

# TASARRUF - YATIRIM DİNAMİKLERİ VE CARİ İŞLEMLER DENGESİ GELİŞMELERİ



# TASARRUF - YATIRIM DİNAMİKLERİ VE CARİ İŞLEMLER DENGESİ GELİŞMELERİ

2015

Bu yayın, TCMB Genel Ağ sitesi üzerinden talep etmeniz halinde adresinize ücretsiz olarak gönderilecektir.

Yayınlarımızın elektronik kopyalarına Genel Ağ sitemizden ulaşabilirsiniz.

**Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**

**İdare Merkezi**

Anafartalar Mahallesi İstiklal Cad. 10 06050 Ulus, Ankara, Türkiye

**Telefon:** (90 312) 507 50 00

**Faks:** (90 312) 507 56 40

**Genel Ağ sitesi:** <http://www.tcmb.gov.tr>



ISBN (basılı): 978-605-4911-34-9

ISBN (elektronik): 978-605-4911-35-6

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası yayınıdır, parayla satılamaz.

# İÇİNDEKİLER

<b>GİRİŞ</b>	<b>1</b>
<b>1. TASARRUF</b>	<b>2</b>
1.1. ÖZEL TASARRUFLARI BELİRLEYEN ETKENLER	2
1.2. KAMU TASARRUFLARINI BELİRLEYEN ETKENLER	4
1.3. KAMU HARCAMALARININ ÖZEL YATIRIMLAR ÜZERİNE ETKİSİ	5
1.4. YURT İÇİ TASARRUF DÜZEYİNİN ÖNEMİ	5
1.5. TASARRUF - YATIRIM DENGESİ - CARİ DENGE İLİŞKİSİ	6
<b>2. TASARRUF - YATIRIM DÖNGÜSÜNDE FİNANSAL PİYASALARIN ROLÜ</b>	<b>7</b>
2.1. FİNANSAL PİYASALARIN VE REFORMLARIN TASARRUF VE YATIRIM DİNAMİKLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	7
2.2. SERMAYE AKIMLARININ TASARRUF VE YATIRIM ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ	9
2.3. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE ÖDEMELER DENGESİ KRİZLERİ	10
2.4. GELİŞMİŞ ÜLKELERDE TASARRUF-YATIRIM DENGESİZLİĞİ ÖRNEĞİ: KÜRESEL DENGESİZLİKLER DÖNEMİ	11
<b>3. KÜRESEL EKONOMİDE TASARRUF EĞİLİMİNDEKİ GELİŞMELER</b>	<b>12</b>
3.1. GELİŞMİŞ ÜLKELER	12
3.2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER	14
<b>4. TÜRKİYE'DE TASARRUF-YATIRIM DİNAMİKLERİ</b>	<b>16</b>
4.1. 1989 ÖNCESİ DÖNEM	16
4.2. 1989 - 2001 DÖNEMİ	17
4.3. 2001 SONRASI DÖNEM	18
4.4. MEVCUT DURUM VE TASARRUF ORANINI ARTIRMA HEDEFİ ÇERÇEVESİNDE ALINAN ÖNLEMLER	19



Genel tanımıyla tasarruf, gelir ile tüketim arasındaki farktır. Kavramsal olarak ele alındığında ise tasarruf şimdiki zamanda yapılabilecek tüketimin gelecekteki bir tarihe ertelenmesi anlamını taşımaktadır.<sup>1</sup>

Tüketimin geniş yer kapladığı günümüz yaşamında, bireysel tasarruflar kadar ulusal tasarruflar da önemlidir. Bireysel tasarruflar kişilerin bütçe yönetimi, finansal güvencelerinin sağlanması, yaşam boyu refahlarını en yüksek seviyeye yükseltebilmeleri ve yaşam standartlarını koruyabilmeleri açısından önem taşırken; bir ülke için ulusal tasarruflar, yeni yatırımlar için gerekli kaynağı sağlayarak ekonominin büyüme potansiyelini artırmakta ve ülkenin hedeflenen refah düzeyine erişmesine katkı sağlamaktadır. Buna ilaveten, ulusal tasarruflar dış finansman bağımlılığının azaltılmasına ve ekonomik istikrarın sağlanmasına destek olmaktadır.

Tasarrufların ülkenin refah seviyesine katkıda bulunması açısından anlamlı olabilmesi, tasarruf amaçlı ayrılan miktarın finansal sistem aracılığıyla yatırıma dönüştürülerek ekonomik faaliyetlere aktif olarak dâhil edilmesi ile sağlanabilmektedir. Yatırım olarak değerlendirilmeyip, yastık altında tutulan tasarrufların ülke ekonomisine katkısı sınırlı olacağı gibi, enflasyon karşısında değerinin düşme riski birey açısından da olumsuzluk yaratabilmektedir.<sup>2</sup>

Bu nedenle, yurt içi ulusal tasarruf düzeyinin artırılması, bu tasarrufların finansal sistemde kayıt altına alınarak yatırıma ve dolayısıyla istihdama dönüştürülmesi ülke ekonomisinin geleceği açısından büyük önem taşımaktadır.

Ekonominin büyümesi ve toplumsal refahın artması için tasarruflara verilen önem çerçevesinde, bu kitapçık ile, ülke ekonomisi ölçeğinde tasarruf - yatırım dengesi ve tasarruf - yatırım - büyüme ilişkisi hakkında bilgi verilmesi amaçlanmıştır. Bu doğrultuda, çalışmada tasarruf ve yatırımı etkileyen unsurlar incelenmiş; yurt içi tasarruf düzeyinin önemine yönelik değerlendirmeler sunulmuş; finansal sistemin tasarruf ve yatırıma yönelik etkisine değinilmiş; sonrasında küresel ölçekte ve Türkiye’de tasarruf - yatırım dinamiklerine yer verilmiştir.

<sup>1</sup> Kalkınma Bakanlığı, (2012). Yüksek Büyümenin Sürdürülebilirliği: Yurt İçi Tasarrufların Rolü. Ankara: Kalkınma Bakanlığı Yayını, 6.

<sup>2</sup> Sancak, E., ve Demirci N. (2012). Ulusal Tasarruflar ve Türkiye’de Sürdürülebilir Büyüme İçin Tasarrufların Önemi. Abant İzzet Baysal Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 8(2), 159-198.



## 1. TASARRUF

Ulusal tasarruflar, özel tasarruflar ile kamu tasarruflarının toplamından oluşmaktadır. Ulusal tasarruflar kısa vadede hızlı değişim göstermemektedir. Ancak uzun vadede gösterdiği eğilimi inceleyen çalışmalar makroekonomiden davranışsal ekonomiye kadar geniş bir alanı içermektedir.

### 1.1. ÖZEL TASARRUFLARI BELİRLEYEN ETKENLER

Özel tasarruflar, hanehalkı tasarrufları ve şirket tasarruflarından oluşmakta olup, harcanabilir gelirden vergi harcamalarının ve tüketim harcamalarının düşülmesi ile hesaplanmaktadır. Dolayısıyla özel kesim tasarrufu, tüketim harcamalarının aynı kalması koşulu altında harcanabilir gelirin artması veya vergi oranlarının düşmesi ile artmaktadır. Ayrıca harcanabilir gelirin ve vergi oranlarının sabit kalması durumunda tüketim harcamalarının düşmesi ile özel tasarruflar artmaktadır.

#### 1.1.1. Özel Tasarruf Eğilimini Açıklamaya Yönelik Kuramsal Yaklaşımlar

Literatürde tüketim kuramları çerçevesinde tasarruf davranışlarını belirleyen unsurlara yönelik çalışmalar incelendiğinde, Friedman'ın "Sürekli Gelir Hipotezi"<sup>3</sup> (1957) ile Brumberg ve Modigliani'nin "Yaşam Döngüsü Hipotezi"<sup>4</sup> (1954) vurgu yapıldığı görülmektedir.

Sürekli Gelir Hipotezine göre, geçici gelirin bireylerin tasarruf davranışlarını etkilemediği, tasarrufun sürekli gelirin bir oranı olduğu kabul edilmektedir. Hipoteze göre akılcı bireylerde, gelecekteki gelirlerinin artacağı beklentisi, içinde bulunulan dönemdeki tasarrufları azaltmaya; gelecekteki gelirlerinin azalacağı beklentisi ise tasarrufları artırmaya yönelik etki edecektir. Makroekonomik ölçekte incelendiğinde hipotez, yüksek ekonomik büyüme beklentisinin olduğu dönemlerde ulusal tasarrufların azalacağı sonucuna varmaktadır.

<sup>3</sup> Friedman, M. (1957). A Theory of the Consumption Function. Princeton: Princeton University Press.

<sup>4</sup> Modigliani, F., ve Richard H. B. (1954). Utility Analysis and The Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data. içinde K. K. Kurihara (editör), The Collected Papers of Franco Modigliani, MIT Press, 6, 3-45.



Yaşam Döngüsü Hipotezi ise bireylerin tasarruflarını belirlerken yalnızca o anlık gelirlerini değil, demografik değişimler doğrultusunda geçmiş ve gelecek gelirlerini de göz önünde bulundurarak, her bir yaşta bilinçli harcamalar yaptığı varsayımına dayanmaktadır. Bu hipoteze göre bireyler çalıştıkları ve üretken oldukları dönemde pozitif tasarrufa sahip iken, gençlik ve emeklilik döneminde bu durumun tersi söz konusudur. Buna göre nüfusun demografik yapısının yanı sıra, sosyal güvenlik sisteminin varlığı ve gelişmişlik düzeyi ulusal tasarruf düzeyini belirleyen önemli etkenler olarak ön plana çıkmaktadır.

Sürekli Gelir ve Yaşam Döngüsü Hipotezlerinin temel varsayımlarının günlük hayatta tam karşılığının bulunmaması, tasarruf davranışını etkileyen unsurları açıklamaya yönelik başka kuramların ortaya çıkmasını sağlamıştır. Leland<sup>5</sup> (1968) "İhtiyat Güdüsü ile Tasarruf Hipotezi"nde gelecekte elde edilmesi muhtemel gelire ilişkin belirsizliğin tasarruf eğilimini artıracaklarını savunurken, Feldstein<sup>6</sup> (1974) "Transfer Tasarruf Hipotezi"nde sosyal güvenlik sisteminin yanı sıra, bireylerin servetlerinin de tasarruf davranışını etkilediğini vurgulamıştır. Sosyal güvenlik sistemi, bireylerin yaşlanmasıyla oluşabilecek gelir risklerini kısmi olarak veya tamamen ortadan kaldırdığı için çalışma çağındaki bireylerin tasarrufları üzerinde baskılayıcı bir etkiye sahiptir.<sup>7</sup> Hall<sup>8</sup> (1978) "Rassal Yürüyüş Hipotezi"nde tüketim ve tasarruftaki değişmelerin beklenen gelirden bağımsız ve dolayısıyla rassal olduğunu savunurken, Kotlikoff ve Summers<sup>9</sup> (1981) çalışmalarında sosyal güvenlik, miras bırakma güdüsü ve kuşaklar arası transfer gibi unsurların tasarruf üzerindeki etkileri üzerinde durmuşlardır. Laibson<sup>10</sup> (1997) çeşitli krediler veya emeklilik sigortaları gibi taahhütlerin altına girme davranışlarının tasarruf üzerindeki etkilerini ön plana çıkartırken, Wan<sup>11</sup> (2011) çalışmasında finansal piyasalardaki ve özellikle de varlık fiyatlarındaki spekülasyon hareketlerinin eksik veya aşırı tasarrufa yol açabileceğine dikkat çekmiştir.

### 1.1.2. Özel Tasarruf Eğilimini Açıklamaya Yönelik Ampirik Çalışmalar

Ampirik çalışmalar, ekonomik dalgalanmaların neden olduğu gelir düzeyindeki değişimlerin, demografik değişikliklerin ve finansal etkenlerin özel tasarrufların belirleyicileri olduğunu ortaya koymuştur.

**1.1.2.1 Ekonomik Büyüme:** Ekonomik büyümenin kişisel gelirleri artıracak ve bireylerin ilave gelirin tamamını harcamayacağı varsayımları altında, milli gelir artışı toplam yurt içi tasarruf artışına neden olmaktadır.<sup>12</sup> Ayrıca gelirin bireylerin tasarruf oranlarını pozitif yönlü etkilediğini ve yüksek gelire sahip bireylerin daha düşük gelir grubuna ait bireylere göre daha fazla tasarruf ettiğini ortaya koyan çalışmalar da bulunmaktadır.<sup>13</sup>

**1.1.2.2 Demografik Unsurlar:** Kişilerin belirli yaşlarda farklı oranda tasarruf yapma eğiliminde olmalarından ötürü ülkedeki yaş dağılımı toplam tasarruf oranı üzerinde etkilidir. Emekli bireylerin tasarruf eğilimleri düşük olmakta, çalışma yaşına erişmemiş nüfusun ise tüm harcamaları aileleri tarafından karşılanmaktadır. Bu nedenle, emekli ve genç nüfus oranının çalışan nüfus oranından fazla olması toplam yurt içi tasarruf oranının düşük olmasına neden olmaktadır.<sup>14</sup> Bunun yanı sıra, uzun emeklilik dönemine ilişkin beklentiler ve erken emeklilik yaşı gibi unsurlar bireylerde çalışma yaşında daha fazla tasarruf yapma isteği uyandırmakta, bu durum toplam yurt içi tasarruf oranını artırıcı etki oluşturmaktadır.<sup>15</sup> Bir başka demografik değişken olan kentleşme oranı ise kentlerde yaşayan nüfusun toplam nüfusa oranı olarak tanımlanmakta olup, kentleşme oranının artması ihtiyati tasarrufları azaltmakta, bu nedenle toplam yurt içi tasarrufları azaltıcı etki yaratmaktadır.<sup>16</sup>

**1.1.2.3 Finansal Etkenler:** Tasarrufu etkileyen başka bir unsur finansal piyasaların gelişmişliği olup, bu alandaki gelişmelerin tasarrufu artırıcı ve azaltıcı iki farklı etki oluşturduğu düşünülmektedir. Finansal sistemin gelişmiş olması bireylerin tasarruf

<sup>5</sup> Leland, H. E. (1968). Saving and Uncertainty: The Precautionary Demand for Saving. *Quarterly Journal of Economics*, 82(3), 465-473.

