5.09050	0.0130
FAİZ, UYP'ninGranger nedeni değildir	50	1.63811	0.2057
UYP, FAİZ'inGranger nedeni değildir		3.46024	0.0400
ENFLASYON, UYP'ninGranger nedeni değildir	50	0.82299	0.4456
UYP, ENFLASYON'unGranger nedeni değildir		1.21185	0.3072
BİST, UYP'ninGranger nedeni değildir	50	0.47696	0.6238
UYP, BİST'inGranger nedeni değildir		2.65746	0.0811
GSYİH Değişim OranıUYP'ninGranger nedeni değildir	33	0.33294	0.7196
UYP GSYİH Değişim Oranının Granger nedeni değildir		3.16638	0.0576

Yapılan Granger nedensellik testi sonucunda bağımsız değişkenlerden hiçbirinin UYP'nin nedeni olmadığı görülmektedir. Yani ilgilenilen bağımsız değişkenlerden UYP'ye doğru bir nedensellik yoktur. Ancak, UYP'den faize ve GSYİH'ya doğru tek yönlü bir nedensellikten bahsedilebilir.

#### 5.4.6. Bulgu ve Yorumlar

VAR modeli ile döviz kuru, GSYİH, faiz oranı ve enflasyonun UYP tutarları üzerinde etkili olduğu saptanmıştır.

Johanseneş-bütünleşme sonucunda değişkenler arasında birinci dereceden bir eş-bütünleşme bulunmuştur.

Granger nedensellik test sonucunda değişkenlerden hiçbirinin UYP'nin nedeni olmadığı sonucuna varılmıştır.Döviz kuru, enflasyon,BIST100 endeksi değişkenlerinden

UYP'ye doğru bir neden yoktur fakat UYP'den faiz oranına ve GSYH'ye doğru tek yönlü bir nedensellikten bahsedilebilmektedir.



## 6. SONUÇ VE ÖNERİLER

Ülkedeki yerleşiklerin varlık ve yükümlülüklerinden oluşan UYP, ekonomik faktörlerden etkilenerek fazla ya da açık vermektedir. Varlık ve yükümlülükler ülkeden para çıkışı ve ülkeye para girişi gibi basit bir ifadeyle ele alınacak olursa; etkileyen ekonomik etkenler başta para politikası olmak üzere maliye politikası, finansal ürün çeşitliliği, ekonomik hareketliliği etkileyen psikolojik etkenler gibi durumlar olabilmektedir. Bu çalışmada Türkiye'nin 2010-2018 yılları arasında ekonomik faktörlerin her birinin UYP'yi etkileme durumu incelenmiştir.

Ödemeler dengesi, bir ekonomideki insanların belirli bir süre içinde oluşturdukları ekonomik işlemlerin sistematik kayıtlarını elde etmek için hazırlanan istatistiksel bir tablodur. Ekonomik işlemlerin değerlendirilmesinde, işlem sırasında mevcut piyasa fiyatları kullanılır. Rapor ABD doları birimi üzerinden yayınlandığından, diğer para birimleri işlem sırasındaki döviz kurları tarafından dönüştürülür. Öte yandan, UYP, bir ekonomide ikamet eden kişilerin finansal varlıklarının ve rezerv varlık olarak tutulan finansal varlıklarının ve konut sakinlerine olmayan finansal borçlarının hisse senedi değerini göstermektedir. UYP stokunun değerlendirilmesinde referans dönem piyasa fiyatı ve dönem sonundaki kur esas alınır. Diğer bir deyişle, UYP, ülkenin yabancı finansal varlık ve yükümlülüklerinin sektöre ve araca dayalı olarak bir özeti içerdiğinden, iki dönem arasındaki UYP stok farkının ilgili dönemin Ödemeler Dengesi Mali Hesapakışlarına eşit olması beklenmektedir. Ancak, hem tabloların iyileşme dönemlerine hem de olası metodolojik güncellemelere dayanan piyasa fiyatları ve kur farkları eşitliği bozmaktadır.

Türkiye'nin 2010–2018 UYP verilerinde Net UYP değişimi 47 - 108 milyar dolar arasında olduğu görülmektedir. Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları yükümlülüklerinin önemli bir bölümünün TL cinsinden yükümlülüklerden oluşması, TL'nin değer kaybettiği dönemlerde yükümlülükleri azaltarak Net UYP'nin iyileşmesine neden olmaktadır.

Türkiye genelinde, UYP'de gelişme yılları 2008 ve 2011'dir. 2012 ve sonrasında net UYP nispeten düz bir seyir izlemiştir. 2015-2018 yılları arasında ise UYP dalgalı eğilim

göstermiştir. 2015 yılında Net UYP tutarı -384 milyar dolar, 2017 yılında -461 milyar doları seviyesinde iken 2018 yılında -338 milyar dolar seviyesine çıkmıştır.

UYP'deki temel sektörler; Genel Hükümet, TCMB, bankalar ve diğer sektörlerin alt başlıkları altında sınıflandırılmıştır (çoğunlukla finansal olmayan). TCMB dışındaki diğer tüm sektörlerin yabancı varlıklarından daha fazla yabancı borcu vardır. Sektörlerin toplam net UYP'ye katkısı incelendiğinde, olumsuz yönde en büyük katkının sırasıyla diğer sektörlerden ve bankalardan kaynaklandığı görülmektedir.

Ulaşılan ampirik sonuçlar ile birlikte çalışmanın geneli değerlendirildiğinde, Net UYP tutarları üzerinde döviz kuru, faiz oranı, enflasyon ve GSYİH'nın etkisi olduğu gözlemlenmiştir. Net UYP ile bu değişkenler arasında birinci dereceden eş-bütünleşme bulunmaktadır. Bu da bahsi geçen ekonomik faktörlerin Net UYP tutarlarını etkilediğini ispatlar niteliktedir.

Sonuç olarak 2010-2018 yılları arasında Net UYP'de söz konusu olan bu değişimlerin etkilendiği ekonomik faktörlerin başında döviz kuru politikası gelmektedir. Stok değişken olan UYP tablosu değer ve kur farklarıyla her dönem tekrar ele alınmakta bu da döviz açığı üzerinde etki etmektedir. Ayrıca faiz oranı politikası ise portföy yatırımları ve diğer yatırımlar kaleminin yaklaşık %80'ini oluşturan krediler kalemini büyük ölçüde etkilemektedir. Buna ek olarak doğrudan yatırımların önemine değinilmiş ve her iki para politikasının da bu kalemde etkisinin büyük olduğu saptanmıştır.

