

Rapor No. 66301-TR

KONFERANS BASKISIDIR

# **Yüksek Büyümenin Sürdürülebilirliği: Yurtiçi Tasarrufların Rolü**

## Türkiye Ülke Ekonomik Raporu

Resmi olmayan çeviridir. Bilgi amaçlıdır.



DÜNYA BANKASI



## PARA BİRİMLERİ VE KARŞILIKLAR

### Para Birimi Karşılıkları

(23 Aralık 2011 tarihli efektif kur)

Para Birimi: Türk Lirası (TL)

USD 1 = 1.8809 TL

**Devlet Mali Yılı**

1 Ocak – 31 Aralık

**Ağırlıklar ve Ölçüler**

Metrik Sistem

### KISALTMALAR

|               |   |                 |   |
|---------------|---|-----------------|---|
| <b>ARDL</b>   | Autoregressive Distributed Lag/Oto Regresif Dağıtılmış Gecikmeler   | <b>ISE</b>      | Istanbul Stock Exchange/Istanbul Menkul Kıymetler Borsası   |
| <b>BIS</b>    | Bank for International Settlements/Uluslararası Ödeme Bankası   | <b>IPO</b>      | Initial Public Offering/Halka Arz   |
| <b>BRSA</b>   | Banking Regulation and Supervision Agency/Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu  | <b>IRA</b>      | Individual Retirement Account/Bireysel Emeklilik Hesabı   |
| <b>CAD</b>    | Current Account Deficit/Cari İşlem Açığı  | <b>£</b>        | British Pound/İngiliz Poundu  |
| <b>CBRT</b>   | Central Bank of the Republic of Turkey/Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası   | <b>LAC</b>      | Latin America and the Caribbean/Latin Amerika ve Karayipler   |
| <b>CEM</b>    | Country Economic Memorandum/Ülke Ekonomik Raporu  | <b>MENA</b>     | Middle East and North Africa/Orta Doğu ve Kuzey Afrika  |
| <b>CMB</b>    | Capital Markets Board/Sermaye Piyasası Kurulu   | <b>NBFI</b>     | Nan-Bank Financial Institutions/Banka Dışı Finans Kurumları   |
| <b>CPF</b>    | Central Provident Fund/Merkezi Tedarik Fonu   | <b>NPS</b>      | National Pension Services/Ülusal Emeklilik Sistemi  |
| <b>CTF</b>    | Child Trist Fund/Çocuk Güven Fonu   | <b>OECD</b>     | Organization for Economic Cooperation and Development/Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı              |
| <b>ÇTTH</b>   | Account to Encourage Employee Savings/Çalışanları Tasarrufa Teşvik Hesabı   | <b>PF</b>       | Publicly Managed Fund/Kamu İdaresindeki Fonlar  |
| <b>DB</b>     | Defined-Benefit Schemes/Tanımlı Fayda Planları  | <b>R&amp;D</b>  | Research and Development/AR&GE Araştırma ve Geliştirme  |
| <b>DC</b>     | Fully-Funded Schemes/Tam Finanse Edilen Planlar   | <b>RMF</b>      | Retirement Mutual Fund/Emeklilik Yatırım Fonu   |
| <b>ECA</b>    | Europe and Central Asia/Avrupa ve Orta Asya   | <b>SCF</b>      | Survey of Consumer Finances/Tüketici Finansmanı Anketi  |
| <b>EPF</b>    | Employee Provident Fund (Çalışan Tasarruf Fonu)   | <b>SG</b>       | Saving Gateway/Tasarruf Geçidi  |
| <b>ETF</b>    | Exchange Traded Funds/Borsada İşlem Gören Yatırım Fonları   | <b>SME</b>      | Small and Medium Enterprises/KOBİ   |
| <b>EU</b>     | European Union/Avrupa Birliği   | <b>SOE</b>      | State-Owned Enterprises/KİT   |
| <b>FX</b>     | Foreign Exchange/Döviz  | <b>SSA</b>      | Sub-Saharan Africa/Sahara Altı Afrika   |
| <b>GDI</b>    | Gross Domestic Income/Gayrisafi Yurtiçi Gelir   | <b>TFP</b>      | Total Factor Productivity/Toplam Faktör Verimliliği   |
| <b>GDP</b>    | Gross Domestic Product/Gayrisafi Yurtiçi Hasıla   | <b>TL</b>       | Turkish Lira/Türk Lirası  |
| <b>GIC</b>    | Government Investment Corporation/Devlet Yatırım Ortaklığı  | <b>TPSA</b>     | Tax-Preferred Saving Accounts/Vergi Avantajlı Tasarruf Fonları  |
| <b>GMM</b>    | Generalized Method of Moments/Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi  | <b>TUBİTAK</b>  | The Scientific and Technological Research Council of Turkey/Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu |
| <b>GNDI</b>   | Gross National Disposable Income/Gayrisafi Ulusal Kullanılabilir Gelir  | <b>TURKSTAT</b> | Turkish Statistics Agency/TÜİK Türkiye İstatistik Kurumu  |
| <b>GPDI</b>   | Gross Private Disposable Income/Gayrisafi Özel Kullanılabilir Gelir   | <b>UK</b>       | United Kingdom/Birleşik Krallık   |
| <b>HBS</b>    | Household Budget Survey/Hanehalkı Bütçe Anketi  | <b>US</b>       | United States/ABD   |
| <b>KOSGEB</b> | Small and Medium Enterprises Development Organization/Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı | <b>VAR</b>      | Vector Auto-Regression/Vektör Oto Regresyon   |
| <b>KRW</b>    | South Korean Won/Güney Kore Wonu  |                 |   |

Başkan Yardımcısı: Philippe H. Le Houérou

Ülke Direktörü: Martin Raiser

Sektör Direktörü: Yvonne Tsikata

Sektör Yöneticisi: Satu Kahkonen

Ekip Lideri: Kamer Karakurum Özdemir

# İÇİNDEKİLER

|   |    |
|---|----|
| Yönetici Özeti .....  | i  |
| 1. Giriş .....  | 1  |
| 2. Uluslararası Karşılaştırmalar Temelinde Türkiye'deki Tasarruf Eğilimleri .....                 | 3  |
| 2.1 Toplam, Kamu ve Özel Tasarruflar.....   | 3  |
| 2.2 Hanehalkı Tasarrufu .....   | 6  |
| 2.3 Şirket Tasarrufu .....  | 9  |
| 3. Yurtiçi Tasarruf Türkiye için Neden Önemlidir? .....   | 11 |
| 3.1 Düşük Tasarrufların Büyüme Üzerinde Etkisi.....   | 11 |
| 3.2 Açık Bir Ekonomide Yatırım - Tasarruf İlişkisine Dair Kanıtlar: Uluslararası Perspektif ..... | 14 |
| 3.3 Sürdürülebilir Yüksek Büyümeye Ulaşmak: Büyüme Muhasebesi Perspektifi .....                   | 15 |
| 4. Türkiye'de Tasarrufların Belirleyici Faktörleri .....  | 18 |
| 4.1 Özel ve Kamu Tasarrufu .....  | 18 |
| 4.2 Hanehalkı Tasarrufu .....   | 23 |
| 4.3 Şirket Tasarrufu .....  | 35 |
| 5. Türkiye'de Tasarruflara Aracılıkta Mali Piyasaların Rolü .....                                 | 40 |
| 5.1 Mali Piyasalara Genel Bakış .....   | 40 |
| 5.2 Bireysel Emeklilik Sistemi.....   | 45 |
| 6. Politika Seçenekleri .....   | 47 |
| Kaynakça.....   | 53 |
| EK 1. Mali Piyasaların Gelişimi ve Zorunlu Tasarruf Sistemleri: Ülke Deneyimleri .....            | 61 |

## TABLO LİSTESİ

|  |      |
|--|------|
| Tablo YÖ1: Uzun Vadeli Tasarrufları Geliştirmek için Politika Seçenekleri.....               | viii |
| Tablo 1. Tasarruf ve Büyüme Oranı Simülasyonları, Değişik Senaryolar .....                   | 17   |
| Tablo 2. Türkiye'deki Hanehalkı Malvarlıkları: GSYH İçerisindeki Yüzdesi ve Analizi .....    | 31   |
| Tablo 3. Türkiye: Mali Araçların Getirileri (2005-2010) (Yüzde) .....                        | 32   |
| Tablo 4. Türk Bankacılık Sistemi: Ana Göstergeler .....                                      | 42   |
| Tablo 5. İşletme Maliyetleri (Yönetilen Varlıkların Yüzdesi Cinsinden) .....                 | 46   |
| Tablo A1. Uluslararası Karşılaştırma: Tasarruf, Mali Piyasa Gelişimi, Büyüme, Emeklilik..... | 61   |
| Tablo A2. Kore Yatırımcı Tabanı (Milyar KW) .....  | 64   |