<sup>6</sup> Feldstein, M. (1974). Social Security, Induced Retirement, and Aggregate Capital Accumulation. *Journal of Political Economy*, 82(5), 905-926.

<sup>7</sup> Feldstein, M., ve Horioka, C. (1980). Domestic Saving and International Capital Flows. *The Economic Journal*, 90(358), 314-329.

<sup>8</sup> Hall, R. E. (1978). Stochastic Implications of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence. *Journal of Political Economy*, 86(6), 971-986.

<sup>9</sup> Kotlikoff, L. J., ve Summers, L. H. (1981). The Role of Intergenerational Transfers in Aggregate Capital Accumulation. *Journal of Political Economy*, 89(4), 706-732.

<sup>10</sup> Laibson, D. (1997). Golden Eggs and Hyperbolic Discounting. *Quarterly Journal of Economics*, 112(2), 443-478.

<sup>11</sup> Wan, J. (2011). Bubbly Saving. *Fukuoka University, Japan, Center for Advanced Economic Study (CAES) Working Paper Series*, 2011-010.

<sup>12</sup> Edwards, S. (1995). Why are Saving Rates So Different Across Countries?: An International Comparative Analysis. *NBER Working Paper*, 5097.

<sup>13</sup> Carroll, C., ve Weil, D. (1994). Saving and Growth: A Reinterpretation. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 40, 133-192.

<sup>14</sup> Bérubé, G., ve Côté, D. (2000). Long-Term Determinants of the Personal Savings Rate: Literature Review and Some Empirical Results for Canada. *Bank of Canada Working Paper*, 2000-3.

<sup>15</sup> Ceritoğlu, E., ve Eren, O. (2014). The Effects of Demographic and Social Changes on Household Savings in Turkey. *Central Bank Review*, 14, 15-33.

<sup>16</sup> Sturm, P. H. (1983). Determinants of Saving: Theory and Evidence. *OECD Economic Studies* 1, 147-196.

<sup>17</sup> Özcan, K.M., ve Günay, A. (2012). Türkiye'de Özel Tasarrufları Belirleyen Unsurlar. *Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni*, 2012/109.

araçlarına erişimini kolaylaştırarak ve finansal araç çeşitliliği sağlayarak tasarruf artışına katkı sağlarken<sup>17</sup>, aynı zamanda bireylere borçlanma kolaylığı sunarak tüketimi teşvik etmekte ve birikimlerin azalmasına neden olmaktadır.<sup>18</sup> Finansal değişkenlerin cari açık üzerine etkisine yönelik çalışmalara yakın dönemde ağırlık verilmeye başlandığı ve daha detaylı incelemelere ihtiyaç duyulduğu gözlenmiştir. Ekinci ve diğerleri (2014)<sup>19</sup> çalışmalarında, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri içeren bir örneklem ile kredi büyümesinin artması neticesinde cari dengede istatistiksel olarak anlamlı bozulmalar olduğunu raporlamıştır. Bu bozulmanın gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelere kıyasla daha fazla olduğu gözlemlenmiştir. Bu bulgular, söz konusu bozulmaların önüne geçmek amacıyla geliştirilecek para politikası ve makro ihtiyati tedbirlerin, finansal derinliğin düşük seviyelerinde daha etkin çalışacağına işaret etmektedir.

**1.1.2.4 Enflasyon:** Enflasyon bireylerin tasarrufunu farklı kanallardan etkilemektedir. Bir ürünün fiyatında gerçekleşen bir artışın, genel fiyat düzeyinde yaşanan bir artıştan dolayı mı yoksa belirli ürünlere yönelik bir fiyat artışı mı olduğu tüketiciler tarafından ilk anda anlaşılabilir değildir. Ürünün fiyat seviyesinde gözlenen bu yükseliş, genel fiyat düzeyinde yaşanan bir artıştan kaynaklanıyor olsa bile ürün fiyatının tüketicinin beklentisinin üzerinde olması tüketicinin o ürünü daha az tüketmeyi tercih etmesine neden olmakta, tüketimi azaltan bu durum bireyin tasarrufunu artırmaktadır.<sup>20</sup> Bunun yanı sıra, enflasyonun yüksek belirsizlik yarattığı bir ekonomide, bireyler yüksek ve değişken gerçekleşebilecek enflasyonun gelirlerinde belirsizlik yaratması ihtimaline karşı tedbir amaçlı tasarruf yapmayı seçmektedir.<sup>21</sup> Öte yandan genel fiyat düzeyindeki artışın sürekli olarak değerlendirilmesi, enflasyonun yükseleceği ve alınmak istenen malın fiyatının yakın gelecekte daha yüksek olacağı endişesi tüketimin artmasına ve tasarruf eğiliminin zayıflamasına yol açabilmektedir.

**1.1.2.5 Reel Getiri:** Reel getiride değişiklik, içinde bulunulan dönemdeki tüketimin alternatif maliyetinin değişmesi kanalıyla tasarruf davranışını etkilemektedir. Buna göre reel faiz oranının yükselmesi, bireylerin tüketimi ertelemelerine, tasarruflarını artırarak yatırıma yönelmelerine ve gelecek dönemde daha fazla tüketim yapmalarına olanak tanımaktadır. Dolayısıyla reel faiz oranı, tasarruf davranışı ile pozitif korelasyona sahiptir.<sup>22</sup>

## 1.2. KAMU TASARRUFLARINI BELİRLEYEN ETKENLER

Hükümetlerin belirlenen makroekonomik hedeflere ulaşmak için topladığı gelirleri ve yaptığı harcamaları oluşturan kararlar maliye politikası olarak tanımlanabilir. Maliye politikası bir ekonomide kamu tasarruf oranını belirleyerek ekonominin uzun dönemde üretim seviyesi üzerinde etkili olmaktadır.

### 1.2.1. Kamu Tasarruflarında Düşüşe Yol Açan Etkenler

Kamu tasarrufları kamu harcanabilir geliri ile kamu giderleri arasındaki farktan oluşmaktadır. Dolayısıyla, kamu tasarruflarını azaltabilecek ilk etken kamu harcanabilir gelirin en büyük kısmını oluşturan vergi gelirlerinin düşmesidir. Vergi gelirleri ekonomik aktivitedeki yavaşlamaya bağlı olarak azalabileceği gibi ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın etkilerinin azaltılması amacıyla vergi oranlarının düşürülmesini içeren genişleyici maliye politikası uygulamaları sonucunda dönemsel biçimde azalabilmektedir. Öte yandan vergi düzenlemelerindeki eksikliklerden veya vergi politikalarının etkin uygulanamamasından kaynaklanan yapısal unsurlar sonucunda da vergi gelirleri düşebilmektedir.

Kamu tasarruflarını olumsuz etkileyebilecek bir diğer etken kamu harcamalarındaki yükseliştir. Kamu harcamalarındaki yükselişin ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın etkilerini azaltmak amacıyla maliye politikasının ters çevrimsel olarak kullanılmasından kaynaklanması durumunda tasarruftaki düşüş dönemsel olarak tanımlanabilir. Diğer yandan, kamu harcamalarının sosyal hizmetler, sağlık, eğitim, güvenlik ve altyapı gibi hizmetleri yerine getirebilmek için yapılması gerektiği göz önünde bulundurulduğunda, harcamaların üretken olmayan alanlara yönlendirilmesi gelecekteki üretim seviyesine olumsuz etki yapmaktadır. Bu durum kamu tasarrufunda hem kısa hem de uzun vadede aşağı yönlü etki yapabilmektedir.

Reel efektif döviz kuru, reel faiz oranı, kamu yatırımları, rekabet koşulları, yurt içi ve yurt dışı finansman kısıtları, reel sektöre güven düzeyi, iş yapma ortamı, politik unsurlar gibi değişkenler özel yatırımın belirleyicileri olarak tanımlanmaktadır.<sup>1</sup> Örneğin, reel efektif döviz kuruna göre ulusal paranın değer kazanması, ithalata dayalı bir ekonomide üretimin ucuzlamasına, dolayısıyla üretim artışına, gelir artışına ve yatırımların artmasına yol açar.

<sup>1</sup> Dünya Bankası, Bilgi Notu, <http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/eca/tr-focus-note-tr.pdf>  
Erişim tarihi: 21.11.2014

<sup>17</sup> Edwards, S. (1995). Why Are Saving Rates So Different Across Countries?: An International Comparative Analysis. NBER Working Paper, 5097.

<sup>18</sup> Ostry, J.D. ve Levy, J. (1995). Household Saving in France: Stochastic Income and Financial Deregulation. International Monetary Fund, Staff Papers, 42, 375-397.

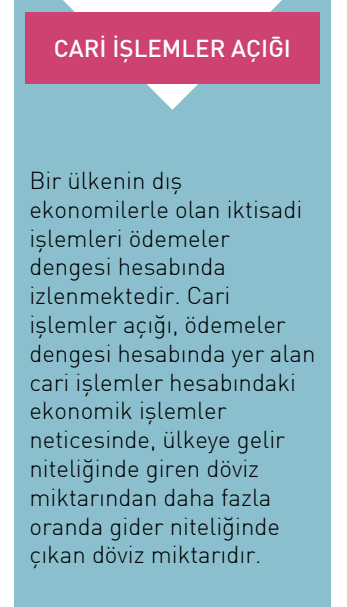
<sup>19</sup> Ekinci, M. F., Erdem, F. P., ve Kılınc, Z. (2014). Kredi Büyümesi, Cari Açık ve Finansal Derinlik. TCMB Çalışma Tebliği, 14/21.

<sup>20</sup> Deaton, A. (1977). Involuntary Saving Through Unanticipated Inflation. American Economic Review, 899-910.

<sup>21</sup> Juster, F.T., ve Wachtel, P. (1972). Inflation and the Consumer. Brooking Papers on Economic Activity, 71-121.

<sup>22</sup> Bérubé, G., ve Côté, D. (2003). Long-Term Determinants of the Personal Savings Rate: Literature Review and Some Empirical Results for Canada. Bank of Canada Working Paper, 2000-3.

## YURT İÇİ TASARRUFLARIN YETERSİZ OLMASI ÖRNEĞİ



Son olarak kamu tasarruflarında yapısal olarak düşüş yaratan önemli bir etken yaşlı nüfusta meydana gelen artıştır. Yaşlı nüfusla birlikte artan emeklilik harcamaları ve bu harcamaları finanse edebilmek için artırılan vergiler işsizlik sorunu yaratabilmekte, işsizliğin artması ile birlikte çalışan sayısında meydana gelen düşme nedeniyle tasarruflarda azalma gerçekleşebilmektedir.<sup>23</sup>

### 1.2.2. Kamu Tasarruflarında Artışa Yol Açan Etkenler

Vergi gelirlerinde artırıcı etki yapacak olan güçlü ekonomik büyüme, ekonomik büyüme dönemlerinde uygulanabilecek vergi artışları, vergi politikalarının etkin biçimde oluşturulması ve uygulanması, uygulanan sıkı maliye politikaları sonucunda kamu harcamalarının kısılması ve verimli alanlara yönlendirilmesi kamu tasarruflarını destekleyecek uygulamalar olarak sayılabilir.

### 1.3. KAMU HARCAMALARININ ÖZEL YATIRIMLAR ÜZERİNE ETKİSİ

Kamu harcamalarının özel yatırımlar üzerindeki etkilerine dair ekonomi literatüründeki çalışmalar genel olarak, kamu yatırımlarının özel yatırımlara tamamlayıcı (crowding-in) etkisinin olduğu veya dışlayıcı (crowding-out) etkisi olduğu yönünde iki gruba ayrılmıştır. Diğer bir ifadeyle, kamu harcamalarının çeşidine göre özel sektör yatırımlarına olan etkisi değişmektedir. Anılan çalışmalar; altyapı, eğitim, araştırma gibi özel sektörün üretkenliğinin artmasına faydalı olacak alanlarda yapılan kamu harcamalarının özel sektör yatırımlarına tamamlayıcı etkisinin olduğunu, fakat kamu harcamalarının konut inşaatı gibi özel sektör yatırım alanlarına kaymasının özel sektör yatırımları için dışlayıcı etki oluşturabildiğini göstermektedir.

Çalışmalar kamu harcamalarının finanse edilme şeklinin de önemli olduğunu vurgulamaktadır. Kamu harcamaları ağırlıklı olarak borçlanma yolu ile finanse edildiğinde, faiz oranlarındaki artışlar sonucunda kamu harcamaları özel yatırımları dışlayabilmektedir.<sup>24</sup>

### 1.4. YURT İÇİ TASARRUF DÜZEYİNİN ÖNEMİ

Yurt içi tasarrufların yetersiz kalması üretim faktörlerini karşılamak için sermaye eksikliğine neden olmakta ve yatırım, üretim ve istihdam düzeylerinin azalmasına yol açmaktadır. Bu durum üretimin finansmanının sağlanabilmesi için ülkenin yurt dışı tasarruflara olan bağımlılığını ve dolayısıyla ekonominin kırılganlığını artırmaktadır.

