

YABANCI SERMAYE AKIMLARININ YURTIÇİ TASARRUF VE EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Doç. Dr. İbrahim Örnek

Gaziantep Üniversitesi

İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi



Özet

Uluslararası literatürde yapılan ampirik çalışmalar incelendiğinde, birçok çalışmada yurtiçi ve yabancı tasarruflar arasında negatif bir korelasyon ilişkisi bulunurken, bazı çalışmalarda ise, yabancı sermaye girişlerinin yurtiçi tasarrufu arttırdığına yönelik sonuçlar elde edilmiştir. Bu çalışma kapsamında ise, Türkiye'nin 1996:4-2006:1 üçer aylık dönemlerine ait, yabancı sermaye girişleri ve yurtiçi tasarrufları ile ilgili zaman serileri kullanılarak, iki değişken arasındaki nedensellik ilişkileri incelenmiştir. Yapılan ekonometrik analizler sonucu, doğrudan yatırımların kısa ve uzun dönemde yurtiçi tasarruflar üzerinde pozitif etki yarattığı; kısa vadeli sermaye akımlarının ise, kısa ve uzun vadede, yurtiçi tasarruflar üzerinde negatif bir etki oluşturduğu bulgularına ulaşılmıştır. Aynı zamanda, kısa vadeli sermaye girişleri ile doğrudan yatırımların ekonomik büyüme üzerinde pozitif etki yarattığı tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Yabancı sermaye, yurtiçi tasarruf, doğrudan yatırımlar, kısa vadeli sermaye hareketleri, ekonomik büyüme.

Jel Sınıflaması: F21, F32, O16

Foreign Capital Flows Effect on Domestic Saving and Economic Growth: The Case of Turkey

Abstract

As empirical evidence has been investigated in international literature, a broad range of investigations would found a negative relationship between domestic and foreign saving. However, a few of investigations has been found that foreign capital inflow could increased domestic saving. At this investigation scope, to determine the causality relationship between foreign capital and domestic saving using time series data over the quarterly period 1996:4-2006:1 in Turkey. Empirical evidence showed that foreign direct investment have positive and significance effects on domestic saving in both short and long-run, however, short term capital inflows have negative effect on domestic savings in both short and long-run. Also, it has been found that short term capital inflows and foreign direct investment have positive effect on economic growth.

Keywords: Foreign capital, national saving, foreign direct investment, short term capital inflows, economic growth.

Jel Classification: F21, F32, O16

Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği

GİRİŞ

Küreselleşmenin hızla yaygınlaştığı 1990'lı yıllardan sonra sermaye hareketleri dünya ekonomisinin en önemli olgularından biri haline gelmiştir. Birçok ülkede yaşanan liberalizasyon süreçleri ve telekomünikasyondaki gelişmeler sermaye akımlarını mal ve hizmet ticaretinin çok ötesinde, farklı bir boyuta taşımıştır. Bu gelişmeler, sermaye akımlarının ülke ekonomilerinde yarattığı olumlu ve olumsuz etkilerine yönelik tartışmaların artmasına neden olmuştur.

Bu çalışmada, ilk olarak, dünyada ve Türkiye'de gelişen sermaye hareketleri incelenmiş ve sermaye hareketlerinin ekonomilerde yarattığı etkiler analiz edilmiştir. Daha sonraki aşamada ise, yabancı sermaye hareketlerinin yurtiçi tasarruf ve ekonomik büyüme üzerindeki etkilerine yönelik yapılan teorik ve ampirik çalışmaların uluslararası literatür taraması yapılmış ve Türkiye açısından bu değişkenler arasındaki nedensellik ilişkileri vektör otoregresif (VAR) metodu ile incelenmiştir.

1. DÜNYADA YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ

1973 yılının Mart ayında, birçok ülkenin paralarını dalgalanmaya bırakması ile birlikte, Bretton Woods sistemi yıkılmış ve uluslararası finansal sistemde serbestleşme ve sermaye hareketlerinde liberalleşme başlamıştır. Bu yeni dönemde, Keynesyen politikalar yerine liberal politikalar ve deregülasyonlar ön plana çıkarak, rekabet ve özelleştirme ağırlıklı uygulamalar başlamıştır. Özellikle 1990'lı yıllarda hız kazanan finansal piyasalardaki küreselleşme olgusu dünya ticaretinin çok üzerinde para hareketlerine neden olmuş ve gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları önemli ölçüde

artmıştır. Bu süreçte gerçekleşen sermaye akımlarının niteliği, önceki yıllardan daha farklı bir boyuttadır: 1990'lı yıllardan sonra sermaye hareketleri, spekülasyon nitelikli sıcak para şeklinde gelişmekte olan piyasalara giriş yapmaya başlamıştır (Obstfeld, 1994: 251). Yine, aynı dönemde, sermaye girişleri resmi kanallardan özel piyasalara kaymıştır. Özellikle 1980'li ve 1990'lı yıllarda sağlanan uluslararası finansal liberalizasyonla birlikte uluslararası sermaye çok daha rahat dolaşmaya başlamıştır.

Sermaye hareketlerinin yol açtığı olumlu gelişmeler de bilinmekle birlikte, bu süreçte özellikle gelişmekte olan ülkelerin kırılma noktalarını arttırmış ve dünya ekonomilerini tekrarlanan krizlere sürüklemiştir. Bu kapsamda, 1994 yılındaki Meksika Krizi, 1997 yılında yaşanan ve kısa sürede bölgesel bir krize dönüşen Asya Krizi, 1997 ve 1998 yıllarındaki Rusya ve Brezilya krizleri, 2001 yılında patlak veren Türkiye Krizi, kısa vadeli sermaye hareketlerinin neden olduğu ciddi kriz örnekleridir.

1990'lı yıllardan sonra yapılan akademik çalışmalarda, yabancı sermayenin dünya ekonomisinin yönlenmesinde önemli bir paya sahip olması nedeniyle, 'yabancı sermaye akımlarının yurtiçi tasarruf üzerindeki etkisi' en çok analiz edilen konu haline gelmiştir. Son dönemlerde yapılan çalışmalarda, yabancı sermaye girişlerinin bir ülkede yatırım ve teknolojik açığı kapattığı ve ekonomik büyümeyi daha da hızlandırdığı tespit edilmiştir (Besanger vd., 2000: 3-4). Bununla birlikte, sermaye girişlerinin yurtiçi tasarrufları engellediği ve potansiyel olarak, enflasyonist baskı yarattığı, döviz kurlarının dengesini bozarak makroekonomik istikrarsızlıklara neden olduğu da bilinmektedir. Bu nedenle bazı çalışmalarda, yabancı sermaye girişlerinin ekonomik ilerlemeyi engelleyebileceği ifade edilmektedir. Dolayısıyla, her iki değişken arasındaki bağlantı ve nedenselliğin yönü tam olarak netlik kazanmış değildir.

