

Yurttii Tasarruflar ve Bireysel Emeklilik Sistemi: Türkiye'deki Uygulamaya İlişkin Bir Değerlendirme

Őubat 2013

Özgür ÖZEL
Cihan YALÇIN

© Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 2013

Adres:
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
İdare Merkezi
Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü
İstiklal Caddesi No: 10
Ulus, 06100 Ankara, Türkiye

Telefon:
+90 312 507 54 02

Faks:
+90 312 507 57 33

Burada yer alan görüşler yazarlarına ait olup Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının görüşlerini yansıtmamaktadır. Tebliğler hakem değerlendirmesi sürecinden geçmektedir. Hakemlik süreci Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü tarafından yönetilmektedir.

Yurtiçi Tasarruflar ve Bireysel Emeklilik Sistemi: Türkiye’deki Uygulamaya İlişkin Bir Değerlendirme¹

Özgür Özel*

Cihan Yalçın*

Özet

Türkiye’de yurtiçi tasarruf oranı son yıllarda belirgin bir düşüş göstermiştir. Söz konusu düşüş tasarruf-yatırım açığının büyümesinde dolayısıyla yüksek cari işlemler açığının ortaya çıkmasında etkili olmaktadır. Bu çerçevede, hanehalkı tasarruflarını artırmaya yönelik olarak Bireysel Emeklilik Sistemi’nde değişiklik yapılmıştır. Yeni sistem, tasarrufçu tabanını genişletmeyi ve süreçleri basitleştirmeyi hedeflemiştir. Birçok gelişmekte olan ülke de sosyal güvenlik alanında yaptıkları reformlarla birlikte ağırlıklı olarak zorunlu olmak üzere mevcut kamu emeklilik sistemlerinin yanı sıra özel emeklilik sistemlerini uygulamaya koymuşlardır. Ekonometrik tahminler, söz konusu uygulamaların gecikmeli olarak yurtiçi tasarruf oranlarında yaklaşık 1,5 puana kadar artışa yol açabildiğini göstermektedir. Türkiye’de uygulanan yeni sistemin gönüllülük esasına dayanması ve fon işletim giderlerinin oldukça yüksek olması, yapılan değişikliğin tasarrufları artırıcı etkisinin sınırlı olacağını düşündürmektedir. Yapılan projeksiyonlar, mevcut fon işletim gideri oranları baz alındığında katılımcıların yatırımlarını sistem dışında değerlendirmelerinin kendileri için daha avantajlı olabileceğine işaret etmektedir. Fon işletim giderlerini düşürücü girişimler yeni sistemin büyümesi açısından hayati önem taşımaktadır.

Anahtar Kelimeler: Sosyal güvenlik sistemleri, yurtiçi tasarruflar, Türkiye’de bireysel emeklilik sistemi
JEL Sınıflaması: E21, G23, H55

Abstract: Domestic Savings and Private Pension System: An Evaluation of the Turkish Case

Domestic savings rate in Turkey has exhibited a sharp drop in recent years. This has led to an enlargement in saving-investment gap or the current account deficit. As a result, existing private pension system (PPS) was revised in mid-2012 in order to encourage household savings and thus reduce this gap. The revised system is aimed to enlarge pensioners’ base and simplify the benefit mechanism. Developing countries have been introducing predominantly mandatory private pension schemes through reforms in social security system since 1980’s. Econometric estimations suggest that the abovementioned reforms, though with a lag, may lead to an increase in saving rates up to about 1.5 percentage points. Since PPS in Turkey is based on volunteer contributions and private pension companies currently charge very high management fees, the new reform is expected to have only limited impact on saving rates in Turkey. Projections suggest that based on current management fees, participants may prefer not to join the system and instead invest their personal funds outside the PPS. Initiations to reduce management fees are crucial for the viability of the reform.

Keywords: Social security systems, domestic savings, private pension system in Turkey
JEL Classification: E21, G23, H55

1. Giriş

¹ Taslak çalışmayı okuyan, değerli görüş ve önerilerini paylaşan Zafer Yükseler, Ercan Türkan, Rifat Günay, Şeref Saygılı, Yusuf Algan, Yusuf Soner Başkaya ve Uluç İçöz ile hakeme teşekkürlerimizi borç biliriz. Ayrıca, çalışmanın yapılmasını öneren Hakan Kara ve çalışmayı gözden geçiren Gülbin Şahinbeyoğlu’na teşekkür ediyoruz.

* Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü. İletişim Adresi: Cihan Yalçın, TCMB, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü, İstiklal Cad. No: 10, Ulus 06100 Ankara. E-mail: cihan.yalcin@tcmb.gov.tr.

Bu çalışmada ifade edilen görüşler yazarlara ait olup, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın görüşleri olarak yorumlanmamalıdır.

Yurtiçi tasarruf oranı ekonominin genel dengesinde temel değişkenlerden biridir. Bir ülkedeki tasarruf eğilimi, söz konusu ülkede ne oranda yatırım yapılacağı, ne oranda dış tasarruf kullanılacağı ve dolayısıyla cari işlemler dengesinin ne yönde gelişeceği konularında belirleyici olmaktadır. Özellikle gelişmekte olan bir ülke için, yurtiçi tasarruf oranı sermaye birikimi ve büyümenin sürdürülebilirliği açısından önem arz etmektedir. Ayrıca, söz konusu ülkedeki servet birikimindeki gelişim dolayısıyla bireylerin yaşamları boyunca refahlarını azamileştirmeleri ve hayat standartlarını korumaları açısından da tasarruf oranı önemli işlev görmektedir.

Türkiye’de son yıllarda belirgin olarak düşüş sergileyen yurtiçi tasarruf oranı, benzer ekonomik göstergelere sahip ülkelerin yurtiçi tasarruf oranlarının altına düşmüştür. 2010 yılında yurtiçi tasarruf oranı yüzde 13,9 düzeyinde gerçekleşmiştir. Başka bir açıdan bakıldığında, Türkiye’de 2002-2010 döneminde tasarruf-yatırım açığının GSYH’ya olan oranında yaşanan yüzde 6,6 puanlık artışın üçte ikisinden fazlası tasarruf oranındaki düşüşten kaynaklanmıştır. Türkiye’de yurtiçi tasarruf oranı, ekonomi yazınında öngörülenin aksine, ekonominin hızlı büyüme kaydettiği 2002-2007 döneminde dahi 3 puanının üzerinde bir düşüş kaydetmiş ve bu durum daha ziyade özel kesim kaynaklı olmuştur. Hanehalkı tasarruflarındaki belirgin düşüş ve özel yatırımlardaki artış, özel kesim tasarruf-yatırım farkının 2001 yılından itibaren hızla düşmesi ve 2005 yılından itibaren ise negatife dönmesi sonucunu doğurmuştur.

Literatür, tasarruf eğilimi ile demografik yapı, gelir düzeyi ve büyüme arasında güçlü bir bağlantı olduğunu ortaya koymaktadır. Demografik açıdan Türkiye, genç bağımlılık oranının yüksek olduğu ülkeler arasında yer almaktadır. Ayrıca, literatürde daha az sıklıkla yer almakla birlikte çalışabilir yaştaki nüfustaki bağımlılık (işgücüne düşük katılım) da tasarruflar üzerinde etkili olabilmektedir. Türkiye, işgücüne katılım oranı açısından OECD ülkeleri arasında açık ara ile en geride yer almaktadır. Buna karşın, Türkiye’de son yıllarda gözlemlendiği üzere kadınların işgücüne katılımında ve istihdamında artış dolayısıyla çalışabilir yaştaki nüfustaki bağımlılıkta bir miktar düşüş olmuştur.

Türkiye’de son yıllarda yurtiçi tasarruf oranındaki düşüşün daha ziyade demografi-dışı faktörlerden kaynaklandığı düşünülmektedir. Zira, 1998-2010 döneminde genç bağımlılık oranından kaynaklı olarak toplam (genç ve yaşlı) bağımlılık oranındaki düşüş, çalışabilir yaştaki nüfus bağımlılığındaki artış genç bağımlılık oranlarındaki düşüşün etkisini önemli ölçüde ortadan kaldırdığı düşünülmektedir.

Yapılan tahminler, önümüzdeki dönemde demografik yapıdaki değişimin yurtiçi tasarruflar üzerindeki etkisinin sınırlı olacağını göstermektedir. Gerek genç bağımlılık oranındaki düşüşün

yaşlı bağımlılık oranındaki artıştan daha hızlı olması gerekse de nüfusun yaş profilinin hane reisinin yaşı 35-69 arasında olan ve “ana tasarruf yapıcılar” (primary savers) olarak tanımlanan hanelerin lehine gelişmesi hanehalkı tasarruf oranlarında bir miktar artışa imkan tanıyabilir.² Ancak, yapılan tahminler söz konusu artışın hanehalkı tasarruf oranlarında ortaya çıkan keskin düşüşü telefi etmekten uzak olduğunu göstermektedir.³ Diğer yandan kadınların işgücüne katılımındaki potansiyel artışın ise yurtiçi tasarrufları artırmada oldukça önemli bir değişken olduğu düşünülmektedir.

Yurtiçi tasarruf oranının artırılmasında, istihdamın ve gelirin artmasının yanı sıra emeklilik sisteminin tasarruf eğilimini destekleyecek şekilde yeniden yapılandırılması da önem arz etmektedir. Dünya genelinde gerek makroekonomik dengelerin tesis edilmesi gerekse de ortalama yaşam süresinin ve yaşlı nüfus oranının artmasıyla birlikte sosyal güvenlik sistemlerinde kapsamlı reform ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Gelişmekte olan birçok ülke kamunun sağladığı mevcut emeklilik sistemine (PAYGO) ek olarak, zorunlu ve/veya gönüllü özel emeklilik sistemlerine geçiş yapmışlardır.⁴ Söz konusu değişim özellikle son çeyrek yüzyılda yoğunlaşmıştır. Bu gelişmede, nüfusun giderek yaşlanması ve emeklilik sürelerinin uzamasıyla birlikte mevcut emeklilik sistemlerinin kamu maliyesi üzerinde baskı oluşturması etkili olmuştur. Artan sosyal güvenlik açıklarının ücret üzerindeki vergi yükünü artırmak suretiyle finanse edilmesi ekonominin rekabet gücünü ve orta vadede büyümesini olumsuz etkilemesi gündeme gelmiştir (Dünya Bankası, 1994).

Türkiye’de de emeklilik sistemi büyük açıklar vermekte, kamu tarafından yürütülen mevcut emeklilik sisteminin özel emeklilik planlarıyla desteklenerek bütçe üzerindeki yükün azaltılması önemli bir politika seçeneği olarak ortaya çıkmıştır. Diğer yandan, özel emeklilik sisteminde yapılan reformlar, son yıllarda makroekonomik istikrar açısından risk teşkil etmeye başlayan yurtiçi tasarruf oranındaki düşüşün durdurulması açısından da önem arz etmektedir.

Bu çalışmanın amacı, Türkiye’de bireysel emeklilik sisteminde yapılan revizyonun yurtiçi tasarruflar üzerindeki muhtemel etkilerini değerlendirmektir. Bu çerçevede iki temel analiz

² “Primary saver” yaklaşımı Goldman Sachs (2010) çalışmasında da kullanılmıştır.

³ Loayza, Schmidt-Hebbel, ve Servén (2000) çalışmasında ülke verileri kullanılarak yapılan panel tahmin sonuçlarından elde edilen katsayılar Türkiye verisine uygulandığında, 2025 yılına kadar toplam (genç ve yaşlı) bağımlılık oranındaki düşüşten kaynaklı özel kesim tasarruf oranındaki artış yaklaşık 0,6 puan olabilmektedir. Türkiye’deki nüfusun giderek daha fazla oranda tasarruf eden yaş kategorisine girmesine paralel olarak (2011-2025 döneminde “ana tasarruf yapıcıların” toplam nüfus içindeki payındaki yaklaşık 7 puanlık artış) hanehalkı tasarruf oranının 2025 yılına kadar ancak 0,5 puan 2050 yılına kadar ise 1 puan artabileceği tahmin edilmiştir.

⁴ Pay-as-you-go (PAYGO) olarak bilinen sistemde, çalışanlar ve işverenlerden belirli oranda emeklilik kesintileri yapılmakta, emeklilere çalışanlardan yapılan kesintilerden maaş ödenmekte ve sistemde ortaya çıkan açıklar bütçe kaynaklarından karşılanmaktadır.

gerçekleştirilmiştir. Birinci analizde, gelir düzeyi ve ekonomik yapı olarak Türkiye'ye benzerlik gösteren gelişmekte olan ülkelerde, özel emeklilik sisteminde yapılan reformların yurtiçi tasarruflar üzerindeki etkisi bir tasarruf fonksiyonu ve panel veri yöntemleri çerçevesinde test edilmiştir. Elde edilen bulgular, Türkiye'de yapılan reformların yurtiçi tasarrufları bir miktar artırma potansiyelinin olduğunu göstermektedir. İkinci analizde ise, Türkiye'deki mevcut bireysel emeklilik sistemi (BES) ve 2013 yılı başından itibaren uygulanmaya başlanan yeni BES çerçevesinde dönemler itibarıyla karşılaştırmalı birikim senaryoları yapılmıştır. Bu analizde amaç, uygulanmakta olan ve uygulanacak olan BES'in katılımcıların sisteme dahil olmalarını teşvik edici olup olmadığını ve BES'in hangi gelir grupları için daha avantajlı olduğunu ortaya koymak ve sistemin performansını etkilemesi muhtemel kritik parametreleri tartışmaktır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, dünyada özel emeklilik sistemleri ve tasarruf oranları arasındaki ilişkiyi irdeleyen kısa bir literatür taraması yapılmaktadır. Takip eden bölümde, son çeyrek yüzyılda seçilmiş bazı gelişmekte olan ülkelerin emeklilik sistemlerinde yapmış oldukları reformların yurtiçi tasarruf oranlarına etkilerini test etmeye yönelik olarak ampirik (dinamik panel veri teknikleri kullanılan) bir çalışmaya yer verilmektedir. Çalışmanın dördüncü bölümünde, Türkiye'deki bireysel emeklilik sistemiyle (BES) ilgili değerlendirmeler ve fon birikim projeksiyonları yer almakta, 2012 yılında BES'te yapılan değişikliklerin tasarruf oranı üzerindeki olası etkileri tartışılmaktadır. Sonuç bölümünde, çalışmada elde edilen bulgular değerlendirilmekte ve politika seçenekleri sunulmaktadır.

2. Dünyada Özel Emeklilik

Günümüzde emeklilik sistemleri üç temel ayak üzerine oturmaktadır (three-pillar system). Bunlardan birincisi kamunun sağladığı ve emeklilik maaş miktarının tanımlı olduğu-defined benefit-yaygın zorunlu emeklilik (PAYGO), ikincisi özellikle son yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaygınlaşan zorunlu özel emeklilik sistemi, üçüncüsü ise ülkemizde de uygulanan gönüllü özel emeklilik sistemidir (Şekil 1). Uluslararası kurumların önerileri ve örnek bazı ülke uygulamalarının etkisiyle gelişmekte olan birçok ülke 1990'lı yıllarda yapılan kapsamlı sosyal güvenlik reformları çerçevesinde zorunlu özel emeklilik sistemine geçiş yapmışlardır. Dünya Bankası (1994) günümüzde demografik yapı ve yaşam standartları göz önünde bulundurulduğunda sadece kamu tarafından sağlanan sosyal güvenlik sistemlerinin gerekli sosyal koruma sağlamada ve yatırımlar için gerekli tasarrufların oluşmasında yeterli olmayabileceğini ileri sürmüştür. Bu çalışmada, sağlıklı bir sosyal güvenlik sisteminde söz konusu üç ayağın varlığının önemli olduğu değerlendirilmektedir. Zira, sadece kamunun

sağladığı emeklilik sistemi, ideal bir sosyal güvenlik sisteminin yerine getirmesi gereken yeniden dağıtım, tasarruf yapma ve güvence (sigorta) oluşturma işlevlerini yerine getirmede yetersiz kalabilmektedir. Örneğin, yoksulluk sınırı üzerinde emekli maaşı öngören bir kamu emeklilik sisteminin, bireylerin veya hanelerin emeklilik için tasarruf etme eğilimini olumsuz etkilemesi muhtemeldir. Bu çerçevede, Dünya Bankası (1994) tasarruf yapma ve yeniden dağıtım işlevlerini farklı kurumsal yapılar altında yürütmek üzere emeklilik sistemlerinin yeniden yapılandırılmasını ve kamu emeklilik sistemini tamamlayıcı olarak özel emeklilik planlarını önermiştir.