Örneğin, kronik tasarruf açığı veren bir ekonomide sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde,

- Ulusal parada değerlenme eğilimi,
- Hanehalkı tüketiminde artış,
- İhracatın olumsuz etkilenmesi-ithalatta artış,
- Dış finansman imkânı sınırlı olan şirketlerin yatırımlarının azalması,
- Sektörlerin kârlılık ve rekabet koşullarının değişmesi,
- Cari işlemler açığında artış sonucunda sermaye akımlarının yön değiştirme ihtimalinin ekonomide kırılganlığı artırması,

gibi sonuçlarla karşılaşılabilir.<sup>25</sup> Uzun vadede yurt içi tasarrufların yurt içi yatırımları karşılayamaması durumu ekonomide yapısal bir cari açık sorununa neden olmaktadır. Ekonomik büyümede dış finansmanın payı arttıkça ekonominin dış şoklardan etkilenme derecesi artmaktadır. Ganoğlu ve Yalçın (2013) çalışmalarında 46 yüksek, orta ve düşük gelir düzeyine sahip ülkeyi ve 1993-2010 dönemini incelemiş ve yurt içi sermaye birikiminin finansmanında yurt içi tasarrufların payındaki yükselişin (yurt içi kaynak kullanım oranlarındaki artışın) ülkelerin büyüme performansını olumlu yönde etkilediğine dair kanıtlar ortaya koymuştur. Çalışmada, söz konusu etkinin yurt içi kaynak kullanım oranının düşük olduğu ülkelerde ve/veya orta-düşük gelirli ülkelerde daha güçlü olduğu sonucuna varılmıştır.<sup>26</sup>

<sup>23</sup> Sancak ve Demirci, a.g.e., 159-198.

<sup>24</sup> Monadjemi, M.S., ve Huh, H. (1998). Private and Government Investment: A Study of Three OECD Countries. International Economic Journal, 12(2), 93-105.

<sup>25</sup> Kalkınma Bakanlığı, Yüksek Büyümenin Sürdürülebilirliği: Yurt İçi Tasarrufların Rolü, 12.

<sup>26</sup> Ganoğlu, A., ve Yalçın, C. (2013). Yurt İçi Tasarruf-Yatırım Açığı ve Büyüme: Panel Veri Analizi. TCMB Çalışma Tebliği, 13/46.

## 1.5. TASARRUF - YATIRIM DENGESİ - CARI DENGE İLİŞKİSİ

Milli gelir özdeşliğinden yola çıkılacak olursa;

$$Y = C + I + G + X - M \longleftrightarrow Y = C + I + G + NX$$

Y: Milli Geliri, C: Özel Kesim Tüketim Harcamalarını, I: Özel Kesim Yatırım Harcamalarını, G: Kamu Harcamalarını, X: Toplam İhracatı, M: Toplam İthalatı, NX: Net İhracatı belirtmek; C + I + G iç talebi ifade etmektedir.

Denklem  $Y = C + S + T$  eşitliği şeklinde de yazılabilmekte olup (S: Özel Kesim Tasarrufları, T: Vergi Gelirleri), buradan;

$$C + S + T = C + I + G + NX$$

$$(S - I) + (T - G) = NX$$

eşitliği elde edilmektedir.

Cari işlemler dengesinin (CA) ihracat ile ithalat arasındaki farka, diğer bir ifadeyle net ihracata eşit olduğu varsayımı altında ifade;

$$CA = (S - I) + (T - G)$$

↓ Özel kesim tasarruf - yatırım dengesi
 ↓ Kamu kesimi tasarruf - yatırım dengesi

şeklinde yazılabilmektedir.

Denklemden de anlaşıldığı gibi, ulusal tasarruflar kamu ve özel kesim tasarruflarından oluşmaktadır. (S - I) ifadesi özel kesim tasarruf - yatırım dengesini, (T - G) ifadesi kamu kesimi geliri - harcama farkını (bütçe dengesini) belirtmektedir.

Çok basitleştirilmiş bir şekilde ifade edecek olursak, Grafik 1'de görülebileceği gibi özel tasarruf dengesi ile bütçe dengesinden oluşan toplam tasarruf - yatırım dengesi olan A noktası dışa açık bir ekonomide cari işlemler dengesini vermektedir. Reel faiz oranının "r" düzeyinde olması durumunda Yatırım ve Tasarruf Eğrileri arasındaki fark "Cari İşlemler Açığı"nı göstermektedir.

Örneğin, bir ekonomide;

$S < I$  durumu özel kesim tasarruflarının yatırımlardan düşük olduğunu diğer bir ifadeyle tasarruf açığının mevcut olduğunu,

$T < G$  durumu kamu harcamalarının kamu gelirlerinden fazla olduğunu diğer bir ifadeyle bütçe açığının varlığını göstermektedir.

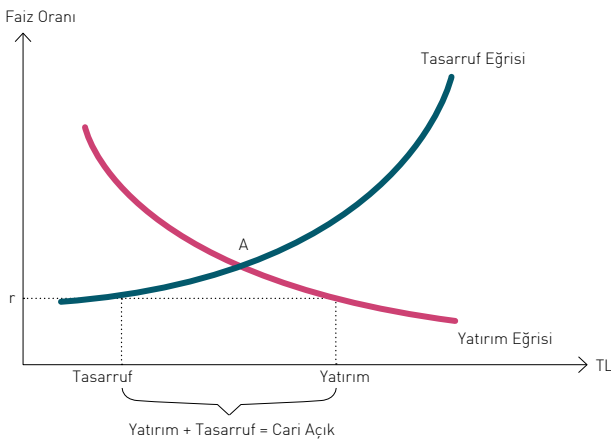
Tasarruf eğiliminin artması aynı faiz düzeyinde daha fazla tasarruf edilmesini sağlayarak yurt dışı fon ihtiyacının azalmasına yol açmaktadır. Bu çerçevede yapısal reformlar, finansal eğitim ve makro ihtiyati tedbirler aracılığıyla emeklilik reformunun gerçekleştirilmesi, aşırı borçlanmanın önlenmesi ve tasarruf bilincinin artırılması yurt içi tasarrufların artmasına ve cari açığın düşmesine neden olacaktır (Grafik 2).<sup>27</sup>

Finansal eğitim mikro ölçekte bakıldığında, finansal risklere ilişkin farkındalığın artırılması, finansal hizmetlere erişimin geliştirilmesi, finansal konularda bilgi birikiminin sağlanması ve elde edilen bilgi birikiminin bireylerin tüketim, yatırım ve tasarruf davranışlarında değişiklik yaratmasını içermektedir. Makro ölçekte değerlendirildiğinde ise bu değişikliklerin ülke ekonomisine ve toplumsal refaha yansımalarını kapsamaktadır.<sup>1</sup>

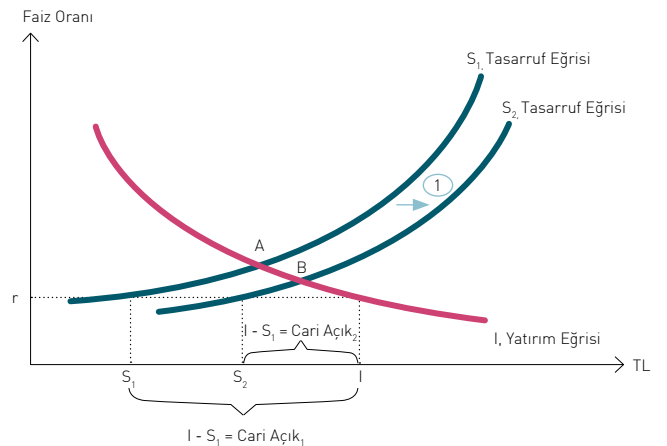
Finansal eğitim ve finansal farkındalık son dönemde hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde giderek ön plana çıkmaktadır. Bugün, OECD ve Dünya Bankası gibi uluslararası kurumlarda yapılan çalışmalar ve ülkelerin ulusal çapta yürüttükleri bilinçlendirme ve eğitim faaliyetleri ile finansal okur-yazarlığın geliştirilmesi; sigorta, özel emeklilik, finansal piyasalar gibi konularda bireylerin finansal işlemlere ilişkin bilgi düzeylerini artırabilme konusunda adımlar atılmaktadır.

<sup>1</sup> Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, (2015). TCMB Bülten. TCMB Yayını, 37.

GRAFİK 1. TASARRUF - YATIRIM DENGESİ VE CARI DENGE<sup>28</sup>



GRAFİK 2. TASARRUF EĞRİSİNİN SAĞA KAYMASI VE CARI DENGE



<sup>27</sup> A.g.e., 15-18.

<sup>28</sup> Başçı, E. (2013). Türkiye'nin Büyüme Potansiyeli Sunumu. CEO Club Toplantısı, 14.



## 2. TASARRUF - YATIRIM DÖNGÜSÜNDE FİNANSAL PİYASALARIN ROLÜ

### 2.1. FİNANSAL PİYASALARIN VE REFORMLARIN TASARRUF VE YATIRIM DİNAMİKLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Finansal aracılık faaliyetleri, hanehalkı tasarrufları ve yabancı tasarrufların yatırım harcamalarında kullanılmak üzere şirketler sektörüne yönlendirilmesini sağlamakta ve kaynakların mümkün olan en verimli alanlara yönelmesi, şirketlerin karşı karşıya oldukları risklerin azaltılması ve şirketlere likidite sağlanması yollarıyla bir ekonominin üretim kapasitesindeki artışın etkin biçimde gerçekleştirilmesine katkıda bulunmaktadır.

Finansal piyasaların bir ekonomide beş temel işlevi bulunmaktadır:<sup>29</sup>

- Yatırım olasılıklarına ilişkin önceden bilgi sağlanması,
- Tasarrufların toplanarak yatırımlara tahsis edilmesi,
- Yatırımların takip edilmesi ve denetimin sağlanması,
- Finansal varlıkların alım-satımına, portföy çeşitlendirmesine ve risk yönetimine imkân tanınması,
- Mal ve hizmetlerin alım-satımının kolaylaştırılması.

Gelişmişlik düzeyinden bağımsız olarak söz konusu temel faaliyetler tüm finansal piyasalarda gerçekleştirilmektedir. Finansal piyasaların ekonomik büyümeye etkisini belirlemek için ise bu piyasaların üç özelliği kullanılmaktadır:

**i) Finansal Aracılık Faaliyetlerinin Büyüklüğü:** Finansal sistemin büyüklüğünün toplam ekonomiye oranı yukarıda sayılan temel işlevlerin yerine getirilebilmesi açısından önemlidir. Bu oran arttıkça finansal aracılık faaliyetlerinin sabit maliyetlerini azaltmak mümkün olmakta, yatırım kararlarına ilişkin daha fazla bilgi sağlanabilmekte ve şirketlerin krediye ulaşmaları kolaylaşmaktadır. Ayrıca finansal sistemin büyümesi, sermaye tahsisini ve kaynakların nasıl kullanıldığının denetimini etkinleştirmekte

<sup>29</sup> FitzGerald, V. (2006). Financial Development and Economic Growth: A Critical View. Background Paper for World Economic and Social Survey 2006, United Nations.



ve iç talep dinamiklerindeki oynaklıkları azaltarak dışsal şoklara karşı kırılabilirliği hafifletmektedir.

**ii) Finansal Aracılık Faaliyetlerinin Etkinliği:** Finansal piyasalar veya ürünlere yönelik asimetrik bilgi, dışsallıklar veya rekabet yapısına ilişkin bozukluklar tasarruf ve yatırım dinamiklerini olumsuz etkileyebilmektedir. Bu durum kaynak tahsisinin etkin biçimde yapılamamasına, yolsuzluklara veya finansal piyasalarda likidite sıkışıklığı gibi durumlara yol açabilmekte ve ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyebilmektedir. Bu çerçevede kamu kurumları tarafından finansal piyasalara yönelik yeterli denetleme ve gözetleme faaliyetlerinin yürütülmesi gerekmektedir.

**iii) Finansal Aracılık Faaliyetlerinin Bileşenleri:** Sermaye piyasalarının finansal sistem içinde yüksek paya sahip olmaları, şirketler sektörünün finansman kaynaklarına daha düşük maliyetlerle erişebilmesine ve bu çerçevede kaynak tahsisinin daha etkin biçimde yapılabilmesine imkân tanımaktadır. Diğer yandan emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcıların artması, tasarruf havuzunu büyütürken kredi, bono ve tahvillerin vadelerinin uzamasına katkıda bulunmaktadır.

Finansal serbestleşme ve yenilikler yoluyla, finansal kurumların, araçların ve piyasaların gelişmeleri ve bu çerçevede aracılık faaliyetlerinin hem büyüklüğünün hem de etkinliğinin artması beklenmektedir. Finansal serbestleşme iç piyasada finans sektörü üzerinde kamu kontrollerinin kaldırılarak piyasa koşullarının işleminin sağlanması; dış piyasada ise yabancı sermayenin serbestçe girişinin ve çıkışının sağlanarak uluslararası piyasalarla bütünleşme olarak tanımlanabilir. Bu kapsamda ön plana çıkan düzenlemeler şunlardır:<sup>30</sup>

- Mevduat ve kredi faiz oranlarının serbestleştirilmesi,
- Kredi tahsisine ilişkin kısıtlamaların kaldırılması,
- Bankacılık sektöründe özelleştirme,
- Bankacılık sektöründe rekabetçi bir yapı oluşturulması,
- Finans piyasalarının konvertibiliteye sahip olması,
- Ekonominin sermaye hareketlerine açık hale getirilmesi,
- Uluslararası finans piyasalarını ayıran sınırların ortadan kaldırılması.

Finansal piyasaların serbestleşmesi finansal derinleşmeyi beraberinde getirmekte ve yurt içinde tasarruf sahipleri ile yatırımcıların finansal aracılık faaliyetlerini daha yoğun biçimde kullanmalarına olanak tanımaktadır. Bu süreç tasarruf etme eğilimini desteklemekte ve sermaye birikimi üzerindeki kısıtları azaltmaktadır.<sup>31</sup> Diğer yandan sermayenin verimliliğinin düşük olduğu bölgelerden yüksek olduğu bölgelere doğru akması, yatırımlara tahsis edilebilecek yurt dışı kaynakların artmasına ve daha hızlı büyüme oranlarının yakalanmasına imkân tanımaktadır.