Tablo 1'de ülke grupları incelendiğinde, düşük ve orta gelir grubunda yer alan ülkelerde, direkt yatırımların giderek arttığı, portföy yatırımlarının ise azaldığı görülmektedir. Bu durumun tam tersi ise, gelişmiş ülkelere izlenmektedir. Yani, gelişmiş ülkelerin hisse senetlerine ve bonolarına yönelik yatırımların arttığı, doğrudan yatırımların ise azaldığı görülmektedir. Fakat, yüksek düzeyde yabancı sermaye alan gelişmekte olan ülkeler de özellikle portföy yatırımlarına yönelik giriş yapan sermaye, dış şoklardan çok fazla etkilenmektedir. Yaşanan bu tür dış şoklar, ülkelerin sadece finansal sistemlerine değil, aynı zamanda ekonomik beklentilerine de büyük zarar vermektedir.

Tablo 1. Ülkelerin Gelir Gruplarına Göre Net Sermaye Akımı (Milyon \$)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
1) Düşük ve Orta Gelir Grubu Ülkeler						
a) Net Doğrudan Yatırımlar	183,183	168,705	176,701	160,189	161,506	211,384
Net Doğrudan Yat./GDP	3	3	3	3	2	3
b) Net Portföy Yatırımları	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Hisse Senedi	30,568	20,536	10,996	10,838	26,369	42,997
Bono	12,623	14,085	6,4	5,776	25,199	37,558
c) Cari İşlemler Bilançosu	-3,88	43,676	11,663	64,711	105,716	114,125
Cari İşlemler Bil./GDP	0	1	0	1	2	1
2) Orta Gelir Grubu Ülkeler						
a) Net Doğrudan Yatırımlar	173,149	158,024	163,902	145,177	146,644	194,353
Net Doğrudan Yat./GDP	4	3	3	3	2	3
b) Net Portföy Yatırımları	11,703	-16,233	-31,186	-21,824	6,335	..
Hisse Senedi	10,189	11,704	3,663	4,655	16,975	28,659
Bono	31,845	15,105	11,197	11,784	29,665	39,007
c) Cari İşlemler Bilançosu	7,212	45,444	11,673	56,82	90,85	106,985
Cari İşlemler Bil./GDP	0	1	0	1	2	2
3) Avrupa Para Birliği						
a) Net Doğrudan Yatırımlar	338,939	633,441	272,159	338,383	262,704	122,353
Net Doğrudan Yat./GDP	5	10	4	5	4	2
b) Net Portföy Yatırımları	-80,631	-138,313	41,244	99,744	46,286	119,64
c) Cari İşlemler Bilançosu	21,556	-36,482	11,755	28,541	28,917	65,578
Cari İşlemler Bil./GDP	0	-1	0	0	0	0
4) Dünya						
a) Net Doğrudan Yatırımlar	1,094,735	1,514,641	792,938	700,131	592,635	624,796
Net Doğrudan Yat./GDP	4	5	3	2	2	2

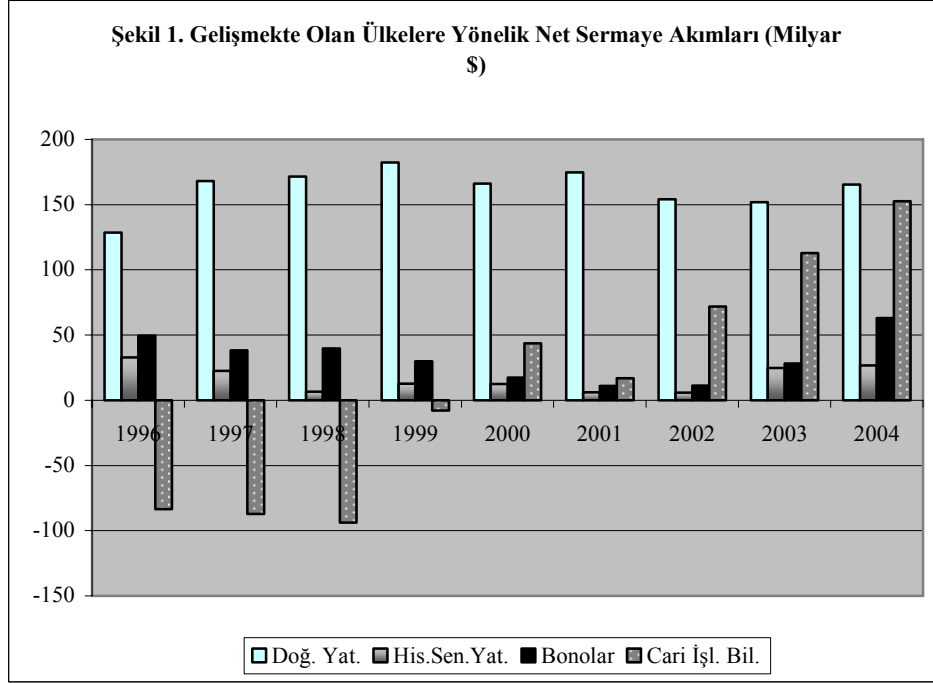
Kaynak: World Bank, (2006), World Bank Indicators. <http://devdata.worldbank.org/wdi2006/contents/cover.htm> (04/06/2006)

Gelişmekte olan ülkelerde, 1995 yılından itibaren sermaye girişlerinin niteliğinde de önemli değişiklikler olmuştur. 1995 yılına kadar, uzun vadeli dış kredilerin içerisinde yer alan resmi sermaye girişleri ağırlıktayken, 1995 yılından sonra, portföy ve doğrudan yatırımları kapsamak üzere, özel sermaye girişlerinin yoğunluk kazandığı anlaşılıyor. Gelişmekte olan ülkeler, 2000 yılına kadar, büyük cari açıkların finansmanında en önemli kaynak olarak özel sermaye girişlerini kullanmışlardır. 2004 yılında, özel sermaye girişleri 301,3 milyar \$, resmi sermaye girişleri ise 22,5 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir (GDF, 2005:14). Özel sermaye girişlerinin en önemli parçası ise, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır. Bu yatırımları sırasıyla, hisse senetleri ve bonolar takip etmiştir.

Şekil 1’de, gelişmekte olan ülkelere yönelik net sermaye akımları gösterilmektedir. Özellikle kısa vadeli sermaye akımlarının iç ve dış şoklara bağlı olarak çok hızlı hareket ettiği anlaşılmaktadır. Örneğin, 1997-1999 yıllarında yaşanan Asya Krizi ile birlikte kısa vadeli sermaye girişlerinin hızla azaldığı, bununla birlikte doğrudan yatırımlarda artış trendinin devam ettiği gözlenmektedir.¹ Asya Krizini tetikleyen asıl faktör kısa vadeli sermaye hareketleridir. Yine, 2001 yılında yaşanan 11 Eylül olayı sonrasında, gelişmekte olan ülkelere doğrudan yatırımlarda önemli bir değişiklik yaşanmaz iken, kısa vadeli sermaye çıkışı hızla artmıştır.² Yaşanan bu tür örnekler, doğrudan sermaye girişlerinin dış şoklardan etkilenmediğini ve dolayısıyla ekonomilerdeki genel istikrarı bozmadığını, toplam tasarrufu arttırdığını ve sermayenin kalıcı olmasına neden olduğunu ispatlamaktadır. Buna karşılık, kısa vadeli sermaye hareketlerinin her türlü iç ve dış istikrarsızlıklardan olumsuz etkilendiği ve ekonomik istikrarı çok hızlı bir şekilde bozduğu görülmüştür. Gelişmekte olan ülkelerin, 2004 yılı kısa vadeli sermaye girişlerine bakıldığında, son on yılın en yüksek seviyesi olan 63 milyar \$’a çıktığı, bu süreçte daha önceki en yüksek seviyenin, 1996 yılındaki 49,5 milyar \$ ile yakalandığı ifade edilmektedir (GDF, 2005: 16).