Türkiye gelişmekte olan ülkeler arasında olduğundan döviz açığı vermekte ve doğrudan yatırımlar kaleminde yer alan sermaye girişleri büyümesine katkı sağlamaktadır. Döviz açığının olmasının, Net UYP'sinin negatif olmasına rağmen istikrarlı bir biçimde bu açıklarını finanse edebilmesi önem arz etmektedir. Yükümlülükleri arttırıcı sermaye girişleri, hisse senedi, borç senedi ihracının artması elbette istenen bir durumdur. Fakat bunların yanında varlıklarının da artması ile finansal istikrar sağlanabilmektedir.

Net UYP rakamlarını etkileyen bir diğer ekonomik faktör ise para politikası araçlarından enflasyon hedeflemesidir. İncelenen son 9 yılda gerçekleşen enflasyon oranlarının hedeflenen enflasyon oranlarından yüksek olduğu görülmektedir. Bu da yurt dışı yatırımcılar açısından olumsuz etki yaratmaktadır. Enflasyonist ortam oluşması sonucu

TL, ABD doları karşısında değer kaybedecek yapılan yatırımların hacmini düşürecektir. UYP’de varlıkları azaltırken yükümlülükleri arttırıcı etki yapacaktır.

Ülkeye yatırımcı çekmek açısından bakıldığında dengeli para politikasının yanında destekleyici maliye politikası, yatırımcıyı koruyan kanunların varlığı, kayıt dışı işlemlerle mücadele, finansal ürün çeşitliliği gibi uygulamaların ayrıca etkisi olduğu saptanmıştır. Burada Net UYP açısından Türkiye’nin izleyeceği en sağlıklı politika dengeli bir döviz kuru politikası ve faiz kuru politikasının yanında bu durumu destekleyici maliye politikası ve ek uygulamalarla istikrarlı bir sistem yaratmak olacaktır.





## KAYNAKLAR

- Abaan, E. D. (2004). *Para: Para Hukuku ve Kaynakları*. Ankara: TCMB.
- Abbas, M., Raja, U. (2015). "Impact of psychological capital on innovative performance and job stress". *Canadian Journal of Administrative Sciences* , 128-138.
- Abbas, M., Raja, U., Darr, W., Bouckenooghe, D. (2014). "Algılanan politikanın ve psikolojik sermayenin iş doyumunu, ciro niyetleri ve performans üzerindeki etkileri". *Journal of Management* , 40(7), 1813 - 1830.
- Akan, D. M. (2010). "Uluslararası Döviz Kuru Sistemlerinin Geleceği: Bretton Woods'a Geri Dönülebilir Mi?" *Sosyal Bilimler Dergisi*, 108-115 .
- Akışoğlu, B. (2013). *Portföy Yatırım İstatistiklerinin Derlenmesi ve Türkiye Uygulanması*. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Akışoğlu, B. (2013). *Portföy Yatırım İstatistiklerinin Derlenmesi ve Türkiye Uygulanması*. Ankara: MB.
- Aktürk, Y., İçke, B. T. (2011). "Fiyat – Kazanç Oranı Etkisinin Değer Yatırım Stratejileri Kapsamında Analizi: İmkb İçin Ampirik Bir Uygulama". *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi* , 103-115.
- Ardichvili, A. (2011). "Invited reaction: Meta-analysis of the impact of psychological capital on employee attitudes, behaviors, and performance". *Human Resource Development Quarterly* , 22(2), 153-156.
- Arslan, G. E. (2013). "Ekonomik Büyüme, Kalkınma Ve Gelir Dağılımı". *Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* , 45-52.
- Avey, J., Luthans, F., Jensen, S. (2009). "Psychological capital: A positive resource for combating employee stress and turnover". *Human Resource Management* , 677–693.
- Avey, J., Patera, J. L., West, B. J. (2006). "The Implications of Positive Psychological Capital on Employee Absenteeism". *Journal of Leadership and Organizational Studies* , 42-60.
- Avey, J., Wernsing, T., Luthans, F. (2008). "Olumlu çalışanlar olumlu kurumsal değişime yardımcı olabilir mi? Psikolojik sermayenin ve duyguların tutum ve davranışlara etkileri". *Uygulamalı Davranış Bilimi Dergisi* , 44(1), 48 - 70.
- Avolio, B., Luthans, F. (2006). *The high impact leader: Moments matter for accelerating authentic leadership development*. New York: McGraw-Hill.
- Aydın, G. (2016). *Finansal Tablolarda Maddi Duran Varlıkların Değerlemesi: Vergi Usul Kanunu Ve Türkiye Muhasebe Standartları Açısından Karşılaştırılması*. İstanbul: Işık Üniversitesi.



- Aydın, Ü., Ağan, B. (2016). "Rasyonel Olmayan Kararların Finansal Yatırım Tercihleri Üzerindeki Etkisi: Davranışsal Finans Çerçevesinde Bir Uygulama". *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi* , 95-112.
- Aysan, M. A. (2018 ). "Dünyada Ve Osmanlı Devleti'nde Enflasyon". *Accounting and Financial History Research Journal* , 92-123.
- Bakırtaş, İ. (2000). "Kamu Harcamalarının Temel Makroekonomik Göstergelerle İlişkisi Ve Nedenselliği (1983-2000 Türkiye Örneği)". *Dumlupınar Üniversitesi İİBF Dergisi* , 1-20.
- Bandura, A. (1997). *Self-efficacy: The exercise of control*. New York: Freeman.
- Bandura, A. (1997). *Self-efficacy: the Exercise of Control*. New York: W.H.Freeman.
- Bandura, A. (2012). "On the functional properties of perceived self-efficacy revisited". *Journal of Management* , 9-44.
- Bandura, A., Locke, E. (2003). "Negative Self-efficacy and Goal Effects Revisited". *Journal of Applied Psychology* , 87-99.
- Başarır, Ç., Keten, M. (2016). "Gelişmekte Olan Ülkelerin CDS Primleri İle Hisse Senetleri ve Döviz Kurları Arasındaki Kointegrasyon İlişkisi". *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* , 369-380.
- Beard, K., Hoy, W., Hoy, A. (2010). "Academic optimism of individual teachers: Confirming a new construct". *Teaching and Teacher Education* , 1136 -1144.
- Bozdağlıoğlu, Y., Yılmaz, M. (2015). "Türkiye'de Enflasyon Ve Döviz Kuru İlişkisi: 1994-2014 Yılları Arası Bir İnceleme". *Academic Projection* , 1-20.
- Brandt, T., Gomes, J., Boyanova, D. (2011). "Personality and Psychological Capital As Indicators of Future Job Success?". *LTA* , 263-289.
- Brunetti, M. J. (2006). "The Estate Tax and the Demise of the Family Business". *Journal of Public Economics* , 1975-93.
- Bullough, R. (2011). Hope, happiness, teaching and learning. C. Day, J. Lee içinde, *New understandings of teacher's work: Emotions and educational change* (s. 17-32). New York: Springer.
- Bulut, E., Dikmen, F. H., Hakan, Ç. A. (2018). "Türkiye'nin Uluslararası Yatırım Pozisyonu ve Yatırım Gelir-Gider Dengesi: 2000-2016". *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* , 49-77.
- Candan, G. T., Yurdadoğ, V. (2017). "Türkiye'de Maliye Politikası Aracı Olarak Teşvik Politikaları Güzide Tatar Candan Volkan Yurdadoğ". *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* , 154-177.
- Cartwright, S., Cooper, C. (1997). *İşyeri stresini yönetmek*. Bin Oaks: CA : Bilge.