Finansal serbestleşme sürecinin getirdiği finansal gelişimin, yatırım harcamalarının hem seviyesini hem de etkinliğini aşağıdaki kanallar ile artırması beklenmektedir:<sup>32</sup>

- Sermaye miktarının artışı ile sermaye maliyetlerinin azalması,
- Borçlanma vadelerinin uzaması,
- Finansman kaynakları olarak bankacılık veya kamu sektörleri yerine sermaye piyasalarının kullanılması,
- Bölünmüş ve verimsiz finansal piyasa yapısının ortadan kaldırılması,
- Sermayenin daha az verimli alanlardan daha çok verimli alanlara yönelmesinin sağlanması.

<sup>30</sup> Bandeira, O., Caprio, G., Honohan P., ve Schiantarelli F. (2000). Does Financial Reform Raise or Reduce Saving?. The Review of Economics and Statistics, 82(2), 239-263.

<sup>31</sup> McKinnon, R.I. (1973). Money and Capital in Economic Development. Washington, D.C.: The Brookings Institution.

<sup>32</sup> Balassa, B. (1989). Financial Liberalization in Developing Countries. Dünya Bankası, Background Paper for the 1989 World Development Report.

Karşılaştırmalı ülke analizlerini içeren ampirik çalışmalar, finansal gelişmişlik düzeyi ile ekonomik büyüme arasında ilişki bulunduğu yönünde bilgi sunmaktadır.<sup>33</sup> Finansal piyasaların gelişmesi portföy çeşitlendirmesi sayesinde tasarruf sahiplerinin karşı karşıya oldukları riskleri azaltmalarını sağlarken, yatırımcıların ise daha yüksek getiri arayışlarına katkıda bulunmaktadır. Ayrıca finansal gelişme ile yatırım kararlarına ilişkin bilgi toplama ve işleme süreci daha düşük maliyetlerle gerçekleştirilebilmektedir.<sup>34</sup> Bu çerçevede genel bulgular, i) finansal derinlik (toplam finansal varlıkların milli gelire oranı) arttıkça verimliliğin ve dolayısıyla kişi başı milli gelirin yükseldiğini ve ii) gelişmiş bir finansal yapının daha yüksek kişi başı milli gelire işaret ettiğini göstermektedir.

## 2.2. SERMAYE AKIMLARININ TASARRUF VE YATIRIM ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

II. Dünya Savaşı sonrasında yeniden inşa sürecine başlayan gelişmiş ülke ekonomileri, 1970'li yıllara gelindiğinde kaynaklarının sınırlarına ulaşmış ve bu durum verimlilik artışlarının hız kesmeye başlamasına yol açmıştır. Ekonomik büyümenin yavaşlaması ve düşük faiz oranları getiri arayışının temelini oluştururken, bu durum ticaret yapılan pazarların genişletilmesi gereğini ve sermayenin uluslararası alanda serbestçe hareket etmesi ihtiyacını ortaya çıkartmıştır.<sup>35</sup> Gelişmiş ülkelerde bol miktarda bulunan sermaye miktarına karşın, gelişmekte olan ülkelere gözlenen sermaye yetersizlikleri, gelişmekte olan ülkelerin finansal serbestleşme programları ile dışa açılarak uluslararası sermaye hareketlerinden faydalanmayı amaçlamalarına yol açmıştır.

1970'li yıllarda önce gelişmiş ülkelerde başlayan finansal serbestleşme süreci, daha sonra IMF gibi uluslararası finans kuruluşları tarafından tasarlanan istikrar programlarının etkisiyle gelişmekte olan ülkeler tarafından da benimsenmiştir. Uluslararası sermaye akımları 1980'li yıllardan itibaren küreselleşme olgusunun etkisiyle giderek yoğunlaşmıştır.

1990'lı yıllara gelindiğinde giderek artan finansal serbestleşme çabaları, uluslararası sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere yatırım için gerekli olan kaynak miktarının artmasına katkıda bulunmuştur. Ancak "sıcak para" olarak da tanımlanan uluslararası sermayenin ani giriş ve çıkışları gelişmekte olan ekonomilerin finans piyasasından kaynaklanan şoklara karşı kırılganlığının artmasına yol açmıştır. Nitekim 1990'lı yıllardan itibaren giderek sıklaşan aralıklarla ortaya çıkan ve bir ülkeden diğerine kolaylıkla yayılan krizler, sermaye hareketlerinin ekonomik kalkınma açısından gerekliliğine ilişkin tartışmaları yoğunlaştırmış ve hatta sermaye hareketlerinin kısıtlanmasına yönelik görüşlerin ön plana çıkmasına yol açmıştır.

IMF tanımına göre uluslararası sermaye akımları doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olarak ayrılmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar, bir firmayı satın alma, yeni kurulacak bir firma için kuruluş sermayesi sağlama ve/veya mevcut bir firmanın sermayesine katılma yoluyla, bir ülkenin firmaları tarafından diğer bir ülkeye yapılan ve teknoloji, know-how, işletmecilik bilgisi, işgücü ve yatırımcının kontrol yetkisini de kendisi ile birlikte getiren yatırımlardır. Dolayısıyla yatırım fonlarının kaynağı ile fonların kullanımı arasında doğrudan bir ilişki vardır. Doğrudan yabancı yatırımların dışında kalan uluslararası sermaye akımları ise hisse senedi, tahvil ve bankacılık sektörü kanalıyla bir ülkeye geldikleri için finansal yatırımlar olarak adlandırılmaktadır. Söz konusu fonların finansal piyasalarda el değiştirmesi nedeniyle fon kaynağı ile fonun kullanılması arasında genellikle bir bağlantı kalmamaktadır.

Teorik olarak bakıldığında doğrudan yabancı yatırımların, yöneldikleri ülkelere yatırım harcamalarının miktarını artırması ve ulusal tasarruflar ile finanse edilebilecek düzeylerden daha yüksek yatırıma imkân tanınması beklenmektedir. Ancak ampirik çalışmalar doğrudan yabancı yatırımların yatırım harcamalarının miktarını artırdıkları gibi alıcı ülkedeki finansal sermaye çıkışlarını finanse etmek veya rezerv birikimi sağlamak gibi sonuçlar doğurduğuna da işaret etmektedir.<sup>36</sup> Dolayısıyla doğrudan yabancı yatırımların alıcı ülkedeki toplam yatırım miktarını ne yönde

<sup>33</sup> Fitzgerald, V. (2006). Financial Development and Economic Growth: A Critical View. Dünya Bankası, Background Paper for World Economic and Social Survey 2006.

<sup>34</sup> King, R. G. ve Levine R., (1993). Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence. Journal of Monetary Economics, 32(3), 513-542.

<sup>35</sup> Yeldan, E. (2002). Neoliberal Küreselleme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler. Praksis Dergisi, 7, 19-34.

<sup>36</sup> Ghose, A.K., (2004). Capital Inflows and Investment in Developing Countries. Uluslararası Çalışma Örgütü, Employment Strategy Papers, 2004/11. Bosworth, B. P. ve Collins S. M. (1999). Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment. Brookings Papers on Economic Activity, 1, 143-169. Dünya Bankası, (2001). Global Development Finance 2001. Washington, D.C. Mody, A., ve Murshid, A. P. (2002). Growing up with Capital Flows. IMF Working Paper, 02/75.

etkilediği, söz konusu yatırımların ulusal yatırımlar üzerinde dışlama etkisi bulunup bulunmadığına bağlıdır. Dışlama etkisinin bulunmaması halinde doğrudan yabancı yatırımlar hem kısa vadede hem de uzun vadede (sağlanan verimlilik artışlarına bağlı ortaya çıkan milli gelir artışının yatırım harcamalarını olumlu etkilemesi yoluyla) toplam yatırımları artırıcı etki yapacaktır.

Uluslararası finansal sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik etkilerine bakıldığında ise, söz konusu akımların döviz rezervlerindeki artışla birlikte ulusal parada değer kazanma eğilimine yol açtığı görülmektedir. Bu değerlendirme, yatırımı çeken ülkede dalgalı döviz kuru rejimi uygulanması halinde nominal, sabit döviz kuru rejimi uygulanması halinde ise reel olarak gerçekleşmektedir. Kaynak girişine bağlı olarak artan para arzı ile birlikte düşen faiz oranları ve ulusal paradaki değer kazancı artan tüketim ve yatırım harcamaları kanalıyla ithalat talebini desteklerken, tasarruf eğilimi üzerinde ise olumsuz etki yapmaktadır. Ülkeye giren yabancı kaynağın üretim yapılan sektörlerde veya verimlilik artırıcı alanlarda kullanılmaması halinde sermayeyi çeken ülke giderek büyüyen bir cari işlemler açığı ile karşı karşıya kalmakta ve 1990'lı yıllarda örnekleri gelişmekte olan ülkelerde görülen ödemeler dengesi krizleri ortaya çıkmaktadır.

### 2.3. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE ÖDEMELER DENGESİ KRİZLERİ

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra başlayıp 1990 sonrasında ivme kazanan, i) gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede finansal sistemlerin serbestleştirilmesi, ii) ulusal ve uluslararası finansal piyasaların entegrasyonu ve iii) sermayenin küresel ölçekte miktarının ve dolaşım hızının artması uzun süreli finansal krizleri beraberinde getirmiştir.

Ekonomik kriz, ekonomide aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların makro açıdan ülke ekonomisini, mikro açıdan ise şirketler sektörünü ciddi anlamda sarsacak sonuçlar ortaya çıkarması şeklinde tanımlanabilir.<sup>37</sup> Bir başka tanımlamaya göre genel olarak herhangi bir mal, hizmet, üretim unsuru veya finans piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişim sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmalar olarak da ifade edilebilir.<sup>38</sup> Sektörel bazda bakıldığında reel sektör krizleri üretimde ve/veya istihdamda önemli daralmalara yol açarken, finansal krizler ise ekonominin reel kesimi üzerinde tahrip edici etkiler yaratabilen ve piyasaların etkin işleyiş gücünü bozan finansal piyasa çöküşleridir. Bu çerçevede finansal kriz, ters seçim (adverse selection) ve ahlaki tehlike (moral hazard) sorunlarının ileri boyutlara varması ve böylece finansal piyasaların, fonların en verimli yatırım fırsatlarına sahip olan ekonomik birimlere kanalize edilmesindeki etkinliğini kaybetmesi nedeniyle finansal piyasalarda ortaya çıkan doğrusal olmayan bir bozulma şeklinde tanımlanabilir.<sup>39</sup>

Ekonomik ve finansal krizlere yol açabilecek etkenler içsel ve dışsal olarak ikiye ayrılabilir. İçsel etkenler arasında yer alan makroekonomik dinamiklerle tutarsız olarak uygulanan para ve maliye politikaları, yüksek bütçe açıkları ve cari açıklar kanalıyla kamu borcunun ve dış borcun kontrolsüz biçimde artmasına yol açabilmektedir. Sabit döviz kuru rejimi uygulanan ekonomilerde, bir diğer içsel etken olarak döviz kuru seviyesinin makroekonomik temellere uygun olmayan bir seviyede belirlenmesi, rekabet gücü kaybına ve buna bağlı olarak cari denge ve dış borç dinamiklerinde bozulmaya neden olabilmektedir. Ayrıca bir ülke ekonomisinde finans sisteminin gelişmemiş ve zayıf olması ekonomik iş çevrimlerinde aşırı oynaklıklar yaratabilmektedir.

Ekonomik ve finansal krizlere yol açabilecek dışsal etkenler ise doğal felaketlerden uluslararası piyasalardaki sert dalgalanmalara kadar değişkenlik göstermektedir. Uluslararası finans piyasalarının iç içe geçmiş olması, bir ülkede başlayan dalgalanma veya krizlerin benzer makroekonomik dinamiklere sahip olan ülkelere hızla yayılmasını beraberinde getirmektedir. Bu gelişmeler, zayıf makroekonomik temellere sahip olan (yüksek enflasyon, bütçe açıkları ve cari açıklar, kamu borcu, yapısal sorunlar) ve döviz elde etme gücü sınırlı olan gelişmekte olan ülkeleri oldukça olumsuz etkilemektedir.

#### AHLAKİ TEHLİKE (MORAL HAZARD)

Genel olarak karşı tarafın bilgi eksikliğinden yararlanılarak kurulan ekonomik ilişkinin şartlarının yerine getirilmemesidir.

#### TERS SEÇİM (ADVERSE SELECTION)

Piyasada, taraflardan birinin diğerlerine göre daha fazla bilgiye sahip olması sonucunda yaptığı tercihler ile diğer tarafları olumsuz etkilemesidir.

<sup>37</sup> Aktan, C., ve Şen H. (2001). Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri. Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, 42, 1225-1230.

<sup>38</sup> Kibritçiöğlu, A. (2001). Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001. Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı, 41, 1-2.

<sup>39</sup> Mishkin, F. (1996). Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. NBER Working Paper Series, 5600.



Ekonomi literatüründe ağırlıklı olarak dört çeşit finansal kriz yer almaktadır:<sup>40</sup>

- Bir ekonomide cari işlemler açığının sürdürülemez seviyelere yükseldiği algısı sonucunda ulusal para ve finans piyasaları üzerinde oluşan baskının neden olduğu **ödemeler dengesi krizleri**,
- Kamu ve/veya özel sektöre ait dış borçların çevrilemeyeceği yönündeki beklentiler sonucunda kaydedilen **borç krizleri**,
- Bazı bankaların yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği tehlikesinin belirmesi sonucunda yaşanabilecek **bankacılık krizleri**,
- 2008-2009 döneminde örneği görülen **sistemik finansal krizler**.