Son çeyrek yüzyılda özel emeklilik planları dünya genelinde yaygınlık kazanmıştır. Gelişmiş ülkeler mevcut kamu emeklilik sistemlerine ek olarak özel birikimleri teşvik edecek şekilde emeklilik sistemlerinde reformlar yapmışlardır. Bu ülkelerin bir çoğunda özel emeklilik planları oldukça eskiye dayanmaktadır. Örneğin, İngiltere’de özel emeklilik planları 18. yüzyılın başından itibaren mevcut olmuş ve son otuz yılda söz konusu sistemde kapsamlı reformlar yapılmıştır. İngiltere, gönüllü özel emeklilik planlarının vergi indirimi yoluyla teşvik eden ülkelere iyi bir örnek olarak ileri sürülebilir. Benzer şekilde, Amerika Birleşik Devletleri’nde özel emeklilik planları oldukça eski olup, gelişmiş ve karmaşık bir yapı arz etmektedir. Bu ülkede, işverenlerin de katkı sağladığı özel emeklilik planları sistemi bulunmaktadır. Ayrıca, ABD’de devletin teşvik sunduğu bireysel emeklilik planları da (IRAs) yaygınlık kazanmıştır. Kanada’da mesleki özel emekliliğe vergi desteği 1917 yılından itibaren verilmiş ve 1957 yılında itibaren de gönüllülüğe dayanan özel emeklilik planları uygulamaya konmuştur. Diğer yandan, Avustralya, Japonya, İsveç gibi ülkelerde özel emeklilik planlarına verilen destek oldukça yenidir.

Gelişmiş ülkeler için yapılan çalışmalar, bazı ülkelerin emeklilik sistemlerinde ciddi sorunlar olduğunu ortaya koymaktadır. Pitt-Watson (2011) Hollanda ve Danimarka gibi ülkelerin emeklilik fonu işleten kurumların güvenilirlik ve kurumsal yapıları itibarıyla başarılı örnekler olduğunu ileri sürmüştür. Buna karşın, İngiltere’deki sistemin sorunlu olduğu dile getirilmiş ve bunun temel nedeninin kurumsal yapıyla ilişkili olduğu vurgulanmıştır. İngiltere’de tanımlanmış fayda (defined benefit) bazlı emeklilik planları, finansal piyasalarda ortaya çıkan olumsuzluklar, ortalama ömrün uzaması, enflasyon gibi gelişmeler sonucunda işverenler bu sistemin sürdürülebilirliğini tartışmaya açmıştır. İngiltere’de yaşanan nüfus ve tanımlanmış

faýda sisteminin zayıflaması sonucunda ortaya çıkan “tasarruf açığını” kapatmak üzere son yıllarda tanımlanmış katkı (defined contribution) bazlı emeklilik planları ön plana çıkmıştır.⁵

Şekil: 1. Emeklilik Sisteminin Ayakları ve İşlevleri



Kaynak: Dünya Bankası (1994)

Bu çerçevede, İngiltere 2001 yılında Stakeholder Pensions başlığı altında vergi indirimi desteklenen tanımlanmış katkıya dayalı özel emeklilik sisteminde kapsamlı değişikliklere gitmiştir. Eski sistemin aksine yeni sistemde düşük ve orta gelir düzeyine sahip bireyler hedef kitle olarak seçilmiştir. Disney, Emmerson ve Wakefield (2010) çalışmalarında İngiltere’de yapılan reformun bireylerin tasarruf davranışlarını önemli ölçüde etkilemezken, 2001 yılında düşük gelirlilerin lehine vergi teşvikinde yapılan değişikliklerin düşük gelirlilerde özellikle de kadınlarda sisteme katılımı artırdığını ileri sürmüşlerdir. Guariglia ve Markose (2000), Attanasio vd.(2004) ve Rossi (2009) bireysel emeklilik uygulamalarının İngiltere’de yurtiçi tasarrufları önemli ölçüde etkilemediğini savunmuşlardır. Buna karşın, Attanasio ve Rohwedder (2003) İngiltere’de uygulanan özellikle gelir dilimleri bağlamındaki vergi teşviklerinin özel tasarrufları düşürdüğünü ileri sürmüştür. Kısaca, söz konusu çalışmalar İngiltere’de yapılan özel emeklilik reformunun yurtiçi tasarruflar üzerinde etkili olmadığını ortaya koymaktadır.

Diğer gelişmiş ülkeler için yapılan çalışmalar da, özel emeklilik sistemlerindeki reformların tasarruf oranlarını önemli ölçüde etkilemediğini göstermektedir. Munnell (1976) ABD’de özel emeklilik planlarının tasarruf araçları arasında bir ikame etkisi yaratırken tasarrufları artırıcı yönde bir etkide bulunmadığını ortaya koymuştur. ABD için daha güncel çalışmalar farklı sonuçlar elde etmişlerdir (Engen vd., 1994; Berhneim, 2002; Attanasio vd., 2004; Börsch-Supan, 2004; Bosworth and Burtless, 2004; OECD, 2009). Bunların arasında, vergi iadesi

⁵ Lusardi (2011), OECD’nin Finansal Okuryazarlık başlığı altında yapmış olduğu sempozyumda, tanımlanmış katkı bazındaki emeklilik planlarına geçişin gelişmiş bir finansal okuryazarlık altyapısı gerektirdiğini ileri sürmüştür.

destekli emeklilik planlarının (IRA-401-k) yurtiçi tasarrufları düşürdüğünü ileri süren çalışmaların yanında söz konusu planlar çerçevesinde birikimlerde ortaya çıkan artışların tümüyle yeni tasarruflar olduğunu ileri sürenler de mevcuttur. Engen ve Gale (2000) vergi teşvikinin ABD’de düşük gelirli ve düşük tasarruf yapanların tasarrufları üzerinde olumlu etki yarattığını ileri sürerken, Benjamin (2003) söz konusu uygulamanın kiracıların ve sosyal güvenliği olmayanların tasarruflarını olumlu yönde etkilediği sonucuna varmıştır. Almanya’da Riester reformu olarak adlandırılan vergi teşvikine dayanan özel emeklilik sisteminin de tasarrufları artırıcı bir etkide bulunmadığı ileri sürülmüştür (Börsch-Supan vd., 2007; Corneo vd., 2010). Anton, Bustillo ve Macias (2011) İspanya’da vergi iadesine dayanan bireysel emeklilik sisteminin toplam yurtiçi tasarruflarına olumlu yönde bir etkisinin olmadığını göstermektedir.

3. Gelişmekte Olan Ülkelerde Özel Emeklilik Reformu ve Yurtiçi Tasarruflar: Ülkelerarası Ampirik Bir İnceleme

Yukarıda vurgulandığı üzere gelişmekte olan ülkeler de emeklilik sistemlerinde kapsamlı reformlar yapmışlardır. Bu ülkelerde tanımlanmış fayda bazlı sistemlerin ağırlığı giderek düşerken özel emeklilik tarafından yönetilen tanımlanmış katkı bazlı planlar giderek yaygınlık kazanmıştır. Bu ülkelerin birçoğunda, gönüllü özel emeklilik planları yanında daha ziyade işveren ve çalışanın, bazen de devletin, ortaklaşa katkıda buldukları zorunlu özel emeklilik planları giderek yaygınlık kazanmıştır. Malezya, Şili, Peru gibi ülkelerdeki uygulamalardan oldukça başarılı sonuçlar elde edilmiştir. Şili’de zorunlu özel emeklilik sistemine geçişle birlikte hanehalkı tasarruf oranında yüzde 5 ile 10 puanlık artışın olduğu ileri sürülmektedir. Schmidt-Hebbel (1999) Şili’de 1980 yapılan emeklilik reformu sonrasında verimlilikte ve hanehalkı tasarruf oranında artışların olduğunu teyit etmiştir. Söz konusu etkide, kamu açıklarının finansman şeklinin belirleyici rol oynadığı belirtilmiştir. Fajnzylber ve Reyes (2012) yaptıkları deneysel çalışmada, Şili’de özel emeklilik sisteminde yer alan kişilerin gelecekte emeklilik fonundan elde edecekleri muhtemel birikimlerine ait tahminlerin ilgili bireylere açıklanmasının tasarruf eğilimini olumlu yönde etkilediği görüşü ileri sürülmüştür. Buna göre, tanımlanmış katkı sisteminde dahi bireylerin gelecekte elde edecekleri gelir veya birikimlerine ait tahminler ve fonla ilgili diğer bilgilendirmelerin bireysel tasarrufları artırabileceği ve bu çerçevede finansal okur-yazarlığın önemli olduğu vurgulanmıştır.

Bu bölümde son yıllarda sosyal güvenlik sisteminde reform yapan gelişmekte olan ülkelerin veri seti kullanılarak, reformların ülkelerin yurtiçi tasarruf oranlarına etkileri test edilmiştir. Yapılan sosyal güvenlik reformuyla birlikte, listede yer alan 21 ülkenin hemen hemen

tamamında, zorunlu özel emeklilik uygulaması getirilmiştir. Veri setinde yer alan ülkeler, özel emeklilikle ilgili yaptıkları reformların tarihi, emeklilik sistemlerinde yapılan değişikliklerin içeriği ve söz konusu ülkelerin reform öncesi ve reform sonrası ortalama yurtiçi tasarruf oranları Tablo 1’de verilmiştir. Türkiye zorunlu özel emeklilik sistemine sahip olmayan az sayıda ülke arasında yer almaktadır.⁶ Bu ülkelerin bazılarında reform sonrası dönemdeki ortalama yurtiçi tasarruf oranları reform öncesi döneme göre düşüş göstermesine karşın genel ortalamada ülkelerin reform sonrası dönemde yurtiçi tasarruf oranlarının yaklaşık bir puan daha yüksek olduğu gözlenmiştir. Takip eden bölümde reformların yurtiçi tasarruf oranları üzerindeki etkisini ortaya koymak üzere ekonometrik tahminler yapılmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerde yapılan reformların yurtiçi tasarruf oranlarına etkilerini ekonometrik olarak test etmek üzere ülkelerin reform tarihlerini dikkate alan bir kukla değişken (*PPENDUM*) oluşturulmuştur. Bu değişken, ülkeler bazında reform tarihinden önce “sıfır” reform tarihinden itibaren ise “bir” değerini almaktadır. Reform tarihine ilişkin kukla değişkeni ve literatürde sıklıkla rastlanılan tasarrufların belirleyicisi değişkenler kullanılarak aşağıda formal olarak verilen denklem sabit etkiler ve dinamik panel (sistem-GMM) yöntemleriyle tahmin edilmiştir.

$$DSAVRATE_{it} = \beta_1 DSAVRATE_{i,t-1} + \sum_j \alpha_j PPENDUM_{i,t-j} + \delta X_{it} + \gamma + (\sigma_i + \varepsilon_{it})$$

Burada *i* ülkeyi, *t* yılı ifade etmektedir. *DSAVRATE_{it}* yurtiçi tasarruf oranını, *PPENDUM_{it}* reform kukla değişkenini, *X_{it}* literatürde genel kabul görmüş tasarruf oranının belirleyicilerini, γ yıl kukla değişkenlerini, σ_i ülke spesifik etkileri ve ε_{it} hata terimini göstermektedir.

Sabit etkiler yönteminde bağımlı değişkenin gecikmeli değeri kullanıldığında sonuçlar yanlış olabilmektedir. Ancak, veri setinde zaman (*T*) boyutunun uzun ve yatay kesit (*N*) boyutunun kısa olduğu durumda bu yöntemin oldukça yüksek performans sergilediği ve Arellano ve Bond (1991)’da önerilen fark-GMM tahminlerinden daha etkin sonuçlar elde edildiği Judson ve Owen (1999) çalışmasında ileri sürülmüştür. Veri setimizin uzun zaman boyutuna ve kısa yatay kesit boyutuna sahip olmasından dolayı çalışmada temel olarak sabit etkiler yöntemiyle yapılan tahminlere yer verilmiştir. Ayrıca, bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin açıklayıcı değişken olarak kullanılmasının yarattığı yanlışlığı ve muhtemel içsel bağlantı sorununu dikkate

⁶ Türkiye’de 1988 yılında Çalışanları Tasarrufa Teşvik Hesabı (*ÇTTH*) altında zorunlu tasarruf yapmayı öngören ve kamu tarafından idare edilen bir fon oluşturulmuştur. Ancak, özellikle işverenlerin katkı paylarını düzenli olarak ödememeleri ve fon yönetiminin profesyonelce yapılmaması sonucunda, söz konusu fon için yapılan kesintiler 2000 yılında durdurulmuş ve daha sonra birikimler hak sahiplerine dağıtılmıştır.

almak üzere sistem-GMM yöntemiyle de tahminler tekrarlanmıştır.⁷ Bu tahminlerde, enstrüman olarak yer alan değişkenlerin ikinci gecikmeli değerleri kullanılmıştır.⁸ Bu yaklaşım, Anderson ve Hsiao (1981) tarafından önerilen değişkenlerin birinci gecikmeli değerlerini enstrüman olarak kullanan iki aşamalı tahmin yöntemiyle benzerlik arz etmektedir.⁹

Tablo 1: Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelerde Emeklilik Reformu ve Tasarruf Oranları

	Reform Tarihi	Reform Öncesi Ort. Tasarruf Oranı (%)	Reform Sonrası Ort. Tasarruf Oranı (%)	Açıklama
Arjantin	1994	23.2	22.1	Kamu PAYGO emeklilik sistemine ek olarak zorunlu özel emeklilik sistemi getirilmiştir.
Bolivya	1997	14.1	15.9	Kamu PAYGO emeklilik sistemi kaldırılarak zorunlu özel emeklilik sistemine geçilmiştir.
Brezilya	1977	20.1	20.3	Kamu PAYGO emeklilik sistemine ek olarak zorunlu özel emeklilik sistemi getirilmiştir.
Bulgaristan	2002	23.6	15.1	Kamu PAYGO emeklilik sistemine ek olarak zorunlu özel emeklilik sistemi getirilmiştir.
Şili	1980	17.1	24.8	Kamu PAYGO emeklilik sistemine ek olarak zorunlu özel emeklilik sistemi getirilmiştir.
Kolombiya	1994	19.7	17.2	Kamu PAYGO emeklilik sistemine ek olarak zorunlu özel emeklilik sistemi getirilmiştir.
Kosta Rika	1995	15.2	17.9	Kamu PAYGO emeklilik sistemine ek olarak 1994'te gönüllü özel emeklilik ve 2000'de zorunlu özel emeklilik sistemi getirilmiştir.
Hırvatistan	2002	13.0	21.1	Kamu PAYGO emeklilik sistemine ek olarak zorunlu özel emeklilik sistemi getirilmiştir.
Çek Cumh.	1994	28.4	27.6	Kamu PAYGO emeklilik sistemine ek olarak gönüllü özel emeklilik sistemi getirilmiştir.
Estonya	1998	23.1	25.4	1998 yılında uygulamaya konan kamu PAYGO ve gönüllü özel emeklilik sistemlerine ek olarak 2002'de zorunlu özel emeklilik sistemi getirilmiştir.
Macaristan	1994	28.0	23.0	Kamu PAYGO emeklilik sistemine ek olarak 1994'te gönüllü özel emeklilik ve 1998 yılında zorunlu özel emeklilik sistemi getirilmiştir.
G. Kore	1994	22.4	33.3	Kamu PAYGO emeklilik sistemine ek olarak gönüllü özel emeklilik sistemi getirilmiştir.
Malezya	1991	26.6	41.7	Kamu PAYGO emeklilik sistemine ek olarak zorunlu özel emeklilik sisteminde reform yapılmıştır.
Meksika	1997	21.1	22.5	Kamu PAYGO emeklilik sistemi kaldırılarak zorunlu ve gönüllü özel emeklilik sistemine geçilmiştir.
Peru	1993	24.7	21.2	Kamu PAYGO emeklilik sistemine ek olarak zorunlu özel emeklilik sistemi getirilmiştir.
Polonya	1998	25.0	18.7	Kamu PAYGO emeklilik sistemine ek olarak zorunlu ve gönüllü özel emeklilik sistemi getirilmiştir.
Rusya	1992	33.9	32.1	Kamu PAYGO emeklilik sistemine ek olarak zorunlu özel emeklilik sistemi getirilmiştir.
Slovakya	2005	25.1	23.6	Kamu PAYGO emeklilik sistemine ek olarak zorunlu özel emeklilik sistemi getirilmiştir.
Tayland	1998	25.2	32.2	Kamu PAYGO emeklilik sistemine ek olarak zorunlu ve gönüllü özel emeklilik sistemi getirilmiştir.
Türkiye	2003	21.1	15.4	Kamu PAYGO emeklilik sistemine ek olarak gönüllü özel emeklilik sistemi getirilmiştir.
Uruguay	1996	17.5	16.4	Kamu PAYG emeklilik sistemine ek olarak zorunlu özel emeklilik sistemi getirilmiştir.
ORTALAMA		22.3	23.2	

Kaynak: Tapia, W. (2008), World Development Indicators ve kendi hesaplamalarımız.

⁷ Tahmin yöntemiyle ilgili ayrıntılar için Arellano ve Bond (1991), Arellano ve Bover (1995), Blundell ve Bond (2008) ve Bond (2002)'e bakılabilir.

⁸ Bağımlı değişkenin birinci gecikmeli değeri açıklayıcı değişken olarak kullanılmasından dolayı enstrüman olarak değişkenlerin ikinci gecikmeli değerleri kullanılmıştır.