1 1997 yılında 168 milyar \$ olan doğrudan yatırımlar 1999 yılında 182 milyar \$’a yükselmiş; hisse senedi yatırımları ise, aynı dönemde 22,6 milyar \$’dan 6,6 milyar \$’a; bono yatırımları ise, 38,2 milyar \$’dan 29,8 milyar \$’a düşmüştür.

2 2000 yılında 166 milyar \$ olan doğrudan yatırım miktarı 2001 yılında 175 milyar \$’a yükselmiştir. Aynı dönemde hisse senedi yatırımları 12,4 milyar \$’dan 6 milyar \$’a, bono yatırımları 17,5 milyar \$’dan 11 milyar \$’a düşmüştür.



Kaynak: *Global Development Finance, (2005), Analysis and Statistical Appendix: Mobilizing Finance and Managing Vulnerability. ss:14-16*

2. YABANCI SERMAYE AKIMLARININ TÜRKİYE'DEKİ GELİŞİMİ

Türkiye, dünyadaki gelişim trendine paralel olarak, 1980 yılında, 24 Ocak kararları ile ekonomik liberalizasyon sürecini başlatmış ve 1989 yılında 32 sayılı kararname ile kambiyo denetimlerini kaldırarak, sermaye hareketlerini serbest bırakmıştır. Ekonomik liberalizasyonla birlikte, Türkiye'ye yönelik sermaye giriş ve çıkışlarının arttığı saptanabilir. Türkiye'ye 1991 yılından sonra, kriz yılları (1994, 1998 ve 2001), haricinde net sermaye girişleri yaşanmıştır. Tablo 2'den, Türkiye'ye giriş yapan sermayenin, 2005 yılındaki 45,6 milyar \$ ile zirveye ulaştığı ortaya çıkıyor.

Tablo.2. Türkiye’de Sermaye Hareketleri (Milyon Dolar)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
a) Doğrudan Yatırımlar	783	982	3352	1137	1752	2847	9650
- Doğrudan Yat./GDP	0	0	2	1	1	1	2,6
b) Portföy Yatırımları	4188	1615	-3727	1503	3851	9411	14670
- Hisse Senedi	428	489	-79	-16	905	1427	5669
- Borç Senetleri	3760	1126	-3648	1519	2946	7984	9001
c) Diğer Yatırımlar	3566	10389	-12296	1602	4460	14623	21267
- Merkez Bankası	-231	619	735	1336	497	-209	-787
- Genel Hükümet	-1932	117	-1977	-669	-2194	-1163	-2165
- Bankalar	2655	3736	-9644	-2016	2846	6564	10392
- Diğer Sektörler	3074	5917	-1410	2951	3311	9431	13827
d) Cari İşlemler Bilançosu	-1340	-9821	3392	-1524	-8036	-15604	-22852
- Cari İşlemler Bil./GNP	-0,7	-4,9	2,3	-0,8	-3,3	-5,1	-6,3

Kaynak: TCMB, (2006), <http://www.tcmb.gov.tr> (20/07/2006).

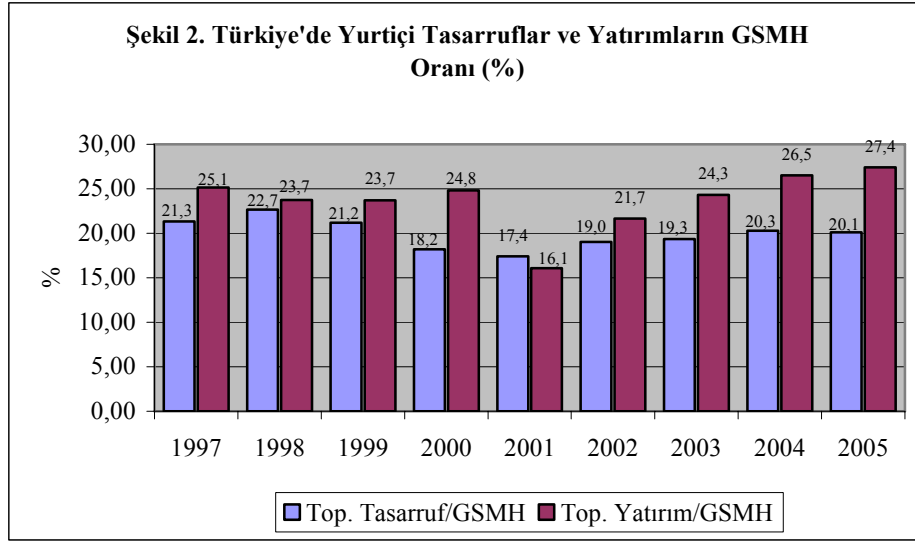
Aynı tablodaki Türkiye’nin sermaye giriş kanallarına bakıldığında, doğrudan yatırımlara ait payın düşük kaldığı, sermaye girişlerinin önemlice bir bölümünün daha çok portföy yatırımları ve dış krediler yoluyla elde edildiği anlaşılmaktadır. Bunun doğal sonucu olarak, Türkiye’ye yönelik sermaye hareketlerinin volatilitesi yüksek seyretmiştir. Gelişmekte olan ülkelere doğrudan yatırımların payı düzenli bir şekilde artış göstermiş, son on yıl içerisinde doğrudan yatırımların bu ülkelere ait GSYİH içerisindeki payı ortalama % 3, AB’de % 3,6 ve Türkiye’de ise % 0,8 düzeyinde gerçekleşmiştir. Türkiye’nin, 2005 yılına kadar, doğrudan yatırım girişlerinde önemli bir başarı sağlayamadığı açıkça görülmektedir. 2005 yılında, özelleştirmelerin hızlanması ile birlikte doğrudan yatırımlarda önemli bir sıçrama sağlanmış ve 2004 yılında 2,8 milyar \$ olan doğrudan yatırım girişi, 2005 yılında 9,6 milyar \$ düzeyine ulaşmıştır.