#### **2.4. GELİŞMİŞ ÜLKELERDE TASARRUF-YATIRIM DENGESİZLİĞİ ÖRNEĞİ: KÜRESEL DENGESİZLİKLER DÖNEMİ**

Bir ekonomide tasarruf-yatırım dengesizliği, söz konusu dengesizliğin neden olduğu riskler ve sonrasında ortaya çıkabilecek ödemeler dengesi krizlerine ilişkin literatür çoğunlukla gelişmekte olan ülkeleri içermektedir. Ancak 2000'li yılların başından 2008 yılındaki küresel finansal krize kadar olan dönemde ABD ekonomisindeki bütçe ve cari işlemler dengesi açıkları ve bu açıkların neden olduğu dış borç seviyesindeki hızlı yükseliş, gelişmiş bir ekonomide tasarruf-yatırım dengesizliğinin makroekonomik istikrar açısından önemli bir risk oluşturabileceğini gösteren bir örnek olmuştur. "İkiz Açıklar" olarak adlandırılan bütçe ve cari işlemler dengesi açıklarının ABD dolarının değerinde sert bir kayba neden olarak hızlı bir düzeltme sürecine girmesi olasılığı, anılan dönemde hem ABD ekonomisinde hem de küresel ekonomide krize yol açabilecek temel risklerden biri olmuştur.

ABD ekonomisinde 2001 yılında yaşanan resesyonun ardından para ve maliye politikalarının ekonomik aktiviteyi destekleyici nitelikte kullanılması hem özel hem de kamu tasarruflarının hızla azalmasına ve bu çerçevede dış ticaret açığının artmasına neden olmuştur. 2004 yılından sonra para politikasının sıkılaştırılmaya başlanmasına ve maliye politikasının ekonomik aktiviteyi daha az destekleyici olarak kullanılmasına karşın, özel tasarruflardaki gerilemenin etkisiyle ABD ekonomisinin dış borcu artmaya devam ederken, başta gelişmekte olan Asya ekonomileri, enerji ihracatçıları ve küresel ekonomiye o dönemde yeni entegre olan eski Sovyet bloku ülkeleri cari işlemler fazlası vermeyi ve ABD doları cinsi varlıklar satın alarak ABD'nin dış borcunu finanse etmeyi sürdürmüştür. ABD ekonomisinin küresel tasarruf havuzundan önemli pay aldığı bu dönem "Küresel Dengesizlikler" dönemi olarak adlandırılmıştır. ABD ekonomisinin küresel ekonomi içindeki önemi ve ABD doları cinsi varlıkların küresel finans piyasası içindeki payı göz önünde bulundurulduğunda, ABD dolarının sert değer kaybı, ulusal rezervlerinin büyük bölümü ABD Hazine bonosu tahvillerinden oluşan Japonya, Çin ve enerji ihracatçısı ülkeler açısından büyük risk oluşturmuştur. Söz konusu ülkelere başlayacak bir dalgalanmanın hızla yayılması ve etkilerinin küresel ölçüğe yayılması kaçınılmaz olarak değerlendirilmiştir.<sup>41</sup>

<sup>40</sup> Gelişmekte olan ülkelere ödemeler dengesi krizleri örnekleri için bkz. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2015). Finansal İstikrar-Türkiye'de Finansal İstikrar Gelişmeleri. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayını, 14-15.

<sup>41</sup> ABD ekonomisinde "İkiz Açıklar" ve Küresel Dengesizlikler ve Küresel Tasarruf Bolluğu kavramları hakkında ayrıntılı bilgi için: Bernanke, B. (2005). The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia. Roubini, N. (2006). The Unsustainability of the US Twin Deficits. Cato Journal, 26(2), 343-356.



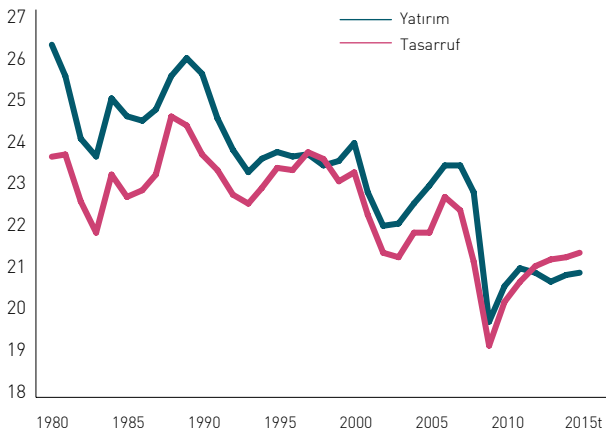
### 3. KÜRESEL EKONOMİDE TASARRUF EĞİLİMİNDEKİ GELİŞMELER<sup>42</sup>

#### 3.1. GELİŞMİŞ ÜLKELER<sup>43</sup>

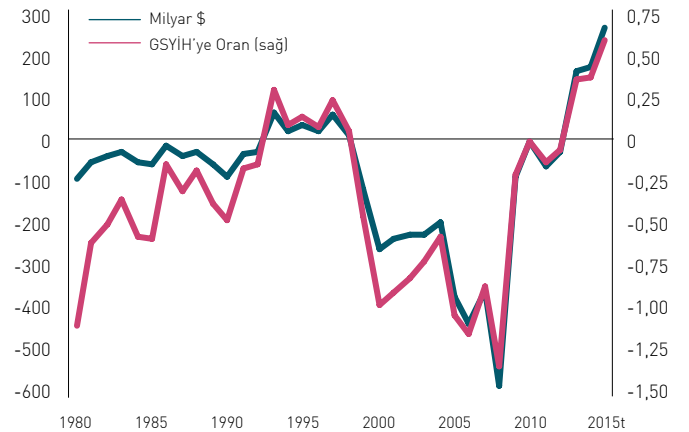
Tasarruf ve yatırım gelişmelerini etkileyen dinamiklerin incelenmesinin ardından bu bölümde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde 1980-2014 döneminde gözlenen tasarruf, yatırım ve cari işlemler gelişmelerine yer verilecektir. Gelişmiş ülkeler bir bütün olarak ele alındığında hem toplam yatırımların hem de brüt ulusal tasarrufların GSYİH içindeki payı 1980-2014 döneminde aşağı yönlü eğilim göstermektedir (Grafik 3). Ancak tasarrufların yatırım harcamalarına kıyasla GSYİH içinde genel olarak daha düşük paya sahip olması sonucunda 1993-1999 dönemi ve 2013-2014 yılları haricinde cari işlemler hesabı açık vermiştir (Grafik 4).

#### GELİŞMİŞ ÜLKELER (1980-2014)

**GRAFİK 3. TOPLAM YATIRIMLAR/GSYİH VE BRÜT ULUSAL TASARRUFLAR/GSYİH (%)**



**GRAFİK 4. CARİ İŞLEMLER HESABI (MİLYAR \$ VE GSYİH'YE ORAN, %)**



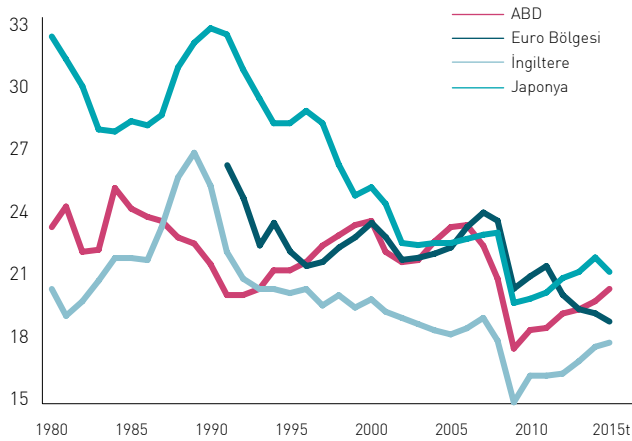
<sup>42</sup> Bu bölümde kullanılan grafikler IMF WEO Database kullanılarak oluşturulmuştur.

<sup>43</sup> Grafiklerde yer alan gelişmiş ülkeler IMF tanımıdır.

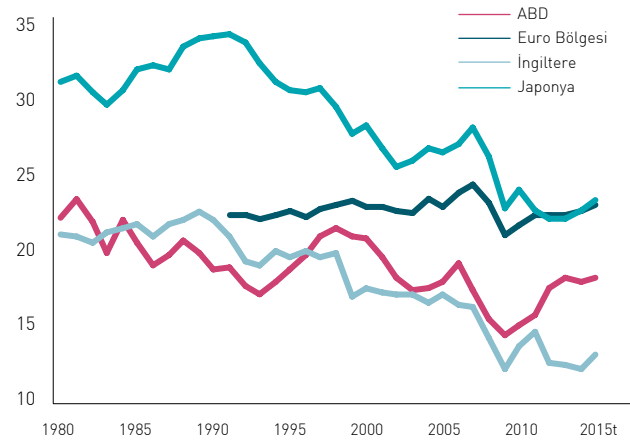
Seçilmiş gelişmiş ülkelerde incelenen dönem içinde tasarruf-yatırım dinamiklerine bakıldığında GSYİH'ye oran olarak Japonya'nın en yüksek, İngiltere'nin ise en düşük paylara sahip olduğu görülmektedir (Grafik 5-6). İki ülkede de her iki serinin aşağı yönlü seyretmesine karşın, Japonya'da yatırımların tasarruflara kıyasla daha sert gerilemesi, cari işlemler hesabının genel olarak fazla vermesine yol açmıştır. İngiltere'de ise yatırımların görece olarak yatay sayılabilecek seyri incelenen dönemde genel olarak cari işlemler açığı verilmesi ile sonuçlanmıştır. Bu dönemde sürekli olarak cari işlemler açığı verme eğilimindeki bir diğer ekonomi de ABD'dir (Grafik 7). Özellikle 2008 yılında yaşanan küresel finansal kriz öncesindeki dönemde ulusal tasarruf oranındaki hızlı düşüş cari işlemler açığının GSYİH'ye oran olarak giderek genişlemesine neden olmuştur. Kriz sonrası dönemde ise ulusal tasarrufların yatırım harcamalarına kıyasla daha hızlı artışı cari işlemler açığının azalmasına yol açmıştır. Euro bölgesi ekonomisinde ise genel olarak fazla verme eğiliminde olan cari işlemler hesabında söz konusu eğilimin küresel finansal kriz sonrasında oldukça güçlendiği görülmektedir. Bu durum ulusal tasarruflardaki azalışın küresel kriz sonrasında tersine dönmesine karşın, yatırım harcamalarının GSYİH içindeki payının azalmaya devam etmesinden kaynaklanmıştır.

#### SEÇİLMİŞ GELİŞMİŞ ÜLKELER (1980-2014)

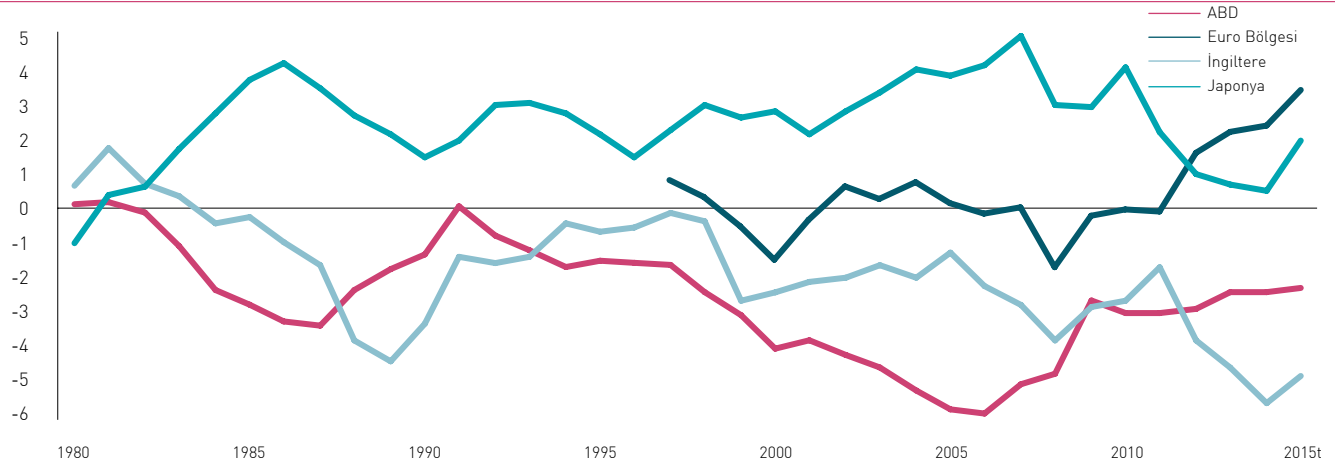
GRAFİK 5. TOPLAM YATIRIMLAR/GSYİH (%)



GRAFİK 6. BRÜT ULUSAL TASARRUFLAR/GSYİH (%)



GRAFİK 7. CARİ İŞLEMLER HESABI/GSYİH (%)



### 3.2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER<sup>44</sup>

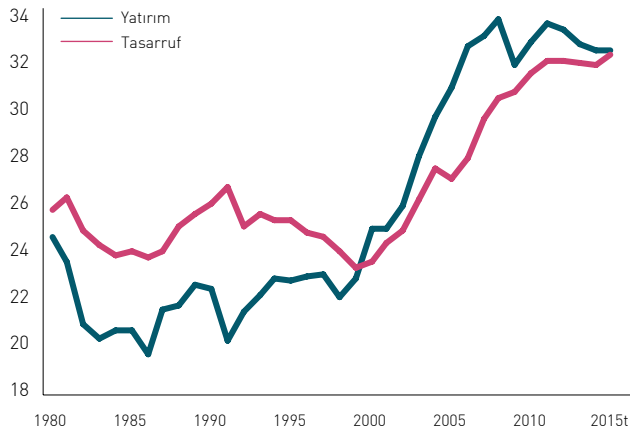
Gelişmekte olan ülkelerde 1980-2014 döneminde tasarruf-yatırım dinamikleri 2000 yılına kadar dalgalı bir seyir izlemekle birlikte 2000 yılından sonra hem tasarrufların hem de yatırımların GSYİH içindeki payının hızla arttığı görülmektedir (Grafik 8). Ekonomik kalkınma ve gelişmiş ülkelere yakınsama hedefleri yatırım harcamalarının ekonomi içindeki ağırlığının artmasına yol açarken, 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin ardından ekonomik kırılganlığın azaltılması için kamu ve özel tasarrufların artırılması zorunluluğu, özellikle 2000 yılından sonra önemli ölçüde uygulanmış ve bu durum cari işlemler hesabına olumlu yansımıştır (Grafik 9).