⁹ Hakemin tahmin yöntemiyle ilgili önerileri için teşekkürlerimizi sunarız.

Ekonometrik tahminler, verisi düzenli olan 16 ülke kapsanarak 1970-2010 dönemi için gerçekleştirilmiştir. Bazı ülkelerde gözlem kayıpları olduğu için veriler dengeli olmayan panel (unbalanced panel) yapısına sahiptir. Tablo 1’de yer alan 21 gelişmekte olan ülkeler arasından Rusya, Slovakya, Çek Cumhuriyeti, Estonya ve Hırvatistan çıkartılarak tahminler yapılmıştır. Ülke seçiminde reform tarihi itibarıyla denklemde yer alan değişkenlerin zaman serisinin reform öncesi dönemi de kapsamış olması dikkate alınmıştır. Ayrıca, daha az sayıda açıklayıcı değişkenle 21 ülkenin verilerinin kullanıldığı tahminler de gerçekleştirilmiştir.

Baz denklemde, yurtiçi tasarruf oranının belirleyicileri olarak yurtiçi tasarruf oranının birinci gecikmeli değeri, kişi başı Gayri Safi Yurtiçi Hasıla büyümesi (*GDPPCG*), ABD doları cinsinden kişi başı Gayri Safi Yurtiçi Hasıla’nın logaritması (*LGDPPC*), genç ve yaşlı bağımlılık oranları (*YDEP* ve *ODEP*), geniş para arzının *GSYH*’ya oranı (*M2GDP*), *GSYH* defletöründeki değişim (*GDPDEFINF*), iç piyasaya açılan kredilerin *GSYH*’ye oranı (*DCRDGDP*), şehirleşme oranı (*URPOP*) şeklinde temel değişkenler ile *PPENDUM* kukla değişkenin gecikmeli değerleri kullanılmıştır. Ayrıca, reel faiz oranlarının (*RINTR*) kullanıldığı tahminlere de yer verilmiştir.¹⁰ Ampirik analizde kullanılan değişkenlere ait seriler Dünya Bankası World Development Indicators veri tabanından alınmıştır. Ek’te, Ek-Tablo 1’de tahminlerde kullanılan değişkenlere ait temel istatistikler ve Ek-Tablo 2’de korelasyon katsayıları verilmiştir.

Sabit-etkiler modeli (within group estimation) baz alınarak yapılan tahminler Tablo 2’de ve sistem-GMM ile yapılan tahminler Tablo 3’te verilmiştir. Tabloların ilk yedi kolonunda verilen tahmin sonuçları baz denklemde yer alan açıklayıcı değişkenlerin yanı sıra sırasıyla birden yediye kadar olmak üzere *PPENDUM* kukla değişkeninin gecikmeleri bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Tablolarda *PPENDUM* değişkenine ait ilgili sütun numarasına kadar gecikmelerin istatistiksel olarak toplulaştırılmış değerleri verilmiştir.¹¹ Tabloların sekizinci kolonunda ise reel faiz oranları bağımsız değişken olarak eklenmiş ve bu denklemde kukla değişkeninin birden yediye kadar gecikmeleri kullanılmıştır.

Baz denklemin tahmin sonuçları, gelişmekte olan ülkelerde yapılan ve daha ziyade zorunlu özel emeklilik sistemine geçişi sağlayan sosyal güvenlik reformlarının gecikmeli olarak yurtiçi tasarruf oranlarını artırıcı yönde etkilediğini ortaya koymaktadır. Başka bir ifadeyle, kukla değişkeninin (*PPENDUM*) katsayısının, gecikme sayısı ile birlikte önemli ölçüde arttığı ve

¹⁰ Loayza, Schmidt-Hebbel, and Servén (2000) ve Hevia (2010) tasarrufların belirleyicileriyle ilgili ayrıntılı bir çerçeve sunmaktadır.

¹¹ Stata programında “lincom” komutu kullanılarak ilgili denklemlerde *PPENDUM*’a ait toplulaştırılmış katsayılar ve standart t-istatistikleri hesaplanmıştır.

istatistiksel olarak sıfırdan farklı olduğu tahmin edilmiştir. Yapılan tahminler, her iki yöntemde de özel emeklilik reformunun yurtiçi tasarruf oranları üzerindeki olumlu etkisinin, reformu takip eden yedinci yılda en yüksek düzeyine çıktığını ve daha sonraki yıllarda etkinin giderek zayıfladığını ortaya koymaktadır. Sabit etkiler modeli tahminlerine göre, baz denklemde *PPENDUM* değişkeninin katsayısı yedinci yılda 1,45 iken, sistem-GMM tahminlerine göre söz konusu katsayı 1,47’dir.

Tablo 2: Sabit Etkiler ile Tahmin Sonuçları (16 ülke)
Bağımlı değişken: Yurtiçi tasarruf oranı (%)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>DSAVRATE_{i,t-1}</i>	0,666 (20,50)***	0,652 (20,43)***	0,668 (20,29)***	0,651 (19,62)***	0,639 (19,39)***	0,691 (21,45)***	0,700 (21,27)***	0,666 (18,05)***
<i>LGDP<i>PC</i>_{it}</i>	4,865 (4,35)***	5,256 (4,79)***	4,936 (4,43)***	5,264 (4,69)***	5,582 (5,06)***	4,669 (4,42)***	4,382 (4,06)***	6,246 (4,25)***
<i>GDPPC<i>G</i>_{it}</i>	0,079 (2,26)**	0,077 (2,25)**	0,084 (2,45)**	0,073 (2,12)**	0,072 (2,11)**	0,082 (2,57)**	0,070 (2,18)**	0,059 (1,72)*
<i>YDEP_{it}</i>	0,022 (0,30)	-0,018 (0,25)	0,002 (0,03)	0,014 (0,18)	0,071 (0,89)	-0,002 (0,03)	0,031 (0,39)	0,078 (0,89)
<i>ODEP_{it}</i>	-0,973 (3,74)***	-1,193 (4,59)***	-1,057 (3,93)***	-1,103 (4,01)***	-1,015 (3,71)***	-1,085 (4,15)***	-0,961 (3,58)***	-1,296 (4,25)***
<i>M2GDP_{it}</i>	0,000 (0,00)	0,001 (0,04)	-0,001 (0,04)	-0,002 (0,11)	0,002 (0,11)	0,005 (0,37)	-0,001 (0,08)	-0,006 (0,35)
<i>CRDGDP_{it}</i>	0,010 (0,96)	0,009 (0,85)	0,010 (0,96)	0,008 (0,80)	0,010 (0,98)	0,009 (0,96)	0,012 (1,26)	0,008 (0,77)
<i>GDPDEFIN<i>F</i>_{it}</i>	-0,000 (0,09)	-0,000 (0,05)	-0,000 (0,12)	-0,000 (0,13)	-0,000 (0,18)	-0,000 (0,55)	-0,000 (0,69)	-0,000 (0,52)
<i>URPOP_{it}</i>	-0,073 (1,74)*	-0,080 (1,89)*	-0,086 (1,98)**	-0,079 (1,79)*	-0,080 (1,81)*	-0,089 (2,09)**	-0,086 (1,97)**	-0,130 (2,44)**
<i>RINTR_{it}</i>								0,001 (0,14)
<i>PPENDUM_{i,t,j}</i>	0,412 (0,82)	0,710 (1,37)	0,823 (1,49)	0,965 (1,64)*	0,961 (1,58)	1,391 (2,29)**	1,450 (2,25)**	1,393 (1,78)*
<i>CONS</i>	-24,880 (2,78)***	-20,159 (2,35)**	-19,183 (2,21)**	-21,843 (2,49)**	-26,676 (3,08)***	-20,587 (2,43)**	-17,183 (2,01)**	-27,353 (2,56)**
<i>R²</i>	0,70	0,71	0,71	0,70	0,71	0,75	0,75	0,75
<i>Gözlem sayısı</i>	597	585	572	559	546	533	520	444

Parantez içindekiler standart *t* değerleridir.

* Yüzde 10 önemlilik derecesi; ** yüzde 5 önemlilik derecesi; *** yüzde 1 önemlilik derecesini göstermektedir.

Değişkenlerin ilgili ülkenin ortalamasından sapması alınarak (within group estimator) tahminler yapılmıştır. Değişken varyans ve çoklu bağlantı sorunlarını dikkate alan “robust” tahmin sonuçları rapor edilmiştir.

Tablo’nun ilk yedi kolonunda verilen tahmin sonuçları baz denklemde yer alan açıklayıcı değişkenlerin yanı sıra sırasıyla birden yediye kadar olmak üzere *PPENDUM* kukla değişkeninin gecikmeleri bağımsız değişken olarak kullanılmıştır.

Tablo’nun sekizinci kolonunda ise reel faiz oranları bağımsız değişken olarak eklenmiş ve bu denklemde kukla değişkeninin birden yediye kadar gecikmeleri kullanılmıştır. *PPENDUM* değişkenine ait ilgili sütun numarasına kadar gecikmelerin istatistiksel olarak toplulaştırılmış katsayıları verilmiştir.

Baz denklemi tahmin sonuçları literatürdeki bulgularla tutarlı olarak, kişi başına *GSYH* ve kişi başına *GSYH*’daki büyümenin tasarruf oranını artırıcı, yaşlı bağımlılık ve şehirleşme oranlarının tasarruf oranını düşürücü etkide bulunduğunu göstermektedir. Literatürdeki bulgulara paralel olarak, yaşlı bağımlılık oranının tasarrufları düşürücü etkisinin oldukça yüksek olduğu tahmin edilmiştir. Buna karşın genç bağımlılık oranının tasarruf oranları üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı gözlenmiştir. Ayrıca, gecikmeli tasarruf oranı katsayısının istatistiksel olarak sıfırdan farklı olduğu tahmin edilmiştir. Bu durum tasarruf oranında belirgin bir ataletin olduğuna işaret etmektedir. Şehirleşme oranındaki artışın tasarruf

oranlarını düşürdüğü yöndeki bulgu, şehirleşmeyle birlikte gelirlerdeki belirsizliğin kısmen de olsa ortadan kalkması ve dolayısıyla özellikle ihtiyat güdüsüyle tasarruf isteğinin azalması şeklinde yorumlanabilir. Finansal sistemin derinliğini yansıtan değişkenler ve enflasyon oranın katsayılarının genellikle istatistiksel olarak sıfırdan farklı olmadığı tahmin edilmiştir. Reel faiz oranının katsayısının istatistiksel olarak anlamlı olmadığı gözlenmiştir. Tablo 3'te sunulan sistem-GMM'de de benzer tahmin sonuçları elde edilmiştir.

Tablo 3: Sistem GMM ile Tahmin Sonuçları (16 ülke)
Bağımlı değişken: Yurtiçi tasarruf oranı (%)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>DSAVRATE_{it-1}</i>	0,660 (9,62)***	0,645 (8,45)***	0,661 (10,36)***	0,644 (10,30)***	0,633 (9,68)***	0,684 (17,09)***	0,694 (16,23)***	0,664 (11,87)***
<i>LGDP<i>PC</i>_{it}</i>	5,023 (3,53)***	5,342 (3,48)***	5,046 (3,87)***	5,352 (4,21)***	5,566 (4,36)***	4,485 (3,85)***	4,390 (3,45)***	6,094 (2,61)**
<i>GDPPC<i>G</i>_{it}</i>	0,079 (1,59)	0,074 (1,45)	0,081 (1,62)	0,071 (1,45)	0,070 (1,51)	0,082 (1,64)	0,069 (1,42)	0,061 (1,14)
<i>YDEP_{it}</i>	0,002 (0,04)	-0,037 (0,62)	-0,017 (0,30)	-0,006 (0,10)	0,048 (0,48)	-0,028 (0,31)	0,012 (0,17)	0,072 (0,83)
<i>ODEP_{it}</i>	-1,120 (4,11)***	-1,295 (3,69)***	-1,164 (4,48)***	-1,209 (4,99)***	-1,104 (4,10)***	-1,139 (4,74)***	-1,037 (4,57)***	-1,292 (4,28)***
<i>M2GDP_{it}</i>	-0,003 (0,21)	-0,004 (0,26)	-0,005 (0,35)	-0,006 (0,39)	-0,001 (0,06)	0,004 (0,32)	-0,004 (0,23)	-0,004 (0,20)
<i>CRDGD<i>P</i>_{it}</i>	0,013 (1,15)	0,011 (0,92)	0,012 (1,04)	0,010 (0,88)	0,012 (0,90)	0,011 (0,87)	0,013 (1,04)	0,009 (0,48)
<i>GDPDEFIN<i>F</i>_{it}</i>	-0,000 (0,05)	0,000 (0,02)	-0,000 (0,11)	-0,000 (0,11)	-0,000 (0,16)	-0,000 (0,70)	-0,000 (0,95)	-0,000 (0,63)
<i>URPOP_{it}</i>	-0,093 (2,09)*	-0,090 (2,35)**	-0,097 (3,13)***	-0,090 (2,96)***	-0,088 (3,01)***	-0,092 (2,83)**	-0,093 (2,75)**	-0,127 (2,78)**
<i>RINTR_{it}</i>								0,001 (0,19)
<i>PPENDUM_{i,t-j}</i>	0,399 (0,96)	0,701 (1,62)	0,817 (2,03)*	0,965 (2,1)*	0,973 (1,74)*	1,423 (2,49)**	1,474 (2,57)**	1,369 (1,35)
<i>m₁ (p value)</i>	0,009	0,006	0,006	0,003	0,001	0,000	0,000	0,001
<i>m₂ (p value)</i>	0,31	0,43	0,68	0,94	0,50	0,23	0,17	0,81
<i>Hansen test (p value)</i>	0,98	0,97	0,99	0,98	0,96	0,97	0,96	0,98
<i>N</i>	578	566	553	540	527	514	501	426

Parantez içindekiler standart *t* değerleridir.

* Yüzde 10 önemlilik derecesi; ** yüzde 5 önemlilik derecesi; *** yüzde 1 önemlilik derecesini göstermektedir.

Açıklayıcı değişkenlerin ikinci gecikmeleri enstrüman değişken olarak kullanılmıştır. İkinci derece otokorelasyon testi baz alındığında (m_2), otokorelasyonun olmadığı hipotezi rededilmemektedir. Ayrıca, Hansen testine göre, kullanılan enstrümanların geçerli olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Tablo'nun ilk yedi kolonunda verilen tahmin sonuçları baz denklemde yer alan açıklayıcı değişkenlerin yanı sıra sırasıyla birden yediye kadar olmak üzere *PPENDUM* kukla değişkeninin gecikmeleri bağımsız değişken olarak kullanılmıştır.

Tablo'nun sekizinci kolonunda ise reel faiz oranları bağımsız değişken olarak eklenmiş ve bu denklemde kukla değişkeninin birden yediye kadar gecikmeleri kullanılmıştır. *PPENDUM* değişkenine ait ilgili sütün numarasına kadar gecikmelerin istatistiksel olarak toplulaştırılmış katsayıları verilmiştir.

Yukarıda da vurgulandığı üzere, tahminlerde kullanılan değişkenlerin bir kısmının tahmin dönemi boyunca ve ülkeler bazında yeterli derecede rapor edilmemesinden dolayı eksik gözlem sorunları ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, ele alınan her ülkede zaman serisi yeterince uzun olan (reform tarihinin öncesinde yeterince gözlemi olan) daha az sayıda bağımsız değişken kullanılarak daha fazla sayıda ülkenin kapsandığı (21 ülke) tahminlerin sabit etkiler modeli sonuçları Tablo 5'te verilmiştir. Bu tahminlerde yurtiçi tasarruf oranının belirleyicileri olarak yurtiçi tasarruf oranının birinci gecikmeli değeri, kişi başı Gayri Safi Yurtiçi Hasıla büyümesi

(*GDPPCG*), ABD doları cinsinden kişi başı Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'nın logaritması (*LGDPPC*), genç ve yaşlı bağımlılık oranları (*YDEP* ve *ODEP*), şehirleşme oranı (*URPOP*) ile *PPENDUM* kukla değişkenin gecikmeli değerleri kullanılmıştır. Bu tahminlerde de, reformların yurtiçi tasarrufları pozitif yönde etkilediği sonucu elde edilmiştir. Başka bir ifadeyle, reformdan sonraki yedinci yılda reformların etkisi 1,35 puana kadar çıkabilmektedir.