Türkiye’de günümüze kadar ekonomik büyümede kalıcı bir istikrar yakalanamamıştır. Bunun temel nedenleri; Türkiye’nin enerji yoğun ağır ve verimsiz sanayilere dayalı sanayileşme tercihleri, istihdam edilen sermaye ve emek faktörlerinin verimsizliği, teknolojik atılım yapmasını sağlayacak ARGE harcamalarının ve eğitime yapılan yatırımların düşüklüğü, çarpan etkisini arttıracak üretken yatırımların yetersizliği ve girdilerin bilgi stoklarına yeterli

katkı sağlayamamasıdır. Bunun dışında, Türkiye'ye giren sermaye düzeyinin yetersizliği, özellikle de doğrudan yatırımların çok düşük seviyede kalması, Türkiye'nin dinamik bir büyüme sürecine girmesini engellemiştir.

Türkiye'nin gelişmekte olan bir ülke olarak, öncelikle doğrudan yatırım kanalı ile sermaye girişini tercih etmesi gerekmektedir. Çünkü, doğrudan yatırımlar beraberinde teknoloji, bilgi ve kalifiye eleman getirmekte, giriş yaptığı ülkede uzun dönemli kalarak ülkelerin daha hızlı ve istikrarlı bir şekilde büyümesine ve kalkınmasına yardımcı olmaktadır.

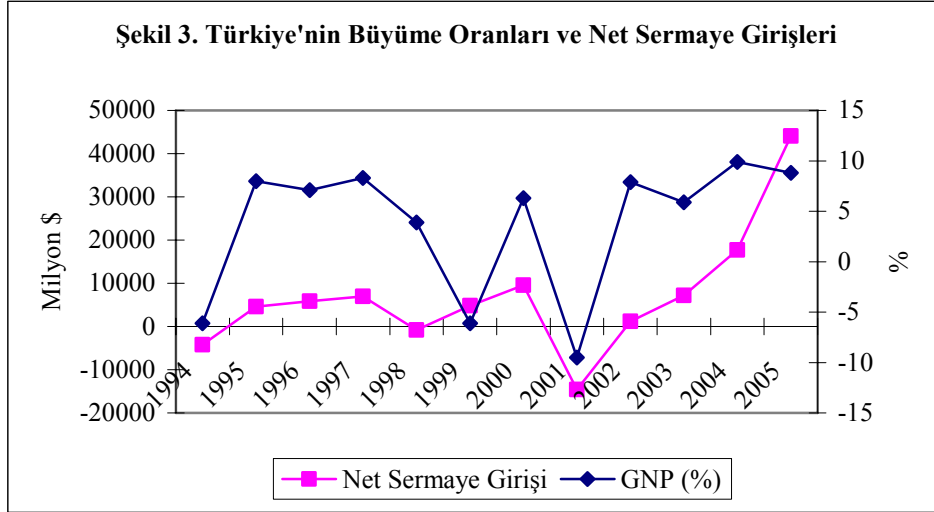
Türkiye'nin tasarruf-yatırım eşitliği incelendiğinde (Şekil 2), toplam yatırımlar artarken yurtiçi tasarrufların giderek azaldığı görülmektedir. Yani, Türkiye'de toplam yatırımların finansmanında dış kaynakların payı artarken, yurtiçi tasarrufların payı azalmış; bu ise dış açıkların artmasına neden olmuştur. Yurtiçi tasarrufların düşmesine neden olan temel unsur, tüketim harcamalarındaki artış ve kamu sektörünün menfi tasarrufudur. Kamu sektörü, 1992 yılından itibaren, 1997 hariç, hiç tasarruf yapamamış ve toplam yurtiçi tasarrufların tamamı özel kesim tarafından gerçekleştirilmiştir.



Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı (DPT), (2006), <http://www.dpt.org.tr>, 23/06/2006

Şekil 3'den, Türkiye'de ekonomik büyüme ve net sermaye girişleri arasında çok güçlü bir ilişki olduğu anlaşılmaktadır. Türkiye'de, sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde büyüme hızı artmakta, sermaye girişlerinin azaldığı dönemlerde ise büyüme hızı azalmaktadır. Bu tablo, Türkiye'nin

ekonomik büyümesini yurtiçi tasarruflarla değil, ağırlıklı olarak dış tasarruflarla sağladığını kanıtlıyor. Bu, aynı zamanda, sermaye hareketlerinin, Türkiye’de yaşanan ekonomik istikrarsızlıklar üzerinde ne kadar büyük bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir.



Kaynak: DPT, (2006), a.g.e.

3. LİTERATÜR TARAMASI

Yabancı sermayenin ekonomik büyüme ve tasarruf üzerindeki etkilerini analiz eden pek çok çalışma yapılmıştır. Bu kapsamdaki ilk çalışma, 1966 yılında, Chanery ve Strout tarafından gerçekleştirilmiş ve ardından birçok araştırmacı yabancı ve yurtiçi tasarruflar arasındaki ilişkiyi defalarca analiz etmiştir. Özellikle, yabancı tasarrufların yurtiçi yatırımlar üzerindeki etkileri analiz edilmiş olup, yabancı sermaye ile yurtiçi tasarruflar arasındaki pozitif ilişkinin ekonomik büyümeyi canlandıracağı ifade edilmişse de bu konuda tam bir konsensüs sağlanamamıştır. Bu durum, yapılan analizlerde sermaye girişlerinin, ayrıştırılmaksızın sadece toplam sermaye olarak ele alınmasından kaynaklanmıştır. Halbuki kısa dönemli sermaye girişleri ile doğrudan yatırımların tasarruf ve büyüme üzerindeki etkileri aynı değildir.

Sonraki çalışmalarda, sermaye akımları kısa ve uzun dönem olarak ayrıştırılarak, ekonomik büyümeye olası etkiler ayrı ayrı incelenmiştir. Papanek, 1973 yılında, farklı çeşitte sermaye girişlerinin yurtiçi tasarrufları olumsuz etkilediğini ifade etmiştir. Papanek, gelişmekte olan 85 ülkeyi kapsayan analizinde, yabancı sermaye girişlerinin yurtiçi tasarrufları azalttığını

göstermiş; ayrıca dış yardımların, özel sermaye girişlerinin ve diğer sermaye girişlerinin ulusal tasarrufları dışladığını ifade etmiştir.

Son on yıl içerisinde, bu konuyla ilgili literatür çalışmalarında, yurtiçi tasarrufların ekonomik büyüme üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Teoride, tasarruflarla büyüme arasında çift yönlü bir ilişkinin varlığı kabul edilmektedir. Hayat döngüsü (life-cycle) hipotezine göre, tasarruflardan ekonomik büyümeye yönelik doğrusal bir ilişkinin varlığı kabul edilirken; Campell (1987)'in sürekli gelir hipotezine göre ise, ekonomik büyümeden tasarruflara doğru bir ilişki söz konusudur. Sürekli Gelir Hipotezi, rasyonel bireylerin gelecekte gelirlerinin düşeceği beklentisinin, bugünkü tasarrufları arttıracığı ifade edilmektedir. Carroll ve Weil (1994), 1958-1987 dönemi için 64 ülke üzerine yaptıkları analizde, ekonomik büyümenin tasarrufları arttırdığı, fakat tasarrufların ekonomik büyümeyi etkilemediği sonucuna ulaşmıştır. Rodrik (2000) de aynı sonucu bularak, ekonomik büyümenin tasarrufları etkilediğini, ancak tersine çalışan bir etki zincirinin söz konusu olmadığını vurgulamıştır.