1990'lı yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkelerin küresel tasarruf havuzundan giderek daha fazla pay almaları finans hesabının fazla vermesini sağlayarak yatırım harcamaları için kullanılabilir kaynak miktarını artırmıştır. Ayrıca sermaye girişleri içinde doğrudan yatırımların önemli paya sahip olması kaynak girişinin yanı sıra teknoloji transferi yoluyla kalkınma sürecini desteklemiştir (Grafik 10).

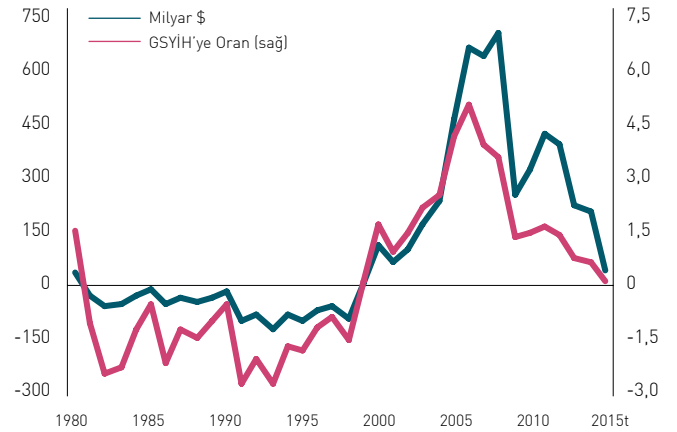
Ülke grupları bazında incelendiğinde gelişmekte olan Asya ekonomilerinde toplam yatırımların ve ulusal tasarrufların GSYİH içindeki yüksek payı dikkat çekmektedir (Grafik 11-12). Diğer gelişmekte olan ülke gruplarında yatırım harcamalarının ekonomi içindeki payı incelenen dönemde yatay bir seyir izlerken, özellikle 2000 yılından sonra ham petrol fiyatlarındaki hızlı yükselişin, Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkeleri ile Bağımsız Devletler Topluluğu (BDT) üyelerinde ulusal tasarrufların hızlı artışına oldukça önemli katkı sağladığı söylenebilir.

#### GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER (1980-2014)

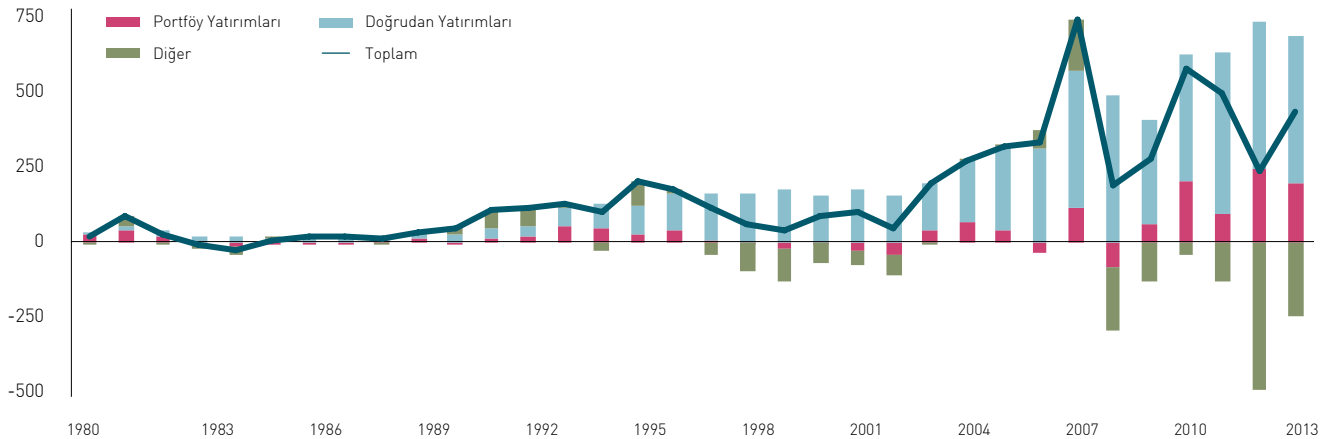
**GRAFİK 8. TOPLAM YATIRIMLAR/GSYİH VE BRÜT ULUSAL TASARRUFLAR/GSYİH (%)**



**GRAFİK 9. CARI İŞLEMLER HESABI (MİLYAR \$ VE GSYİH'YE ORAN, %)**



**GRAFİK 10. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER: ÖDEMELER DENGESİ FİNANS HESABI (MİLYAR \$, 1980-2013)**

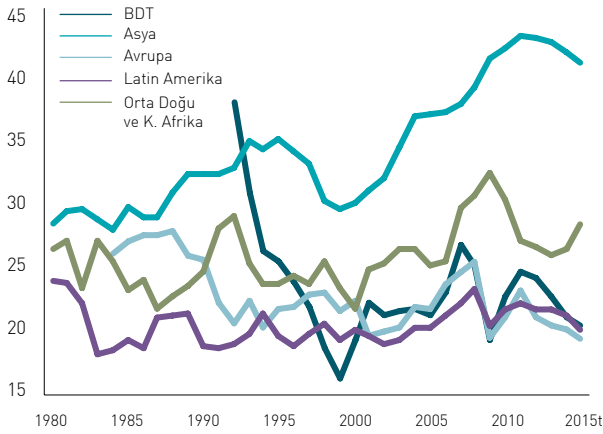


<sup>44</sup> Grafiklerde yer alan gelişmekte olan ülkeler IMF tanımıdır.

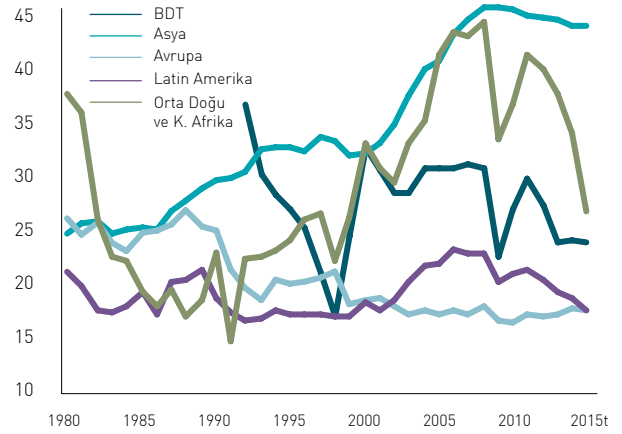
Bu dinamikler çerçevesinde Asya, Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkeleri ve BDT üyelerinde cari işlemler dengesi 2000 yılından sonra önemli ölçüde fazlalar verirken, diğer ülke grupları genel olarak cari işlemler açığına sahiptir (Grafik 13). Petrol fiyatlarında 2014 yılının ikinci yarısından itibaren gözlenen ciddi düşüş, petrol fiyatlarının dış denge üzerindeki etkilerine ilişkin tartışmaları gündeme getirmiştir. Söz konusu düşüş reel gelirlerin petrol ihraç eden ülkelere petrol ithal eden ülkelere kaymasına yol açmaktadır. Bu çerçevede, Çulha ve diğerleri (2015) çalışmasında, ihracatın yaklaşık üçte birinin petrol ihraç eden ülkelere, üçte ikisinin ise petrol ithal eden ülkelere yapıldığını dikkate alarak, petrol fiyatlarındaki değişimin Türkiye'nin ihracatını nasıl etkileyeceği konusunu ele almıştır. İlk aşamada petrol fiyatlarının, Türkiye'nin ihracat yaptığı petrol ihraç/ithal eden ülkelerin büyümelerine etkisi analiz edilmiş, beklendiği gibi petrol fiyatlarındaki değişimin bu ülkelerin büyümesi üzerindeki etkisinin asimetrik olduğu bulunmuştur. İkinci aşamada ise bu ülke grupları için büyümenin ihracatı nasıl etkilediği ihracat talep fonksiyonu aracılığıyla tahmin edildikten sonra, son aşamada tahmin edilen petrol fiyatı-büyüme ve büyüme-ihracat esneklikleri kullanılarak, petrol fiyatlarının ihracat üzerine etkisi hesaplanmıştır. Bulgular, mevcut ihracat payları dikkate alındığında petrol fiyatlarının ihracat üzerindeki net etkisinin sınırlı olduğuna işaret etmektedir.<sup>45</sup>

#### SEÇİLMİŞ GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER (1980-2014)

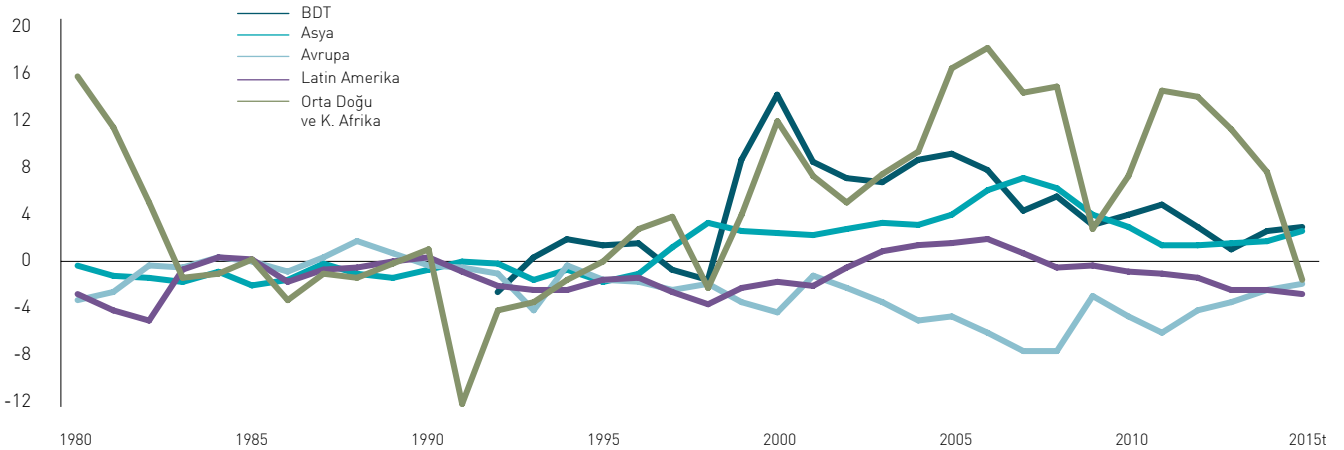
GRAFİK 11. TOPLAM YATIRIMLAR/GSYİH (%)



GRAFİK 12. BRÜT ULUSAL TASARRUFLAR/GSYİH (%)



GRAFİK 13. CARİ İŞLEMLER HESABI/GSYİH (%)



<sup>45</sup> Çulha, O., Özmen, M. U., ve Yılmaz, E. (2015). Petrol Fiyatlarının İhracat Üzerindeki Etkisi, TCMB Ekonomi Notları, 15/10.





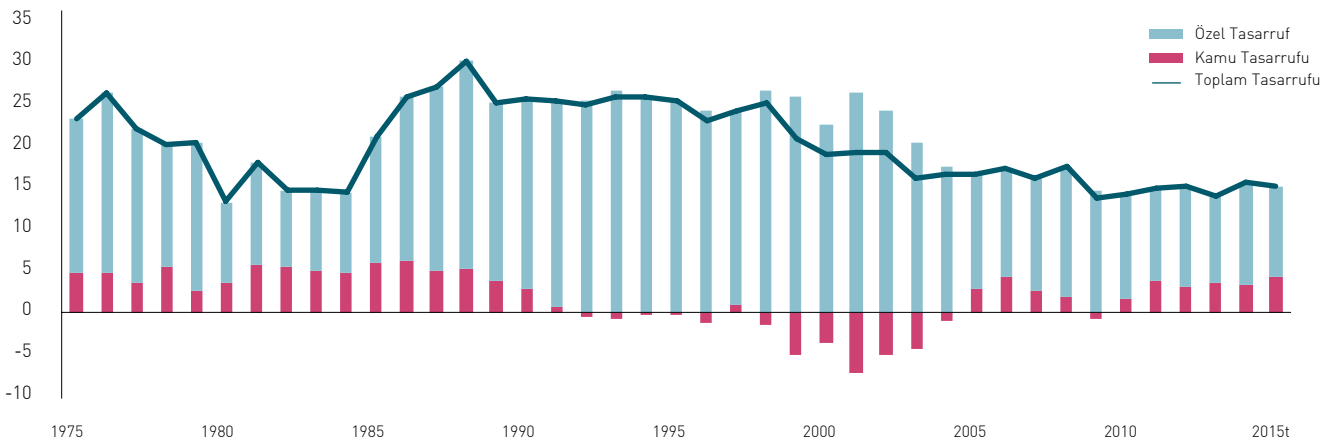
## 4. TÜRKİYE'DE TASARRUF-YATIRIM DİNAMİKLERİ

### 4.1. 1989 ÖNCESİ DÖNEM

Türkiye ekonomisinde 1970'lerin ikinci yarısında başlayan ekonomik bunalım sürecinde giderek artan enflasyon oranı yurt içi tasarrufları negatif etkilemenin yanı sıra, tasarrufların yatırıma dönüşme oranının azalmasına neden olmuştur. 1978-1980 yılları arasında meydana gelen borç krizi sürecinde söz konusu oranlarda önemli düşüşler gözlenmiştir. 1977 yılında yurt içi tasarrufların GSYİH içindeki payı %21,3 iken, bu oran 1980 yılında %12,8'e düşmüştür (Grafik 14). Benzer tablo yatırımlar için de gözlenmiş, 1977 yılında %25 olan sabit sermaye yatırımlarının GSYİH içindeki payı, 1980 yılında %20,3'e düşmüştür (Grafik 15).