Tablo 5: Sabit Etkiler ile Tahmin Sonuçlar (21 ülke)
Bağımlı değişken: Yurtiçi tasarruf oranı (%)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>DSAVRATE</i> _{<i>i,t-1</i>}	0,681 (24,59)***	0,669 (24,47)***	0,680 (24,23)***	0,666 (23,57)***	0,657 (23,24)***	0,688 (24,61)***	0,689 (24,31)***
<i>LGDPPC</i> _{<i>it</i>}	4,384 (4,97)***	4,649 (5,30)***	4,572 (5,10)***	4,808 (5,29)***	5,255 (5,78)***	4,717 (5,27)***	4,539 (4,94)***
<i>GDPPCG</i> _{<i>it</i>}	0,082 (2,89)***	0,082 (2,96)***	0,085 (3,06)***	0,080 (2,84)***	0,075 (2,71)***	0,080 (3,00)***	0,069 (2,57)**
<i>YDEP</i> _{<i>it</i>}	-0,005 (0,08)	-0,031 (0,44)	-0,002 (0,03)	0,021 (0,27)	0,071 (0,93)	0,018 (0,24)	0,051 (0,63)
<i>ODEP</i> _{<i>it</i>}	-0,786 (3,85)***	-0,898 (4,42)***	-0,806 (3,89)***	-0,812 (3,87)***	-0,753 (3,61)***	-0,781 (3,87)***	-0,705 (3,46)***
<i>URPOP</i> _{<i>it</i>}	-0,004 (0,11)	-0,005 (0,12)	-0,013 (0,33)	-0,005 (0,13)	-0,003 (0,08)	-0,013 (0,32)	-0,010 (0,25)
<i>PPENDUM</i> _{<i>i,t-i</i>}	0,345 (0,77)	0,686 (1,47)	0,757 (1,52)	0,909 (1,71)*	0,950 (1,70)*	1,417 (2,48)**	1,610 (2,63)***
<i>CONS</i>	-23,558 (3,07)***	-21,685 (2,79)***	-22,659 (2,88)***	-22,728 (2,83)***	-31,635 (3,92)***	-24,958 (3,12)***	-25,289 (3,10)***
<i>R</i> ²	0,69	0,70	0,70	0,69	0,70	0,72	0,72
<i>N</i>	725	712	698	684	670	656	642

Parantez içindekiler standart *t* değerleridir.

* Yüzde 10 önemlilik derecesi; ** yüzde 5 önemlilik derecesi; *** yüzde 1 önemlilik derecesini göstermektedir.

Tablo'nun ilk yedi kolonunda verilen tahmin sonuçları baz denklemde yer alan açıklayıcı değişkenlerin yanı sıra sırasıyla birden yediye kadar olmak üzere *PPENDUM* kukla değişkeninin gecikmeleri bağımsız değişken olarak kullanılmıştır.

PPENDUM değişkenine ait ilgili sütun numarasına kadar gecikmelerin istatistiksel olarak toplulaştırılmış katsayıları verilmiştir.

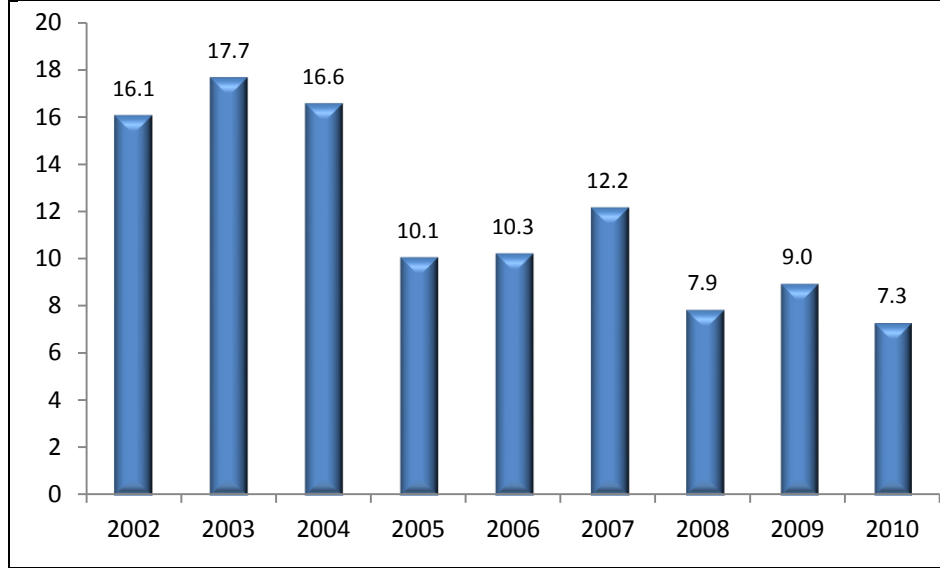
4. Türkiye'de Bireysel Emeklilik Sistemi: Mevcut Durum, Sorunlar ve Geleceği¹²

Diğer birçok gelişmekte olan ülkenin aksine Türkiye'de zorunlu özel emeklilik sistemi mevcut olmayıp, 2003 yılında vergi indirimi teşviğine dayalı gönüllü özel emeklilik sistemi uygulamaya konmuştur. Ancak, söz konusu sisteme katılım düşüktür ve fon birikimi sınırlı miktardadır. Türkiye'de yüksek sosyal güvenlik açıkları, bütçede en önemli harcama kalemi olmaya devam etmekte ve bu durum gerek ekonominin genel dengesi gerekse de emeklilik sistemi açısından risk oluşturmaktadır. Diğer yandan, yüksek sosyal güvenlik primleri işgücü piyasasında maliyetleri artırmak suretiyle kayıt dışı istihdamın yüksek düzeylerde oluşmasına yol açmaktadır. Düşük gelirli ve kayıt dışı çalışan kesimlerde emeklilik birikimleri sınırlı olmakta ve bu durum yaşlı insanlar arasında yoksulluğun yaygınlaşmasına neden olmaktadır. Nitekim, hanehalkı tasarruf oranı son yıllarda belirgin olarak düşmüş sosyal koruma sisteminde

¹² Bu not bireysel emeklilik şirketleri tarafından işletilen fonlarla ilgili değerlendirmeleri içermektedir. Yaygın olmamakla birlikte kurumların bünyesindeki emeklilik planlarına (sandıklar) değinilmemiştir.

risklerin ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır (Grafik 1).¹³ Yaygın kamu emeklilik sistemi ve yeterince gelişmemiş özel emeklilik sistemi; hanehalkının tasarruf eğilimini, sermaye piyasalarının gelişimini ve dolayısıyla sermaye birikim sürecini de olumsuz etkilemektedir.

Grafik 1: Hanehalkı Tasarruf Oranları (yüzde)



Kaynak: TÜİK

Türkiye’de sosyal güvenlik sistemine destek ve hanehalkı tasarruflarını artırmak üzere uygulanmakta olan mevcut BES’in geliştirilmesi yönünde yeni kanun çıkarılmıştır. Aşağıda mevcut BES ve yeni BES’i değerlendiren analizlere yer verilmiştir.

Türkiye’de Özel Bireysel Emeklilik Sisteminin Mevcut Durumu

27 Ekim 2003 tarihinde faaliyete başlayan bireysel emeklilik sisteminde 2011 yılı sonunda toplam fon büyüklüğü bir önceki yıla göre yüzde 19 artarak 14,3 milyar TL’ye, katılımcı sayısı ise bir önceki yıla göre yüzde 16 artış ile 2 milyon 642 bin kişiye ulaşmıştır (Grafik 2). Buna göre, yıl sonu verileri ele alındığında 2005-2011 döneminde toplam fon büyüklüğündeki ortalama yıllık artış oranı yüzde 29,1 olarak gerçekleşmiştir.

Halihazırda yürürlükte olan BES’e katılımı teşvik eden temel mekanizma vergi indirimidir. Ancak, katılımcıların mevcut durumda sadece yaklaşık yüzde 35’inin bu teşvikten yararlandığı görülmektedir.¹⁴ Teşvik sistemine göre, katılımcılar ödedikleri katkı paylarını brüt ücretlerinin veya beyan ettikleri gelirin yüzde 10’unu aşmamak kaydı ile vergi matrahından

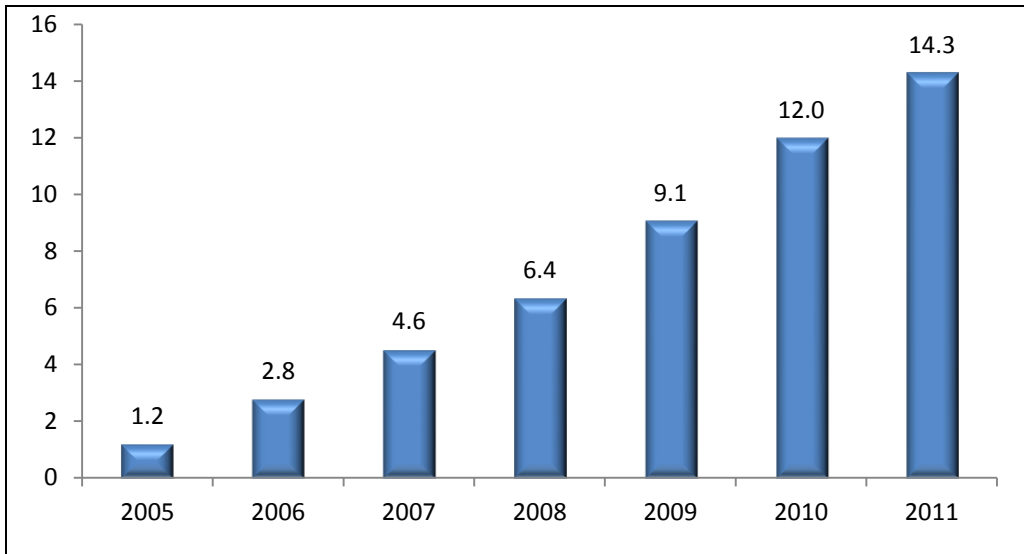
¹³ Dünya Bankası Türkiye Raporu (2012) Türkiye’de yurtiçi tasarruf oranının düşmesinin nedenlerine yönelik analizler içermektedir. Şahinöz, Özmen ve Yalçın (2012) şirket tasarruflarına yönelik ayrıntılı analizlere yer vermektedir.

¹⁴ Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu 2011. Raporda ayrıca vergi avantajından faydalanmayanların bu haktan faydalanmama/faydalanamama sebepleri anketlere dayalı olarak ayrıntılı olarak sunulmaktadır.

indirebilmektedir. Ancak, bu şekilde yapılabilecek yıllık toplam indirim miktarı en fazla brüt asgari ücret kadar olabilmektedir. Diğer bir önemli teşvik de, emeklilik yatırım fonlarının sağladığı getirilerin sistemde kalındığı sürece stopaj kesintisinden muaf olmasıdır.

Diğer yandan, yatırımcı riski açısından değerlendirildiğinde, sistemdeki fonlara herhangi bir devlet garantisi verilmesi söz konusu değildir. Ancak, emeklilik şirketlerinin faaliyetleri Hazine Müsteşarlığı (Hazine) ve fon bünyesindeki portföy yöneticilerinin faaliyetleri ise Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından denetlenmektedir. Fonların hesap ve işlemleri ayrıca zorunlu bağımsız dış denetime tabidir.

Grafik 2: Yıl Sonları İtibarıyla BES Fon Büyüklüğü (Milyar TL)



Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi

Mevcut durumda sistemde en az 10 yıl kalarak (10 yıl süreyle katkı payı ödeyerek) ve 56 yaşını tamamlayarak emekliliğe hak kazanılabilmektedir. Bireysel emeklilik sisteminden emeklilik hakkı kazanılması durumunda, toplam birikim üzerinden, emeklilere yönelik vergi muafiyetleri de dikkate alındığında yüzde 3,75 oranında stopaj kesintisi yapılmaktadır. Daha sonra katılımcıya birikimlerini toplu olarak veya periyodik maaş ödemesi şeklinde alma tercihi sunulmaktadır.

Emeklilik hakkı kazanmadan sistemden çıkılması durumunda toplam birikimden yapılacak stopaj kesintisi şu şekilde düzenlenmiştir:¹⁵

¹⁵ Stopajın 2012 yılında geriye doğru geçerli olmak üzere toplam birikim yerine getiri üzerinden kesilmesi uygulamasına geçilmiştir.

- 10 yıl süre ile katkı payı ödemedi sistemden ayrılan katılımcı için yüzde 15,
- En az 10 yıl süre ile katkı payı ödeyen ancak 56 yaşını tamamlamadan ayrılan katılımcı için yüzde 10'dur.

Bireysel emeklilik sisteminin büyümesinde kamunun sağladığı teşviklerin yanında fonların işletim maliyetleri de önemli rol oynamaktadır. Katılımcının maliyetleri temel olarak yönetim gideri ve fon işletim giderinden oluşmaktadır. Ödenilen katkı payı yönetim gideri düşüldükten sonra yatırıma yönlendirilmektedir. Yönetim gideri kesintisi yüzde 8'i geçmemek kaydıyla emeklilik şirketleri tarafından serbestçe belirlenebilmektedir. BES'in başladığı tarihten 2011 yılı dâhil ortalama yönetim gideri kesintisi yüzde 4 olarak gerçekleşmiştir.¹⁶ Fon işletim gideri ise fon işletim maliyetlerini karşılamak üzere net varlık değeri üzerinden günlük olarak alınmaktadır. Azami oran günlük yüzde on (yıllık yüzde 3.7) seviyesindedir ve emeklilik şirketleri tarafından bu oranı aşmamak kaydıyla serbestçe belirlenmektedir.¹⁷ Emeklilik Gözetim Merkezi web-sitesinde yer alan fon bazında işletim gideri verilerine göre, 2011 yıl sonu itibarıyla fon işletim gideri kesintisinin medyan değeri yüzde 2,01 seviyesinde gerçekleşmiştir. Ayrıca, Emeklilik Gözetim Merkezi verilerine göre emeklilik şirketlerinin TL cinsi kamu borçlanma senetlerine yatırım yapan fonlarının net varlık değerine göre ağırlıklandırılmış ortalama fon işletim gideri kesintisi 2011 yıl sonu itibarıyla yaklaşık yüzde 2,3 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Türkiye'de finansal varlıklar yapısı itibarıyla mevduat ağırlıklıdır. Nitekim, BES çerçevesinde yapılan birikimlerin hanehalkının toplam finansal varlıkları içindeki payının henüz önemli bir büyüklüğe ulaşmadığı görülmektedir (Tablo 5).

BES'te değerlendirilen fonların büyük çoğunluğu kamu borçlanma araçlarına yönlendirilmiş durumdadır. Bunları hisse senedi ve ters-repo'ya yönlendirilmiş fonlar takip etmektedir. Kıymetli madenlere, türev enstrümanlara, Türk şirket tahvillerine ve varlığa dayalı menkul kıymetlere yapılan yatırımlar "diğer" başlığı altında sınıflandırılmıştır (Tablo 6).

¹⁶ Yönetim giderinin ortalama değeri Emeklilik Gözetim Merkezi web-sitesinden alınmıştır.

¹⁷ Bu makale hakemlik sürecindeyken Resmi Gazetenin 9 Kasım 2012 sayısında Hazine Müsteşarlığı tarafından hazırlanan yönetmeliğe göre, azami fon işletim gideri kesintisinde indirimle gidilmiştir. Aynı yönetmelikte azami fon işletim gideri kesintisi, fonun yatırım yaptığı varlıklara göre de farklılaştırılmıştır. Azami düzeyleri belirlenen kesinti oranlarının ağırlıklı ortalaması bu çalışmada belirtilen başa baş kesinti oranının altında tespit edilmiştir. Buna göre, azami oranlar, likit fonlar için yıllık yüzde 1,09; borçlanma senetleri, kıymetli madenler ve endeks fonları için yıllık yüzde 1,91 ile hisse senedi ve diğer fonlar için yıllık yüzde 2,28 olarak belirlenmiştir.

Tablo 5: 30.03.2012 itibarıyla Gerçek Kişilerin Portföy Değerleri¹⁸

Yatırım Aracı	Miktar (Milyon TL)	Pay (Yüzde)
TL Mevduat	271.669	55,6
YP Mevduat ve Kıymetli Maden Hesabı	122.511	25,1
Hisse Senedi	35.797	7,3
Menkul Kıymet Yatırım Fonu	25.643	5,2
Emeklilik Yatırım Fonu	15.838	3,2
Özel Sektör Borçlanma Araçları	7.028	1,4
TL Kamu Borçlanma Senedi	6.220	1,3
Eurobond	3.787	0,8

Kaynak: Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK), Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), TCMB, SPK

BES'in performansını belirleyen faktörlerin başında getiri yer almaktadır. Tablo 7, fon kategorileri bazında ağırlıklı ortalama yıllık getirileri göstermektedir. Buna göre, sadece devlet iç borçlanma senetlerinden oluşan fonun ağırlığı 2011 yılında yüzde 50,4 düzeyindedir. Buna karşın, hisse senedi, devlet borçlanma senetlerini ve diğer yatırım araçlarını da içeren "esnek" fonun ağırlığı yüzde 26,8'dir.

Tablo 6: 2011 Yıl Sonu İtibarıyla Toplam Fonların Yatırım Araçlarına Dağılımı

Yatırım Türü	Miktar (Milyon TL)	Pay (Yüzde)
Kamu Borçlanma Senedi	8.691,2	60,8
Hisse Senedi	1.730,5	12,1
Ters-Repo	1.691,9	11,8
Yabancı Menkul Kıymet	121,6	0,9
Diğer(*)	2.068,0	14,5
Toplam	14.303,2	100,0

Kaynak: SPK

(*) Bu kalem altında ağırlıklı olarak menkul kıymet yatırım fonları yer almaktadır. Bu durum dikkate alındığında kamu borçlanma senetlerinin ağırlığı daha da artabilecektir.