## ŞEKİL LİSTESİ

|   |    |
|---|----|
| Şekil ES 1. Toplam, özel ve kamu tasarruf oranları (%) .....                | i  |
| Şekil ES 2. Hanehalkı tasarrufunu destekleyen politikalar .....             | iv |
| Şekil 1. Türkiye'deki yurtiçi tasarruflar, 1975 - 2010 .....                | 3  |
| Şekil 2. Türkiye'de özel ve kamu tasarrufu, 1988 - 2010 .....               | 3  |
| Şekil 3. Bölgelere göre tasarruf oranları.....                              | 5  |
| Şekil 4. Gelir grubuna göre tasarruf oranları .....                         | 5  |
| Şekil 5. Geçiş dönemi, yükselişte olan ülkelere göre tasarruf oranları..... | 5  |
| Şekil 6a. Ortalama tasarruf oranları .....                                  | 6  |
| Şekil 6b. Medyan tasarruf oranları.....                                     | 6  |
| Şekil 7. Dayanıklı tüketim mallarının tüketimi ve özel tasarruf (%).....    | 7  |
| Şekil 8. Gelire göre tasarruf oranı .....                                   | 8  |
| Şekil 9. Yaşa göre tasarruf oranı .....                                     | 8  |
| Şekil 10a. Eğitim düzeyine göre tasarruf oranları, 2007.....                | 8  |
| Şekil 10b. Eğitim düzeyine göre tasarruf oranları 2003 - 2008 .....         | 8  |
| Şekil 11. Finansal olmayan şirketlerin kar - zarar bilançosu .....          | 9  |

|           |   |    |
|-----------|---|----|
| Şekil 12. | Türk şirketlerinin net karları ve tasarruf oranları, 1996 - 2008 .....  | 10 |
| Şekil 13. | Seçilen ülkelerde şirketlerin ortalama ve medyan tasarruf oranları (2003 - 2009) .....                              | 10 |
| Şekil 14. | GSHMG'ye oran olarak tasarruf - yatırım açığı.....  | 11 |
| Şekil 15. | Tasarruflardan büyümeye potansiyel geçiş kanalları.....   | 12 |
| Şekil 16. | Gelişmekte olan ülkelerin cari açık-GSYH ve yatırım-GSYH oranlarına göre ortalama büyüme oranları, 2000 - 2008..... | 13 |
| Şekil 17. | Tasarruf ve yatırım oranları.....   | 14 |
| Şekil 18. | Yatırım - tasarruf (YT) ilişkisi.....   | 15 |
| Şekil 19. | Kamu tasarrufu (GSYH'nın yüzdesi).....  | 21 |
| Şekil 20. | Ülkelere göre 2009 işsizlik oranları (%).....   | 25 |
| Şekil 21. | Hanehalkı mali varlıklar kompozisyonu, 2010.....  | 31 |
| Şekil 22. | Şirket sektörüne banka kredileri (GSYH'nın yüzdesi) .....   | 36 |
| Şekil 23. | Yatırım, tasarruf ve nakit akış oranları (%).....   | 37 |
| Şekil 24. | Mali piyasalar - uluslararası karşılaştırma (GSYH'nın yüzdesi, 2009).....   | 40 |
| Şekil 25. | Türkiye'deki mali piyasalar, 2002 - 2010.....   | 41 |
| Şekil 26. | Türkiye'de ilk halka arzlar, 2004 - 2010 .....  | 42 |
| Şekil 27. | GSYH'nın yüzdesi cinsinden dünya tahvil piyasaları (2009) .....   | 43 |
| Şekil 28. | GSYH'ya oran olarak emeklilik fonları (2009) .....  | 45 |
| Şekil A1. | Malezya yatırımcı tabanı (RM Milyar).....   | 62 |
| Şekil A2. | Tayland yatırımcı tabanı (Milyar Baht).....   | 63 |

## KUTU LİSTESİ

|         |  |    |
|---------|--|----|
| Kutu 1. | Türkiye'de Tasarruflara İlişkin Veriler.....                           | 4  |
| Kutu 2. | Kamu Sektörü Genel Dengesiyle Kamu Tasarrufları Arasındaki İlişki..... | 20 |
| Kutu 3. | Tüketici Finansmanı Anketi.....  | 29 |
| Kutu 4. | Çalışanların Tasarrufunu Teşvik Hesabı (ÇTTH).....                     | 33 |
| Kutu 5. | Şili'de Birikmiş Karların Vergilendirilmesi .....                      | 39 |

## TEŐEKKÜR

Yurtiçi Tasarruflara dair Ülke Ekonomik Raporu, Kalkınma Bakanlığı ve Dünya Bankası ortak çalışmasıdır. Dünya Bankası ekibi içerisinde Kamer Karakurum Özdemir (eş Takım Lideri, ECSP2 ve bu sentez raporun baş yazarı), Cihan Yalçın (eş Takım Lideri, Merkez Bankası), Muammer Kömürcüođlu, Constantino Hevia (DECRG) ve Pınar Baydar (ECCU6) bulunmaktadır. Kalkınma Bakanlığı ekibi ise Erhan Usta, Ahmet Çelenkođlu, Salih Köse, Dr. Ahmet Sabri Erođlu, Kađan Saygılı, Eser Pirgan Matur, Ali Sabuncu, Sema Bahçeci, Aşkın Türeli, Ertan Apaydın, Sefa Çavdaroğlu, Çađatay Telli, Fatih Kaya, Ahmet Yılmaz, Seda Yurtsever, Hakan Erten, Kutluhan Taşkın, Yusuf Ziya Türk ve Murat Keleş'den oluşmaktadır. Ekibin çalışmasına, Hazine Müsteşarlığı, Sermaye Piyasası Kurulu ve çeşitli kamu ve özel sektör kurumlarıyla yapılan konsültasyonlar da önemli katkıda bulunmuştur.

Arka plan çalışmaları, Ercan Uygur (Türk Ekonomi Derneđi), Gökçe Uysal Kolaşın, Arda Aktaş, Duygu Güner, Seyfettin Gürsel (Bahçeşehir Üniversitesi), Tansel Yılmaz (Missouri Üniversitesi), Ismail Dalla (George Washington Üniversitesi), Erdal Özmen (ODTÜ), Cihan Yalçın (Merkez Bankası), Saygın Şahinöz (Merkez Bankası), Eser Pirgan Matur, Ali Sabuncu, Sema Bahçeci (Kalkınma Bakanlığı) tarafından hazırlanmıştır. SAM Araştırma ve Danışmanlık ise hanehalklarıyla yapılan odak grubu toplantılarını gerçekleştirmiştir.

Bernard Funck (MNSPR), Mark Roland Thomas (AFTP4), Selin Sayek (Bilkent Üniversitesi), Eduardo Ley (PRMED), Marina Wes (ECSP2), Inessa Love (DECFP) ve Klaus Schmidt-Hebbel (Şili Katolik Üniversitesi) ise çalışmaya değerli katkılarda bulunmuşlardır.

Çalışma, Yvonne Tsikata (ECSPE), Satu Kahkonen (ECSP2) ve Ulrich Zachau (EAPVP) liderliğinde gerçekleştirilmiştir. Çalışmanın eşdeğer uzmanlarca gözden geçirilmesi ise Rauf Gönenç (OECD), Hasan Ersel (Sabancı Üniversitesi) ve Zafer Mustafaođlu (LCSPR) tarafından yapılmıştır. Homi Kharas (Brookings Enstitüsü) çalışmanın başlangıç safhasında ekibe yol gösterici görüşler sağlamıştır.