Neo-klasik teoride ise, doğrudan yatırımlar, ekonomik büyümenin motoru olarak kabul edilmiştir. Bunun nedeni olarak, doğrudan yatırımların a) sermaye oluşumu ve istihdam artışına yol açacağı b) sermaye mali ihracatını arttırabileceği c) sermaye, bilgi ve tecrübeli yöneticiler gibi kaynaklar getirebileceği d) teknolojinin gelişmesine ve yayılmasına yardımcı olabileceği hususlarının altı çizilmiştir. Özellikle Orta Asya ülkelerinde, doğrudan yatırımların sanayi malları ihracatının gelişiminde çok önemli bir rolü olduğu bilinmektedir.

Son yıllarda, Neo-Klasikler'den farklı bir görüş ortaya çıkmıştır. Örneğin, Rand ve Tarp (2002), doğrudan yatırımlarla büyüme arasında bilinen geleneksel ilişkinin var olmadığını öne sürmüştür. Yani, yurtiçi yatırımlarla doğrudan yatırımlar arasında bir ilişki bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Doğrudan yatırımların, ekonomilerde, diğer sermaye girişlerine nazaran çok daha büyük bir dalgalanmaya yol açtığı belirtilmiştir. Bu alanda yapılan çalışmaları, Razin, Sadka ve Yuen (1999) asimetrik bilgi unsurunu da çalışmalarına katarak genişletmiş ve doğrudan yatırımların yurtiçi sermayenin sosyal getirisi hakkında yanlış sinyaller verebileceğini belirtmişlerdir. Gelişmiş, iyi işleyen bir kredi piyasasında kötü sinyaller oluşmasının, ülke refah düzeyini düşürebileceği ifade edilmiştir. Doğrudan yatırımlarla ilgili çalışmalar incelendiğinde, doğrudan yatırımların ekonomik büyüme üzerinde sadece pozitif değil negatif etkiler de yaratabileceği vurgulanmıştır. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkelerin iktisadi büyüme süreçlerinde doğrudan yatırımların etkisinin, detaylı araştırmalar ve ampirik çalışmalarla incelenmesi gerekmektedir.

Doğrudan yatırımların Çin ekonomisi üzerindeki etkileri hakkında Zhang'ın (2001) yaptığı bir araştırmada, doğrudan yatırımların Çin'in ekonomik büyümesini pozitif yönde etkilediği ve yabancı sermayenin marjinal getirisinin yurtiçi sermayeden daha yüksek olduğu öne sürülmektedir. Zhang, doğrudan yatırımları verimliliği yükseltmesi, ihracatı geliştirmesi ve teknolojinin yayılması gibi sağladığı pozitif dışsallıklar nedeniyle önemli bir yatırım girişi olarak kabul etmektedir.

Yabancı sermaye ile ilgili yapılan ampirik çalışmalarda, ağırlıklı olarak, doğrudan yatırımlar ele alınırken, kısa vadeli sermaye girişlerinin ekonomiler üzerindeki etkilerine yönelik çok az değinilmiştir. Bu alanda çalışmalar yapan Rodrik ve Velasco (1999), kısa vadeli sermaye girişlerinin ekonomiler üzerinde olumsuz etkiler yaratacağını belirtmişlerdir. Corbo ve Hernandez, 1996 yılında, kısa dönem sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediğini, dolayısıyla kısa dönem sermaye hareketlerinin kontrol edilmesi gerektiğini ifade etmişlerdir.

Tasarrufla ilgili literatür taraması ve ampirik çalışmalarda üç önemli sonuç ortaya çıkmıştır. İlk olarak, bu alanda yapılan çalışmaların birçoğunda, yurtiçi tasarrufu yüksek olan ülkelerin yatırımlarının da yüksek olduğu ve bu yüksek oranlı yatırımların ekonomik büyümeyi çok hızlı bir şekilde arttırdığı görülmüştür. İkinci olarak, yabancı sermaye girişlerindeki artışın yurtiçi tasarrufları azalttığı ya da tam tersi durumda, yabancı sermaye girişlerindeki azalmanın yurtiçi tasarrufları arttırdığı ortaya çıkmıştır. Üçüncü olarak, kısa vadeli sermaye akımlarının ilgili ülkede yarattığı olumsuzlukları inceleyen çalışmalar yapılmıştır (Jordan/Fiona, 1998: 84).

4. AMPİRİK ANALİZ

Uluslararası literatürde, yapılan ampirik çalışmalarda, kısa ve uzun vadeli yabancı sermaye hareketlerinin tasarruflar üzerindeki etkisinin farklı olması nedeniyle; bu çalışmada da, yabancı sermaye akımı kısa ve uzun vadeli olarak iki farklı tipte ele alınmıştır. Özellikle son yıllarda yapılan çalışmalarda, kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerde yarattığı etkiler analiz edilmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin bazı gelişmekte olan ülkelerin iktisadi büyümesini hızlandırdığı (Malezya gibi) görülürken; bazı gelişmekte olan ülkelerde, 1990'larda olduğu gibi, çeşitli finansal krizlere neden olduğu anlaşılmıştır (Thanoon/Baharumshah, 2005: 7). Bu durum, Türkiye açısından, Gruben ve Mcleod (1998)'un geliştirdiği aşağıdaki tasarruf fonksiyonu ile incelenmiş ve tasarruf fonksiyonu içerisindeki kısa ve uzun vadeli sermaye hareketlerinin rolü değerlendirilmiştir.

$$S = \alpha_0 + \alpha_1 GRO_t + \alpha_2 FDI + \alpha_3 SFI_t + \mu_t \quad (1)$$

Denklem 1’de brüt yurtiçi tasarruflar (S), ekonomik büyüme oranı (GRO), doğrudan yatırımlar (FDI) ve kısa vadeli sermaye girişleri (SFI) kısaltmaları ile gösterilmiştir. Değişkenler, 1996:4–2006:1 dönemine ait üçer aylık veriler şeklinde kullanılmıştır. Bütün değişkenler doğal logaritmaya dönüştürülmüştür. Veriler, TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi’nden alınmıştır.

Denklem 1’de belirtilen değişkenlerin nedensellik ilişkileri vektör otoregresif (VAR) tekniği kullanılarak analiz edilmiştir. Özellikle iktisadi ilişkiler incelenirken, bütünlüğün yakalanması, kurulan modele, kullanılan değişkenlere içsel ve dışsal değişken ayırımının doğru yapılması gerekmektedir. VAR metodunda, modelin kurulması aşamasında modeli kısıtlayan çeşitli varsayımların kullanılması gerekmediğinden, kullanılan değişkenleri bir sistem bütünlüğü içinde ele aldığından ve kesinlikle içsel ve dışsal değişken ayırımına gerek olmadığından, iktisadi teorinin öne sürdüğü kısıtlamaların, varsayımların, model tanımını bozmadığı ifade edilmiştir (Özgen/Güloğlu, 2004: 95).

