

Finansal Serbestleşme ve Yurtiçi Tasarruflar

Sumru Altuğ[†]
Sumru Öz[‡]

Yurtiçi tasarrufların, yatırıma yönelmesi şartıyla, verimlilik artışı ve teknolojik ilerleme ile birlikte ekonomik büyümenin temel unsurlarından birisi olduğu kabul edilir. Finansal serbestleşme ise yatırımlarda yurt dışı tasarrufların da kullanılabilmesine olanak sağlayarak daha hızlı büyüme olanağı sunabilir. Ancak büyüme ne kadar çok yabancı kaynaklara dayanırsa, ekonominin o ölçüde dış şoklara karşı hassas hale geleceği de açıktır. Bu durumda yatırımların önemli bir bölümünün yurtiçi kaynaklarla finanse edilebilmesi, yani yurtiçi tasarruf oranının artırılması büyümenin sürdürülebilirliği açısından büyük önem taşır.

Finansal serbestleşmenin bir ülkenin sermaye hesabını ve hisse senedi piyasasını dışa açarak yabancı tasarruflardan yararlanmayı sağlayan uluslararası boyutu yurtiçi tasarruf oranı üzerinde etkili olabilir. Finansal serbestleşmenin dış

boyutu yanında mevduat ve kredi faizlerinin serbest bırakılması, döviz hesabı açılması ve kredi tahsisine ilişkin kısıtlamaların kaldırılması gibi ülkenin kendi finans piyasasının serbestleşmesini sağlayan reformların da yurtiçi tasarrufları etkileyeceği açıktır. Aslında finansal serbestleşmenin bir ülkenin tasarruf, yatırım ve ekonomik büyümesi üzerine etkisi iktisat yazınında en çok tartışılan konular arasında yer alır. Finansal serbestleşmenin,

- Daha yüksek mevduat faizleri,
- Çeşitlenen tasarruf araçları ve
- Krediyeye erişimi kolaylaştırma yoluyla yurtiçi tasarrufları etkilemesi beklenir.

Finansal reformların yurtiçi tasarruflar üzerine etkisi kısa ve uzun vadede farklı olabilir. Uzun vadede tasarrufların faiz oranı değişimlerine duyarlılığına bağlı olarak getirilerin artması ile birlikte tasarruflar da artabilir. Ancak gayrimenkul gibi finansal olmayan varlıkların mevcudiyeti toplam tasarruf üzerinde olumsuz etki yapabilir. Finansal reform öncesi dönemde hane halklarının krediyeye erişiminin kısıtlı olması durumunda da tasarruf eğilimi olumsuz etkilenebilir. Çünkü finansal serbestleşme ile bu kısıtların gevşemesi, tüketim artışı ve dolayısıyla tasarrufların azalması ile sonuçlanabilir. Buna karşın -nedenselliğin hangi yönde olduğu tam olarak kestirilememekle beraber- daha yüksek gelirli ülkelerin daha yüksek tasarruf oranına sahip olduğu genel kabul gören bir olgudur. Bu durumda finansal reformların, yüksek gelir düzeyinin bir göstergesi olan finansal gelişmişlik düzeyini artırarak, uzun vadede bir ülkenin toplam geliri ile birlikte tasarruflarını da artıracak savunulabilir.

[†] Prof. Dr., Koç Üniversitesi, CEPR, Koç Üniversitesi - TÜSİAD EAF, saltug@ku.edu.tr

[‡] Dr., Koç Üniversitesi-TÜSİAD EAF, soz@ku.edu.tr

Finansal reformların kısa vadeli etkilerine gelince; finansal reform öncesi dönemde hane halklarının krediye erişiminin kısıtlı olması durumunda, tasarruf eğilimi kısa vadede de olumsuz etkilenebilir. Finansal kısıtların gevşetilmesi orta yaş grubundaki hane halklarının daha fazla tüketim yapmasına yol açıyorsa finansal reformların kısa vadedeki etkisi çok daha güçlü olabilir. Özellikle finansal reformlar emlak piyasalarının şişmesini beraberinde getirmişse, bunun servet artışı olarak algılanması, hane halklarını tüketim artışına sevk edebilir. Her iki etki de tasarrufların uzun dönem değerlerinin altında kalmasına yol açabilir. Ayrıca, finansal serbestleşme ve reformların gelir beklentisini artırması da kısa vadede tüketim patlaması ve dolayısıyla tasarruf düşüşüyle sonuçlanabilir.