- Castro, A. J., Kelly, J., Shih, M. (2010). "Resilience Strategies for New Teachers in High-Needs Areas". *Teaching and Teacher Education* , 622-629.
- Cole, K., Daly, A., Mak, A. (2009). "Good For the Soul: The Relationship Between Work, Wellbeing and Psychological Capital". *The Journal of Socio-Economics* , 38, 464-474.
- Conti, D., Burton, W. (1994). "Bir iş yerinde depresyonun ekonomik etkisi". *Mesleki ve Çevresel Tıp Dergisi* , 36 ( 9 ), 983- 988.
- Çelik, O. (2018). *Muhasebe ve Finansal Raporlama*. Ankara: Sermaye Piyasası.
- Çetinkaya, M. (2004). *Türkiye Ekonomisinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Sektörel Dağılımının Önemi*. Konya: Selçuk Üniversitesi.
- Çetinkaya, M. (2014). *Türkiye Ekonomisinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Sektörel Dağılımının Önemi*. Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya, 246.
- Çoban, D., Demirtaş, H. (2011). "Okulların Akademik İyimserlik Düzeyi ile Öğretmenlerin Örgütsel Bağlılığı Arasındaki İlişki". *Kuram ve Uygulamada Eğitim Yönetimi* , 317-348.
- Daldal, Ş. (2009). "Kapitalizmin Bütünsel Bir Analizi: John Maynard Keynes". *Toplum ve Demokrasi* , 41-66.
- Delice, G. (2005). "Doğrudan Yabancı Yatırım (Dyy) İstatistiklerinde Kullanılan Verilerin Kalitesi Ve Güvenilirliği". *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi* , 171-198.
- Demirel, O. (2006). Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Ekonomik Büyümeye Etkileri ve Türkiye Uygulaması. Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 1-220.
- Doğan, Z. (1998). "Kur Değişmelerinin İşletmeler Üzerindeki Olumsuz Etkileri Ve Bu Etkilerin Yönetimine İlişkin Bir Alan". *Niğde Üniversitesi Dergisi* , 303-329.
- Durmuş, M. (2006). "Kamu Harcalarının Artışını Açıklayan Makro ve Mikro Modellere İlişkin Bir Değerlendirme". *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Akademisi* , 251-299.
- Ege, İ., Topaloğlu, T. N. (2018). "Piyasa Değerinin Firmaya Özgü Belirleyicileri: BIST 30 Firmaları Üzerine Panel Veri Analizi". *Kırşehir Ahi Evran Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* , 110-128.
- Emir, M., Kutlu, M. (2015). "Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Portföy Yatırımları Volatilitesi Arasında Nedensellik İlişkisi". *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi* , 270-294.
- Engle, R. F., Granger, C. W. (1987). "Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing". *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 251-276.

- Envick, B. (2005). "Beyond Humand and Social Capital: The Importance of Positive Psychological Capital for Entrepreneurial Success". *The Entrepreneurial Executive* , 10:41-52.
- Eren, E. (2010). *Örgütsel Davranış ve Yönetim Psikolojisi*. İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Erkam, S. (2011). "Maliye Politikalarının Doğrusal Etkileri Ve Etkinliği: Teori Ve Ampirik Çalışmalar Üzerine Notlar". *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* , 101-125.
- Erkuş, A., Fındıklı, M. (2010). *Psikolojik Sermaye İle Mesleki ve Örgütsel Özdeşleşme Arasındaki İlişkiler: Meslek Yaşamı Projesinin Aracılık Etkisi*. 18 .Ulusal Yönetim ve Organizasyon Kongresi , 766-772.
- Eroğlu, N., Eroğlu, İ. (2009). "Enflasyon Hedeflemesi Çerçevesinde TCMB'nın Kredilebilite ve Hesap Verebilirlik Sorunu". *Maliye Finans Yazıları* , 79-109.
- Esener, Ç. (2013). "Gelişmekte olan ülkelerde ve Türkiye’de dış borçlanmanın iktisadi ve mali yapı üzerindeki etkileri (1980-2010)". *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi* , 20-44.
- Finans, G. (2017). *G20 Finans Bakanları ve Merkez Bankası Başkanları Toplantısı*. Baden-Almanya: OECD.
- Fredrickson, B. (2001). "The role of positive emotions in positive psychology: The broaden-and-build theory of positive emotions". *American Psychologist* , 218-226.
- Furceri D., G. S., Rusticelli, E. (2012). *Uluslararası sermaye akımları: OECD Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi Kodu ile yapısal reformlar ve deneyim*. Paris: OECD.
- Gedik, M. A. (2008). "Kamu Açıklarına İlişkin Maliye Politikası Uyarlamaları Ve İktisadi Etkileri". *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* , 245-268 .
- Gedikli, A. (2011). "Çok Uluslu Şirketler Ve Doğrudan Yabancı Yatırımların Gelişmekte Olan Ülkelerin Kalkınması Üzerine Etkileri". *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi* , 96-146.
- Gergely, J. (2003). *Trends in Foreign Direct Investment Incentives*. Associazione : Associazione Universitaria di Studi Europei.
- Giordano, G., Lindström, M. (2011). "Social capital and change in psycholoical health over time". *Social Science and Medicine* , 1219-1227.
- Gist, M. E., Mitchell, T. R. (1992). "Self Efficacy: A Theoretical Analysis of Its Determinants and Malleability". *Academy of Management Review* , 183-211.
- Goddard, R. D., Hoy, W. K., Woolfolk Hoy, A. (2000)."Collective efficacy: Its meaning, measure, and impact on student achievement". *American Educational Research Journal* , 479-507.