Zaman serileri kullanılırken, uygun model spesifikasyonu oluşturmak amacıyla, serilerin birim kök analizlerinin yapılması gerekmektedir. Çünkü, makroekonomik zaman serilerinin birçoğu birim kök içermektedir; yani durağan değildir. Durağan olmayan serilerde bir çok standart hipotez testi geçersiz olmaktadır. Bu da sahte regresyonlara yol açmaktadır (Cheng, 1999: 25)

a) Birim Kök Analizi

Serilerin durağanlığını ölçmek amacıyla, Genişletilmiş Dickey-Fuller (1979,1981) ve Philips Perron (1988) testleri kullanılmıştır. Y_t serisini tespit etmek için aşağıdaki regresyon denklemi kullanılmıştır:

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 t + \delta_{t-1} + \sum_{i=1}^N \psi \Delta Y_{t-1} + \epsilon_t \quad (2)$$

Δ serilerin birinci farkını, t zaman trendini, ϵ_t hata terimini, N hata terimlerinin ardışık bağımlılığını gidermek için bağımlı değişkenin gecikme sayısını, Y_t ise tasarruf, büyüme, kısa vadeli ve uzun vadeli sermaye hareketlerini göstermektedir. Boş hipotez, serilerin durağan olmadığını; alternatif hipotez ise serilerin durağan olduğunu ifade etmektedir. Gerek ADF gerekse PP testlerinde “ t ” değerinin kritik değerden yüksek olması, birim kökün boş hipotezini reddeder. Tablo 3’de, serilerin ADF ve PP testi kullanılarak

birim kök test sonuçları gösterilmiştir. Birim kök testlerinde, Miller ve Russek (1999) tarafından önerildiği üzere, sabit ilave edilirken trend ilave edilmemiştir.

Tablo 3. ADF ve PP Birim Kök Testleri

Değişkenler	ADF		PP	
	Seviye	Fark	Seviye	Fark
LS	-2,25 (2)	-11,7 (2)	-2,25 (2)	-9,89 (2)
LGRO	-0,076 (5)	-3,82 (5)	-0,45 (2)	-9,07 (2)
LSFI	-0,49 (2)	-5,11 (2)	-0,66 (2)	-7,27 (2)
LFDI	-0,29 (5)	-4,76 (5)	-0,32 (2)	-15,66 (2)

ADF ve PP için kritik değerler %1=-3,555, %5=-2,915, %10=-2,595. Parantezler Akaike Bilgi Kriterine göre gecikme sayısını vermektedir.

Tablo 3’de görüldüğü gibi, bütün serilerin seviyelerinde I(0) durağan olmadığı, fakat tüm serilerin birinci farklarında I(1) durağan olduğu gözlenmektedir. Yani, tüm seriler seviye düzeyinde boş hipotezi reddedemezken, birinci farklarında boş hipotez reddedilmektedir. Tüm serilerin aynı dereceden entegre olması nedeniyle de, bu seriler arasında ko-entegrasyon testi yapılması mümkün olmaktadır.

b) Ko-entegrasyon Analizi

Durağan olmayan seriler arasında uzun dönem bir denge ilişkisinin varlığı Johansen ve Juselius (1988) tarafından geliştirilen çoklu ko-entegrasyon testi ile tespit edilmektedir. Bu çalışmada da ko-entegrasyon vektörlerinin sayısını ve uygun hata düzeltme terimlerini belirlemek için Johansen (1988) ve Johansen-Juselius (1990) (JJ)’un çoklu ko-entegrasyon testi uygulanmıştır (ENDERS, 1995: 320). JJ testi için aşağıdaki vektör otoregressif (VAR) modeli kullanılmıştır:

$$X_t = \Pi_1 X_{t-1} + \Pi_2 X_{t-2} + \dots + \Pi_k X_{t-k} + \varepsilon_t \quad t = 1, \dots, t \quad (3)$$

X_t ; S, GRO, FDI, SFI değişkenleri gösteren vektörü, k gecikme sayısını ve ε_t ise hata terimini göstermektedir. Değişkenler aynı düzeyde durağan oldukları için, JJ metodolojisi kullanılarak ko-entegrasyon testi yapılabilmektedir. JJ metodolojisinde ko-entegrasyon vektörlerin sayısını

belirleyebilmek için iki *likelihood ratio* testi uygulanmıştır. Bunlar trace (iz) ve maksimum eigenvalue (en büyük öz değer - λ_{\max}) istatistikleridir. JJ testinde, VAR'daki gecikme sayısı önemlidir. Eğer, gecikme sayısı çok az ise model eksik belirlenecek, çok fazla olursa serbestlik derecesi azalacaktır. Bu çalışmada, Schwarz kriterine göre incelenen VAR modeli için gecikme sayısı 2 olarak belirlenmiştir. Tablo 4'de, JJ ko-entegrasyon test sonuçları gösterilmiştir.

Tablo 4. Johansen-Juselius Çoklu Ko-entegrasyon Testi

Değişkenler: S GRO FDI SFI									
H ₀	H ₁	Maximum Eigenvalue Testi	%5	%1	H ₀	H ₁	Trace Testi	%5	%1
R=0	r=1	50,92863**	23,80	28,82	r=0	r≥1	83,72903**	39,89	45,58
R≤1	r=2	26,38922**	17,89	22,99	r≤1	r≥1	32,80040**	24,31	29,75
R≤2	r=3	5,867782	11,74	15,69	r≤2	r≥2	6,411186	12,53	16,31
R≤3	r=4	0,543404	3,84	6,51	r≤3	r≥3	0,543404	3,84	6,51

(*), (**) %5 ve %1 seviyeyi göstermektedir.

Test sonuçlarına göre, dört değişken arasında ko-entegrasyon olmadığını (r=0) ifade eden boş hipotez ile en az bir ko-entegrasyonun varlığı % 1 anlamlılık düzeylerinde reddedilmektedir. En az iki ko-entegrasyon denkleminin varlığı ise reddedilememiştir. JJ tekniğinden elde edilen iki ko-entegrasyon denklem Tablo 5'de gösterilmiştir.

Tablo 5. Normalize Edilmiş Tasarruf Değişkeni

LS	LGRO	LFDI	LSFI
1.000000	0.000000	-7.430050 (1.06437)	3.641673 (0,89342)
0.000000	1.000000	-0.132623 (0.18459)	-1.173146 (0.15494)

Parantez içerisindeki değerler standart hatayı göstermektedir.

Tablo 5'de, normalize edilmiş tasarruf fonksiyonu incelendiğinde, *uzun dönemde, doğrudan yatırımlar yurtiçi tasarrufları pozitif, kısa vadeli sermaye*

hareketleri tasarrufları negatif yönde etkilediği görülmektedir. İkinci denklemde ise doğrudan yatırımlarla kısa vadeli sermaye hareketlerinin büyüme ile pozitif yönde bir ilişki içerisinde olduğu görülmektedir.