Bu farklı etkileri ampirik olarak araştıran birçok çalışma var. Örneğin, “Finansal reform tasarrufları artırıyor mu yoksa azaltıyor mu?” adlı çalışma [1] geliştirmekte olan sekiz ülke[§] için bir finansal serbestlik endeksi oluşturuyor ve 1970-1994 döneminde tasarrufların seyrini inceliyor. Bu araştırma sonucunda faiz oranlarındaki artışın olumlu etkisinin tamamen bastırıldığı ve finansal serbestleşmenin tasarruflar üzerindeki net etkisinin negatif olduğu bulunuyor. Böylece borçlanma üzerindeki kısıtların gevşetilmesinin tasarruflar üzerinde yarattığı olumsuz etkinin baskın olduğu sonucuna varılıyor.

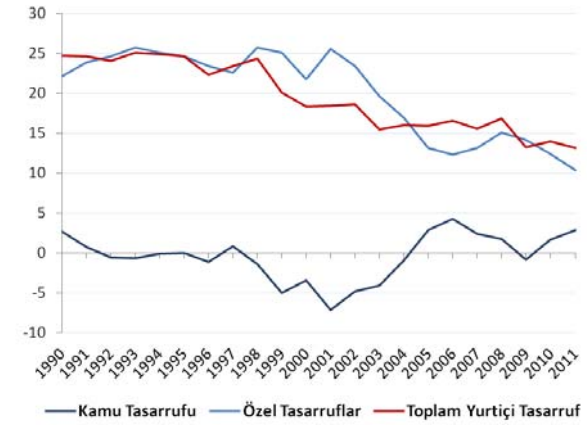
“Finansal serbestleşme, tasarruflar ve büyüme” başlıklı bir başka çalışma [2] ise finansal serbestleşmenin tasarruflar üzerindeki etkisinin belirgin olmadığını, ancak serbestleşen ekonominin kaynak dağılımını iyileştirerek yatırım

[§] Endonezya, Gana, G. Kore, Malezya, Meksika, Şili, Türkiye ve Zimbabve.

ve üretkenlik artışı, dolayısıyla hızlı büyüme sağladığını Şili örneği üzerinden gösteriyor.

Gelişmekte olan ülkelerde 1970’lerde başlayan regülasyonları kaldırma, serbestleşme, küreselleşme ve özelleştirmeyi kapsayan finansal reformlar, Türkiye’de 1980’lerde uygulandı. Ağustos 1989’da Türk lirasının konvertibilitesinin sağlanması ile tamamlanan finansal reformların sağladığı getiri artışının özel tasarrufları bir ölçüde artırdığını söyleyebiliriz. Şekil 1, 1990’lı yılların başında Türkiye’de özel tasarrufların %22’den %25’e çıktığını gösteriyor.

Şekil 1. Türkiye’de Tasarrufların GSYH’ye Oranı (%)



Kaynak: Turkey Data Monitor

Ancak aynı dönemde kamu tasarruflarında yaşanan azalma, 1990’ların neredeyse sonuna kadar toplam yurtiçi tasarrufların %25 civarında sabit kalmasına neden oluyor. 1998 yılından itibaren ise kamu tasarruflarının eksiye dönmesiyle birlikte yurtiçi tasarruflar toplamda da azalmaya başlıyor. Kamu tasarruflarında 2001 krizine kadar süren azalma eğiliminin, bankacılık sektörünün zayıf kurumsal yapısı ve makroekonomik istikrarsızlıkla birlikte krizi ortaya çıkaran zemini hazırladığı söylenebilir.

Şekil 1, 2001 krizi sonrasında Türkiye’de toplam yurtiçi tasarrufun bileşenlerinde gözlenmekte