# YÖNETİCİ ÖZETİ

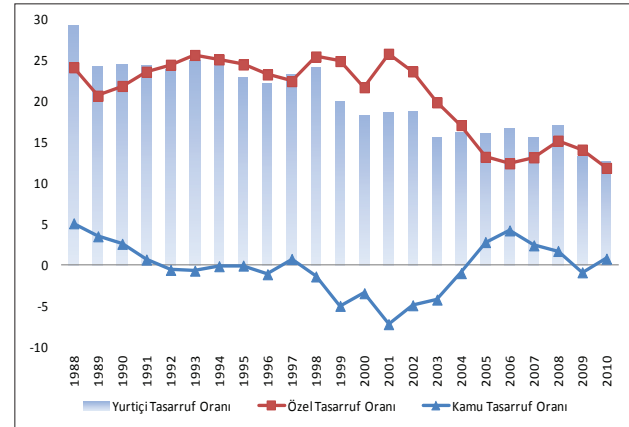
**1. Türkiye’de yurtiçi tasarruflarda 2000’li yıllarda önemli bir düşüş yaşanmıştır** (Şekil ES1). 1990’larda gayrisafi milli gelirin ortalama yüzde 23,5’ini oluşturan yurtiçi tasarruflar 2000-2008 döneminde ortalama yüzde 17’ye; sonrasında da, 2010 yılında yüzde 12,7’ye gerilemiştir. Bu azalmanın ana nedeni özel tasarruflardaki keskin düşüş olmuş, kamu tasarrufları ise bahse konu dönemin çoğunluğunda artış göstermiştir.<sup>1</sup>

**2. 2001 sonrası dönemde kamu tasarruflarında yaşanan iyileşmenin temelinde güçlü mali uyum vardır.** Mali uyuma gidilmesinin nedeni önceki on yıllık dönemde yaşanan mali genişlemeyi düzeltmekti. Uyum politikaları sayesinde kamu borç stokunun GSYH’ya oranında keskin bir düşüş ortaya çıkmıştır. Bu durum, beraberinde, kamu tasarrufları – yatırım dengesinde bir iyileşme getirmiş; ekonominin dış kaynaklı şoklara karşı kırılganlığını azaltmıştır. Gelecekte yatırım ihtiyaçlarının artacağı beklentisi dikkate alındığında mali disiplinin sürdürülmesi, sürdürülebilir büyüme için hayati önem taşıyacaktır.

**3. 2001 sonrasında özel tasarruflarda yaşanan düşüş esasen makroekonomik kırılganlıkların azalmasının neticesiydi.** Ekonomide hızlı bir büyüme yaşansa da; kredi imkanlarındaki artış, faizlerdeki düşüş ve ertelenmiş tüketim gibi nedenlerin etkisiyle artan özel tüketim, gelir artışının tasarruflar üzerindeki pozitif etkisinin gerçekleşmesine engel olmuştur. Ekonomi normale döndükten, faiz oranları ve enflasyon düştükten sonra, hanelerin tedbir amaçlı tasarruf eğilimleri de azalmaya başladı. Yine de ekonomik istikrarın devam ettirilmesi ve aşağıda anlatılan reformların uygulanması, nihayetinde, gelirleri artırmak suretiyle tasarrufu teşvik edecektir.

**4. Yapısal olarak bakıldığında Türkiye’de hanelerin güçlü bir “tedbir amaçlı tasarruf yapma” eğilimi taşıdığı görülmektedir.** Makro-ekonomik kırılganlıklar ve neticede ortaya çıkan istikrarsız gelir akışları, işsizlik riski ve sağlık riskleri, haneleri tasarrufa iten en belirgin nedenlerdir. Risk primindeki, dolayısıyla kırılgalıktaki, azalmayı yansıtan faiz oranlarındaki düşüş (2000’lerde olduğu

Şekil ES1. Toplam, Özel ve Kamu Tasarruf Oranları (%)



Kaynak: Kalkınma Bakanlığı

<sup>1</sup> Bu çalışmada Kalkınma Bakanlığı tarafından yurtiçi, özel ve kamu tasarruflarına ilişkin üretilen yeni tasarruf verilerinden yararlanılmıştır. Gelecekte, ulusal hesaplar kapsamında hane ve kurumsal tasarrufların yayınlanması bu konudaki çalışmalarını çok kolaylaştıracaktır.

gibi) neticesinde tedbir amaçlı tasarruf eğilimleri de azalmıştır. Hane reisinin işveren veya serbest meslek sahibi olduğu hanelerde, ücretli çalışan hane reisine sahip hanelere kıyasla, tasarruf yapma eğilimi daha fazlayken; hane reisinin yeşil kart (katkı paysız sağlık programı) sahibi olduğu haneler daha az tasarruf yapmaktadır. Bu hesaplamalarda gelir etkisi dikkate alınmıştır.

**5. Genç bağımlılık oranı yüksek hanelerin tasarruf oranları düşüktür.** Çocuk sayısı fazla olan ailelerin cari tüketim ihtiyaçları arttığı için, yüksek genç bağımlılık oranı (hanedeki 0-14 yaş arası çocukların, çalışan hane üyelerine oranı) tasarruflarda düşüğe neden olmaktadır. Aynı zamanda; haneler ya tasarruflarını planlayamamakta ya da gelecekteki harcamaları önceden planlamanın önemini kavrayamamaktadır.

**6. Kadınların işgücüne düşük katılım oranları da hane halkı ve özel tasarruf oranlarının düşük olmasına yol açmaktadır.** Türkiye’de istihdam oranlarının düşük olması nedeniyle çalışma çağındaki nüfus içerisindeki bağımlılık oranı OECD ülkelerine kıyasla daha yüksektir. Bunun ana nedenlerinden biri de kadınların işgücüne katılım oranlarının düşüklüğüdür. Daha fazla sayıda kadının çalıştığı haneler ilave gelir etkisinin de ötesinde tasarruf yapma eğilimi sergilemektedir. Bu da göstermektedir ki 2010 yılında yaklaşık yüzde 28 olan kadınların işgücüne katılım oranlarında ortaya çıkacak artış, tasarruf oranlarını da artırmaya yardımcı olabilir.<sup>2</sup>

**7. Önemli oranda tasarruf, çoğunlukla altın şeklinde, “yastık altında” saklanmaktadır.** Kayıt dışı tasarruf araçları arasında altın, nakit, döviz ve aileye/arkadaşlara ve işletmelere sağlanan krediler gelmektedir. Mikro düzeydeki veriler göstermektedir ki hanelerin yaklaşık yüzde 30’u son bir yıl içerisinde altın, mücevher veya saat satın almıştır. Odak grubu katılımcılarının beyanları da bankacılık sistemine girmeyen ve daha ziyade altın alımı şeklinde gerçekleşen önemli oranda “yastık altı tasarrufa” işaret etmektedir. Tasarrufları teşvik etmeyi veya tasarrufları mali sektöre yönlendirmeyi hedefleyen politikaların bu hususu da dikkate alması gerekmektedir.

**8. Düşük yurtiçi tasarruf Türkiye’nin büyüme potansiyelini olumsuz etkilemektedir.** Yurtiçi tasarruflar, ilk olarak, yatırımları ve dolayısıyla büyümeyi finanse etmektedir. Ülkeler arası karşılaştırmalı veriler – bilhassa gelişmekte olan ülkelerle ilgili veriler – tasarruf, yatırım ve büyüme arasında pozitif bir korelasyon göstermektedir. İkincisi; düşük yurtiçi tasarruflar dış finansmana bağımlılığı artırmakta, dış cari işlemler açığını yükseltmekte ve büyümenin sürdürülebilirliğini tehlikeye atmaktadır. Yurtiçi tasarrufların düşük seyretmesi neticesinde yatırımlar giderek artan oranda dış sermayeyle finanse edilmeye başlanmıştır; bu da cari işlem açığı büyüdüğünden dış sürdürülebilirlik hususunda endişelere yol açmıştır. Yabancı tasarruflara bağımlılık Türkiye’nin sermaye çıkışı riskine maruz kalmasına neden olmuştur. Bu da ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etki yaratmıştır. Netice itibarıyla; yurtiçi tasarrufların artması Türkiye’de sürdürülebilir büyümenin temini için kritik önem taşımaktadır.