- Gökalp, B. T. (2017). "Beklenen ve Beklenmeyen Para Politikası Kararlarının Hisse Senetleri Fiyatları Üzerindeki Etkileri". *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi* , 1-15.
- Greenberg, P., Kessler , R., Birnbaum, H., Leong, S., Lowe, F. (2003). "Birleşik Devletler'de depresyonun ekonomik yükü: 1990 ile 2000 yılları arasında nasıl bir değişim yaşandı?" *Journal of Clinical Psychiatry* , 64 ( 12 ), 1465 - 1475 .
- Gu, Q., Day, C. (2013). *Resilient Teachers, Resilient Schools: Building and sustaining quality in testing times*. Newyork: Routledge.
- Gujarati, D. N. (2009). *Basic econometrics*. New Delhi: TataMcGraw-HillEducation.
- Günay, P. Ö. (2006). "İstikrar Politikaları, Hedefleme Stratejileri Ve Türkiye Örneği. H.Ü". *İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* , 21-44.
- Gündoğdu, A., Depren, S., Kartal, M. (2017). "Türkiye’de Yatırımcı Hakları ve Yatırımcıların Korunmasına Yönelik Bir Araştırma". *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi* , 21-38.
- Hambrick, D. (2007). "Yönetimin teoriye olan bağlılığı alanı: Çok fazla iyi bir şey mi var?" *Academy of Management Journal* , 50(6) , 1346 - 1352.
- Harms, P. D., Luthans, F. (2012). "Measuring Implicit Psychological Constructs in Organizational Behavior: An Example Using Psychological Capital. *Journal of Organizational Behavior*", 33(4), 589-594.
- Hazine. (2007). *Hazine Müsteşarlığı 2007 Yılı Faaliyet Raporu*. Ankara: Hazine Müsteşarlığı.
- Howard, S., Johnson, B. (2004). "Resilient Teachers: Resisting Stress and Burnout". *Social Psychology of Education* , 399-420.
- Hoy, A. W., Spero, R. B. (2005). "Changes in Teacher Efficacy during the Early Years of Teaching: A Comparison of Four Measures". *Teaching and Teacher Education* , 343-356.
- Hoy, A., Hoy, W., Kurz, N. (2008). "Teacher’s academic optimism: The development and test of a new construct". *Teaching and Teacher Education* , 821–835.
- Hoy, W. K., Tarter, C. J., Woolfolk Hoy, A. (2006). Academic optimism of schools: A second order confirmatory factor analysis. W. Hoy, C. Miskel içinde, *Contemporary issues in educational policy and school outcomes* (s. 155-167). Greenwich: CT: Information Age.
- IMF. (2007). *Balance of Payments Manual (Ödemeler Dengesi El Kitabı)*. Washinton: IMF.
- İnternet: Akışoğlu, B. (2018, Temmuz 22). *Portföy Yatırım İstatistiklerinin Derlenmesi ve Türkiye Uygulaması* . TCMB: <http://www3.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/berkayakisoglu.pdf> adresinden alınmıştır

İnternet: Aydın, Ö. (2008, Temmuz 25). *Portföy Yatırımlarında Yerel Sapma Ve Türkiye’de Yerleşik Yatırımcıların Bu Kapsamda İncelenmesi* . Ankara Üniversitesi Açık Arşivi: [acikarsiv.ankara.edu.tr/browse/5532/6216.pdf](https://acikarsiv.ankara.edu.tr/browse/5532/6216.pdf) adresinden alınmıştır

İnternet: BIST. (2018, Temmuz 25). *e-VERİ: Sermaye Piyasaları Veri Bankası*. Merkezi Kayıt İstanbul: <https://www.mkk.com.tr/tr/content/Yatirimci-Hizmetleri/e-VERI> adresinden alınmıştır

İnternet: Dülger, H. (2018, Temmuz 25). *Doğrudan Yatırım İstatistiklerinin Derlenmesi Ve Türkiye Uygulaması*. Doğrudan Yatırım İstatistiklerinin Derlenmesi Ve Türkiye Uygulaması: <http://www3.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/handedulger.pdf> adresinden alınmıştır

İnternet: Dülger, H., Özgüler, C., Taşdemir, B. (2018, Temmuz 20). *Merkezin Güncesi*. TCMB: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/blog/tr/main%20menu/analizler/turkiyeye%20yapilan%20dogrudan%20yatirimlar> adresinden alınmıştır

İnternet:Eğilmez, M. (2018, Haziran 20). *t24*. t24.com.tr: <http://t24.com.tr/haber/mahfi-egilmez-turkiyede-makroekonomik-denge,209720> adresinden alınmıştır

İnternet:Eğilmez1, M. (2018, Temmuz 27). *Uluslararası Yatırım Pozisyonu*. Uluslararası Yatırım Pozisyonu: <https://www.paraborsa.net/i/net-uluslararasi-yatirim-pozisyonu-nedir/> adresinden alınmıştır

İnternet: Eğilmeza, M. (2018, Mayıs 27). *mahfi egilmez sitesi*. [www.mahfiegilmez.com](http://www.mahfiegilmez.com): <http://www.mahfiegilmez.com/2012/01/maliye-politikas-ve-tavsan.html> adresinden alınmıştır

İnternet: Ekodialog, y. (2018, Mayıs 25). *ekodialog*. [www.ekodialog.com](http://www.ekodialog.com): [http://www.ekodialog.com/konular/maliye\\_politkasi.html](http://www.ekodialog.com/konular/maliye_politkasi.html) adresinden alınmıştır

İnternet:Hazine\_1. (2018, Temmuz 20). *2013 Kamu İşletmeleri Raporu*. Hazine Müsteşarlığı: <https://m.hazine.gov.tr/File/Index?id=1A482416-CA88-454B-A596...> adresinden alınmıştır

İnternet:IOSCO, D. (2018, 8 12). *IOSCO* . Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü: <https://www.iosco.org/about/pdf/IOSCO-FactSheet.pdf> adresinden alınmıştır

İnternet: MB\_9. (2018, Temmuz 22). *Gösterge Niteliğindeki Kurlar*. [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr): <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/temel+faaliyetler/doviz+efektif/doviz+ve+efektif+piyasalari/gosterge+niteligindeki+kurlar> adresinden alınmıştır