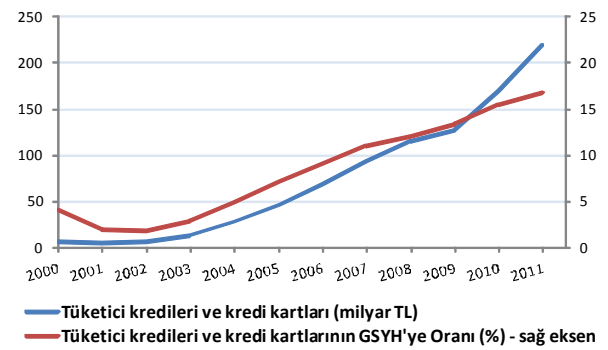
olan eğilimlerin tamamen tersine döndüğünü gösteriyor. Özellikle tüketim vergileri ve özelleştirmeler sayesinde gelirlerin artması ve kamu maliyesinde yüksek faiz dışı fazla hedeflerine ulaşılması ile borçlanma gereğinin ve risk priminin düşmesi sayesinde azalan faiz harcamaları sonucunda kamu sektöründe tasarruflar artarken [3] özel sektör tasarrufları hızla azalmaya başlıyor. Gerçekten de 1990-1998 arasında %25'e yakın olan özel sektör tasarruf oranı, 2001 krizinden sonra sürekli azalarak 2006 yılında %12,3'e düşüyor. 2001-2006 arasında özel sektör tasarruf oranında yaşanan bu kayda değer gerilemenin nedenlerini araştırmak üzere hazırlanan bir EAF Çalışma Raporu, ekonomi yazınında tasarruf oranını belirlediği sonucuna varılan değişkenlerin** Türkiye için geçerliliğini sorguluyor. Rapor, 2001 finansal krizinin atlatılmasıyla iyileşen beklentileri, küresel likidite koşullarındaki olumlu gelişmeler ve Türkiye'nin Avrupa Birliği ile tam üyelik müzakerelerine başlaması ile artan fon olanaklarını ve Türkiye aleyhine gelişen dış ticaret hadlerini bu dönemde Türkiye'nin özel sektör tasarruf oranında yaşanan gerilemenin nedenleri olarak sıralıyor [4].

2008-09 küresel kriz döneminde bir ölçüde artarak %15'e çıkmakla beraber özel sektör yurtiçi tasarruf oranı, küresel krizin ardından daha da azalarak 2011 yılında %10,3'e gerilemiş durumda. Bu azalışta 2001 krizinden sonra olduğu gibi bu son kriz sonrası yaşanan hızlı toparlanma ile

** İktisat yazınında olmasına rağmen bu değişkenlere, veriler üzerindeki etkilerinin ters yönde olması nedeniyle büyüme hızı ve demografik değişim ilave edilmemiştir. Çünkü ilgili dönemde artan büyüme hızı ve yavaşlayan nüfus artış hızının tasarruflar üzerinde artırıcı yönde etkisi olmalıydı.

iyileşen beklentiler, gelişmiş ülkelerin krize karşı aldığı genişlemeci para politikası önlemleri ile artan kredi olanakları ve kriz sırasında düşen emtia fiyatlarının tekrar artmaya başlaması rol oynamış görünüyor [5]. 2000-2011 döneminde tüketici kredileri ve kredi kartı kullanımının toplamını veren Şekil 2, kredi olanaklarında bu dönemde yaşanan artışı göz önüne seriyor.

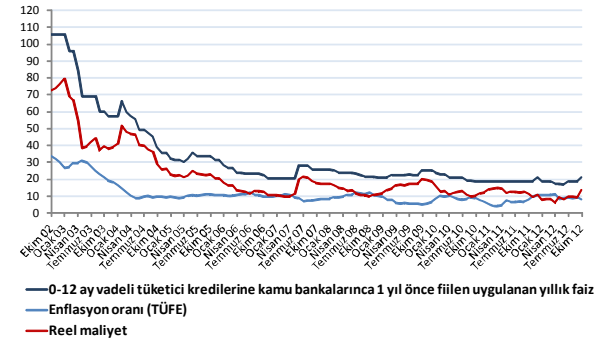
Şekil 2. 2000-2011 Döneminde Tüketici Kredileri ve Kredi Kartı Kullanımı Toplamı



Kaynak: TCMB

2001 yılında %2 olan tüketici kredileri ve kredi kartı kullanımı toplamının GSYH'ye oranının 2011 yılında %17'ye çıkmasının arkasında makroekonomik ve siyasi istikrarın tüketici güvenini desteklemesinin yanında, enflasyonun düşmesi ile azalan oynaklık sayesinde azalan reel maliyet rol oynamış görünüyor.