1970'lerin sonunda, Türkiye ekonomisinin karşı karşıya kaldığı ödemeler dengesi sorunlarına çözüm olması amacıyla uygulamaya konulan yapısal uyum politikalarının

GRAFİK 14. YURT İÇİ TASARRUFLARIN GSYİH İÇİNDEKİ PAYI (YÜZDE PAY) (1975-2014)



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Kalkınma Bakanlığı.

önemli bir parçası olarak, dış ticaretin serbestleştirilmesine başlanmıştır [Nas ve Odekon, (1992)<sup>46</sup>; Arıcanlı ve Rodrik, (1990)<sup>47</sup>; Celasun ve Rodrik, (1989)<sup>48</sup>].

24 Ocak 1980 kararları ile yeni ekonomi politikası uygulanmaya başlanmış, bu çerçevede dışa açılma ve serbest piyasa ekonomisine geçiş süreci başlamıştır. Uygulanan politikalarda piyasanın işleyişine göre oluşacak fiyatların yol gösterici olmasına önem verilmiş, kur ayarlaması ve makro politikalar yoluyla dış ticaret açığının giderilmesi amaçlanmıştır.<sup>49</sup> Bu dönemde yatırımlarda artış amaçlanırken; finansal araçların gelişimi hızlandırılarak tasarruf sahiplerinin tasarruflarını değerlendirebilecekleri seçenekler artırılmıştır.

Bu gelişmelere ek olarak, 1986 yılında TCMB bünyesinde, atıl tasarrufların mali sisteme girişini hızlandırmak, farklı yatırım olanakları sunmak, finansal piyasalarda fiyatların serbestçe oluşumunu ve bankaların fon yönetimini kurmalarını sağlayabilmek amacıyla para piyasasının çeşitli alt piyasaları [bankalararası para piyasası (1986), açık piyasa işlemleri (1987), döviz piyasası (1988) ve altın piyasası (1989)] faaliyete geçirilmiştir.<sup>50</sup> 1980-1988 yılları arasında yurt içi tasarruflarda ve sabit sermaye yatırımlarında önemli artış gözlenmiştir.

## 4.2. 1989 - 2001 DÖNEMİ

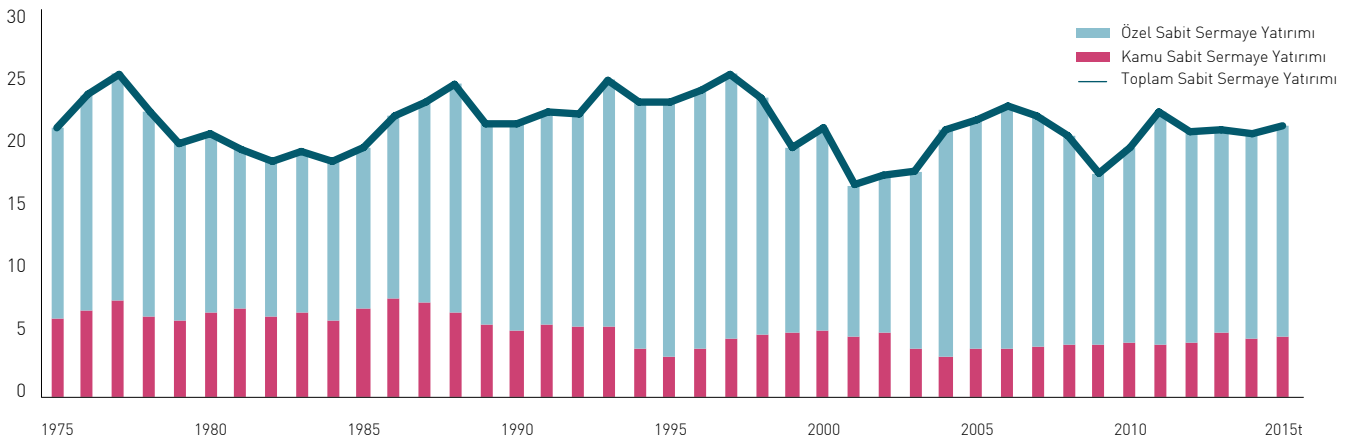
1989 yılında sermaye hareketleri bütünüyle serbestleştirilmiş, kambiyo rejiminde serbestleşme artırılmıştır. Buna göre yurt içi yerleşiklerin dövizle ilgili işlemlerine serbestlik getirilmiş, yurt dışı yerleşiklerin Türkiye'deki menkul kıymet, devlet tahvili ve hazine bonusu alıp satabilmelerine, bu menkul kıymetlerin kârlarını ve anaparalarını Sermaye Piyasası Kanununa göre faaliyet gösteren finansal kurumlar aracılığıyla yurt dışına transferi ve satışına izin verilmiş, yurt içi yerleşiklerin de yurt dışında aynı faaliyetleri yapabilmeleri serbestleştirilmiştir.

Söz konusu finansal serbestleşme sürecinde faiz oranlarının serbestleşmesi sonrasında artan faiz oranları; Türkiye'de kamu borcunun yüksek olmasından dolayı kamu tasarruflarında düşüşe, özel tasarruflarda yükselişe neden olmuştur. Bu dönemde kamu tasarrufları eksi değerlere düşerken, kamu tasarruf açığı özel tasarruf fazlası ile kapatılmış, spekülasyon sermaye hareketlerinin tetiklediği 1994 krizi sonrasında ise toplam tasarruflarda önemli oranda düşüş gözlenmiştir.

Bu dönemde kamu kesiminin tasarruf-yatırım açığı artarken bu açığın Merkez Bankası parası ile azaltılmaya çalışılması enflasyonda yükselişe yol açmıştır. Diğer yandan yüksek faiz oranları özel tasarrufları yatırıma dönüştürmek yerine kamu açıklarını fonlamaya yöneltmiştir.

Kronik yüksek enflasyonun düşürülebilmesi ve dengeli bir ekonomi sağlanabilmesi için 2000 yılı başlarında yapısal reformlar içeren ekonomik istikrar programı uygulanmaya başlanmıştır. Enflasyona uyumlu döviz kurları bir yılı kapsayacak şekilde

## GRAFİK 15. SABİT SERMAYE YATIRIMLARININ GSYİH İÇİNDEKİ PAYI (YÜZDE PAY) (1975-2014)



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Kalkınma Bakanlığı.

<sup>46</sup> Nas, T., ve Odekon, M. (1992). Economics and Politics of Turkish Liberalisation. Bethlehem: Lehigh University Press.

<sup>47</sup> Arıcanlı, T. ve Rodrik, D. (1990). The Political Economy of Turkey: Debt, Adjustment and Sustainability. London: MacMillan Press.

<sup>48</sup> Celasun, M., ve Rodrik, D. (1989). Debt, Adjustment and Growth: Turkey. içinde J.D. Sachs ve S.M. Collins (editörler), Developing Country Debt and Economic Performance: Country Studies-Indonesia, Korea, Philippines, Turkey (615-808). Chicago: The University of Chicago Press.

<sup>49</sup> Özcan, K.M., ve Günay, A. (2012). Türkiye'de Özel Tasarrufları Belirleyen Unsurlar. Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 2012/109.

<sup>50</sup> Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Finansal İstikrar-Türkiye'de Finansal İstikrar Gelişmeleri, 23.

belirlenerek kamuoyuna açıklanmıştır. Uygulanan programın başlangıç sürecinde faiz oranlarında düşüş gözlenmiş olsa da bu düşüş yatırımları artırmamış; bireylerin tasarruflarında azalmaya, tüketimlerinde artışa neden olmuştur. İthalat miktarında büyük artış yaşanırken ihracattaki artışın sınırlı kalması dış ticaret açığını artırmış, istikrar programında verilen taahhütlerin yerine getirilememesi ekonomiye duyulan güveni zedelemiştir.

Aynı dönemde uluslararası piyasalarda yaşanan problemlerin de etkisi ile yabancı sermaye Türkiye'den çıkmaya başlamış, ülke likidite sıkışıklığı içine girmiştir. Faizlerde yüksek oranda artışa neden olan sermaye çıkışları, kur rejimi üzerinde baskı yaratarak uluslararası rezervlerde önemli oranda azalışa neden olmuştur. 2001 yılında Türk lirasına karşı gerçekleşen spekülasyon bir atak sonrasında döviz kurları dalgalanmaya bırakılmıştır. Tasarruf oranları bakımından 2001 yılı özel tasarrufların yüksek seviyelere ulaştığı (GSYİH içindeki payı = %25,5), fakat kamu tasarruflarında en düşük seviyenin (GSYİH içindeki payı = %-7,1) gerçekleştiği yıl olmuştur.

### 4.3. 2001 SONRASI DÖNEM

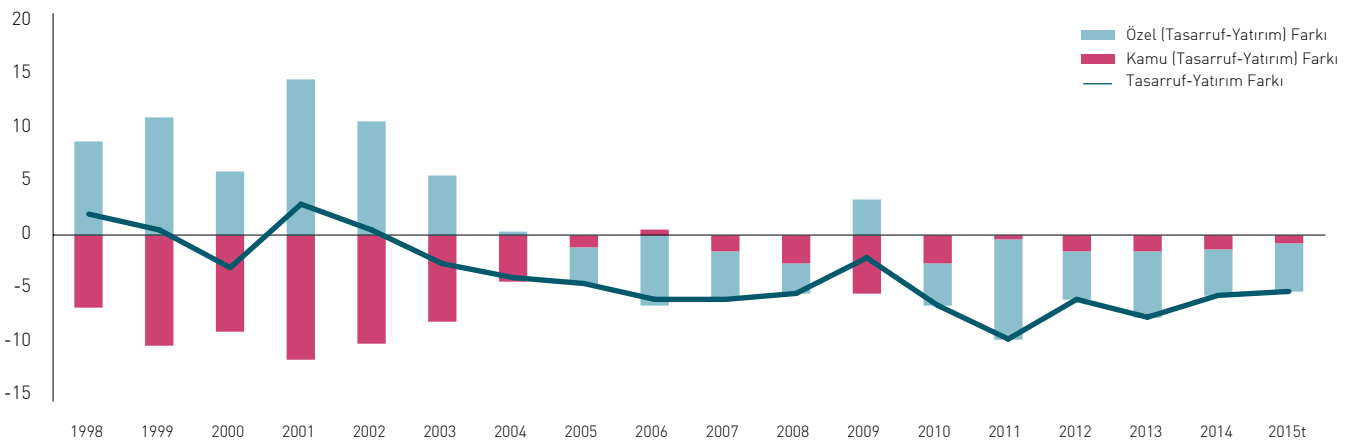
2001 krizinin ardından enflasyonu hedeflenen seviyelere düşürebilmek, sürdürülebilir büyümeyi ve ekonomik istikrarı sağlayabilmek amacıyla "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP)" uygulanmaya başlanmıştır. Program mali disiplinin sağlanmasında ve yapısal reformların uygulamaya konulmasında büyük rol oynamış, enflasyon tek hanelere inerken ekonomi daha dengeli bir büyüme yapısına kavuşmuştur.

Bu dönemde cari açık Türkiye için önemli bir sorun haline gelmiş, cari açığın artışında yurt içi tasarrufların yetersiz olması önemli rol oynamıştır. 2000'li yıllara kadar kamu tasarruf açığı özel tasarruf fazlası ile kapatılırken 2000'li yıllarda durum değişmiş, mali disiplin uygulamaları sonucunda kamu tasarruf açığı azalma eğilimine girmiştir. Bu dönemde faiz oranlarındaki düşüş ve verimlilikteki artış özel sektörü yatırıma yöneltmiş, şirketler kesimi tasarrufu büyük oranda azalmıştır. Aynı zamanda hanehalkı tüketim harcamalarının artması özel kesim tasarruf oranında meydana gelen düşüşü hızlandırmıştır. Özel tasarrufların düşüş miktarı, kamu tasarruflarındaki artıştan fazla olduğu için toplam yurt içi tasarruf oranında azalış meydana gelmiştir (Grafik 16).