İnternet:TCMB. (2018, Temmuz 19). *Uluslararası Yatırım Pozisyonu Gelişmeleri - Temmuz 2018*. TCMB: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/odeme+ler+dengesi+ve+ilgili+istatistikler/uluslararasi+yatirim+pozisyonu> adresinden alınmıştır

- İnternet:TCMB\_10. (2018, Temmuz 25). “*Uluslararası Yatırım Pozisyonu İstatistikleri*”ne İlişkin Yöntemsel Açıklama. ULUSLARARASI YATIRIM POZİSYONU: [http://hakan.hozyildiz.com/file/resource/1421673028\\_uyymet.pdf](http://hakan.hozyildiz.com/file/resource/1421673028_uyymet.pdf) adresinden alınmıştır
- İnternet:TCMB\_11. (2018, Temmuz 29). *Uluslararası Yatırım Pozisyonu*. Merkez Bankası: [http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/2d6d6157-d264-4851-bc27-ba368a09f231/BULTEN\\_47.PDF?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-2d6d6157-d264-4851-bc27-ba368a09f231-m3fB9EJ](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/2d6d6157-d264-4851-bc27-ba368a09f231/BULTEN_47.PDF?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-2d6d6157-d264-4851-bc27-ba368a09f231-m3fB9EJ) adresinden alınmıştır
- İnternet:TCMB\_3. (2018, Temmuz 22). *Uluslararası Yatırım Pozisyonu İstatistikleri* . <http://www.tcmb.gov.tr>: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/0db11b1d-ca83-47c9-9edb-f1b37202c0e4/UYPMetaveri.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-0db11b1d-ca83-47c9-9edb-f1b37202c0e4-m6Tan53> adresinden alınmıştır
- İnternet:TCMB\_4. (2018, Temmuz 19). *Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım Ve İlkeleri İle Türkiye Uygulaması*. Ödemeler Dengesi İstatistikleri: [yunus.hacettepe.edu.tr/~tcavus/courses/MAB254/bop\\_turkce.pdf](http://yunus.hacettepe.edu.tr/~tcavus/courses/MAB254/bop_turkce.pdf) adresinden alınmıştır
- İnternet:TCMB\_5. (2018, Temmuz 19). *Makroekonomik Görünüm*. Makroekonomik Görünüm: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/479f2e8f-36e8-498f-9705-6e7f616295bb/bolumI-21.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-479f2e8f-36e8-498f-9705-6e7f616295bb-m3fBc3g> adresinden alınmıştır
- İnternet:Ticaret. (2018, Temmuz 30). *Yurtdışı Yatırım Anketi - 2016*. Ticaret Bakanlığı: <https://ticaret.gov.tr/data/5b97b0b813b8781f604831fb/Yurtd%C4%B1%C5%9F%C4%B1%20Yat%C4%B1r%C4%B1m%20Anketi%20%E2%80%93%202016%20Sonu%C3%A7%20Raporu.pdf> adresinden alınmıştır
- İnternet: Yüksel, C. (2018, Mayıs 22). *www.cihanyuksel.org*. [www.cihanyuksel.org](http://www.cihanyuksel.org/mly413_ders_notu.pdf): [http://www.cihanyuksel.org/mly413\\_ders\\_notu.pdf](http://www.cihanyuksel.org/mly413_ders_notu.pdf) adresinden alınmıştır
- İnternet:Ekonomi, b. (2018, Mayıs 18). *ekonomi blogu*. [www.ekonomiblogu.com](http://www.ekonomiblogu.com): <https://www.ekonomiblogu.com/genisletici-maliye-politikasi-nedir/> adresinden alınmıştır
- İnternet:Ekonomia, b. (2018, Mayıs 18). *ekonomi blogu*. [www.ekonomiblogu.com](http://www.ekonomiblogu.com): <https://www.ekonomiblogu.com/daraltici-maliye-politikasi-nedir/> adresinden alınmıştır
- İnternet:Okul, İ. (2018, Haziran 21). *iktisatokulu*. [iktisatokulu.blogspot.com](http://iktisatokulu.blogspot.com): <http://iktisatokulu.blogspot.com/2005/12/aik-ekonomilerde-makro-ekonomik-denge.html> adresinden alınmıştır
- İnternet:TCMB\_6. (2018, Temmuz 20). *Ödemeler Dengesi ve Uluslararası Yatırım Pozisyonu Raporu*. Ödemeler Dengesi ve Uluslararası Yatırım Pozisyonu Raporu: [http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ba0d61d4-9dd4-47b0-b01c-d5c9083ecc1a/ODRapor\\_20162.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-ba0d61d4-9dd4-47b0-b01c-d5c9083ecc1a-m5IXJII](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ba0d61d4-9dd4-47b0-b01c-d5c9083ecc1a/ODRapor_20162.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-ba0d61d4-9dd4-47b0-b01c-d5c9083ecc1a-m5IXJII) adresinden alınmıştır

- İpek, E. (2016). "Sıcak Paranın Belirleyicilerine Yönelik Bir Uygulama: Türkiye Örneği". *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi* , 213-214.
- Johansen, S. (1988). "Statistical analysis of cointegration vectors". *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12(2-3), 231-254.
- Kanca, O. C., Bayrak, M. (2016 ). "Kamu Harcamalarının Türkiye’de Bazı Makro Ekonomik Değişkenler Üzerine Etkisi" . *Maliye Finans Yazıları* , 169-212.
- Kara, A. (2012). *Küresel Kriz Sonrası Para Politikası*. Ankara: Merkez Bankası Çalışma Tebliğ No:10/12.
- Kara, A., Orak, M. (2008). "Enflasyon Hedeflemesi". *ResearchGate* , 3-5.
- Karaca, C. (2012). "Ülkeler Tarafından Uygulanan Çevre Politikalarının Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Üzerindeki Etkileri: Kirlilik Sığınağı Hipotezinin Test Edilmesi". *İ.Ü. Sosyal Bilimler Fakültesi Dergisi* , 181-200.
- Karaca, Y. (2003). Vergi Teşviklerine İlişkin Değerlendirmeler. *Vergi Sorunları Dergisi* , 60-61.
- Karacan, R. (2010). "Faiz, Döviz Kuru İlişkinin Makroekonomik Performansa Etkisi Üzerine Bir Değerlendirme" . *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* , 72 – 92.
- Karademas, E. (2006). "Self-Efficacy, Social Support and Well-Being the Mediating Role of Optimism" . *Personality and Individual Differences* , 40, 1281- 1290.
- Kavcıoğlu, Ş. (2013). "Yurt Dışı Kaynaklı Krediler Ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri" . *Marmara Avrupa Araştırmaları Dergisi* , 139-166.
- Kılıç, S. (1999). "Sermaye Piyasasında Güvence Fonları". *Active Bankacılık ve Finans Dergisi* , 1-9.
- Kurtuldu, G. (2014). "Doğrudan Yabancı Yatırımlar’ın Tüketiciler Tarafından Yerel Olarak Algılanmasında Etkili Olabilecek Faktörlerin Değerlendirilmesi". *Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* , 15-37.
- Küçükşille, E. (2004). *Optimal Portföy Oluşturmaya Davranışsal Bir Yaklaşım*. Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Isparta.
- Kümbül-Güler, B. (2009). Pozitif Psikolojik Sermaye: Tanımı, Bileşenleri ve Yönetimi. A. Keser, G. Yılmaz, S. Yürür içinde, *Çalışma Yaşamında Davranış: Güncel Yaklaşımlar* (s. 119-146). Kocaeli: Umuttepe Yayınevi.
- Linley, P. A., Joseph, S. (2004). Positive Psychology in Practice. J. Henry içinde, *Positive and Creative Organization* (s. 269-286). New Jersey: John Wiley Sons, Inc.
- Luthans, F. (2002a). "The need for and meaning of positive organizational behavior". *Journal of Organizational Behavior* , 23, 695–706.