**9. Bir ülkenin gelişmişlik düzeyi (esasen gelir ve eğitim düzeyleri) yurtiçi tasarruf oranları açısından en önemli belirleyici faktörler arasındadır.** Tasarrufları etkileyen ana faktör hane halkı gelir seviyesidir. Eğitim düzeyleri de, bekleneceği üzere, hane halkı tasarruflarıyla yakından ilintilidir. Nüfusun yüksek eğitim düzeyine sahip küçük bir grubu yüzde 20’nin üzerinde tasarruf oranına sahipken, en az eğitilmiş ve en büyük nüfus grubunun tasarruf oranı yaklaşık yüzde 10’dur. Bu durum ortalama tasarruf

2 Bkz. Dünya Bankası (2010) Türkiye’de Kadınların İşgücüne Katılımı: Eğilimler, Belirleyici Faktörler ve Politika Çerçevesi.



oranlarını aşağıya çekmektedir. Analiz, ayrıca, daha eğitimli kesimlerin, daha az eğitimlilere kıyasla, daha fazla finansal varlığa sahip olduğunu göstermektedir. Bu nedenlerden ötürü, yurt genelinde eğitim düzeyinin yükseltilmesi sadece insanların istihdam edilebilirliğini, yaşam kalitelerini ve refah düzeylerini artırmakla kalmayıp, aynı zamanda ulusal tasarruf oranlarını da yukarıya taşıyacaktır.

### **10. İşte bu yüzden uzun vadeli büyüme için uygun bir ortamın varlığı kilit önem taşımaktadır.**

Daha fazla şirket tasarrufu yaratmak üzere işletmelerin büyümesi ve inovasyon yapabilmesi ve işgücünün de daha verimli kullanılabilmesini sağlayacak ortamın geliştirilmesi büyük önem taşımaktadır. Simülasyonlar da göstermektedir ki verimlilik artışının olmadığı hallerde GSYH'da yüzde 5'lik büyüme oranı yakalayabilmek için gereken tasarruf oranı fazlasıyla yüksektir (yüzde 30 ve üstü). Bu nedenden ötürü, sürdürülebilir büyümeyi gerçekleştirmek için tasarruf oranlarında ve verimlilikte kombine bir artışa gerek vardır. Becerilerin iyileştirilmesi, rekabet edebilirliğin geliştirilmesi, iş yapma ortamının geliştirilmesi ve kayıt dışılığın azaltılması bu gündemin hayata geçirilişini kolaylaştıracaktır.

**11. Gelir artırıcı ve ekonomik kırılganlıkları azaltan akılcı makro politikalar tasarrufları teşvik edecektir.** Yapılan birçok çalışmada özel tasarruflarla reel döviz kuru arasında negatif bir ilişki gözlemlenmiştir. Türkiye'deki şirket tasarruflarına ilişkin analizler de reel döviz kurundaki değer artışının büyük ve ihracatçı firmaların karlılıklarını azaltabileceğini göstermektedir. Hızlı kredi büyümesi, verimli faaliyetlere kanalize edilmedikleri hallerde, tasarrufları engellemekte ve düşük gelir grubundaki haneleri tasarruf yapmama pahasına tüketimi artırmaya itmektedir. İşte bu sebeplerden ötürü kredi büyümesini ve aşırı değerlenmeyi kontrol etmeye yönelik para ve döviz kuru politikaları temel önem taşımaktadır. TCMB tarafından kısa süre önce atılan adımlar bu noktada yardımcı olabilir, ancak bahse konu girişimlerin diğer makro-ihtiyati, mali ve parasal politika tedbirleriyle takviye edilmesi gerekebilir. Bilhassa tüketimde artışı teşvik eden kredi kartı kullanımındaki ve tüketici kredilerindeki büyümeyi sınırlamayı hedefleyen spesifik politikalar ve tedbirler sayesinde tasarrufları artırmak mümkün olabilir. Tüketici kredileri ve kredi kartlarıyla ilgili alınabilecek muhtemel tedbirler şu şekildedir:<sup>3</sup>

- Bankalar tarafından, tüketici kredileri kategorisi altında, sağlanan kişisel ihtiyaç ve otomobil kredileri için vade sınırlamalarının getirilmesi kredi miktarını azaltacak, dolayısıyla da tüketimi frenleyecektir.
- Mortgage kredilerinde kredi/değer oranının daha da düşürülmesi, otomobil kredileri için de benzer bir tedbirin uygulanması tüketici kredilerindeki büyümeyi azaltacaktır.
- Kredi kartları için vade sınırlamalarının getirilmesi kredi kartlarının bir borçlanma aracı olarak değil de ödeme aracı olarak kullanımına katkı sağlayacaktır.
- Kredi kartları için asgari ödeme tutarı, mevcut oran olan yüzde 20'den, yüzde 40'a yükseltilebilir.
- Hanehalkları için toplam kredi kartı limit tavanlarının uygulandığı yıl sayısını artırmak (mevcut 2 yılın üstüne) kredi limitinin hane gelirlerindeki payının azaltılmasını sağlayabilir.

3 Bu rapor son haline getirilirken, Haziran 2011'de, BDDK tarafından kredi büyümesini frenleyecek (bilhassa tüketici kredilerini) tedbirler hayata geçirilmiştir.

**12. Ancak; tasarruflar otomatik olarak yatırım yaratmayacaktır – artan tasarrufları verimli yatırımlara yönlendirmek kritik önem taşımaktadır.** Bu bağlamda inşaat, makine ve teçhizat açılarından gayri safi sermaye oluşumu önem taşımaktadır. Türkiye’de konut sektörü, ağırlıklı olarak, bir yatırım aracı biçiminde algılanmaktadır ve bu durum büyümeyi geliştirecek nitelik taşımayabilir. Bu sebeple bu tarz algıları değiştirmeye yönelik olarak ikinci konutta ve kullanılmayan arazilerde vergilerin yükseltilmesi ve konut fiyatlarını izlemek için bir sistemin geliştirilmesi gibi tedbirler düşünülebilir. Bu tarz politika seçeneklerinin detaylarını analiz etmek üzere ilave çalışmalar yapılabilir.

**Şekil ES2: Hanehalkı Tasarrufunu Destekleyen Politikalar**



**13. Daha fazla ve daha uzun vadeli yurtiçi tasarrufların desteklenmesi için özellikle tasarrufların desteklenmesine odaklanan bir politika paketine ihtiyaç vardır.** Bu çalışma kapsamında yürütülen analize göre politika müdahaleleri hanehalkı tasarruflarında artışa yardımcı olarak (bkz. Şekil ES2), tasarrufların sisteme dahil edilmesini sağlayabilir. Politika seçenekleri iki grupta toplanabilir: hanehalkı tasarruf kararlarının belirlenmesi sürecinin bilgiyle desteklenmesine yönelik (talep tarafıyla ilgili) politikalar ve tasarruf kararlarının alındığı düzenleyici, kurumsal ve diğer koşulları geliştirmeye yönelik (arz tarafıyla ilgili) politikalar.

**14. Tasarrufun faydalarına dair, bilhassa uzun vadeli, farkındalık yaratan ve hanehalklarının finansal okuryazarlığını geliştiren politikalar önemli getiriler yaratabilir.** Birçok hanehalkı halihazırda tasarruf planları yapmamakta, dolayısıyla da yaşamlarının ilerleyen dönemlerinde gelirlerinde bir azalma ile karşı karşıya kalarak, yaşam standartlarını idame ettiremeyebilmektedir. Değişen tüketim alışkanlıkları ve kolay kredi imkanları gelecek için tasarruf yapmanın öneminin farkında olmayan kişileri daha fazla tüketime yönlendirmektedir. Üstelik; tasarrufların yönlendirilmesine dair kararlar, sıklıkla, alternatif seçeneklere dair yeterli bilgi sahibi olmadan alınmaktadır. Kamuoyunda mali piyasalara ilişkin bilgiler yalnızca banka mevduatları ve devlet tahvilleriyle sınırlıdır ve borsadaki hissedar sayısı oldukça küçüktür. Son on yılda devlet tahvillerindeki yüksek faiz getirisi de çeşitlendirme ihtiyacını azaltmıştır. Geleneksel yaklaşımlar incelendiğinde hanehalkı tasarruflarının bireysel ve ailevi tecrübelerle, tasarruf yapma kültürüne ve maddi varlıklara sahip olma tercihinine göre şekillendiği görülmektedir. Devlet tahvillerindeki faizler düşüp, getirileri de azaldığından hanehalkları için portföylerinin dağılımı artık daha fazla önem kazanacaktır.