VAR modeli kullanılarak seriler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı ispatlandıktan sonra, uzun dönemde ilişkili olan değişkenlerin kısa dönemdeki hareketlerinin gösterilmesi gerekmektedir. VAR modelinin kısa dönem analizi, vektör hata düzeltme mekanizması (VECM) ile yapılmaktadır. Bu nedenle, aşağıdaki denklemde, elde edilen hata düzeltme terimini kapsayacak şekilde VECM oluşturulmuştur. Kısa dönem sonuçları denklem 4’de gösterilmiştir.

$$\Delta LS = 0.064 + 0.326\Delta LS_{t-1} - 1.011\Delta LGNP + 0.20\Delta LFDI_{t-1} - 0.007\Delta LSF_{t-1} - 0.033ECM_{t-1}$$

(2.53) (2.30) (-6.80) (4.48) (-0.30) (-2,39) (4)

$$R^2 = 0,86 \quad R^2_{-2} = 0,82 \quad DW = 2.47 \quad F = 23,40$$

Denklem 4’de gösterilen “ Δ ” değişkenlerin birinci dereceden farkını, parantez içerisindeki değerler t-istatistiğini göstermektedir. Her değişken için optimal gecikme uzunluğu Akaike Bilgi Kriteri ile bulunmuştur. Denklemde ifade edilen “ECM” kısa dönem dengesizliğin ayarlama hızını göstermektedir. Hata teriminin negatif çıkması ve istatistiksel olarak anlamlı olması hata düzeltme modelinin çalıştığını göstermektedir. Bu sonuç, Johansen yaklaşımı ile bulunan yurtiçi tasarruf, ekonomik büyüme, kısa ve uzun vadeli sermaye girişleri arasındaki istikrarlı bir uzun dönem ilişkisini destekleyen bir sonuçtur. Ayarlama hızı 0.033 olarak bulunmuştur. Yani, yurtiçi tasarruflar her yıl yaklaşık % 3,3 oranında dengeye yönelik kendini düzeltmektedir. Kısa dönem sonuçları değerlendirildiğinde, doğrudan yatırımların yurtiçi tasarrufları tıpkı uzun dönemde olduğu gibi, kısa dönemde de arttırdığı ortaya çıkmaktadır. İlginç bir sonuç ise, büyümenin gecikmeli değerlerinin yurtiçi tasarruflar üzerinde negatif etki yaratmasıdır. Kısa vadeli sermayenin istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Bu sonuçlar, Türkiye’de büyüme ve kısa vadeli sermaye girişlerinin yurtiçi tasarrufları arttırmak yerine daha çok kredi patlamasına ve tüketim harcamalarının yükselmesine neden olduğu sonucuna götürmektedir.

c) Granger Nedensellik Testi

Yukarıdaki analizlerde, dört değişkenin ko-entegrasyon analizi yapılmış, fakat bu dört değişken arasındaki nedensellik yönü hakkında bilgi

verilmemiştir. Bu amaçla, Tablo 6’da görüldüğü gibi, değişkenler arasındaki Granger Nedensellik Testi yapılmıştır.

Tablo 6. Granger Nedensellik Testi

Bağımlı Değişken	ΔLS	$\Delta LFDI$	$\Delta LGRO$	$\Delta LSFI$
ΔLS	-	2.71 ^{***} (0,0773)	51.59 (1.10)	1.40 (0.2725)
$\Delta LFDI$	1.27 (0,2879)	-	3.89 ^{**} (0,0274)	0.97 (0,3959)
$\Delta LGRO$	14.84 ^{***} (9.60)	0.91 (0,4064)	-	0.90 (0,4227)
$\Delta LSFI$	1.30 (0,2961)	1.15 (0,3387)	3,57 ^{**} (0,0504)	-

(*) , (**) , (***) % 1 , % 5 ve % 10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 6 incelendiğinde, doğrudan yatırımlardan yurtiçi tasarruflara yönelik bir Granger nedensellik ilişkisi görülmektedir. Aynı zamanda yurtiçi tasarruflardan ekonomik büyümeye yönelik tek yönlü bir ilişki mevcuttur. Değişkenler arasındaki diğer nedensellikler Tablo 6’da verilmiştir.

Bu sonuçlar, yurtiçi tasarruflar üzerinde doğrudan yatırımların etkili olduğunu, fakat kısa vadeli sermaye hareketlerinin tasarruflar üzerinde bir Granger Nedenselliğe neden olmadığını göstermektedir. Bunun yanı sıra, yurtiçi tasarruflardan ekonomik büyümeye yönelik tek yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur.

SONUÇ

1990’lı yıllardan itibaren küreselleşme olgusunun hızlanması ile birlikte, dünya genelinde yabancı sermaye akımları büyük önem kazanmış, özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik yabancı sermaye akımları artmıştır. Aynı zamanda, sermayenin niteliğinde de önemli değişiklikler yaşanmıştır. Bu dönemde, yabancı sermaye spekülasyon nitelikli sıcak para şeklinde piyasalara giriş yapmış ve bu girişler ağırlıklı olarak özel sektör kanalıyla gerçekleşmiştir.

Yabancı sermaye akımlarının dünya genelindeki dağılımına bakıldığında, 1990’lı yıllardan sonra gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yatırımların giderek arttığı, buna karşılık net portföy yatırımlarının giderek azaldığı gözlenmektedir.

Türkiye ise, küreselleşme trendine uyarak, 1980 yılında ekonomik liberalizasyon sürecini başlatmış ve 1989 yılında kambiyo kısıtlamalarını kaldırarak sermaye hareketlerini serbestleştirmiştir. Türkiye’nin yabancı sermaye profiline

bakıldığında, sermaye girişlerinin ağırlıklı kısmının portföy yatırımları ve dış krediler yoluyla elde edildiği anlaşılmaktadır. Buna karşılık, doğrudan yatırımların payı çok düşük seviyelerde kaldığı görülmektedir. Bu durum, Türkiye'ye giren yabancı sermayenin volatilitisini arttırmış ve ekonomiyi kırılgan bir yapıya götürmüştür.

1990'lı yıllardan sonra yapılan akademik çalışmalarda, yabancı sermayenin dünya ekonomisinin gelişiminde önemli bir paya sahip olması nedeniyle, yabancı sermaye akımlarının yurtiçi tasarruf ve ekonomik büyüme üzerindeki etkileri en çok analiz edilen konular arasında yer almıştır. Yine de, her iki değişken arasındaki bağlantı ve nedenselliğin yönü tam olarak netlik kazanamamıştır.

Yapılan bu çalışmada ise, yabancı sermaye hareketleri ayrıştırılarak, yabancı sermayenin Türkiye'deki gerek tasarruf gerekse de büyüme üzerindeki etkileri VAR tekniği kullanılarak analiz edilmiştir.