- Luthans, F., Avolio, B. (2009). "The "point" of positive organizational behavior". *Journal of Organ. Behav.* , 30, 291–307.
- Luthans, F., Youssef, C. (2004). "Human, social, and now positive psychological capital management: investing in people for competitive advantage". *Organizations Dynamic* , 33:143–160.
- Luthans, F., Youssef, C. (2004b). "Human, social, and now positive psychological capital management". *Organizational Dynamics* , 33, 143–160.
- Luthans, F., Avey, J., Patera, J. (2008). "Experimental Analysis of a Web-Based Intervention to Develop Positive Psychological Capital". *Academy of Management Learning and Education* , 209-221.
- Luthans, F., Avey, J., Avolio, B., Norman, S., Combs, G. (2006). "Psychological capital development:Toward a micro-intervention". *Journal of Organizational Behavior* , 27, 387–393.
- Luthans, F., Avey, J., Clapp-Smith, R., Li, W. (2008). "More evidence on the value of Chinese workers' psychological capital: A potentially unlimited competitive resource?"*The International Journal of Human Resource Management* , 19 (5),818-827.
- Luthans, F., Avolio, B., Avey , J., Norman, S. (2007). , ( 2007 ). "Psikolojik sermaye: Performans ve memnuniyet ölçümü ve ilişkisi". *Personel Psikolojisi* , 60 ( 3 ) , 541 - 572.
- Luthans, F., Bruce, A., Avey, J., Norman, S. (2007). "Positive Psychological Capital: Measurement and Relationship with Performance and Satisfaction". *Personnel Psychology* , 541-572.
- Luthans, F., Luthans , K., Brett, C. (2004). "Positive Psychological Capital: Beyond Human and Social Capital". *Business Horizons* , 47 (1), 45-50.
- Luthans, F., Luthans, K., Luthans, B. (2004c). "Positive psychological capital: beyond human and social capital". *Business Horizon* , 47:45–50.
- Luthans, F., Norman, S., Avolio , B., Avey, J. (2008). "Destekleyici örgütsel iklim-çalışan performans ilişkisinde psikolojik sermayenin arabulucu rolü". *Organizasyon Davranış Dergisi* , 29 ( 2 ) , 219 - 238.
- Luthans, F., Norman, S., Avolio, B., Avey, J. (2008). "The Mediating Role of Psychological Capital in the Supportive Organizational Climate-Employee Performance Relationship". *Journal of Organizational Behavior* , 219–238.
- Luthans, F., Youssef, C., Avolio, B. (2007). *Psikolojik sermaye*. New York: Oxford Üniversitesi Basım.
- Magaletta, P. R., Oliver, J. M. (1999). "The hope construct, will and ways: Their relations with self-efficacy, optimism, and wellbeing". *Journal of Clinical Psychology* , 539-551.



- Malone, L. (2010). *Individual Differences And Stress Reactions As Predictors of Performance in Pilot Trainees*. Kansas: Kansas State University.
- Masten, A. S., Reed, M. (2002). In (Eds.), *Handbook of positive psychology*. C. Snyder, S. Lopez içinde, *Resilience in development* (s. 74-88). Oxford: Oxford University Press.
- MB, R. (2007a). *Uluslararası Yatırım Pozisyonu Raporu*. Ankara: T.C. Merkez Bankası.
- MB\_10. (2013). *Uluslararası Yatırım Pozisyonu Raporu*. Ankara: MB.
- MBb, R. (2017). *Ödemeler Dengesi ve Uluslararası Yatırım Pozisyonu Raporu*. Ankara: T.C. Merkez Bankası.
- MBc, 2. (2015). *Ödemeler Dengesi Raporu*. Ankara: T.C. Merkez Bankası.
- McCann, J., Selsky, J., Lee, J. (2009). "Building agility, resilience and performance in turbulent environments". *HR People Strategy*, 32 (3).
- McGuigan, L., Hoy, W. K. (2006). "Principal leadership: Creating a culture of academic optimism to improve achievement for all students". *Leadership and Policy in Schools*, 1-27.
- MerkezBankası, M. (2015). *Uluslararası Yatırım Pozisyonu Raporu (2014)*. Ankara: Merkez Bankası.
- Met, Ö. (2010). Pozitif Psikolojinin Örgütsel Davranışın Gelişmesi Üzerinde Etkileri Ve "Psikolojik Sermaye" Kavramı. 18. *Ulusal Yönetim ve Organizasyon Kongresi Bildiriler Kitabı* (s. 889-895). Adana: 18. Ulusal Yönetim ve Organizasyon Kongresi.
- Morbel, S., Budak, A., Emre, Z., Fıkrıkoca, E., Ed: Arıkan, İ. (2004). *Para ve Sermaye Piyasalarının Vergilendirilmesi*. İstanbul: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Yayınları.
- Morris, B., Usher, E. (2011). "Developing teaching self-efficacy in research institutions: A study of award-winning". *Contemporary Educational Psychology*, 232-245.
- Mudam, E., Balan, F., Albayrak, B. (2018). "Türkiye Ekonomisinde Finansal ve Ticari Açıklık-Çevresel Kalite İlişkisi: Ampirik Uygulama". *ÇOMÜ Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*, 21-37.
- Newman, A., Ucbasaran, D., Zhu, F., Hirst, G. (2014). "Psychological capital: A review and synthesis". *Journal of Organizational Behavior*, 35, 120-138.
- Obstfeld, M. (2012). "Financial flows, financial crises, and global imbalances". *Journal of International Money and Finance*, 469-480.
- OECD. (2011). *OECD Economic Outlook*. Paris: OECD.
- Ordu, C. F. (2013). *Döviz Kuru Dış Ticaret İlişkisi: Türkiye Örneği*. Aydın: Aydın Adnan Menderes Üniversitesi.