**15. Türkiye’de finansal okuryazarlığın artırılmasında sistematik bir yaklaşımın tesisi için ulusal finansal okuryazarlık stratejisi geliştirilebilir.** Hanehalklarının finansal yeterliliklerinin, yaşam döngüsünün başlangıcından itibaren, artırılması ve bilgilendirilmiş mali kararlar almalarına yardımcı olunması tasarrufları artırabilir. Hükümet de finansal okuryazarlığı artırma ihtiyacının farkındadır ve bu tarz bir stratejinin geliştirilmesi gündeme alınmıştır. TCMB ve SPK tarafından Mart 2011 tarihinde konuya

ilişkin yüksek profilli bir konferans düzenlenmiştir. Etkili uygulandığı takdirde ulusal finansal okuryazarlık stratejisinin ülke genelinde finansal okuryazarlığı geliştirmesi, Türk vatandaşlarının tasarruf kararları üzerinde önemli etki yaratması mümkündür.<sup>4</sup> Bahse konu strateji etkili yönetilmesi ve tüm paydaşların desteğinin sağlanması halinde en başarılı sonuçları verecektir. Kısa vadede ise halihazırda sisteme dahil olan 2,3 milyon bireysel emeklilik sigortası sahibinin ve potansiyel üyelerin finansal okuryazarlığının geliştirilmesi şu anda küçük olan sisteme ilave fon çekebilir. Bu noktada tercih edilebilecek politika seçeneklerinden biri de bireysel emeklilik sistemine ödenen katkı payları için hem lehdarlara hem de iş yerlerindeki idarecilere vergi muafiyeti ile ilgili bilgi verilmesi olacaktır.

#### **16. Arz tarafından bakıldığında mali piyasaların aracılık rolü büyük önem taşımaktadır.**

Aracılığı geliştirmeye yönelik politika seçenekleri üç grupta toplanabilir: (i) Mevcut ürünlerin daha iyi kullanımı (bireysel emeklilik sistemi ve şirket tahvilleri gibi)—örneğin farklı enstrümanların vergilendirilmesi; (ii) yeni ürünlere daha fazla yatırım ve daha iyi düzenleyici çerçevenin tesisi ve de (iii) özel tasarruf planları.

**17. Kısa bir süre önce Türkiye’de hayata geçirilen bireysel emeklilik planları önemli oranda büyüme potansiyeline sahiptir.** Hanelerin emeklilik için plan yapma farkındalığını yükseltmenin yanı sıra bireysel emeklilik planlarının daha cazip hale getirilmesi, sektörün büyümesine ve uzun vadeli tasarruflar yaratabilmesine yardımcı olabilir. Bu noktada tercih edilebilecek seçeneklerden biri de mevcut uygulamada aylık maaşın yüzde 10’u tutarında olan muafiyet eşiğini, ki tavan olarak yıllık brüt asgari ücret belirlenmiştir, yükseltmek olacaktır. Artan muafiyetin yaratacağı mali bedel, kamu borçlanma faizindeki azalma ve uzun vadeli fonlardaki artışa bağlı olarak daha geniş vergi matrahı sayesinde fazlasıyla karşılanmış olacaktır. Bu tarz her politika müdahalesinin ilgili kamu ve özel sektör kurumlarının katılımıyla tasarlanması gerekmektedir zira bu sayede yeni tasarrufların bireysel emeklilik sistemine azami düzeyde kanalize edilmesi mümkün olacaktır. Vergi teşviklerini artırmanın yanı sıra sistemden çıkış yapabilme süresi, acil sağlık durumlarına bağlı haller hariç, en az 3 yıla çıkartılabilir. Bir diğer politika seçeneği de doğrudan devlet katkılı bir sistemin hayata geçirilmesi olabilir. Kuşkusuz yukarıda anılan farklı teşvik planlarının hepsi kendi artılarına ve eksilerine sahiptir. Yürütülecek olan takip çalışmasında sisteme daha fazla tasarruf çekebilmek için bireysel emeklilik planlarının yeniden tasarımında alternatif seçeneklerin neler olduğu incelenecek; bahse konu seçeneklerin maliyetleri belirlenecektir.

**18. Tasarrufları geliştirme çabalarının etkili olabilmesi için mali piyasaları güçlendirecek reformlarla tamamlanması gerekmektedir.** Ampirik kanıtlar da göstermektedir ki tasarrufların büyümeyi artırıcı faaliyetlere kanalize edilmesinde mali gelişmişlik düzeyi önem taşımaktadır. Türkiye’nin mali piyasalarının 2003’ten beri sergilemiş olduğu hızlı büyümeye rağmen sistem ağırlıklı olarak bankacılık sektöründen oluşmaktadır. Daha fazla çeşitlilik barındıran mali piyasalar Türkiye’nin faydasına olacaktır. Şirket tahvilleri piyasasını daha da geliştirmek bu noktada bir politika seçeneği olabilir.<sup>5</sup> Malezya ve Tayland son derece gelişmiş mali piyasalara ve yüksek tasarruf oranlarına sahiptirler. Bu ülkelerin deneyimleri Türkiye için yararlı olabilir.

4 Dünya Bankası tarafından ülke genelinde mali okuryazarlık anketi uygulamak üzere hibe kaynağı temin edilmiştir. Bahse konu anket TCMB ve SPK ile birlikte uygulanacaktır. Anket, henüz başlangıç aşamasında olan ulusal stratejinin hazırlanması için değerli bilgiler sağlayacaktır.

5 Şirket tahvili piyasasının geliştirilmesine yönelik politika seçenekleri yakında yayınlanacak olan “Şirket Tahvili Piyasasının Geliştirilmesi – Öncelikler ve Zorluklar” isimli Dünya Bankası raporunda bulunabilir.

**19. Yeni ve kapsamlı bir sermaye piyasası kanunu mali piyasaların daha da derinleştirilmesine yardımcı olabilir.** Türkiye'deki Sermaye Piyasası Kanunu yurtiçi sermaye piyasalarının düzenlenmesi için faydalı bir genel çerçeve sağlamıştır, ancak yurtiçi ve uluslararası mali piyasalarda yaşanan hızlı gelişmeler kanunun uluslararası standartlar seviyesine yükseltilmesi için kapsamlı bir gözden geçirme gerektirmektedir. Yeni ve kapsamlı bir sermaye piyasası kanunu Avrupa Birliği (AB) yakınsama süreci ve İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Projesi açısından da önem taşıyacaktır. Bu tarz bir kanun, kuralların tebliğler vasıtasıyla belirlenmesi ihtiyacını azaltabilir. Sermaye piyasalarındaki yatırımcıları korumaya yönelik düzenlemeler de hanehalklarının sermaye piyasası araçlarına güvenlerini artırmaya ve yatırımcı sayısını artırmaya katkı sağlayacaktır. Bu bağlamda; mevcut "Yatırımcıları Koruma Fonu"nun daha etkili kullanılması bir seçenek olabilir.

**20. Hükümet, aynı zamanda, vergilendirme neticesinde ortaya çıkan mali piyasa aksaklıklarını ortadan kaldırmayı da düşünebilir.** Yatırımcıdan bağımsız olarak tüm mali enstrümanlara eşit muamele sergilemek eşit şartların oluşmasını sağlayacak, bu sayede mali piyasalar büyüyerek daha sağlam hale gelecektir. Benzer araçlar üzerindeki vergi yükünü eşitlemek de daha dengeli bir mali piyasa gelişimine katkıda bulunabilir. Örneğin:

- Yatırım Fonları. Yatırım fonlarında değerlendirilen yatırımlar halihazırda yüzde 10'luk stopaj vergisine tabidir, ancak bireysel hisselerle yapılan yatırımlar bu vergiden muaftır. Bu durum araçlar vasıtasıyla hisselerle doğrudan yatırım yapma donanımına sahip olmayan bireysel yatırımcılar için caydırıcı etki yaratmaktadır.
- Borsa Yatırım Fonları (ETF'ler). ETF'ler üzerinde stopaj vergisi uygulanmakla birlikte bireysel hisselerdeki alım satımlar vergiden muaftır.
- Banka Mevduatları. Banka mevduatları yüzde 15'lik stopaj vergisine tabidir. Devlet tahvillerine yapılan yatırımlarda ise bu oran yüzde 10'dur.