Dönem boyunca BES kamu borçlanma senetleri fonlarının bileşik getirisi, Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) getirisinin gerisinde kalmıştır (Tablo 7). DİBS getirileri ile BES'teki kamu borçlanma senetlerine dayalı fonların getirileri yıllar itibarıyla karşılaştırılırken BES fonlarında oluşan sermaye kayıp ve kazançlarını dikkate alan bir düzeltme yapılamamıştır. Fonlardaki senetlerin vade yapısının bilinmemesi bunun en önemli nedenidir. Örneğin, 2009 yılında BES kamu borçlanma fonu sermaye kazancından dolayı o yılki DİBS getirisinden daha yüksek bir getiri sağlamıştır. Buna karşın, 2011 yılında faiz oranlarında önemli bir değişim olmadığı için kayda değer bir sermaye kaybı/kazancı çıkmadığı halde BES kamu borçlanma fonunun sağladığı getiri DİBS getirisine kıyasla oldukça düşük düzeyde gerçekleşmiştir. Sermaye kayıp

¹⁸ Varant, Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK), Yabancı Yatırım Fonları, Serbest Yatırım Fonları, VOB'da gerçek kişilere ait hesaplarda yer alan miktarlar göz ardı edilebilecek kadar küçük oldukları için raporlanmamıştır.

ve kazancı olmayan likit fonların getirisinin her yıl DİBS getirisinin altında olduğu görülmektedir. Bu farkın bir kısmının vade farkına (getiri eğrisinin eğimine) atfedilebileceği düşünülmektedir. Diğer yandan, ağırlığı düşük olan BES kapsamındaki hisse senedi fonlarının getirisinin, belirtilen dönemde İMKB 100 endeksi getirisinden sınırlı düzeyde de olsa daha iyi bir performans sergilediği görülmektedir (Tablo 7).

BES'e katılımı yaygınlaştırmak, yurtiçi tasarrufların artmasına katkı sağlamak üzere BES teşvik sisteminde 2013 yılı başında yürürlüğe giren bir değişikliğe gidilmiştir. Buna göre, vergi indiriminin tamamıyla kaldırılarak ödenen primlere yüzde 25 oranında devlet katkı payı verilmesi ve ayrı bir hesapta izlenen devlet katkı payının Hazine Müsteşarlığı'nca (Hazine) belirlenen yatırım araçlarına yönlendirilmesi söz konusu olmuştur. Katılımcıya ödenebilecek azami yıllık devlet katkısı tutarının, yıllık brüt asgari ücretin yüzde 25'i ile sınırlı olması kararlaştırılmıştır.

Tablo 7: Emeklilik Fonlarının Grup Bazında Getirileri ve Alternatif Getiriler

	2007	2008	2009	2010	2011	Fon Grubu Ağırlığı 2011
Kamu Borçlanma (TL)	18,73	15,47	17,38	7,97	3,29	50,38
Likit	16,75	15,93	8,80	5,53	6,09	9,50
Esnek	22,55	-0,18	31,55	10,95	-7,05	26,82
Dengeli	23,06	-8,13	43,67	11,84	-5,31	1,58
Hisse Senedi	35,60	-43,63	93,71	24,45	-23,59	6,29
Kamu Borçlanma (YP)	-8,03	27,80	12,20	7,97	18,43	4,73
Uluslararası	-7,34	23,32	2,44	3,65	18,56	0,69
Toplam	18,40	9,51	21,57	9,20	-0,99	100,00
Kamu Borçlanma Senedi(*)	16,87	19,12	11,63	8,35	8,66	
İMKB 100 Endeksi	41,98	-51,63	96,64	24,95	-22,33	

Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi, İMKB, TCMB.

(*) Extended Nelson Siegl yöntemiyle tahmin edilen iki yıllık Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) getiri ortalamasıdır.

Ayrıca, işverenler tarafından ücretliler adına bireysel emeklilik sistemine ödenen ve vergi matrahının tespitinde dikkate alınan katkı paylarının toplamı, ödemenin yapıldığı ayda elde edilen ücretin en fazla yüzde 15'i ve yıllık olarak yıllık brüt asgari ücretle sınırlandırılması kararlaştırılmıştır. Söz konusu oran, eski BES'te, ödemenin yapıldığı ayda elde edilen ücretin en fazla yüzde 10'u düzeyinde olup toplam vergi indirimi (çalışan ve işveren katkısı) kapsamında yer almaktaydı. Bu uygulama işverenlerin çalışanları için emeklilik planları oluşturmaları için ek bir teşvik getirmiştir. Mevcutta işverenlerin çalışanları için yapmış oldukları katkıların toplam içindeki payı yüzde 4 civarındadır. Sağlanan ek teşviğin bu oranı artırabileceği düşünülmektedir.

Yeni BES'te üç yıl veya daha önce sistemden çıkan katılımcı devlet katkı payından faydalanamazken; devlet katkı payından üçüncü yılın sonunda yüzde 15'lik, altıncı yılın sonunda yüzde 35'lik, onuncu yılın sonunda ise yüzde 60'lık kısmından faydalanılması ve emeklilikte devlet katkı payının tamamından katılımcının yararlanması mümkün olabilmektedir.

Yeni sistemle getirilen bir diğer değişiklik de mevcut sistemde emeklilik veya sistemden çıkış halinde toplam fon varlığı üzerine uygulanan stopaj kesintisinin sadece getiri üzerinden yapılacak olmasıdır. Yeni sistemde uygulanacak stopaj kesintisi oranları mevcut sistemdekine yakın düzeylerde belirlenmiştir. Buna göre, stopaj kesintisi 10 yıldan daha kısa sürede sistemden çıkılması durumunda yüzde 15, katılımcının 10 yıl ve üzeri sürede sistemden ayrılması durumunda yüzde 10 ve emeklilik halinde yüzde 5 olarak uygulanacaktır. Ayrıca, stopaj oranlarının Bakanlar Kurulu kararıyla değişmesi mümkün olabilmektedir.

Türkiye’de Özel Bireysel Emeklilik Sisteminin Değerlendirilmesi

Bu bölümde mevcut BES'in sunduğu teşviklerin katılımcılara getirisiyle ilgili değerlendirme yapılacaktır. Yeni teşvik sistemi çerçevesinde de benzer analizlere yer verilecektir. Ayrıca, sisteme girmeyen yatırımcıların sağladıkları getiri de karşılaştırmalı olarak sunulacaktır.

Aşağıda ayrıntıları verilen varsayımlara dayanılarak, belirlenen dönemlerde sağlanan getirilere ilişkin çeşitli senaryolar oluşturulmuştur. Bu çerçevede, incelenen dönemlerdeki toplam birikimler mevcut BES katılımcıları, yeni sistem katılımcıları ve sistem dışında yer alan yatırımcılar bazında hesaplanmıştır.

Analizlerdeki varsayımlar şu şekildedir:

- BES katılımcılarının ve sistem dışındaki yatırımcıların TL cinsi Hazine kağıtlarına yatırım yaptığı ve yıllık basit yüzde 8 getiri sağladığı varsayılmıştır.¹⁹
- Yeni sistemde getirilen devlet katkı payı yüzde 25 olarak alınmıştır. Hazine tarafından yatırıma yönlendirilecek olan bu fonların getirisinin de yüzde 8 olduğu varsayılmıştır. Ayrıca, Hazine tarafından yatırıma yönlendirilen fonlardan yönetim gideri ve fon işletim gideri kesintisi yapılmamaktadır.

¹⁹ Tablo 6'da yer aldığı şekilde emeklilik yatırım fonlarında yer alan önemli miktardaki yatırım kamu borçlanma senetlerine yönlendirilmiş durumdadır. Varsayımlarımızda yer alan getiri piyasadaki kısa vadeli kamu borçlanma senetlerinin getirisine yakın tutulmuştur. Ayrıca, fon yöneticilerinin veya bireylerin bağımsız olarak yaptıkları yatırımlardan sağladıkları getirilerin birbirlerinden önemli ölçüde farklı olmadığından hareketle, hesaplamalarda basitliği sağlamak adına fonlardaki getiri oranları eşit alınmıştır.

- Yönetim gideri kesintisi yüzde 4 olarak alınmış ve katılımcıdan giriş aidatı tahsil edilmediği varsayılmıştır.²⁰
- Mevcut BES'te katılımcılar her ay sonunda sisteme 1 TL yatırmaktadır. Ancak, mevcut durumda katılımcı vergi oranına göre indirim tabi olmakta ve elde edilen vergi indiriminin bireysel emeklilik planında yer alan yatırım fonlarına benzer araçlarda değerlendirdiği ve yıllık yüzde 8 oranında nemalandığı varsayılmıştır. Bu durumda, emeklilik planındaki işletim maliyetleri ödenmemiş, ancak Hazine kağıtlarının getirisinden yıllık olarak yüzde 10 stopaj kesintisi uygulanmıştır.
- Sistem dışında yer alan yatırımcının fonunu değerlendirdiği Hazine kağıtlarının getirisine yıllık olarak yüzde 10 stopaj kesintisi uygulanmıştır.
- Mevcut sistemde ayrılan katılımcı bütün fon değeri (net varlık) üzerinden stopaj öderken, yeni sistemde yer alan katılımcının mevcut sistemde uygulanan oranlarda getiri üzerinden stopaj kesintisi yapıldığı varsayılmıştır.²¹
- Sistemdeki katılımcıların 20 yıl sonunda emekli olacağı varsayılmıştır.
- Mevcut ve yeni BES sistemi için oluşturulan senaryolarda ortalama fon işletim gideri kesintisi yüzde 2,3 olarak alınmıştır.

Yukarıdaki varsayımlar geçerli olmak üzere, mevcut sistemle ilgili iki birikim senaryosu Tablo 8 ve Tablo 9'da verilmiştir. Birinci senaryo, ortalama kamu çalışanının vergi matrahı tutarı baz alınarak oluşturulmuştur. Türkiye'de Ocak 2012 itibarıyla kamu çalışanlarının (memur ve işçi) vergiye tabi ortalama aylık gelirlerinin 1.200 TL civarında olduğu tahmin edilmiştir. Bu gelir düzeyinde kamu çalışanlarının ortalama gelir vergisi oranı yüzde 17 olarak hesaplanmış ve bu çerçevede yapılan birikim senaryosu Tablo 8'de sunulmuştur. Bu senaryo, Türkiye'de ortalama gelir düzeyini yansıması açısından önemlidir.²² İkinci senaryo, ortalama gelir vergisi yüzde 30,5 olan katılımcılar için yapılmıştır (Tablo 9). Bu senaryoda kullanılan ortalama gelir vergisi oranı aynı zamanda, yaklaşık olarak mevcut BES sistemi çerçevesinde vergi indiriminden faydalanan katılımcının emeklilik durumundaki birikimi ile yeni BES'teki emeklilik durumundaki birikimini eşitleyen orandır.

²⁰ Bazı grup sigortalarında yönetim gideri kesintisi de tahsil edilmemektedir.

²¹ Daha önce de belirtildiği üzere, 2012 yılında geriye dönük olarak mevcut sistemden çıkan katılımcılar için stopaj kesintisinin net varlık (birikim) yerine getiriden yapılması kararlaştırılmıştır. Getiri tahminlerimizde bu değişiklik dikkate alınmamıştır.

²² Kamu kesiminde çalışan memurların gelirlerinin önemli bir kısmı vergiden muaf olup hesaplamalarda sadece vergiye tabi gelirler dikkate alınmıştır.

Tablo 8: Mevcut BES Sistemi - Vergi oranı yüzde 17 olan katılımcının durumu

Çıkış Zamanı (YIL)	2	3	5	6	10	Emeklilik
Gelirler						
Kişisel Fon Büyüklüğü	23,79	36,35	62,96	77,08	139,91	358,83
Gelir Vergisi Avantajı	4,26	6,63	11,89	14,81	28,74	86,37
Devlet Katkısı	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Toplam Fon Büyüklüğü	28,05	42,97	74,85	91,88	168,65	445,20
Giderler						
Çıkış veya Emeklilikte Stopaj Kesintisi	3,59	5,49	9,52	11,66	14,19	14,08
Erken Çıkışta Devlet Katkı Kesintisi	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Çıkışta veya Emeklilikte Ele Geçen Fon Miktarı						
	24,46	37,49	65,33	80,23	154,46	431,12

Tablo 9: Mevcut BES Sistemi-Ortalama vergi oranı yüzde 30,5 olan katılımcının durumu

Çıkış Zamanı (YIL)	2	3	5	6	10	Emeklilik
Gelirler						
Kişisel Fon Büyüklüğü	23.79	36.35	62.96	77.08	139.91	358.83
Gelir Vergisi Avantajı	7.69	11.96	21.46	26.73	51.88	155.90
Devlet Katkısı	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Toplam Fon Büyüklüğü	31.47	48.31	84.42	103.81	191.78	514.73
Giderler						
Çıkış veya Emeklilikte Stopaj Kesintisi	3.60	5.52	9.58	11.74	14.35	14,59
Erken Çıkışta Devlet Katkı Kesintisi	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Çıkışta veya Emeklilikte Ele Geçen Fon Miktarı						
	27.87	42.79	74.84	92.07	177.43	500,14

Mevcut BES için yapılan hesaplamalardan sonra, yeni BES için de benzer bir analiz yapılmış ve sonuçlara Tablo 10’da yer verilmiştir. Ayrıca, BES çerçevesinde yapılan birikim projeksiyonlarının, BES’e girmeyen temsili bir yatırımcının toplam birikimiyle karşılaştırılması amacıyla da bir senaryo oluşturulmuş ve Tablo 11’de sunulmuştur.

Tablo 10: Yeni BES Sistemi

Çıkış Zamanı (YIL)	2	3	5	6	10	Emeklilik
Gelirler						
Kişisel Fon Büyüklüğü	23,79	36,35	62,96	77,08	139,91	358,83
Gelir Vergisi Avantajı	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Devlet Katkısı	6,48	10,13	18,37	23,01	45,74	147,26
Toplam Fon Büyüklüğü	30,27	46,48	81,33	100,08	185,64	506,09
Giderler						
Çıkış veya Emeklilikte Stopaj Kesintisi	0,00	0,05	0,44	0,76	1,99	5,94
Erken Çıkışta Devlet Katkı Kesintisi	6,48	8,61	15,61	14,95	18,29	0,00
Çıkışta veya Emeklilikte Ele Geçen Fon Miktarı						
	23,79	37,82	65,27	84,37	165,36	500,14

Tablo 8-10'dan çıkan sonuç, ortalama gelir vergisi oranı yüzde 30,5 altında olan katılımcıların yeni BES sisteminde daha avantajlı bir konuma geldiği, yüksek gelir vergisi diliminde olan katılımcıların ise mevcut sisteme oranla daha düşük bir fon birikimine ulaştıkları yönündedir. Düşük vergi diliminde olan veya vergi indirimi teşviğinden yararlanmayan katılımcılar için yeni sistem daha yüksek bir fon büyüklüğüne ulaşılmasına imkan tanımaktadır. Bu anlamda yeni sistemin katılımcı tabanını nispeten düşük gelir grubunda yer alan katılımcılar lehine genişletebileceği, buna karşın görece yüksek gelir grubunda yer alan katılımcıları caydırabileceği düşünülmektedir. Nitekim, emeklilikte elde edilecek fon birikimi açısından bakıldığında yıllık ortalama vergi oranı yüzde 30,5 üzerinde olan katılımcılar yeni sistemde emekli olmaları durumunda daha düşük nihai birikim elde edecekleri hesaplanmıştır. Ancak, yeni sistemde yüksek gelir grubu için potansiyel bir avantaj sunulmuştur. Şöyle ki, mevcut sistemde katılımcılar kendileri ve bakmakla yükümlü oldukları aile fertleri için toplamda yıllık brüt asgari ücretle sınırlı bir vergi indiriminden faydalanabilirken, yeni sistemde aile bireylerinin her biri bağımsız olarak yıllık brüt asgari ücretle sınırlı devlet katkı payından yararlanabilmektedir.

Tablo 10 ve Tablo 11 karşılaştırıldığında, yeni BES'in sunduğu teşviğin yatırımcıları sisteme girmeye ikna edecek düzeyde olmadığı görülmektedir. Nitekim, yeni BES'te oluşan birikimler her dönem sistem dışındaki yatırımcının elde ettiği birikimlerin altında gerçekleşmektedir. Burada da fon işletim giderleri kritik bir parametre olarak ortaya çıkmaktadır. Tablo 12'de yeni BES'te katılımcıyı caydırmayacak en yüksek fon işletim gideri olan yüzde 2'ye göre hesaplanmış toplam fon büyüklükleri vadeler bazında sunulmaktadır. Bu hesaplamada

emeklilikte ulaşılan fon büyüklüğü, Tablo 11’de yer alan emeklilikte ulaşılan fon büyüklüğüyle aynı seviyededir. Bu çalışma hakem sürecindeyken azami fon işletim gideri kesintilerinde bir miktar indirimle gidilmiş ve fonların ağırlıklı ortalaması olarak yüzde 2’nin altında belirlenmiştir. Söz konusu yeni uygulamaya karşın, bu oranın ima ettiği maliyetler uluslararası düzeylerinin oldukça üzerindedir.