- Ordu, M. (2008). *Ödemeler Bilançosundaki Dengesizliklerin Ekonomik Gelişme Üzerine Olan Etkileri*. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Önder, T. (2005). *Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması*. Ankara: TCMB.
- Örnek, İ. (2008). "Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf Ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği". *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi* , 206-207.
- Özdemir, K. A. (2009). Para Politikası, Parasal Büyüklükler ve Küresel Mali Kriz Sonrası Gelişmeler. *Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No:09/5* , 1-27.
- Özdil, S. (2014). *Türkiye'de Dışa Açıklığın Makro Ekonomik Etkileri*. Aydın: Adnan Menders Üniversitesi.
- Özmen, A. (1986). *Zaman serisi analizinde Box-Jenkins yöntemi ve banka mevduat tahmininde uygulama denemesi*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.
- Özyakışır, D. (2011). "Beşeri Sermayenin Ekonomik Kalkınma Sürecindeki Rolü: Teorik Bir İnceleme". *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi* , 1(6), 46-71.
- Patterson, J. H., Collins, L., Abbott, G. (2004). "A study of teacher resilience in urban schools". *Journal of Instructional Psychology* , 3-11.
- Pazarlıoğlu, M., Gülay, E. (2007). "Net Portföy Yatırımları ile Reel Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği -1992:I - 2005:IV ". *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* , 201-221.
- Pazarlıoğlu, M., Gülay, E. (2007). "Net Portföy Yatırımları İle Reel Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği-1992:I - 2005:IV". *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* , 209-218.
- Peterson, C. (2000). "TieFuture of Optimism". *AmericanPsychologist* , 44-55.
- Peterson, C., Seligman, M. (2004). *Character strengths and virtues: A classification and handbook*. Newyork: Oxford University Press.
- Peterson, S. J., Luthans, F., Avolio, J., Walumbwa, F., Zhang, Z. (2011). "Psychological Capital and Employee Performance: A Latent Growth Modeling Approach". *Personnel Psychology* , 64, 427-450.
- Peterson, S., Luthans, F. (2003). "ThePositiveImpactand Development of HopefulLeaders". *LeadershipandOrganization Development Journal* , 26-31.
- Pfeffer, J., Sutton, R. (2006). *Sert gerçekler, tehlikeli yarı-gerçekler saçmalık: Kanıta dayalı yönetimden kazanç*. Boston: Harvard Business School Press.
- Polatçı, S. (2011). *Psikolojik sermayenin performans üzerindeki etkisinde iş aile yayılımı ve psikolojik iyi oluşun rolü*. Doktora Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri.

- Revicki, D., May, H. (1985). "Mesleki stres, sosyal destek ve depresyon". *Sağlık Psikolojisi* , 4(1), 61-77.
- Robertson, I., Cooper, C., Williams, J., Williams, J. (1990). "Mesleki stres göstergesinin geçerliliği". *İş ve Stres* , 4(1), 29 - 39.
- Rodrik, D. (2006). "Döviz varlıklarının sosyal maliyeti". *Uluslar arası Ekonomi Dergisi* , 20-30.
- Sarı, Y. (2001). Cumhuriyetten Günümüze Türkiye'de Uygulanan Para Politikaları. *Muğla Üniversitesi Dergisi* , 1-21.
- Savur, N. (2013). *Otantik Liderlik ve Çalışanların Psikolojik Sermayeleri Arasındaki ilişki Üzerine Bir Araştırma*. Afyon Karahisar: Afyon Karahisar Üniversitesi.
- Scheier, M. F., Carver, C. (2002). "Optimism, Coping, and Health: Assessment and Implications of Generalized Outcome Expectancies". *Health Psychology* , 4(3), 219–247.
- Schmitz, A. (2012). *International Finance: Theory and Policy*. Washington: Saylor Academy.
- Schunk, H. D. (2005). "Self-regulated learning: the educational legacy of Paul R. Pintrich". *Educational Psychologist* , 85 -94.
- Seçer, B. (2009). "İşgücü Piyasasında Sosyal Sermaye". *Kamu-İş Dergisi* , 103-130.
- Seligman, M. (2002). *Positive Psychology, Positive Prevention, and Positive Therapy. Handbook of Positive Psychology*. New York: Oxford University Press.
- Selimler, H., Kale, S. (2012)." Türk Bankacılık Sektöründe Yabancı Para İşlemler". *Mali Yazılar* , 35-65.
- Sevim, C. (2016). "Uluslararası Para ve Sermaye Piyasaları". *JEBPIR* , 191-210.
- Sezgin, Ş. (2005). Politika Ve Ekonomi İlişkisinde Teorik Yaklaşımlar. *dergipark.ulakbim.gov.tr/* , 133-156.
- Silver, C. (2018). *Net Uluslararası Yatırım Pozisyonu nedir (NIIP)*. New York: Investopedia.
- Smith, P., Hoy, W. (2007). "Academic optimism and student achievement in urban elementary schools". *Journal of Educational Administration* , 556-568.
- Snyder, C. R. (2000). *Handbook of hope*. San Diego: Academic Press.
- Snyder, C. R. (2002). "Hope Theory: Rainbows in the Mind". *Psychological Inquiry* , 13 (4), 249-275.
- Snyder, C. R., Cheavens, J., Sympson, S. (1997). "Hope: An individual motive for social commerce". *Group Dynamics: Theory, Research, and Practice* , 107-118.