Portföyünün yüzde 50'sinden fazlası borsada işlem gören hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarındaki yüzde 10'luk stopaj vergisinin kaldırılmasının yaratacağı tahmini vergi kaybı yaklaşık 25 milyon TL'dir. Bu hesaplama yüzde 20'lik getiri varsayımında yapılmıştır. Yukarıda değinilen politika seçeneklerinin muhtemel mali etkisine dair daha detaylı analiz yapılmalıdır, ancak tasarrufların mobilizasyonunun yaratacağı faydalar, büyük ihtimalle, kaybedilen vergi gelirlerinden daha fazla olacaktır.

**21. Diğer ülkelerdeki iyi örneklerle dayanan tasarruf planları da sisteme yeni tasarrufları çekmeye yardımcı olabilir.** Türkiye'de, geçmişte yaşanan olumsuz zorunlu tasarruf programı tecrübesine rağmen, iyi tasarlanmış ve etkili yönetilen yeni planlar, ister zorunlu ister isteğe bağlı, hanehalkı tasarruflarının mali sisteme kazandırılmasını sağlayabilir. Türkiye'nin önemli oranda gelişmiş mali sistemi ve istikrarlı makroekonomik ortam bu tarz programların tasarımı ve uygulanması için uygun bir ortam yaratmaktadır. İngiltere'deki Saving Gateway ve Child Trust Fund ile ABD'de bulunan 529 tasarruf planı (çocukların gelecekteki eğitim harcamaları için) gibi vergi avantajlı tasarruf fonları isteğe

bağlı planlara örnek teşkil etmektedir. Bireylerin tasarruf hesaplarına devletin katkı sağlaması ve katkı payları ve kazanımlarda avantajlı vergi uygulamaları da dikkate alınabilir. Vergi avantajlı tasarruf fonlarının etkisine dair yürütülen bir OECD değerlendirmesinde bu fonların ilave tasarruf yarattığı belirlenmiş; fırsat verilmesi halinde tasarruflarını artırma ihtimali olan orta gelir grubundaki hanehalklarına hitap edecek planların daha önemli olduğu vurgulanmıştır. Ayrıca; orta gelir grubundaki bireylerin vergi oranları daha düşük olduğu için, yüksek gelir grubundakilere kıyasla, bu grubun tasarruf planlarına daha fazla katılımı, kaybedilen vergi gelirlerini de sınırlandıracaktır.

**22. Hükümetin halihazırda gündeminde olduğu üzere bir kıdem tazminatı fonunun oluşturulması da tasarrufların artmasına katkı sağlayabilir.** Toptan ödemenin gerçekleştirildiği mevcut kıdem tazminatı uygulaması işverenler için ciddi bir yükümlülüktür ve iş akdinin ihtiyari feshi halinde bu haktan yararlanılmamaktadır. Kıdem tazminatı reformu; Avusturya'da olduğu gibi; ödenecek miktarı azaltmayı (işsizlik sigortasının kapsamını genişletmek kaydıyla) ve önceden fonlanmış kıdem hesapları oluşturmayı (süreci daha verimli kılmak ve çalışanların ödemeyi almalarını temin etmek için) içermektedir. Bireysel kıdem tazminatı hesaplarına prim katkılarından oluşan ve çalışanların işten ayrılmaları halinde hesapta biriken miktarın çalışanlara ödeneceği bu tarz bir sistem, hem işgücü piyasalarının esnekleştirilmesine katkı sağlayacak hem de yurtiçi tasarrufları geliştirecektir.

**23. Son olarak; kamu tasarruflarında bir artış, verimsiz harcamalarda kesintiye gidildiği ve ekonomide kayıtlılığın teşvik edildiği ölçüde yurtiçi tasarrufları artırabilir.** Türkiye'de tam Rikardocu eşdeğerliliği olmaması sebebiyle (kamu tasarrufları artarken özel tasarrufların bire birden daha az oranda azalması) kamu sektörü yurtiçi tasarrufların artırılmasına katkı sağlama potansiyeline sahiptir. Bu noktada kamu harcamalarının kalitesi ve kamu iktisadi teşekküllerinin reformu önem kazanmaktadır. Bilhassa OECD ülke deneyimlerinin kanıtladığı kadarıyla öncelikli olarak vergi artışına ve kamu yatırımlarında kesintiye dayanan mali konsolidasyonun sürdürülebilir niteliği yoktur; zira daha yüksek vergi gelirleri eninde sonunda harcamaları artıracaktır ve altyapı bakım maliyetleri ve harcamalarının sonsuza kadar ertelenmesi mümkün değildir. Yapısal kamu harcamalarında kesintilerle – kamu istihdamında ve ücret ödemelerinde küçülme ve transferlerin azaltılması – desteklenen mali konsolidasyon süreçlerinin daha kalıcı etkiler yarattığı gözlemlenmiştir. Ayrıca; doğrudan vergileri daha fazla esas alarak – gelir vergisi ve kurumlar vergisi gibi - ekonominin kayıt altına alınması da vergi tahsilatını daha etkin hale getirmek ve vergi kaçakçılığını azaltmak suretiyle tasarrufları geliştirebilir.<sup>6</sup>

**24.** Yukarıda değinilen politika seçenekleri aşağıdaki politika matrisinde özetlenmiştir.

6 Bkz. Türkiye Ülke Ekonomik Raporu, Kayıtdışılık: Nedenler, Sonuçlar, Politikalar (2010).

| Tablo YÖ1: Uzun vadeli tasarrufları geliştirmek için politika seçenekleri |  |   |
|---|--|---|
| Politika Alanı  | Kısa Vade  | Orta-Uzun Vade  |
|   | <i>Rekabet edebilirliğin geliştirilmesi, iş yapma ortamının iyileştirilmesi ve ekonominin kayıtlarına alınması gibi gelir düzeylerini ve büyüme artırmayı hedefleyen politikalar, aynı zamanda, yurtiçi tasarrufları da artıracaktır. Ayrıca; işgücünün beceri seviyesini yükseltmek ve başta kadınlar için olmak üzere işgücüne katılım oranlarını artırmak da tasarruf oranlarının artmasına katkı sağlayacaktır. Bu alanlara eğilen spesifik politika seçenekleri diğer Dünya Bankası raporlarında işlenmiştir. Bu raporlara dair Alıntılar Kaynakça bölümünde verilmiştir.</i> |   |
| Tasarruf verisi   | → Ulusal hesaplar çerçevesinde hanehalkı ve şirket hesaplarının yayınlanmasına yönelik çalışmanın başlatılması   | → Ulusal hesaplar çerçevesinde hanehalkı ve şirket hesaplarının üç ayda bir yayınlanması  |
| Finansal okuryazarlık   | → Ülke genelinde bir anket vasıtasıyla Türkiye'deki hanelerin finansal okuryazarlığının değerlendirilmesi  | → Finansal okuryazarlık düzeyinin düzenli izlenmesi<br>→ Mali eğitim için ulusal düzeyde bir strateji ve eylem planının tasarlanması                            |
| Alternatif enstrümanların kullanımına amadeliği                           | → Vergi avantajlı tasarruf hesaplarına dair iyi uluslararası örneklerin değerlendirilmesi  | → Bilhassa orta gelir grubundaki haneleri hedefleyen yeni tasarruf planlarının tasarlanması<br>→ Önceden fonlanmış kıdem tazminatı hesaplarının tesisi          |
| Bireysel Emeklilik Planları <sup>7</sup>                                  | → Bir emeklilik aracı olarak bireysel emeklilik planlarına dair farkındalığın artırılması<br>→ İşyerindeki lehdarlara ve idarecilere halihazırda uygulanan vergi muafiyeti hususunda daha geniş bilgilendirilme sağlanması   | → Katılımcılar için teşviklerin yeniden tasarımı (vergi muafiyeti eşliğinin yükseltilmesi gibi)<br>→ Emeklilik birikimlerini hak etme süresini 3 yıla çıkartmak |
| Mali piyasalar ve sermaye piyasaları                                      | → Şirket tahvil piyasaasının daha da geliştirilmesi (konuya ilişkin yakın tarihli DB raporunda ayrıntılı öneriler bulunabilir)<br>→ Benzer mali araçların vergilendirilmesinde var olan aksaklıkların ortadan kaldırılması   | → Yeni Sermaye Piyasası Kanunu<br>→ "Yatırımcıları Koruma Fonu'nun" daha etkili kullanımı   |
| Kredi büyümesi – Makro-İhtiyati tedbirler                                 | → Bankaların verdiği bireysel krediler ve otomobil kredileri için taksit sınırlamalarının getirilmesi.<br>→ Mortgage kredilerinde kredi değer oranını daha da azaltmak (şu anda yüzde 75) ve otomobil kredileri için benzer tedbirler getirmek<br>→ Kredi kartları için taksit sınırlamaları koymak<br>→ Kredi kartları için asgari ödeme tutarını yüzde 40'a çıkartmak<br>→ Hanelerin toplam kredi kartı limitleri için tavan uygulamasının olduğu yıl sayısını artırmak.   |   |
| Konut piyasaları  |  | → Konut fiyatlarını izleme sisteminin tesisi<br>→ İkinci konutların ve kullanılmayan arazilerin daha yüksek vergilendirilmesi                                   |

7 Takip eden çalışmalar, sisteme daha fazla tasarruf çekmek üzere, bireysel emeklilik planlarının yeniden tasarlanması için alternatif seçenekler ve bu seçeneklerin maliyetlerini inceleyecektir.