Tablo 11: Sistem Dışındaki Yatırımcı

Çıkış Zamanı (YIL)	2	3	5	6	10	Emeklilik
Gelirler						
Kişisel Fon Büyüklüğü	25,85	40,21	72,11	89,80	285,80	523,62
Gelir Vergisi Avantajı	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Devlet Katkısı	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Toplam Fon Büyüklüğü	25,85	40,21	72,11	89,80	285,80	523,62
Giderler						
Çıkış veya Emeklilikte Stopaj Kesintisi	0,14	0,25	0,49	0,62	2,07	3,83
Erken Çıkışta Devlet Katkı Kesintisi	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Çıkışta veya Emeklilikte Ele Geçen Fon Miktarı						
	25,70	39,96	71,62	89,18	283,73	519,79

Tablo 12: Yeni Sistem-Yıllık Fon İşletim Giderinin yüzde 2 Seviyesine Düşmesi

Çıkış Zamanı (YIL)	2	3	5	6	10	Emeklilik
Gelirler						
Kişisel Fon Büyüklüğü	23,91	36,63	63,77	78,27	143,54	377,70
Gelir Vergisi Avantajı	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Devlet Katkısı	6,48	10,13	18,37	23,01	45,74	147,26
Toplam Fon Büyüklüğü	30,39	46,76	82,14	101,28	189,27	524,95
Giderler						
Çıkış veya Emeklilikte Stopaj Kesintisi	0,00	0,09	0,57	0,94	2,35	6,97
Erken Çıkışta Devlet Katkı Kesintisi	6,48	8,61	15,61	14,95	18,29	0,00
Çıkışta veya Emeklilikte Ele Geçen Fon Miktarı						
	23,91	38,05	65,96	85,38	168,63	519,79

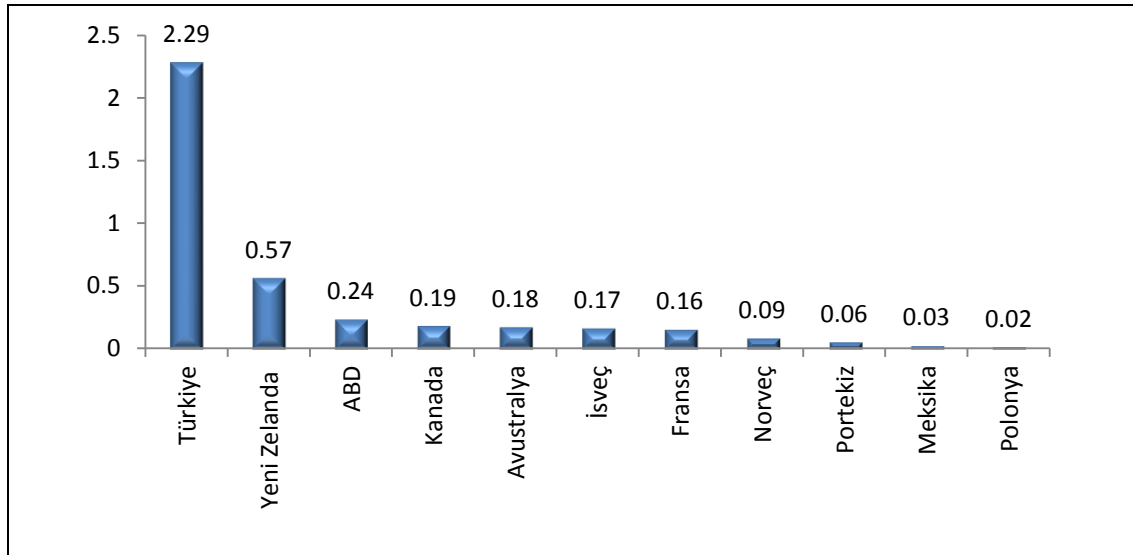
Tablo 13’de, senaryo analizleri daha analitik bir çerçeveye oturtulmuş olup yeni BES’te emeklilik esnasında toplam fonların temel parametrelere esnekliği hesaplanmıştır. Esneklikler ele alınan parametrelerde yüzde 1’lik bir değişimin emeklilik aşamasında fonlarda oluşturacağı yüzde değişimi göstermektedir. Örneğin, devlet katkı payının yüzde 25’den yüzde 27,5 oranına (yüzde 10’luk bir değişim) çıktığında, toplam fon büyüklüğü 501,63 TL’den 531,0 TL’ye yükselmektedir. Bu değişim, yüzde 0,29 esnekliğe denk gelmektedir. Ayrıca, fon işletim ücretindeki yüzde 10’luk bir artışın (yüzde 2,3’den yüzde 2,53) emeklilik aşamasında fon büyüklüğünü yüzde 3,1 azalttığı ve 501,63 TL’den 486,08 TL’ye düşürdüğü hesaplanmıştır.

Tablo 13: Yeni Sistemde Toplam Fonların Çeşitli Parametrelere Esnekliği

Değişken	Mevcut Parametre	Esneklik
Devlet Katkı Payı Oranı (%)	25,00	0,29
Fon İşletim Gideri Kesintisi (%)	2,30	-0,31
Yönetim Gideri Kesintisi (%)	4,00	-0,03

Tablo 13’de toplam fon büyüklüğünün fon işletim giderine ve devlet katkı payına olan duyarlılığının yüksek olduğu gözlenmektedir. Fon işletim gideri kesintisinin yüksek seviyelerde olması sistemin cazibesini önemli ölçüde azaltabilmektedir. Nitekim, Türkiye’de fon işletim maliyetlerinin toplam emeklilik fon büyüklüğüne oranının diğer ülkelerdekinden önemli ölçüde yüksek olduğu Grafik 3’te görülmektedir.

Grafik 3: Fon İşletim Maliyetinin Toplam Emeklilik Fonlarına Oranı (2009)

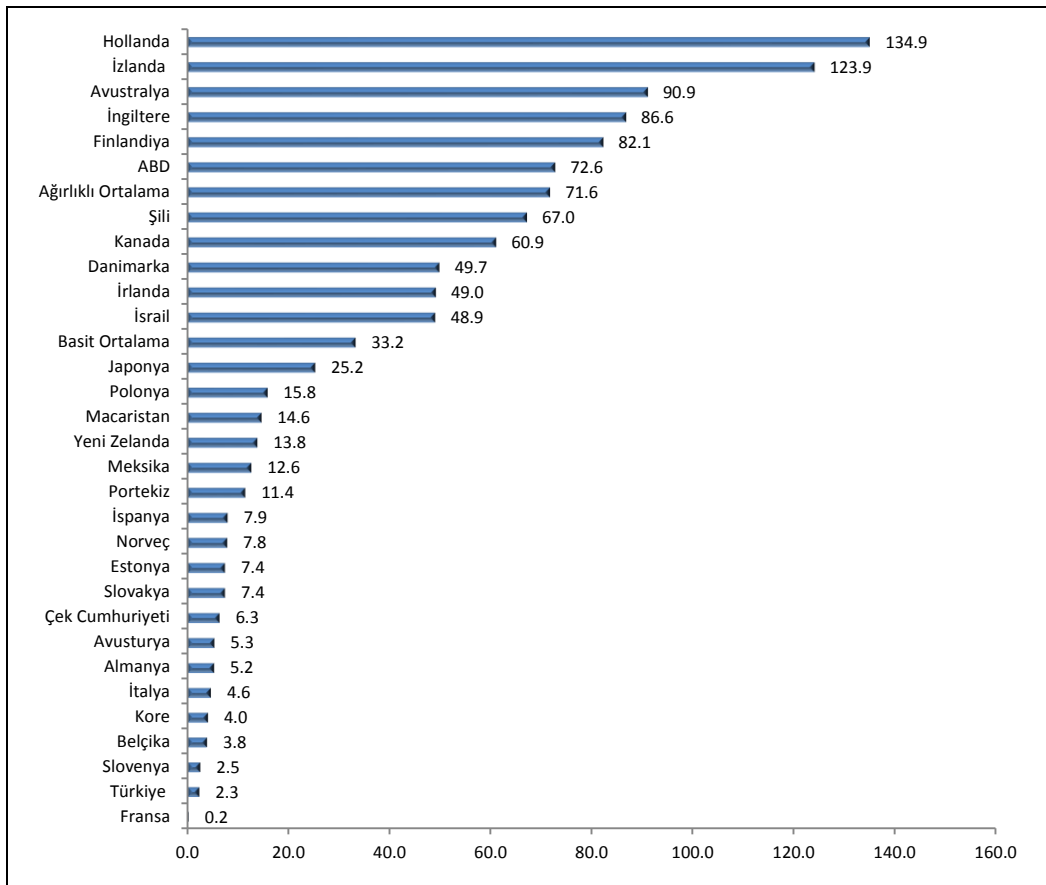


Kaynak: Dalla (2011)

Üst limitleri düzenleyici ve denetleyici otorite tarafından belirlenen yönetim gideri ve fon işletim gideri kesintilerinin enflasyon ve faiz oranlarının yüksek olduğu bir dönemde (2003 yılı) sırasıyla yüzde 8 ve yüzde 3,7 olarak belirlenmiş olması, üst sınırın oldukça altında olmakla birlikte emeklilik şirketleri tarafından kesintilerin nispeten yüksek tutulmasına zemin hazırlamıştır. Ayrıca, emeklilik fonlarının küçük ölçekli olması yüksek fon işletim gideri kesintisi yapılmasının en önemli sebeplerinden biri olarak ileri sürülmektedir. Nitekim, Türkiye’de BES’in de içinde olduğu özel emeklilik fon büyüklüğünün GSYH’ya oranı diğer birçok ülkeye kıyasla oldukça düşük seviyede olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 4). Ancak, şirket düzeyinde bakıldığında Türkiye’de emeklilik fon büyüklüğünün şirketlerin karlılığıyla

doğrudan ilintili olmadığı şirket gelir-gider tablolarından izlenmektedir (Tablo 14).²³ Örneğin, sektörün en büyüğü olan Anadolu Hayat 2011 yılında bireysel emeklilik faaliyetlerinden 113,8 milyon TL teknik gelir elde ederken, gelir-gider dengesi sıfır düzeyinde gerçekleşmiştir. Buna karşın, Yapı Kredi Emeklilik, bireysel emeklilik faaliyetlerinden daha düşük bir teknik gelirle daha yüksek bir kar seviyesi yakalamıştır. Bu durum, sektörün en büyüğü konumunda bulunan Anadolu Hayat'ın daha yüksek fon işletim gideri kesintisi ihtiyacını doğurmaktadır. Burada, fon işletim gideri kesintisinin düşürülmesinde kritik değişken faaliyet giderleri (personel, yönetim, pazarlama ve satış, araştırma ve geliştirme, dışardan sağlanan hizmetler) olarak karşımıza çıkmaktadır. Tabloda verilen şirketlerde 2011 yılında faaliyet gelirlerinin fon işletim gelirlerinden oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, portföy yönetim şirketlerine fon işletim bedeli olarak ödenen tutarlar faaliyet giderlerine kıyasla oldukça düşüktür. Bu gözlemler, şirketlerin faaliyet giderlerinde etkinliği artırıcı yönde girişimlerde bulunmaları gereğine işaret etmektedir.

Grafik 4: Özel Emeklilik Fonlarının GSYH'ya Oranı (2010)



Kaynak: OECD Pension Market in Focus, Issue 8

²³ Tabloda sunulan dört şirket BES 2010 fon büyüklüğünün yüzde 73'ünü oluşturmaktadır.

Tablo 14: Önde Gelen Emeklilik Şirketlerinin Emeklilik Teknik Dengeleri (Milyon TL)

	Anadolu Hayat		AvivaSa		Garanti		Yapı Kredi	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Emeklilik Teknik Gid.	95,2	113,8	93,5	111,1	67,6	85,6	63,3	77,5
Fon İşletim Gelirleri	55,6	70,1	53,6	66,9	29,7	40,1	31,5	40,6
Yönetim Gideri Kes.	23,5	29,1	23,4	28,3	16,6	20,9	20,5	23,0
Giriş Aidatı Gelirleri	15,7	14,3	16,4	15,8	21,3	24,6	9,2	12,3
Diğer Teknik Gelirler	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	2,2	1,7
Emeklilik Teknik Gid.	82,0	113,8	42,4	106,5	35,9	58,1	55,4	57,0
Fon İşletim Giderleri	11,4	12,2	6,6	9,4	4,8	7,5	7,9	10,2
Faaliyet Giderleri	69,8	100,2	32,5	92,6	25,7	43,5	43,0	43,3
Diğer Teknik Giderler	0,9	1,4	3,3	4,5	5,4	7,1	4,5	3,6
Emeklilik Dengesi	13,1	0,0	51,1	4,6	31,6	27,5	7,9	20,5

Kaynak: Şirket Faaliyet Raporları

BES'te fon işletim ve yönetim gideri kesintilerinin yüksek olması, özellikle faaliyet giderlerinde etkinlik sağlayan şirketlerin karlılığını artırmaktadır. Bu çerçevede, başlıca emeklilik şirketlerinin özkaynak kârlılığını incelemek yerinde olacaktır. Tablo 15'de, Anadolu Hayat Emeklilik (AHE), Garanti Emeklilik (Garanti) Yapı Kredi Emeklilik (Yapı Kredi) ve Avivasa Bireysel Emeklilik (Avivasa) şirketlerinin özkaynak kârlılıkları sunulmaktadır.

Ele alınan emeklilik şirketlerinin hepsinin bağlı bulunduğu grupta mevduat bankası bulunmaktadır. Tablo 15'den de görüldüğü üzere, 2010 yılında emeklilik şirketlerinin özkaynak karlılıklarının aynı grupta yer alan bankalarınkine kıyasla önemli ölçüde düşük seviyede olmadığı, özellikle Garanti Emeklilik şirketinin karlılığının oldukça yüksek olduğu görülmektedir. 2010 yılı grup bankalarına ait özkaynak karlılığı için grup bazında her hücrede parantez içinde gösterilmektedir. Bankalara kıyasla daha az oranda risk taşıyan emeklilik şirketlerinin bankalar düzeyinde kâr oranlarına sahip olması yüksek işletim kesintilerinin varlığını açıklayan diğer bir önemli faktör olduğu düşünülmektedir.²⁴ Başka bir ifadeyle, her ne kadar emeklilik fonlarının ekonominin büyüklüğüne oranı diğer ülkelerinkine kıyasla daha düşük olsa da, şirketlerin yüksek kâr marjıyla çalışması da fon işletim giderlerinin yüksek seviyelerde belirlenmesinde önemli bir etken olduğu düşünülmektedir. Ancak, emeklilik şirketlerinin kârlılığı değerlendirilirken aynı zamanda hayat, işsizlik ve ferdi kaza sigortası gibi farklı branşları da kapsadığı hususu göz önüne alınmalıdır. 2011 yılında söz konusu şirketlerin bireysel emeklilik faaliyetinin ağırlığının yüksek olduğu ve emeklilik faaliyetlerinden toplam alacaklarının toplam şirket varlıklarına oranının yüzde 68 düzeyinde olduğu hesaplanmıştır.

²⁴ Emeklilik yatırım şirketlerinin bankalardan daha az riskli bir ortamda buldukları savunulabilir. Zira, fon katılımcılarına belirli bir getiri garantisi sağlanmadığından fon portföyünde bulunan kredi riski ve piyasa riski katılımcılar tarafından taşınmaktadır.

Tablo 15’de yer alan rakamlar daha ayrıntılı veriye ulaşamadığından tüm ana faaliyet kollarından elde edilen toplam vergi öncesi karı içermektedir. Dolayısıyla, şirketlerin sadece bireysel emeklilik faaliyetinden elde ettiği kâr ile bu faaliyete tahsis ettikleri özsermaye oranı tabloda sunulan durumdan farklılık arz edebilecektir. Faaliyet bazında getiriler bilançolarda verilmekle birlikte, faaliyet bazında özkaynakları ayırtırmak mümkün olmamaktadır.

Yukarıdaki analizden çıkan temel sonuçlardan biri yüksek fon işletim maliyetlerinin bireylerin BES’e girmelerinde bir engel teşkil edebildiğidir. Türkiye’de yeni BES’in performansını etkileyebilecek diğer önemli faktörler arasında gelir düzeyi ve gelir dağılımı sayılabilir. Yukarıda da vurgulandığı üzere yeni BES, eski BES’e oranla kapsayıcı bir nitelik taşımaktadır. Yeni sistemde kamunun katkı payının doğrudan birikim hesabına yatırılmasının katılımı teşvik eden ve katılımcı tabanını genişleten bir etken olduğu düşünülmektedir.