- Snyder, C. R., Feldman, D., Taylor, J., Schroeder, L., Adams, V. (2000). "The roles of hopeful thinking in preventing problems and promoting strengths". *Applied Preventive Psychology: Current Scientific Perspectives* , 249-269.
- Snyder, C. R., Lapointe, A., Crowson, J., Early, S. (1998). "Preferences of high and low-hope people for self-referential input". *Cognition Emotion* , 12, 807-823.
- Snyder, C. R., Rand, K., Sigmon, R. (2002). Handbook of Positive Psychology. C. R. Snyder, S. Lopez içinde, *Hope Theory: A Member of the Positive Psychological Family*. (s. 257-276). New York: Oxford University Press.
- Snyder, C. R., Symptom, S., Ybasco, F., Borders, T., Babyak, M., Higgins, R. (1996). "Development and validation of the State Hope Scale". *Journal of Personality and Social Psychology* , 70, 321–335.
- Snyder, C., Rand, K., King, E., Feldman, D., Woodward, J. (2002). "False hope". *Journal of Clinical Psychology* , 1003-1022.
- Stajkovic, A. D., Luthans, F. (1998). "Social Cognitive Theory and Self-Efficacy: Going Beyond Traditional Motivational and Behavioral Approach". *Organizational Dynamics* , 66-78.
- Stanford, B. H. (2001). "Reflections of resilient, persevering urban teachers". *Teacher Education Quarterly* , 75–87.
- Snyder, R., Lopez, S. (2002). Handbook of Positive Psychology. A. Masten, M. Reed içinde, *Resilience in Development* (s. 72-82). Oxford: Oxford University Press.
- TCMB\_1. (2011). *Uluslararası Yatırım Pozisyonu Raporu*. Ankara: TCMB.
- TCMB\_12. (2007). *Uluslararası Yatırım Pozisyonu Raporu*. Ankara: TCMB.
- TCMB\_13. (2016). *Ödemeler Dengesi ve Uluslararası Yatırım Pozisyonu Raporu*. Ankara: TCMB.
- TCMB\_14. (2012). *Uluslararası Yatırım Pozisyonu Raporu*. Ankara: TCMB.
- TCMB\_2. (2014). *Türkiye'nin Ödemeler Dengesi ve Uluslararası Yatırım Pozisyonu Altıncı El Kitabı'na Geçiş Süreci Hakkında Açıklama*. Ankara: TCMB.
- TCMB\_7. (2018). *Uluslararası Yatırım Pozisyonu*. Ankara: T.C. Merkez Bankası.
- TDK. (2017, 08 12). *İktisat Terimleri Sözlüğü*. Ankara, Ankara, Türkiye.
- Tekin, İ. Ç. (2016). "Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Öngöremedikleri Krizler Ve İflaslar". *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi* , 181-205.
- Töre, N. (1982). "1971 den Sonra Türkiye'de İzlenen Döviz Kuru Politikası". *Ankara Üniversitesi Dergisi* , 1-25.
- Tösten, R., Özgan, H. (2014). "Pozitif Psikoloji Sermaye Ölçeği: Geçerlik ve Güvenirlik Çalışması". *EKEV Akademi Dergisi*, 429-442.

- Tschannen-Moran, M., Hoy, W. (1998). "Trust in schools: A conceptual and empirical analysis". *Journal of Educational Administration*, 334-352.
- Türkyılmaz, S., Özata, E. (2005). "Türkiye’de Para Arzı, Faiz Oranı Ve Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki Nedensel İlişkilerin Analizi" . *Dergipark* , 492-502.
- TÜRMOB, B. (2017). *Uluslar arası Doğrudan Yatırımlar Raporu*. Ankara : TÜRMOB.
- Usher, E., Pajares, F. (2008). "Sources of self-efficacy in school: Critical review of the literature and future directions". *Review of Educational Research* , 751–796.
- Veken, W. V. (2016). *Net International Investment Positions and Interest Rate Spreads in the Euro Area* . BEDRIJFSKUNDE: UNIVERSITEIT GENT.
- Weis, R., Speridakos, E. (2011). "A Meta-analysis of hope enhancement strategies in clinical and community settings". *Psychology of Well-Being: Theory, Research and Practice* , 1(5).
- Wrosch, C., Scheier, M. (2003). "Personality and Quality of Life: The Importance of Optimism and Goal Adjustment". *Quality of Life Research* , 12, 59-72.
- Yaşar, B. (2008). *Davranışsal Finans ve Fiyat Köpüğü: İMKB Endekslerinde Fiyat Köpüğüyle İlgili Mevsimsel Birim Kök Araştırması*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Yılmaz, M., Köseğlü, P., Gerçek, C., Soran, H. (2004). "Öğretmen öz-yeterlik inancı". *Eğitim* , 58(5).
- Yöntem, T. (2013). "Fiyat İstikrarının Sağlanmasında Beklentilerin Önemi". *İnönü Üniversitesi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi* , 107-128.
- Yücememiş, B., Alkan, U., Dağdır, C. (2015). "Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye’de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi". *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi* , 449-478.
- Zautra, A., Hall, J., Murray, K. (2010). Resilience: A new definition of health for people and communities. J. Reich, A. Zautra, J. Hall içinde, *Handbook of Adult Resilience* (s. 3–29). New York: Guilford Press.
- Zhong, J., You, J., Gan, Y., Zhang, Y., Lu, C., Wang, H. (2009). "Çinli üniversite öğretmenleri arasında iş stres, tükenmişlik, depresyon belirtileri ve fiziksel sağlık". *Psikolojik Raporlar* , 105 ( 3 ), 1248 - 1254.
- Zügül, M., Şahin, C. (2015). "Faiz Oranı Ve Enflasyonun Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Getirisi Üzerindeki Etkisine Yönelik Bir Uygulama". *Akademik Bakış Dergisi* , 147-162.

## ÖZGEÇMİŞ

### Kişisel Bilgiler

Soyadı, adı : BAKAR, Aslı  
Uyruğu : T.C.  
Doğum tarihi ve yeri : 08/07/1989 Kadıköy  
Medeni hali : Bekar  
Telefon : 0(555) 419 92 62  
e-posta : aslibakarhamarat@gmail.com



### Eğitim Derecesi

Yüksek lisans

Lisans

Lise

### Okul/Program

Gazi Üniversitesi / Finansman

Gazi Üniversitesi / 2012

Muhasebe ve Finansman

Ümraniye 75. Yıl M.T.A.L. /2006

Muhasebe

### Mezuniyet yılı

Devam ediyor

### İş Deneyimi, Yıl

2016- devam ediyor

2012-2014

### Çalıştığı Yer

Milli Eğitim Bakanlığı

Art Maden DoğaltaşLTD.ŞTi

### Görev

Muhasebe ve Finansman

Öğretmeni

Muhasebe Elemanı

### YabancıDili

İngilizce

### Hobiler

Tiyatro, Seyahat etme, Kitap okuma



*GAZİLİ OLMAK AYRICALIKTIR..*