# 1. GİRİŞ

## **1. Türkiye’de yurtiçi tasarruflar 2010 yılında GSYH’nın yüzde 12,7’sine kadar gerilemiştir.**

**Bu oran 1980’lerden beri en düşük orandır.** Ekonominin geçiş döneminde olduğu ve enflasyonun yüksek olduğu 1990’lardaki geçici yükselişin ardından tasarruf oranında son on yılda önemli bir düşüş yaşanmıştır. Türkiye’nin sağlam bir GSYH büyümesi sergilemesine rağmen, ki bu geleneksel olarak tasarrufları artırmayla ilişkilendirilmiştir, tasarruf oranlarında keskin bir düşüş yaşanmıştır. Bunun ana nedeni hanehalkı tasarrufundaki azalmadır. 2001’den bu yana kredi bulma imkanlarının artması ve ileri tarihe ertelenen tüketimden dolayı özel tüketimin hızlanması, gelir artışının tasarruflar üzerindeki pozitif etkisinde belirleyici olmuştur.

## **2. Düşük yurtiçi tasarruflar en az iki nedenden ötürü önem taşımaktadır.**

Her şeyden önce yurtiçi tasarruflar yatırımları, dolayısıyla büyümeyi, finanse ederler. Ülkeler arası karşılaştırmalı veriler de göstermektedir ki bilhassa gelişmekte olan ülkelerde tasarruflar, yatırım ve büyüme arasında pozitif bir ilişki mevcuttur. İkinci olarak; yurtiçi tasarrufların düşük seyretmesi Türk yatırımlarının yabancı kaynaklardan finansmanına olan bağımlılığı artırmış, bu da dış cari işlemler açığını büyüterek büyümenin sürdürülebilirliğini tehlikeye atmıştır. Yabancı tasarruflara olan bu bağımlılık Türkiye’nin sermaye çıkışı riskine maruz kalmasına neden olmuştur ve bu ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etki yaratabilir.

## **3. Ancak, yurtiçi tasarrufların artırılması tek başına sürdürülebilir büyüme için yeterli değildir.**

Yurtiçi tasarrufların sürdürülebilir yüksek büyümenin teminindeki rolü verimlilik artışından bağımsız düşünülemez. Toplam faktör verimliliğinin büyümeye katkısında son dönemde yaşanan artışa rağmen Türkiye’nin bugüne kadar ana büyüme kaynağı sermaye birikimi olagelmıştır. İşgücü becerilerini geliştirmek, inovasyonu teşvik etmek, yeni teknolojileri benimsemek ve daha verimli yatırımlar yapmak suretiyle Türkiye verimlilik artışından daha fazla fayda elde edebilir. Yurtiçi tasarrufları geliştirmeye yönelik politikalar, özellikle verimlilik artırıcı politikalarla desteklenmeleri halinde, sürdürülebilir yüksek büyümeyi sağlayabilir.

## **4. Bu raporda Türkiye’deki yurtiçi tasarrufların belirleyici faktörleri analiz edilmekte;**

**tasarrufları, özellikle de uzun vadeli tasarrufları artırmaya yönelik politika seçenekleri sunulmaktadır.** Raporda hanehalkı, şirket ve kamu sektörü tasarruflarına dair yürütülen çalışma özetlenmektedir. Haziran 2010 tarihinde Türk makamlarıyla paylaşılan ilk modül Türkiye’deki tasarruf eğilimlerini uluslararası bağlamda incelemektedir. Hanelerin tasarruf davranışları ve tasarruf – yatırım ilişkileri de aynı bağlamda ele alınmıştır. İşbu rapor o günden beri yürütülen çalışmaların ortaya koyduğu



sonuçları ve bulguları bir araya getirmektedir. Bu çalışmalar arasında hanehalkı odak grubu görüşmeleri, özel tasarrufların belirleyici faktörlerine ilişkin zaman serisi analizleri, şirket tasarrufu analizleri, tasarruflara aracılık yapılmasında mali piyasaların rolü ve kamu tasarrufu çalışması yer almaktadır.

**5. T.C. Kalkınma Bakanlığı ile ortaklaşa hazırlanan bu raporda Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın (TCMB) da değerli katkıları vardır.** Sermaye Piyasaları Kurulu, Hazine Müsteşarlığı, Maliye Bakanlığı ve mali sektör temsilcileri de sürece değerli katkılar sağlamışlardır.

**6.** Rapor altı bölümden oluşmaktadır. İkinci bölümde kamu, özel, hanehalkı ve şirket tasarruflarına ilişkin; mümkün olduğu hallerde uluslararası karşılaştırmalar yaparak; eğilimler dikkatinize sunulmaktadır. 3. Bölümde yurtiçi tasarrufların büyümeyi artırıcı ve muhtemelen de dış finansmana artan bağımlılığın yarattığı kırılganlığı azaltıcı rolü ele alınmaktadır. Yurtiçi tasarrufların artırılmasının önemi açık biçimde ortaya konduktan sonra 4. Bölümde Türkiye'de tasarrufların belirleyici faktörleri işlenmektedir. 5. Bölüm, Türkiye'de tasarruflara aracılık yapma noktasında mali piyasaların rolünü incelemektedir. 6. Bölüm ise yurtiçi tasarrufları artırmak için, bilhassa uzun vadeli, politika seçeneklerini dikkatinize sunmaktadır.

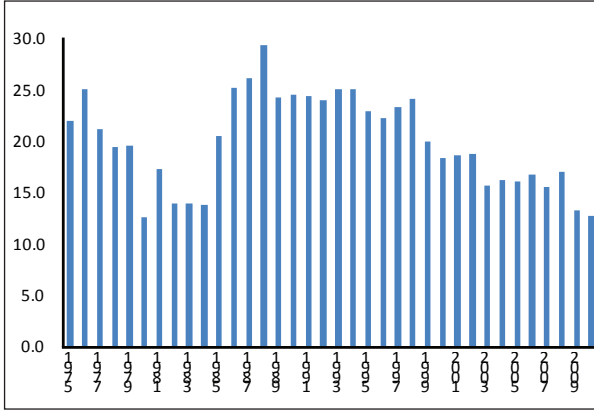


## 2. ULUSLARARASI KARŞILAŞTIRMALAR TEMELİNDE TÜRKİYE'DEKİ TASARRUF EĞİLİMLERİ

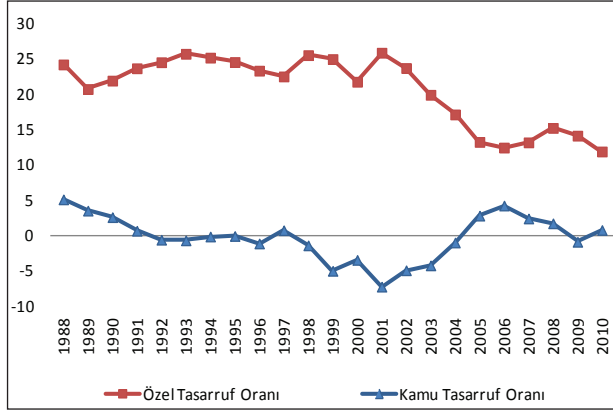
### 2.1 Toplam, Kamu ve Özel Tasarruflar