Şekil 3. 0-12 Ay Vadeli TL Tüketici Kredilerine Kamu Bankalarının Bir Yıl Önce Fiilen Uygulanan Yıllık Faiz Oranı ve Reel Maliyet (%)

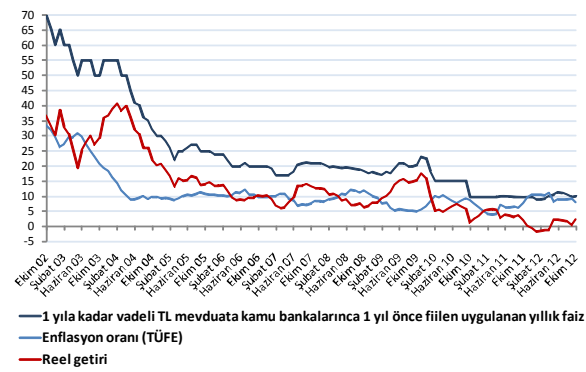


Kaynak: Türkiye Barolar Birliği [6]

Şekil 3, TL üzerinden kullandırılan nakit tüketici kredilerine kamu bankalarınca fiilen uygulanan azami yıllık faiz oranının Ekim 2001 - Kasım 2005 arasında %106'dan %20'ye düştüğünü ve bugüne kadar bu civarda dalgalandığını gösteriyor. Yıllık enflasyon hesaba katıldığında ise reel maliyetlerin^{††} Ekim 2002 - Kasım 2006 döneminde %72'den %10,5'e düştüğü görülüyor. Bu düşüşün de etkisiyle tüketici kredileri ve kredi kartı kullanımı toplamının 10 yıl içinde 6 milyardan 220 milyar liraya çıkmasının özel sektör tasarruflarını olumsuz yönde etkilememesi mümkün değil.

Reel faiz oranlarındaki düşüşün özel tasarrufları azaltma potansiyeli taşıyan diğer boyutu ise getirilerin azalmasıdır. Bir yıla kadar vadeli TL mevduat hesaplarına kamu bankalarınca fiilen uygulanan yıllık faiz oranı^{‡‡} ve reel getiriyi veren Şekil 4, 2001 krizi sırasında yıllık reel getirilerin %20-%40 arasında dalgalandığını gösteriyor.

Şekil 4. Bir Yıla Kadar Vadeli TL Mevduat Hesaplarına Kamu Bankalarınca Bir Yıl Önce Fiilen Uygulanan Yıllık Faiz Oranı ve Reel Getiri (%)



Kaynak: Türkiye Barolar Birliği [6]

^{††} Belli bir aydaki reel maliyet hesaplanırken bir yıl öncenin aynı ayında fiilen uygulanan yıllık faiz oranından o aya ait yıllık enflasyon çıkartılmıştır.

^{‡‡} TCMB veri tabanında yer alan "Mevduat faiz oranları" bankaların ilgili ay içinde fiilen uyguladığı değil uygulayabileceğini belirttiği azami faiz oranlarını içeriyor. Bu nedenle TCMB tarafından Türkiye Barolar Birliği'ne gönderilen ve kamu bankalarınca fiilen uygulanan oranları içeren veriler kullanılmıştır.

Yıllık enflasyon oranının 2003 Mayıs ayından itibaren bir yıl içinde %31'den %9'a düşmesi 2004 başında reel getirilerin %40'a kadar ulaşmasına yol açmış olmakla beraber Şubat 2004'ten itibaren mevduat faiz oranlarının da hızla gerilemesi ile 2007 başında yıllık reel getiri %6'ya düştü. Küresel kriz dönemindeki dalgalanmanın ardından düşüşünü sürdürerek 2012 yılı içinde eksi değerler alan reel getirilerin tasarrufları teşvik edecek düzeyde olmadığı çok açık.

Özetle, Türkiye'de 1980'lerin sonunda tamamlanan finansal serbestleşmenin, makroekonomik istikrarsızlığın hâkim olduğu 1990'larda kamu tasarruflarını azalttığını, ancak özel sektör tasarrufları üzerinde önemli bir etki yaratmadığını söyleyebiliriz. 2001 krizi sonrasında kamu sektöründe tasarrufların artmasını sağlayan kapsamlı reformlar ise özel sektör tasarruflarının azalmasında etkili olmuş görünüyor. Bankacılık denetleme ve düzenleme uygulamalarının gelişmesi, Merkez Bankası'nın artan bağımsızlığı ve enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı ile gelen makroekonomik istikrarla iyileşen beklentiler, tüketici güvenini desteklemek yoluyla özellikle dayanıklı tüketim mallarına⁵⁵ olan talebin artmasını sağladı. Gerçekten de Türkiye'de özel tasarruf oranında 2003-08 döneminde yaşanan düşüş esas olarak şirket değil, hane halkı tasarruflarındaki hızlı düşüşten kaynaklandı [3]. Küresel likidite koşullarındaki olumlu gelişmeler ve Türkiye'nin Avrupa Birliği ile tam üyelik müzakerelerine başlaması da özel kesimin kullanabileceği fon olanaklarını artırarak