Tablo 15: Vergi Öncesi Kâr/Özkaynaklar (yüzde)

	2007	2008	2009	2010
AHE	16,6	19,2	22,8	19,3 (20,9)
Garanti	55,7	52,1	40,9	38,2 (24,0)
Avivasa	-21,5	-15,6	17,8	26,12 (20,4)
Yapı Kredi	32,1	21,3	19,7	21,3 (24,4)

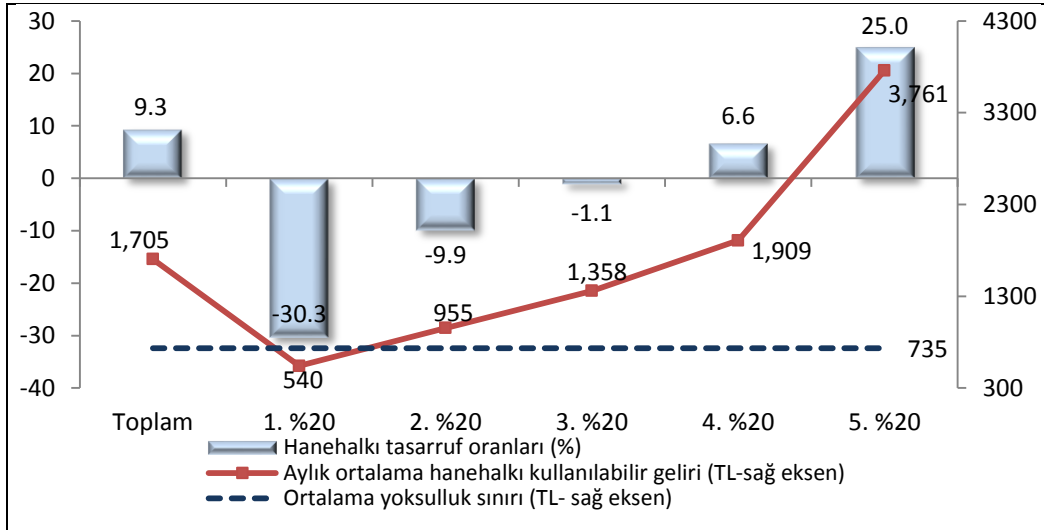
Kaynak: Şirket Faaliyet Raporları

Yeni BES, katılımcı tabanını genişletme konusunda önemli bir işlev görmekle birlikte ağırlığı sınırlı olsa da yüksek gelirli ve kayıtlı işlerde çalışan tasarruf eğilimi yüksek kesimlerin elde edecekleri avantajları, eski BES’e oranla, düşürmektedir. Ancak, kayıtlı ve sürekli işlerde çalışmayan kesimlerin yastık altı birikimlerinin finansal sisteme aktarılması ve bu kesimler açısından emeklilik kavramının yerleştirilmesi hususlarında mevcut sisteme kıyasla teşvik mekanizması daha net olan yeni BES önemli bir işlev görebilir. Bu anlamda, yeni sistemin finansal sistem dışındaki birikimlerin finansal sisteme aktarılması şeklinde tasarruf araçları arasında bir ikame yaratma potansiyeli de bulunmaktadır. Söz konusu ikame etkisi, faize duyarlı kesimlerin beklentilerini de dikkate alacak şekilde yatırım araçlarının çeşitlendirilmesiyle daha da belirgin olacaktır.

Diğer yandan, Yeni BES, daha düşük gelir grubunda yer alan bireyler ile kayıt dışı gelir elde edenlerin de sisteme girmesini teşvik eden bir yapıya sahip olsa da, hanelerin mevcut gelir düzeyi ve gelir dağılımı baz alındığında düşük gelirli bireylerin tasarruf yapabilecekleri bir

alandan yoksun olduklarını ima etmektedir. Nitekim, Hanehalkı Bütçe Anketi (HBA) gelir dilimleri bazında 2006-2010 dönemi için ortalama geliri ve tasarruf oranlarını gösteren Grafik 5'ten de gözlendiği üzere, Türkiye'de en düşük üç yüzde 20'lik (yüzde 60'lık) gelir diliminde yer alan hanelerin tasarrufları eksidir. Ayrıca, en düşük iki yüzde 20'lik gelir diliminde yer alan hanelerin yoksulluk sınırına oldukça yakın ortalama gelir elde ettikleri aynı grafikten gözlenmektedir. Buna ek olarak, söz konusu hanelerde bağımlılık oranı yüksek ve tasarruf eğilimi düşüktür. Dünya Bankası (2012) Türkiye'de işgücüne katılımın düşük olması hanelerde ortalama çalışan sayısının düşük olmasını beraberinde getirdiğini ortaya koymakta ve bu durumun hanelerde bağımlı nüfus oranının yüksek ve ortalama gelirin düşük olması sonucunu doğurduğunu dolayısıyla tasarruf eğilimini sınırlandırdığını ileri sürmektedir.

Grafik 5: Dilimler İtibarıyla Tasarruf Oranı ve Ortalama Gelir ile Yoksulluk Düzeyi (2006-2010 Dönemi Ortalaması)



Kaynak: TÜİK

5. Sonuç ve Değerlendirmeler

Türkiye'de 2000'li yıllarda yurtiçi tasarruf oranında belirgin düşüşler olmuş ve tasarruf-yatırım açığı önemli ölçüde artış sergilemiştir. Yurtiçi tasarruf oranındaki düşüş daha ziyade hanehalkı tasarruf oranındaki düşüşten kaynaklanmıştır (Dünya Bankası, 2012). Kamu mali dengesindeki belirgin düzelme özel kesim tasarruflarındaki düşüşü telafi edememiş ve tasarruf-yatırım açığı (cari işlemler açığı) hızla artmıştır. Söz konusu açığın kapanması, büyük ölçüde özel tasarrufların artmasını gerektirmektedir. Bu çerçevede, özellikle hanehalkı tasarruf oranının artırılması yönünde girişimlerde bulunulmuştur. Bunların başında mevcut bireysel emeklilik sisteminin kapsamını genişleterek fon birikimini teşvik etmek üzere Ocak 2013'de yürürlüğe giren bir kanun çıkarılmıştır.

Son çeyrek yüzyılda gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda da kamu tarafından sağlanan ve daha ziyade yeniden dağıtım işlevi gören “pay as you go” olarak adlandırılan mevcut emeklilik sistemlerine ek olarak emeklilikte gelir güvencesi sunan ve ağırlıklı olarak zorunlu olan özel emeklilik planları hayata geçirilmiştir. Özel emeklilik planlarının zorunlu olarak uygulandığı ülkelerde önemli birikimler sağlanmış ve uzun vadeli finansal kaynak yaratılmıştır.

Bu çalışmada, gelişmekte olan Türkiye dâhil 16 ülkede, sosyal güvenlik reformlarıyla birlikte getirilen özel emeklilik (zorunlu ve/veya gönüllü) uygulamalarının yurtiçi tasarruf oranlarına etkilerini test etmek üzere panel yöntemiyle ekonometrik tahminler yapılmıştır. Buna göre, özel emeklilik sisteminin benimsenmesiyle birlikte, yurtiçi tasarruf oranlarında artışın ortaya çıktığı ve artışın gecikmeli olarak 1,5 puana kadar çıkabildiği tahmin edilmiştir. Örnekleme yer alan ülkelerin büyük çoğunluğunun zorunlu özel emeklilik planlarına sahip olduğu gözlenmektedir. Dolayısıyla söz konusu etkinin daha ziyade özel zorunlu emeklilik sistemlerinin bulunduğu ülkeler için geçerli olduğu vurgulanmalıdır. Özel emeklilik sistemleri tasarruf oranlarını sınırlı oranda artırmakla birlikte, tasarrufların finansal sisteme aktarılabilmesi ve vadelerin uzatılabilmesi açısından önemli işlevler görmektedir.

Türkiye’de 2003 yılından beri uygulamada olan gönüllülük esasına dayalı BES hızlı bir büyüme sergilemekle birlikte BES çerçevesinde biriken fon büyüklüğü 2011 yılında GSYH’nın sadece yüzde 1,3’ü düzeyindedir. Bireysel emeklilik sisteminin başarılı olmasının önünde önemli engeller bulunmaktadır. Bunlardan en önemlisi yukarıda da vurgulandığı üzere BES’in işletim masraflarının dünyadaki seviyeler dikkate alındığında oldukça yüksek olmasıdır. Bu durum, sisteme girişi caydırdığı gibi sistemden çıkışı da teşvik etmektedir. Nitekim, analizlerimiz görece yüksek gelir diliminde yer alan katılımcıların bir süre sonra sistemden çıkmalarının optimal olduğunu göstermektedir. Bu noktada, ülkemizde katılımcıların üçte birinin üç yıl sonunda sistemden çıktıkları hususunun vurgulanması gereği ortadadır.

Türkiye’de fon işletim giderlerinin yüksek olmasında, büyük ölçüde yasal kesintilerin üst limitinin yüksek düzeyde belirlenmesi, şirketlerin yüksek faaliyet giderleriyle çalışması, şirketlerin yüksek özkaynak karlılığına sahip olmaları ve bireysel emeklilik kültürünün yerleşmemesinden kaynaklı ek maliyetlerin etkili olduğu düşünülmektedir. Türkiye’nin karşı karşıya kaldığı temel seçenek faaliyet giderlerinde etkinsizlik-yüksek fon işletim gideri kısır döngüsünü kırarak politikaların geliştirilmesidir. Bu bağlamda, mevcut sistemde fon işletim giderlerini düşürücü tedbirlerin alınması ve kurumsal yönetişimin etkinleştirilmesi temel politika seçenekleri olarak ortaya çıkmıştır. Söz konusu politikalar çerçevesinde fon yönetiminin önemli maliyet kalemlerinden olan dağıtım ve portföy yönetiminde etkinlik artırıcı

girişimlerde bulunulabilir. Özel emeklilik piyasasında rekabet ortamını geliştirecek ve emeklilik bilincinin yerleşmesini sağlayacak politikaların hayata geçirilmesi öncelikli konumdadır.

Türkiye, yeni BES çerçevesinde kolay anlaşılır ve geniş katılım sağlama potansiyeli olan bir teşvik sistemini gündeme getirmiş ve BES birikimlerinin daha hızlı büyümesi yönünde önemli bir adım atmıştır. Buna karşın, son yıllarda uygulanan fon işletim giderleri baz alındığında BES'e girmeyen yatırımcının dönem boyunca daha avantajlı olduğu yapılan hesaplamalarla ortaya konmuştur.

Bu çalışma hakem sürecindeyken, Resmi Gazetenin 9 Kasım 2012 sayısında yayınlanan yönetmelikle azami fon işletim gideri kesintisi fonlara göre farklılaştırılmış ve her fon grubunda farklı oranlarda indirimle gidilmiştir. Yapılan indirimin BES'in performansını olumlu etkilemesi beklenmekle birlikte söz konusu maliyetlerin uluslararası düzeydeki seviyelere çekilmesi sağlanan teşviklerin arzulan sonuca sağlaması açısından önem taşımaktadır. Sistemden çıkışlarda uygulanan stopaj kesintilerinin özellikle kısa vadelerde daha da yükseltilmesi fonların sistemde kalmasına ve ortalama vadesinin uzamasına imkân tanıyabilecektir.

Yukarıda da hesaplandığı üzere yüksek gelir diliminde yer alan kayıtlı çalışanlara sunulan teşvik azalmıştır. Dolayısıyla, bu durum toplam fon büyüklüğündeki artışa yönelik beklentilerde temkinli olunmasını gerektirmektedir. Diğer yandan, mevcut teşviklerin yastık altı birikimlerin finansal sisteme aktırılmasında önemli bir işlev göreceği düşünülmektedir. Bu çerçevede, finansal sistemde tasarrufları teşvik edici mevcut araçların etkinleştirilmesi ve yeni araçların hayata geçirilmesi önemini koruyan bir faktördür. Özellikle faize duyarlı kesimlerin finansal sisteme fon aktarmasına katkı sunmasını sağlayacak "kira sertifikası" gibi finansal araçları içeren yatırım fonlarının oluşturulması önem taşımaktadır.

Yapılan analizler, BES kapsamındaki fonların getirilerinin düşük olmasının da gerek mevcut BES çerçevesinde sağlanan vergi indirimi gerekse getirilen yeni teşviklerin bireysel emeklilik sistemine desteğini sınırladığını ortaya koymaktadır. Emeklilik yatırım fonlarında yer alan önemli miktardaki yatırım kamu borçlanma senetleri ile ters-repoya yönlendirilmiş durumdadır. Bu tip fonlarda sağlanan getirinin bireysel yatırımcıların kendilerinin sağladığı getirilerden önemli ölçüde ayrılmadığı gözlenmektedir. Buna karşın, ağırlığı görece düşük olan hisse senetlerine yönlendirilen fonların İMKB-100 endeksinin üzerinde bir getiri sağladığı görülmektedir. Bu çerçevede, özellikle ağırlığı yüksek olan fonların getirilerinin artırılması ve katılımcıların daha yüksek getiri sağlanan fonlara yönlendirilmesi BES'in performansını olumlu etkileyebilecek diğer önemli bir faktör olduğu düşünülmektedir.

Referanslar

- Anderson, T.W., Hsiao, C. (1981). "Estimation of dynamic models with error components". *Journal of the American Statistical Association* 76, 589–606.
- Antón, J, R. Muñoz de Bustillo, ve E.Macías (2011) "Supplementary pensions and saving: evidence from Spain" FUNCAS Working Paper No. 651
- Arellano, M. and S.R. Bond, 1991, "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and Application to Employment Equations", *Review of Economic Studies*, 58, 277-297.
- Arelanno, M. O. Bover (1995) "Another look at the instrumental variable estimation of error-components models" *Journal of Econometrics*, 1995, vol. 68, issue 1, pages 29-51
- Attanasio, O.P., Banks, J. ve Wakefield, M. (2004) "Effectiveness of Tax Incentives to Boost (Retirement) Saving: Theoretical Motivation and Empirical Evidence", *OECD Economic Studies*, Vol. 39, pp. 145-172.
- Attanasio, O. ve Rohwedder, S. (2003) "Pension Wealth and Household Saving: Evidence from Pension Reforms in the UK", *American Economic Review*, Vol. 93, No: 6, pp.1500-1521.
- Benjamin, Daniel J. (2003) "Does 401(k) eligibility increase saving?: Evidence from propensity score subclassification", *Journal of Public Economics* Vol. 87, Issues 5–6, May 2003, pp. 1259–1290
- Bernheim, D.B. (2002) "Taxation and Saving", in A.J. Auerbach and M. Feldstein (eds) *Handbook of Public Economics*, Vol. 3. North Holland. Amsterdam.
- Blundell, R. and S. Bond, 1998, Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models, *Journal of Econometrics* 87, 115-143.
- Bond, S., 2002, "Dynamic Panel Data Models: A Guide to Micro Data Methods and Practice" Cemmap Working Paper CWP 09/02, The Institute for Fiscal Studies.
- Bosworth, B. ve Burtless, G. (2004) "Pension Reform and Saving", *National Tax Journal*, Vol. 57, pp. 703-727.
- Börsch-Supan, A. (2004). "Mind the gap: the effectiveness of incentives to boost retirement saving in Europe", *OECD Economic Studies*, Vol. 39, pp. 111-144.
- Börsch-Supan, A., Reil-Held, A. ve Schunk, D. (2007) "The Savings Behaviour of German Households: First Experiences with State Promoted Private Pensions", *Çalışma Tebliği* No:136, Mannheim Research Institute for the Economics of Ageing.
- Corneo, G., Keese, M. ve Schröder, C. (2010) "The Effect of Saving Subsidies on Household Saving: Evidence from Germany", *Ruhr Economic Papers* No. 170, Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung, Ruhr-Universität Bochum, Universität Dortmund, Universität Duisburg-Essen.
- Dalla, I. (2011) "The Role of Financial Markets in Mobilizing Household Savings", *Background Paper for the World Bank Turkey Country Economic Memorandum*.
- Disney, R., C. Emmerson ve M. Wakefield (2010) "Tax Reform and Retirement Saving Incentives: Take-up of Stakeholder Pensions in The UK" *Economica*, Vol 77, pp. 213-233.