Yapılan ekonometrik analiz ile iki önemli sonuç elde edilmiştir. İlk olarak, doğrudan yatırımlar hem kısa hem de uzun vadede yurtiçi tasarrufları arttırırken, kısa vadeli sermaye hareketlerinin yurtiçi tasarruflar üzerinde hem kısa hem de uzun dönemde negatif bir etki yarattığı tespit edilmiştir. İkinci olarak ise, uzun dönemde doğrudan yatırımlar ve kısa vadeli sermaye hareketleri ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilerken, kısa dönemde ekonomik büyüme yurtiçi tasarrufları negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Ulaştığımız sonuçların genel bir değerlendirilmesi yapıldığında, Türkiye'de yurtiçi tasarrufların doğrudan yatırımlardan olumlu etkilendiği, fakat kısa vadeli sermaye hareketlerinin yurtiçi tasarruf düzeyini olumsuz etkilediği görülmektedir. Türkiye'de doğrudan yatırım girişlerinin düşük, kısa vadeli sermaye girişlerinin yüksek seyretmesi nedeniyle ülkenin tasarruf miktarı düşük kalmakta, dolayısıyla da yatırımları düşük seyretmektedir. Yurtiçi tasarrufların düşük seyretmesi nedeniyle de gerçekleştirilen yatırımların finansmanının bir bölümü dış kaynaklarla tazmin edilmektedir. Bu durum Türkiye'de cari açık problemini arttıran önemli bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Aynı zamanda, ekonometrik bulgular Türkiye'nin ekonomik büyüme sonrası yurtiçi tasarruflarının azaldığını göstermektedir. Bu gelişmeler, Türkiye'nin son yıllarda sağladığı ekonomik büyüme ve sonrasında gerçekleştirmesi beklenen büyüme performansı nedeniyle cari açığını giderek arttıracığı beklentisini ortaya çıkarmaktadır.

Bununla birlikte, doğrudan yatırımları düşük, kısa vadeli sermaye girişleri daha fazla olan Türkiye'nin spekülasyon ataklara maruz kalma ihtimali yükselmektedir. Bu gelişmeler Türkiye'nin hem kırılganlık düzeyini arttırmakta

hem de döviz kurlarının aşırı değerlenmesine neden olmaktadır. Bu durum ise, ülkede yaşanacak iç ve/veya dış şoklar karşısında, makroekonomik dengelerin hızla bozulmasına ve ekonomik kriz riskinin giderek artmasına neden olacaktır. Bu sebeple, ciddi boyutta cari açık problemi yaşayan Türkiye'nin hızlı bir şekilde yurtiçi tasarruflarını arttıracak tedbirler alması, yatırımlarını, ağırlıklı olarak, yurtiçi tasarruflarına bağlı olarak gerçekleştirmesi ve ülkede kalıcı olan doğrudan yatırım miktarını arttırması gerekmektedir. Aynı zamanda, ekonomik kırılganlığı arttırması nedeniyle de, kısa vadeli sermaye girişlerinin kontrol altına alınması ülkeyi daha istikrarlı ve sürdürülebilir bir ekonomik büyümeye götürecektir.

Kaynakça

- BESANGER, S./GUEST, S.R./MCDONALD, I. (2000), "Demographic Change in Asia: The Impact on Optimal National Saving, Investment, and the Current Account," *IMF Working Paper*, WP/00/115: 3-5
- CAMPELL, J. (1987), "Does Savings Anticipate Declining Labour Income? An Alternative Test of the Pemanent Income Hypotesis," *Econometreca*, 55: 1251-1270.
- CAROLL, C. D./ WEIL, D.N. (1994), "Saving and Growth: A Reinterpretaion," *Carnegia-Rochester Conference Series on Public Policy*: 133-190
- CHENERY, H. B. / STROUT, A. M. (1966), "Foreign Assistance and Economic Development," *American Economic Review*: 679-733,
- CHENG, B.S. (1999), "Cointegration and Causality Between Financial Developement and Economic Growth in South Korea and Taiwan," *Journal of Economic Development*: 20-39.
- CORBO, V./ HERNANDEZ, L. (1996), "Macroeconomic Adjustment to Capital Inflow: Lesson from Recent Latin American and Asian Experience," *World Bank Research Obsevers*, 11: 133-150.
- DPT (2006), <http://www.dpt.org.tr> (23/06/2006).
- ENDERS, W. (1995), *Applied Econometric Time Series* (USA: John Wiley).
- GDF (Global Development Finance) (2005), *Analysis and Statistical Appendix: Mobilizing Finance and Managing Vulnerability*:14-16
- GRUBEN, W.C./MCLEOD, D. (1998), "Capital Flows, Savings, and Growth in the 1990s," *Quarterly Review of Economics and Finance*, 8: 290-299.
- JOHANSEN, S. (1988), "Statistical Analysis of Cointegration Vectors," *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12: 231-254.
- JOHANSEN, S./ JUSELIIOUS, K. (1990), "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Co-integration - With Applications to the Demand for Money," *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52: 169-210
- JORDAN, S./FIONA, S. (1998), "Domestic Saving and Foreign Investment in Australia: Granger Causality Test," *International Economic Journal*, 12/4: 77-87.
- MILLER, S. M./RUSSEK, F. S. (1999), "Co-Integration and Error Correction Models: The Temporal Causality between Government Taxes and Spending," *Southern Economic Journal*, 57/1: 223-230.
- OBSTFELD, M. (1994), "International Capital Mobility in the 1990's," *International Finance Discussion Papers*, 472: 249-250.

- ÖZGEN, F. B./ GÜLOĞLU, B. (2004), "Türkiye'de İç Borçların İktisadi Etkilerinin VAR Tekniği ile Analizi," *Metu Studies in Development* (Haziran): 93-114
- PAPANEK, G.F. (1973), "Aid, Foreign Private Investment, Saving and Growth in Less Developed Countries," *Journal of Political Economy*, 8:121-128.
- RAND, J./ TARP, F. (2002), "Business Cycles in Developing Countries: Are They Different?," *World Development*, 30/12: 2073-2082.
- RODRIK, D. (2000), "Savings Transitions," *The World Bank Economic Review*, 14: 482-501.
- RODRIK, D./ VELASCO, A. (1999), "Short Term Capital Flow," *NBER Working Paper*, 7364: 352-369
- TCMB (2006), "Elektronik Veri Dağıtım Sistemi," <http://www.tcmb.gov.tr> (20/07/2006).
- THANOON, A. M./ BAHARUMSHAH, A. Z. (2005), "Savings, Growth, and Foreign Capital in Malaysia," *Emerging Markets in Financial Crisis: Capital Flows, Savings, Debt and Banking Reform* (Aberdeen): 7-15.
- TÜİK (2006), <http://www.tuik.org.tr> (10/06/2006).
- World Bank (2006), "World Bank Indicators," <http://devdata.worldbank.org/wdi2006/contents/cover.htm> (04/06/2006).
- ZHANG, K. H. "How Does Foreign Direct Investment affect Economic Growth in China?," *Economics of Transition*, 9: 681-690.