⁵⁵ Tüketim harcamaları içinde önemli bir paya sahip olan dayanıklı tüketim malı harcamalarını bir tasarruf türü olarak tanımlayan yaklaşımlar olduğu göz önüne alındığında, 2000'li yıllarda tasarruf oranında yaşanan düşüşün daha ılımlı olduğu kabul edilmektedir [3].

tasarruf gereğini azalttı. Ayrıca, kamu maliyesindeki düzelme ve bunun beraberinde getirdiği enflasyon düşüşünün, bir yandan özel kesimin kredi alma maliyetlerini azaltarak tüketimi teşvik etmesi, diğer yandan reel getirileri sıfıra yaklaştırarak tasarruflar üzerinde caydırıcı etki yapması, Türkiye’de özel sektör tasarruflarının uluslararası standartlara göre aşırı düşük hale gelmesinde rol oynamış görünüyor. Bunlara ek olarak gelirlerin ve büyümenin artacağı beklentisi tüketim eğilimini yükselterek tasarrufların azalmasını etkilemiş olabilir. Tüm bu etmenlerin yanında gayrimenkul gibi finansal olmayan varlıklardaki artışın Türkiye’deki tasarruf oranı azalışını büyük ölçüde açıkladığı savunulabilir.

Sonuç olarak, Türkiye’de 2002 yılından itibaren azalmakta olan özel tasarrufların, makroekonomik istikrarın yarattığı ortamın doğal bir sonucu olduğunu söyleyebiliriz. Ancak yurtiçi tasarrufların artırılmasının sürdürülebilir büyüme açısından taşıdığı önemi göz önüne aldığımızda, son bir yılda kredi genişlemesini sınırlandırmak için alınan önlemlerden vazgeçilmemesinde yarar olduğu açık. Bunun yanında, bireysel emeklilik sisteminde yapılan değişiklikle 1 Ocak 2013 tarihinden itibaren Bireysel Emeklilik hesabına yatırılan her katkı payı için %25 oranında devlet katkısı eklenmesi uygulamasının özel tasarrufları teşvik edeceğini umuyoruz. Ayrıca, EAF Politika Notu 11-10’da [5] önerilen, vade uzadıkça mevduat hesaplarına uygulanan stopajın azaltılması gibi mevduat hesaplarının vadesinin uzamasına ve getirisinin artmasına yönelik çalışmaların hükümetin gündeminde olması da önümüzdeki dönemde özel tasarrufların artması açısından umut verici. Ancak uluslararası

karşılaştırmalı araştırmaların yurtiçi tasarruf oranının en önemli belirleyicisi olarak hane halkı gelir ve eğitim düzeyini bulduğu göz önüne alındığında eğitim düzeyinin ve kadınların iş gücüne katılımının artırılması başta olmak üzere hane halkı gelir düzeyini artıracak politikaların önemi ortaya çıkıyor. Yalnızca bu açıdan değil tasarruf oranını artıracak diğer politika önerileri için de Dünya Bankası ve Kalkınma Bakanlığı’nın birlikte hazırladığı “Yüksek Büyümenin Sürdürülebilirliği: Yurtiçi Tasarrufların Rolü” başlıklı Rapor [3] önemli bir kaynak.

Kaynaklar

- [1] Bandiera, Caprio, Honohan ve Schiantarelli (1999) “Does Financial Reform Raise or Reduce Savings?” *The Review of Economics and Statistics* 82, 239-263.
- [2] Schmidt-Hebbel, K. ve L. Serven (2002) “Financial Liberalization, Saving, and Growth,” presented at the Banco de Mexico Conference on “Macroeconomic Stability, Financial Markets, and Economic Development,” Mexico, Nov. 12-13, 2002
- [3] Dünya Bankası (2012) “Yüksek Büyümenin Sürdürülebilirliği: Yurtiçi Tasarrufların Rolü”, Rapor No: 66301-TR, Dünya Bankası ve T.C. Kalkınma Bakanlığı
- [4] Üçer, M. ve C. Van Rijckeghem (2009) “The Evolution and Determinants of the Turkish Private Saving Rate: What Lessons for Policy”, ERF Research Report Series No. 09-01
- [5] Öz, S. (2012) “Türkiye’nin Cari İşlemler Açığı ve Yurtiçi Tasarruflar”, EAF Politika Notu No 11-10
- [6] Türkiye Barolar Birliği web sayfası, <http://www.barobirlik.org.tr/Detay.aspx?ID=13310&Tip=Haber>, Erişim tarihi 26 Kasım 2012