- Dünya Bankası (2012) World Development Indicators, <http://databank.worldbank.org/ddp/home.do>
- Dünya Bankası (2012) “Yüksek Büyümenin Sürdürülebilirliği: Yurtiçi Tasarrufların Rolü” Türkiye Ülke Raporu Ankara.
- Dünya Bankası (1994) Averting the Old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth, Washington DC.
- Emeklilik Gözetim Merkezi (2011) Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu 2011.
- Engen, E.M., Gale, W.G. ve Scholz, J.K. (1994) “Do Saving Incentives Work?”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, pp. 85-180.
- Fajnzylber, E. Ve G. Reyes (2012) “Knowledge, Information and retirement saving decisions: Evidence from a large scale intervention in Chile” http://www.econ.ucla.edu/alumniconf/Fajnzylber_2012.pdf.
- Goldman Sachs (2010) “Current Accounts and Demographics: The Road Ahead” *Global Economics Papers* No: 202.
- Guariglia, A. ve Markose, S. (2000) “Voluntary Contributions to Personal Pension Plans: Evidence from the British Household Panel Survey”, *Fiscal Studies*, Vol. 21, pp. 469-488.
- Hevia C. (2010), “Saving in Turkey: An International Comparison” Dünya Bankası Türkiye Ülke Raporu destek çalışması.
- Judson, R., Owen, A. (1999). “Estimating dynamic panel data models: A guide for macroeconomists”. *Economics Letters* 65, 9–15.
- Loayza N., Schmidt-Hebbel K., and Servén L. (2000) “What Drives Private Saving Across the World?” *The Review of Economics and Statistics*, LXXXII, 2, pp. 165-181.
- Lusardi, A. (2011) “Financial Literacy and the Shift From Defined Benefit to Defined Contribution Pension Plans” Chapter 5 in *Improving Financial Education Efficiency: OECD-Bank of Italy Symposium on Financial Literacy*.
- Munnell, A. (1976) “Private Pensions and Saving: New Evidence” *Journal of Political Economy*, Vol. 84, No. 5 pp. 1013-1032
- OECD (2009) “Pensions at a Glance 2009. Retirement-Income Systems in OECD Countries”, OECD, Paris.
- Pitt-Watson, D. (2011) “Tomorrow’s Investor” *Pensions*, Vol. 16, pp. 191-205.
- Rossi, M.C. (2009). ‘Examining the Interaction between Saving and Contributions to Personal Pension Plans: Evidence from the BHPS’, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 71, pp. 253-271.
- Schmidt-Hebbel, K. (1999) Schmidt-Hebbel, K (1999) “Chile’s Pension Revolution Coming of Age”, manuscript.
- Şahinöz, S., E. Özmen ve C. Yalçın (2012) “Profitability, Saving and Investment of Non-Financial Firms in Turkey” Central Bank of Republic of Turkey Working Paper No. 12/14.
- Tapia, W. (2008) "Description of Private Pension Systems", *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, No. 22, OECD publishing.

EK: Temel İstatistiksel ve Korelasyon Katsayıları

Ek-Tablo 1: Regresyonlarda Kullanılan Değişkenlere Ait Temel İstatistikler

	DSAVRATE	LGDPCC	GDPPCG	YDEP	ODEP	M2GDP	CRDGDP	GDPDEFINF	URPOP	RINTR
Arjantin										
Ortalama	22,9	8,9	1,4	28,9	8,9	23,8	34,4	227,4	86,4	10,6
Medyan	23,1	8,9	2,3	29,2	8,9	23,3	30,8	30,6	87,0	-0,1
Stand. sap.	5,0	0,1	5,9	1,8	1,1	5,3	11,7	570,5	4,2	78,2
Maksimum	15,2	8,6	-11,7	24,9	6,9	10,6	20,3	-1,8	78,9	-40,5
Minimum	34,0	9,3	11,1	31,0	10,6	31,8	80,1	3057,6	92,3	445,2
Bolivya										
Ortalama	14,7	6,9	0,7	40,8	3,9	34,5	37,2	363,3	53,9	-7,8
Medyan	15,7	6,9	1,7	41,0	3,7	27,1	33,7	11,6	55,6	3,8
Stand. sap.	4,9	0,1	2,8	1,9	0,4	18,3	19,2	1930,5	8,9	29,3
Maksimum	7,3	6,7	-6,0	36,1	3,5	10,7	5,7	-2,4	39,8	-98,6
Minimum	24,5	7,1	5,4	42,9	4,7	67,6	71,3	12338,7	66,4	13,8
Brezilya										
Ortalama	20,3	8,1	2,3	34,2	4,8	37,6	75,7	293,3	72,7	38,6
Medyan	20,5	8,2	2,8	35,2	4,5	35,0	66,8	34,8	73,9	10,2
Stand. sap.	3,2	0,2	4,0	5,1	1,0	24,6	38,3	637,6	8,9	66,3
Maksimum	15,0	7,6	-6,6	25,5	3,5	10,1	36,8	4,2	55,9	-15,2
Minimum	30,4	8,5	11,3	42,3	7,0	111,3	212,9	2735,5	84,3	288,4
Bulgaristan										
Ortalama	21,1	7,4	2,4	18,9	13,7	58,3	59,1	56,3	64,9	-14,9
Medyan	17,7	7,4	3,2	20,3	13,1	64,0	48,2	6,4	66,4	-5,4
Stand. sap.	10,0	0,2	5,1	3,4	2,7	18,0	40,5	181,7	5,4	23,3
Maksimum	7,7	7,2	-8,6	13,5	9,6	28,9	15,0	-5,4	52,3	-87,3
Minimum	39,0	7,9	10,8	22,8	17,5	83,3	133,1	987,1	72,5	3,3
Şili										
Ortalama	22,6	8,1	2,7	30,5	6,5	48,7	68,8	58,6	83,2	0,3
Medyan	24,1	8,0	3,9	29,9	6,2	38,9	70,2	13,3	83,3	0,3
Stand. sap.	6,7	0,4	5,0	4,7	1,2	26,3	22,0	130,5	3,7	
Maksimum	8,7	7,5	-12,7	22,1	5,2	13,9	16,7	0,5	75,2	0,3
Minimum	35,1	8,8	10,2	39,6	9,3	96,9	114,7	665,4	88,9	0,3
Kolombiya										
Ortalama	18,9	7,7	2,0	36,8	4,4	29,4	38,3	18,7	66,9	4,5
Medyan	19,0	7,8	2,3	36,5	4,3	29,5	37,0	20,4	68,3	4,1
Stand. sap.	3,0	0,2	2,2	5,0	0,6	4,6	9,5	9,6	6,1	3,3
Maksimum	13,4	7,3	-5,8	28,7	3,5	20,0	22,9	3,7	54,8	-0,3
Minimum	24,9	8,1	6,0	45,8	5,6	37,6	65,6	45,4	75,0	11,7
Kosta Rika										
Ortalama	16,6	8,1	2,1	34,9	5,3	35,3	34,9	17,4	51,1	-1,7
Medyan	15,7	8,1	2,7	35,7	5,1	32,8	34,1	14,9	50,7	-0,2
Stand. sap.	3,3	0,2	3,4	5,2	0,5	11,9	10,6	14,8	8,4	7,8
Maksimum	11,9	7,8	-9,8	24,9	4,8	14,6	16,0	2,4	38,8	-37,8
Minimum	27,6	8,6	7,0	44,7	6,5	56,9	57,1	84,2	64,2	6,5
Macaristan										
Ortalama	26,0	8,3	2,3	19,0	13,9	49,8	80,2	9,5	64,8	-1,2
Medyan	26,3	8,3	3,0	20,2	13,4	48,2	81,4	5,7	65,1	-1,0
Stand. sap.	5,1	0,2	3,6	2,5	1,4	5,7	18,4	8,8	2,0	3,1
Maksimum	11,2	7,8	-11,9	14,7	11,5	41,1	49,6	-1,2	60,1	-9,1
Minimum	34,2	8,7	7,1	22,1	16,5	63,0	105,5	38,5	69,0	6,0

Ek-Tablo 1: Regresyonlarda Kullanılan Değişkenlere Ait Temel İstatistikler (devam)

	DSAVRATE	LGDPCC	GDPPCG	YDEP	ODEP	M2GDP	CRDGDP	GDPDEFINF	URPOP	RINTR
Kore										
Ortalama	30,3	8,7	5,5	27,6	5,8	45,1	58,7	9,7	67,9	2,4
Medyan	31,0	8,8	5,8	25,6	5,0	37,1	50,8	6,2	73,8	2,5
Stand. sap.	6,3	0,7	3,4	7,8	2,4	15,8	23,2	8,2	13,8	3,9
Maksimum	14,9	7,6	-7,5	16,4	3,3	29,4	30,4	-0,1	40,7	-8,2
Minimum	38,5	9,7	10,1	42,1	11,1	75,6	109,4	33,1	82,9	8,5
Malezya										
Ortalama	35,2	7,9	3,9	37,0	3,8	102,3	102,3	4,1	51,7	1,8
Medyan	34,7	7,9	4,7	37,1	3,6	113,1	114,6	3,9	49,8	1,8
Stand. sap.	7,6	0,5	3,7	4,0	0,4	32,5	40,8	5,0	11,8	2,8
Maksimum	19,7	7,0	-9,6	30,3	3,3	37,0	21,8	-8,6	33,5	-9,3
Minimum	48,7	8,6	9,0	44,8	4,8	145,9	163,4	17,9	72,0	8,4
Meksika										
Ortalama	22,6	8,5	1,5	38,6	4,6	29,2	43,3	27,3	70,2	-3,4
Medyan	22,4	8,5	2,1	38,5	4,3	30,1	43,5	16,0	71,4	-2,0
Stand. sap.	2,9	0,2	3,5	5,9	0,8	4,7	8,0	30,4	5,5	7,4
Maksimum	17,1	8,2	-7,8	29,1	3,7	11,0	31,8	2,6	59,0	-27,5
Minimum	30,3	8,8	6,9	46,7	6,3	38,7	66,1	139,7	77,8	11,1
Peru										
Ortalama	21,0	7,7	1,3	37,7	4,4	24,9	22,1	286,4	68,5	-11,3
Medyan	19,2	7,7	1,4	38,2	4,1	24,2	20,8	15,4	68,9	-0,1
Stand. sap.	5,5	0,1	5,5	4,4	0,8	5,5	6,6	1143,8	5,5	24,4
Maksimum	12,4	7,4	-13,9	30,0	3,5	16,3	10,5	0,5	57,4	-66,5
Minimum	32,0	8,1	10,8	43,8	6,1	36,5	33,8	6836,9	76,9	8,1
Polanya										
Ortalama	21,9	8,4	3,9	22,2	10,9	41,6	40,6	13,6	59,4	-2,8
Medyan	19,5	8,4	4,7	23,9	10,1	41,3	37,3	5,0	61,0	0,7
Stand. sap.	6,8	0,3	3,2	3,7	1,6	8,1	11,0	15,8	2,9	16,9
Maksimum	15,2	8,0	-7,3	14,8	8,2	30,5	18,8	0,4	52,1	-69,0
Minimum	42,3	8,8	7,0	26,9	13,6	62,4	63,5	55,3	61,7	6,0
Tayland										
Ortalama	29,0	7,1	4,4	31,6	5,3	75,9	96,9	4,8	28,6	2,9
Medyan	30,6	7,2	4,1	30,1	4,6	76,2	94,1	4,5	29,4	2,9
Stand. sap.	5,4	0,5	4,0	8,0	1,9	30,8	40,9	4,7	3,5	4,2
Maksimum	20,5	6,3	-11,6	20,5	3,4	32,0	31,0	-5,0	20,9	-6,4
Minimum	36,3	7,9	11,2	44,1	8,9	119,2	177,6	20,3	33,7	12,0
Türkiye										
Ortalama	20,5	8,1	2,4	35,4	4,5	30,9	35,5	43,7	55,6	-2,5
Medyan	20,5	8,1	3,3	36,4	4,2	27,8	33,9	37,4	59,2	-1,5
Stand. sap.	4,5	0,3	4,1	5,2	0,8	9,4	11,0	31,4	10,6	13,3
Maksimum	12,8	7,7	-7,0	26,4	3,6	18,0	19,5	5,3	38,2	-48,6
Minimum	29,1	8,6	8,1	42,3	6,0	56,1	69,6	138,0	70,5	13,1
Uruguay										
Ortalama	16,8	8,6	2,0	25,7	11,6	41,4	44,1	42,6	88,2	12,1
Medyan	17,1	8,6	2,6	26,0	11,6	42,7	35,9	39,0	89,0	9,5
Stand. sap.	4,5	0,2	4,7	1,6	1,5	11,8	20,2	37,9	3,4	14,2
Maksimum	2,1	8,4	-10,9	22,5	8,8	14,5	15,8	0,7	82,4	-5,3
Minimum	35,0	9,1	8,1	27,9	13,8	63,9	98,9	191,6	92,5	47,6
Toplam										
Ortalama	22,6	8,0	2,5	31,2	7,0	43,8	54,2	95,6	64,6	2,4
Medyan	21,4	8,1	3,1	31,0	5,4	35,1	43,9	12,0	65,2	1,3
Stand. sap.	7,6	0,6	4,3	8,2	3,7	26,8	33,3	622,8	16,3	31,4
Maksimum	2,1	6,3	-13,9	13,5	3,3	10,1	5,7	-8,6	20,9	-98,6
Minimum	48,7	9,7	11,3	46,7	17,5	145,9	212,9	12338,7	92,5	445,2

Ek-Tablo 2: Regresyonlarda Kullanılan Değişkenlerin Koralasyon Katsayıları

	DSAVRATE	LGDPCC	GDPPCG	YDEP	ODEP	M2GDP	CRDGDP	GDPDEFIN	URPOP	RINTR
DSAVRATE	1									
LGDPCC	0,211 (0,000)	1								
GDPPCG	0,216 (0,000)	0,043 (0,279)	1							
YDEP	-0,176 (0,000)	-0,484 (0,000)	-0,068 (0,088)	1						
ODEP	-0,047 (0,233)	0,363 (0,000)	-0,001 (0,987)	-0,879 (0,000)	1					
M2GDP	0,547 (0,000)	0,040 (0,323)	0,061 (0,134)	-0,319 (0,000)	0,120 (0,003)	1				
CRDGDP	0,512 (0,000)	0,078 (0,056)	-0,057 (0,161)	-0,296 (0,000)	0,095 (0,020)	0,848 (0,000)	1			
GDPDEFIN	-0,050 (0,212)	-0,078 (0,050)	-0,197 (0,000)	0,081 (0,044)	-0,057 (0,153)	-0,086 (0,036)	-0,029 (0,476)	1		
URPOP	-0,113 (0,005)	0,672 (0,000)	-0,102 (0,011)	-0,374 (0,000)	0,368 (0,000)	-0,159 (0,000)	-0,096 (0,018)	0,026 (0,520)	1	
RINTR	0,008 (0,870)	0,122 (0,008)	-0,037 (0,421)	-0,009 (0,838)	-0,023 (0,618)	0,082 (0,077)	0,237 (0,000)	0,044 (0,344)	0,138 (0,003)	1

Not: Parantez içindeki değerler korelasyon katsayılarının istatistiki anlamlığına ait p-değerleridir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Son Dönemde Yayınlanan Çalışma Tebliğleri
Çalışma Tebliğlerinin tamamına Banka İnternet sitesinden (<http://www.tcmb.gov.tr>) ulaşılabilir.

Reserve Options Mechanism and FX Volatility

(Arif Oduncu, Yasin Akçelik, Ergun Ermişoğlu Working Paper No. 13/03, February 2013)

Stock Return Comovement and Systemic Risk in the Turkish Banking System

(Mahir Binici, Bülent Köksal, Cüneyt Orman Working Paper No. 13/02, February 2013)

Import Surveillance and Over Invoicing of Imports in Turkey

(Zelal Aktaş, Altan Aldan Working Paper No. 13/01, January 2013)

Nowcasting Turkish GDP Growth

(Hüseyin Çağrı Akkoyun, Mahmut Günay Working Paper No. 12/33, December 2012)

Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması

(Doruk Küçükşaraç, Özgür Özel Çalışma Tebliği No. 12/32, Kasım 2012)

Finansal Krizlerin Belirleyicileri Olarak Hızlı Kredi Genişlemeleri ve Cari İşlemler Açığı

(Aytül Ganioğlu Çalışma Tebliği No. 12/31, Kasım 2012)

On the Sources and Consequences of Oil Price Shocks: The Role of Storage

(Deren Ünalı, İbrahim Ünalı, Derya Filiz Ünsal Working Paper No. 12/30, November 2012)

Mitigating Turkey's Trilemma Tradeoffs

(Yasin Akçelik, Orcan Çörtük, İbrahim M. Turhan Working Paper No. 12/29, October 2012)

Capital Regulation, Monetary Policy and Financial Stability

(Pierre-Richard Agénor, Koray Alper, L. Pereira da Silva Working Paper No. 12/28, October 2012)

Determinants of Precautionary Savings: Elasticity of Intertemporal Substitution vs. Risk Aversion

(Arif Oduncu Working Paper No. 12/27, August 2012)

An Analysis of Intraday Patterns and Liquidity on the Istanbul Stock Exchange

(Bülent Köksal Working Paper No. 12/26, August 2012)

Short Run Import Dynamics in Turkey

(Altan Aldan, İhsan Bozok, Mahmut Günay Working Paper No. 12/25, August 2012)

Required Reserves as a Credit Policy Tool

(Yasin Mimir, Enes Sunel, Temel Taşkın Working Paper No. 12/24, August 2012)

Are Swap and Bond Markets Alternatives to Each Other in Turkey?

(Murat Duran, Doruk Küçükşaraç Working Paper No. 12/23, August 2012)

Health Expenditures Risk, Purchase of Private Health Insurance, and Precautionary Saving in Turkey

(Evren Ceritoğlu Working Paper No. 12/22, August 2012)

Türk İmalat Sanayi Sektörel Reel Efektif Döviz Kuru Endeksleri Üzerine Bir Değerlendirme

(Hülya Saygılı, Gökhan Yılmaz Çalışma Tebliği No. 12/21, Haziran 2012)