2007-2009 yılları arası küresel ekonomide olumsuzlukların gözleendiği, Türkiye'de uygulanan maliye politikalarının da kamu tasarruflarında azalmaya neden olduğu bir dönem olmuştur. Söz konusu dönemde özel tasarruf oranları artış eğilimine geçse de toplam yurt içi tasarruf oranı 2009 yılında en düşük seviyeye gerilemiş (GSYİH içindeki payı = %13,3), 2009 yılı sonrasında sınırlı bir artış eğilimine girmiştir.<sup>53</sup> Tasarruflardaki artışa karşın yatırım harcamalarının daha hızlı artması sonucunda cari işlemler açığı/GSYİH oranı 2009 yılında %2 olan seviyesinden 2013 yılında %7,9'a yükselmiş, 2014 yılında ise %5,8 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Türkiye ekonomisi ve gelişmekte olan ülkeler için önemli bir konu da dış ticaret hadleridir. Bir ekonominin ihracat artışlarından elde edeceği net kazanç, bir yandan dünya piyasalarında karşılaşılan nispi fiyatlara -ki bu fiyatlar dış ticaret hadlerini ifade edecektir-, diğer yandan ise bu ihracat ürünlerinin üretiminin ortaya çıkardığı ithalat girdi maliyetlerine bağlıdır. Dünya fiyatları veri alındığında, ihracatta gözlenen artışlar, ekonominin ithalat için gereksinime duyacağı dövizin elde edilmesine olanak tanırken; bu ihracat artışının gerçekleştirilmesine yönelik üretim ortaya çıkaracağı ara girdi ithalatı ekonomi için ek döviz talebi yaratacaktır. Ülkenin sahip olduğu üretim yapısının bir sonucu olan bu durum, ihracatın ithalat (veya döviz) bağımlılığı olarak düşünülebilir. Diğer yandan ihracat artışının gerçekleştiği dönemde dünya fiyatlarının aleyhte değişmesi ve ihracatın ithalat bağımlılığının artması ihracatın ithalatı karşılama oranını düşürürken, dış ticaret hadlerinin ülke aleyhine seyrinin ortaya çıkaracağı gelir kayıplarının daha da artmasına ve böylece ekonomide artan oranda bir refah kaybına neden olur [bkz. Akat, (1983)<sup>51</sup>; Günçavdı ve diğerleri, (2008)<sup>52</sup>].

GRAFİK 16. TASARRUF - YATIRIM FARKININ GSYİH İÇİNDEKİ PAYI (YÜZDE PAY) (1998-2014)



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Kalkınma Bakanlığı.

<sup>51</sup> Akat, A.S. (1983). Alternatif Büyüme Stratejileri. İstanbul: İletişim Yayınları.

<sup>52</sup> Günçavdı, Ö., Küçükçifçi S., ve Üngör, M. (2008). Cari Açıklar ve Türkiye Ekonomisinin Artan Döviz İhtiyacı. Uluslararası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları, 3(1-2), 57-84.

<sup>53</sup> Kalkınma Bakanlığı (2013). Onuncu Kalkınma Planı 2014-2018. Ankara: Kalkınma Bakanlığı Yayını, 65.



Türkiye’de cari işlemler açığının son yıllarda yüksek ve dalgalı bir seyir izlemesi cari denge dinamiklerinin daha iyi anlaşılmasına yönelik çalışmaların önemini artırmaktadır. Cari işlemler dengesine dair politika tasarımının sağlıklı bir şekilde yapılabilmesi için ise öncelikle herhangi bir dönemde cari açığın ne kadarının konjonktürel ne kadarının yapısal unsurlara atfedilebileceği sorusunun yanıtlanması gerekmektedir. Kara ve Sarıkaya (2013)<sup>54</sup> çalışmasında 2000’li yıllar değerlendirilmiş ve Türkiye’de cari dengenin konjonktürel kısmındaki dalgalanmaların her iki yönde de 3 puana kadar ulaşabildiği ve bu oynaklığın daha çok ithalat bileşeninden kaynaklandığı vurgulanmıştır. Dolayısıyla konjonktürel politikaların cari dengedeki oynaklığı azaltma konusunda önemli bir alanı bulunmaktadır.

#### 4.4. MEVCUT DURUM VE TASARRUF ORANINI ARTIRMA HEDEFİ ÇERÇEVESİNDE ALINAN ÖNLEMLER

2010 yılı sonrasında artış eğiliminde olan tasarruf-yatırım açığının büyük bölümüne yurt içi tasarrufların yetersiz düzeyde olması neden olmuştur. Yurt içi tasarruf 2014 yılında; %11,9 özel tasarruf, %3,1 kamu tasarrufu olmak üzere toplamda %15 olarak gerçekleşmiştir. Yatırımlar da göz önünde bulundurulduğunda söz konusu oranların yeterli olduğunu söylemek mümkün değildir.

Türkiye ekonomisinin kronik tasarruf açığı çeken ve dolayısıyla kronik cari açık veren bir ekonomi olması, bu durumun yapısal olarak değiştirilmesini hedefleyen politikalar uygulanması gereğini ortaya çıkartmıştır. Bu çerçevede, yurt içi tasarrufların artırılmasına yönelik bir takım çalışmalar yapılmış, 2014-2018 yılları arasında uygulanacak 10. Kalkınma Planı sonunda yurt içi tasarruf oranının %19’a çıkarılması hedeflenmiştir. Yurt içi tasarrufların artırılması ile üretken alanlarda yatırım yapılması, sürdürülebilir büyümenin sağlanması, cari işlemler açığının daha düşük düzeylere indirilmesi amaçlanmıştır.

Yurt içi tasarrufların artırılması amacıyla gerçekleştirilen başlıca çalışmalar şu şekildedir:

- Bireysel emeklilik sisteminde 2013 yılı başında değişiklik yapılarak daha fazla katılımcının sistemden faydalanması, böylelikle özel tasarrufların artırılması amaçlanmıştır. Yeni yapı ile sistem basitleştirilmiş, ödenen primlere %25 devlet katkı payı eklenmiş, işverenlerin çalışanları için yaptıkları emeklilik katkılarına teşvik getirilmiş, tasarruf bilincini artırmaya yönelik kampanyalar yapılmıştır.<sup>55</sup>
- Alınan makroihtiyati tedbirler çerçevesinde “Banka Kartları ve Kredi Kartları Hakkında Yönetmelik”te yapılan bir takım değişiklikler ile yurt içi tasarrufların artırılması amaçlanmıştır. Kredi kartlarına ödenmesi gereken asgari tutarın artırılması, kişinin toplam kredi kartı limitinin gelir düzeyinin 4 katı ile sınırlandırılması, kişinin talebi dışında kart çıkaran kuruluşların kart limiti artırma işleminin yasaklanması, bir takvim yılı içinde toplam üç kez asgari ödeme tutarı ödenmeyen kredi kartlarının nakit kullanımı ile mal ve hizmet alımına kapatılması ve kredi kartı ile ödemelerde taksit sınırlandırılması söz konusu değişikliklerden bazılarıdır.<sup>56</sup>
- Finansal eğitim tasarruf miktarını artırmakta ve tasarrufların daha verimli değerlendirilmesini sağlamaktadır. Bu kapsamda Haziran 2014’te Finansal İstikrar Komitesi tarafından, Finansal Eğitim Eylem Planı ile Finansal Tüketicinin Korunması Eylem Planı yürürlüğe konmuştur. Temel amaç, finansal ürün ve hizmetlerin tüm kesimlere yayılması, finansal sistem dışında kalan kişilerin sisteme dâhil edilmesi, mevcut ürün ve hizmetlerin kalitesinin ve kullanımının artırılmasıdır. Ayrıca, finansal tüketicinin korunmasına yönelik etkin tedbirlerin alınması hedeflenmektedir.

Finansal eğitimin geliştirilmesine yönelik çalışmalar çerçevesinde hanehalkının mali okur-yazarlık düzeyinin artması, tasarrufların daha verimli kaynaklara yönlendirilmesine imkân tanıyacaktır. Finansal okuryazarlık düzeyinin artırılması, küresel kriz ile birlikte merkez bankalarının amaçları arasında hızla yer almaya başlayan finansal istikrarın sağlanması açısından da oldukça önemlidir. Bu bağlamda, ortaöğretim düzeyinde finansal okuryazarlığı artırıcı eğitim programlarından, mevduat bankalarının geniş bir kitleye etkin bir danışmanlık hizmeti sağlamasına kadar farklı uygulamaların yararlı olabileceği düşünülmektedir.

<sup>54</sup> Kara, A. H., ve Sarıkaya, C. (2013). Türkiye’de Konjonktürel Etkilerden Arındırılmış Cari İşlemler Dengesi. İktisat İşletme ve Finans, 28(332), 09-32.

<sup>55</sup> Gelişmekte olan ülkelerde özel emeklilik reformlarına ilişkin bkz. Özel, Ö., ve Yalçın, C. (2013). Yurtiçi Tasarruflar ve Bireysel Emeklilik Sistemi: Türkiye’deki Uygulamaya İlişkin Bir Değerlendirme. İktisat İşletme ve Finans, 28(327), 31-66.

<sup>56</sup> Ayrıntılı Bilgi İçin Bakınız: 8 Ekim 2013 tarih, 28789 sayılı Resmi Gazete [BANKA KARTLARI VE KREDİ KARTLARI HAKKINDA YÖNETMELİKTE DEĞİŞİKLİK YAPILMASINA İLİŞKİN YÖNETMELİK], [https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Mevzuat/Banka\\_Kartlari\\_Kredi\\_Kartlari\\_Kanunu/12444banka\\_kartlari\\_ve\\_kredi\\_kartlari\\_hakkinda\\_yonetmelik\\_resmi\\_gazete\\_9.10.2013.pdf](https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Mevzuat/Banka_Kartlari_Kredi_Kartlari_Kanunu/12444banka_kartlari_ve_kredi_kartlari_hakkinda_yonetmelik_resmi_gazete_9.10.2013.pdf).

Yurt içi tasarrufları artırmaya yönelik uygulanması planlanan politikalar ise;<sup>57</sup>

- Uygulanan makroihtiyati politikaların gereksinim duyulması halinde yeni politikalarla güçlendirilmesi,
- Tasarruf eğilimini gözeten vergi politikalarının uygulanması,
- Finansal ürün çeşitliliğinin artırılarak küçük ölçekli yatırımcıların tasarruf imkânlarının artırılması,
- Tasarrufların daha uzun vadeli finansal araçlarda değerlendirilmesini özendirici çalışmalar yapılması,
- Tasarrufların üretken yatırımlara yönlendirilmesinin sağlanması,
- İsrafi azaltmaya yönelik çalışmaların yapılması,
- Bireylerin finansal ürün çeşitliliği hakkında bilinçlenmesine ve yurt içi tasarrufların artmasına katkı sağlayan finansal eğitimin yaygınlaştırılması,

olarak belirlenmiştir.

Sözü edilen önlemler "yastık altı" olarak tabir edilen altın ve döviz birikimlerinin mali piyasalara kazandırılmasına ve hem daha uzun vadeli hem de daha yüksek bir getiri oranına sahip mali yatırım araçlarında değerlendirilmesine olanak sağlayabilmektedir. Türkiye'de hanehalkı tasarruf oranının yükseltilmesi yapısal önlemler ile mümkün görünmektedir. Bu noktada, eğitim seviyesinin ve başta kadınlar olmak üzere işgücüne katılım oranlarının artırılması ön plana çıkmaktadır. Sosyal ve demografik politikalar ile üniversite mezuniyet ve işgücüne katılım oranlarında sergilenecek bir atılım uzun dönemde Türkiye'de hanehalkı tasarruf oranlarının yükselmesine yardımcı olacaktır.

Son dönemde yatırımlarda ortaya çıkan gelişmelere bakılacak olursa; kamu yatırımlarında artış gerçekleştiği, kamu yatırımlarının GSYİH'ye oranının 2006 yılında %3,8 iken 2014 yılında %4,6'ya yükseldiği gözlenmektedir. Söz konusu yatırımlar ile bölgeler arası gelişmişlik düzeyi farkını en aza indirmek, istihdam ve ülke refahını maksimize etmek amaçlanmıştır. Örneğin Güneydoğu Anadolu Projesi (GAP) Eylem Planı, Doğu Anadolu Projesi (DAP), Konya Ovası Projesi (KOP), Doğu Karadeniz Projesi (DOKAP) gibi projeler ile Güneydoğu Anadolu Bölgesinin gelişimine katkı sağlanması planlanmıştır. Kamu yatırımlarının özel sektör yatırımlarını tamamlayıcı nitelikte olması, özel sektör tarafından gerçekleştirilemeyecek alanlara ve özel sektörün üretkenliğini artıracak yatırımlara ağırlık verilmesi önem kazanmıştır.

Türkiye'de özel kesim yatırımlarının GSYİH'ye oranı 2006 yılında %18,9 iken 2014 yılında %15,8 seviyesine gerilemiştir. Son yıllarda, özellikle katma değeri yüksek, istihdamı ve ihracatı artırmaya yönelik alanlarda özel yatırım artışının sağlanması amacıyla yatırım teşviklerine verilen destek artırılmış, uluslararası rekabet gücünü artırıcı politikalar uygulanmaya başlanmıştır. 2009 yılında bölgesel ve büyük ölçekli yatırımlar, 2012 yılında stratejik yatırımlar desteklenmeye başlanmış, devlet desteklerinin uygunluğunu incelemek, izlemek ve denetlemek amacıyla Devlet Destekleri İzleme ve Denetleme Kurulu oluşturulmuş, Yatırım Ortamını İyileştirme Koordinasyon Kurulu (YÖİKK) yeniden yapılandırılarak daha etkin bir yapı sağlanması amaçlanmıştır.<sup>58</sup>

<sup>57</sup> Kalkınma Bakanlığı, Onuncu Kalkınma Planı 2014-2018, 65-66.

<sup>58</sup> A.g.e, 83.

# TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI YAYINLARINDAN ÖRNEKLER



Finansal İstikrar - Türkiye'de Finansal İstikrar Gelişmeleri (2015)



Türkiye'de Ödeme Sistemleri (2014)



Enflasyon ve Fiyat İstikrarı (2014)



Parasal Aktarım Mekanizmaları (2013)



Merkez Bankası Bağımsızlığı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Bağımsızlık (2013)



Türkiye'de Banknot Basımının Tarihçesi - Banknot Üretim Süreci ve Emisyon Politikaları (2013)



Merkez Bankaları ve İletişim - Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasında İletişim Politikalarının Gelişimi (2011)



Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2011)



Merkez Bankalarında Rezerv ve Risk Yönetimi - Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Rezerv ve Risk Yönetimi (2011)

ISBN (basılı): 978-605-4911-34-9

ISBN (elektronik): 978-605-4911-35-6