**7. Kamu tasarruflarının ve özel tasarrufların toplamı olan toplam yurtiçi tasarruflar, 1988'den itibaren azalma eğiliminde olmuştur.** Yurtiçi tasarruflar, 1980 ve 1988 yılları arasında politika belirsizlikleri ve yüksek enflasyona bağlı olarak keskin bir şekilde arttıktan sonra 1988'den bugüne azalmıştır. 1988 sonrası dönemde başlayan düşüş 2000'li yıllarda daha da hızlanmış, 2010 yılında tasarruf oranı yüzde 12,7'e inmiştir. Bu oran 1980'den bugüne ve daha öncesinde 1975'ten bugüne en düşük tasarruf oranı olmuştur (Şekil 1).<sup>8</sup>

Şekil 1. Türkiye'de yurtiçi tasarruflar, 1975 - 2010



Şekil 2. Türkiye'de özel ve kamu tasarrufu, 1988 - 2010



Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı

**8. Daha önceki dönemde (1988-2001) tasarruf oranındaki düşüşün ardındaki temel faktör kamu sektörüydü.** 1990'lar boyunca konsolide bütçedeki; bütçe dışı ve döner sermaye fonlarındaki; sosyal güvenlik kuruluşlarındaki ve KİT'lerdeki açıkların toplamı olan kamu bütçe açıkları yükselmeye başlamıştır. Kamu bütçe açığının GSYH'ya oranı 1990'da yüzde 5,5 iken, 1999 sonu itibariyle yüzde 11,7'e yükselmiştir. Kamu tasarruflarının gayri safi milli harcanabilir gelire oranı ise 1990'da yüzde 2,6 oranındayken, 2000 yılında önce yüzde -3,4'e sonrasında 2001 yılında yüzde -7,2'ye gerilemiştir.

**9. Takip eden dönemde (2001-2010), önceki dönemin aksine, tasarruflardaki düşüşün ana faktörü özel tasarruflardaki azalma olmuştur.** Özel tasarruftaki azalmayı kamu sektörü tasarruflarındaki artış dahi karşılayamamıştır. 1991-2001 döneminde ortalama yüzde 24 olan özel tasarruf oranları, 2005-2010 döneminde yüzde 13,4'e düşerek nihayetinde toplam ortalamayı da yüzde

8 2001'de verilerde bir kırılma noktası olduğu görülmektedir. Ancak; kısa zaman serileri yapısal bir kırılma olup olmadığını gösterecek ekonometrik çalışmaları zorlaştırmaktadır.

16'ya çekmiştir. Özel tasarruftaki düşüşü açıklayan bir dizi faktör mevcuttur: düşen faiz oranları ve enflasyon rakamlarının şekillendirdiği bir ortamda kredi akışındaki yükselişe paralel artan tüketim en önemli neden niteliğindedir. Ancak aynı dönemde kamu tasarrufları artmıştır. 2001 krizinin sonrasında kamu borç stokunu sabitlemek üzere mali politikalar sıkılaştırılmış; para ve döviz kuru politikaları için yeni bir çerçeve oluşturulmuştur. Geçmişteki istikrar girişimlerinin aksine bu defa kamu mali yönetiminin ve bütçe sisteminin iyileştirilmesine ve de nispeten yüksek faiz dışı fazla hedeflerinin tutturulmasına odaklanılmıştır. Kamu kesimi dengesindeki iyileşmeye paralel olarak kamu tasarruf oranları da önemli bir yükseliş yaşayarak, 2001'deki yüzde -7,2'lik orandan, 2006'da yüzde 4'ün üstüne çıkmıştır. Bu dönem sonrasında, yine de bir düşüş yaşanmıştır.

### Kutu 1. Türkiye'de Tasarruflara İlişkin Veriler

Bu çalışma Kalkınma Bakanlığı tarafından üretilen özel ve kamu tasarrufları olmak üzere yıllık toplam yurtiçi tasarruf tahminlerini kullanmaktadır.\* Kalkınma Bakanlığı tasarruflar için yıllık serileri revize etmiştir ve yeni seriler ilk kez bu çalışmada kullanılmıştır.

Özel tasarrufun hanelere ve işletmelere göre ayrıştırıldığı veriler ise mevcut değildir. Bu sebepten ötürü, işbu çalışmada özel tasarrufun bahse konu alt bileşenlerini incelemek için farklı veri kaynakları kullanılmıştır. Hanehalkları için iki ana veri kaynağı kullanılmıştır. İlk olarak, TÜİK tarafından gerçekleştirilen Hanehalkı Bütçe Anketi'nde hanelerin kullanılabilir gelirleri ve tüketim rakamları yer almaktadır. Bu çalışmada hanehalkı tasarrufları ankette ulaşılan harcanabilir gelir ve tüketim rakamları kullanılarak hesaplanmaktadır. İkinci olarak; Kutu 3'te ayrıntılı açıklanan, tüketici finans anketi kullanılmıştır. İşletmeler için de iki farklı veri kaynağından yararlanılmıştır: (i) yaklaşık 7000 işletmenin bilançolarına dair TCMB veri tabanı ve (ii) İMKB veri tabanı.

\* TÜİK tarafından şu anda ulusal hesapların bir bileşeni olarak tasarruf verileri üretilmemektedir.

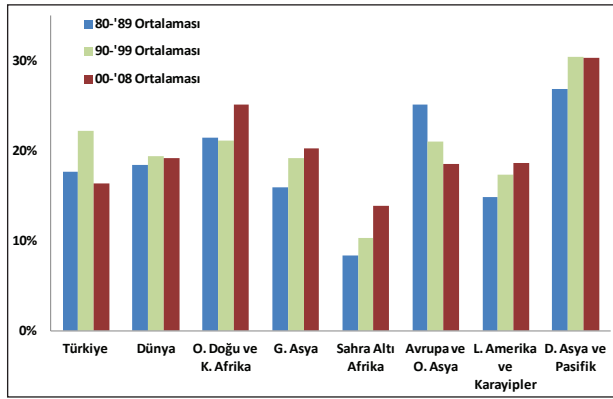
**10. Türkiye'nin yurtiçi tasarruf oranları Latin Amerika ülkeleriyle karşılaştırılabilir niteliktedir, ancak diğer bölgelerin çoğunun gerisindedir (Şekil 3).** Dünyadaki toplam tasarruf oranı<sup>9</sup>, örneklemin tamamı için olağanüstü biçimde sabit seyrederek gayri safi milli kullanılabilir gelirin yaklaşık yüzde 19'u olmuştur. Bölgelere göre tasarruf oranları, gerek zaman içerisinde gerekse diğer bölgelere kıyasla, önemli oranda yayılım sergilememektedir. Türkiye'nin tasarruf oranı Sahara altı Afrika bölgesi hariç diğer bölgelerin çoğundan geridedir, ancak Latin Amerika ve Karayipler bölgesindeki oranlarla karşılaştırılabilir niteliktedir. Latin Amerika'da Şili, tasarruf oranını sürekli artıran bir ekonomi örneği olarak ön plana çıkmaktadır. 1980'lerde ortalama yüzde 12 olan Şili'nin tasarruf oranı 1990'larda yüzde 23'e ve 2000'lerde ise yüzde 24'e yükselmiştir. 1980 ve 1990'larda Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgesindeki medyan bir ülkenin tasarruf oranları nispeten istikrarlı seyretmiş ve gayri safi milli kullanılabilir gelirin yaklaşık yüzde 21'i oranında olmuştur. Bu oran, daha sonrasında, 2000'lerde yüzde 25'in üstüne çıkmıştır. Buna karşılık Doğu Avrupa ve Orta Asya bölgesinde ulusal tasarruf oranları zaman içerisinde düşmüştür: 1980'lerde gayri safi milli kullanılabilir gelirin yüzde 25'inden fazla olan bu oran, 1990'larda yüzde 21'e ve 2000'lerde yüzde 18'e düşmüştür. 1980 ve 2000 arasında Doğu Avrupa'nın geçiş dönemi ülkelerinde bir tasarruf çöküşü yaşanmıştır.

**11. Türkiye'nin ortalama tasarruf oranı, her ne kadar son yıllarda düşse de, halen genel olarak orta gelir grubundaki ülkelerle benzer niteliktedir (Şekil 4).** Dünyadaki en yüksek tasarruf oranları yüksek gelir grubundaki ülkelerdedir. Üstelik; OECD üyesi olmayan yüksek gelir grubuna ait medyan bir ülkenin tasarruf oranı 1990'lar ve 2000'ler arasında önemli oranda artmış; gayri safi milli

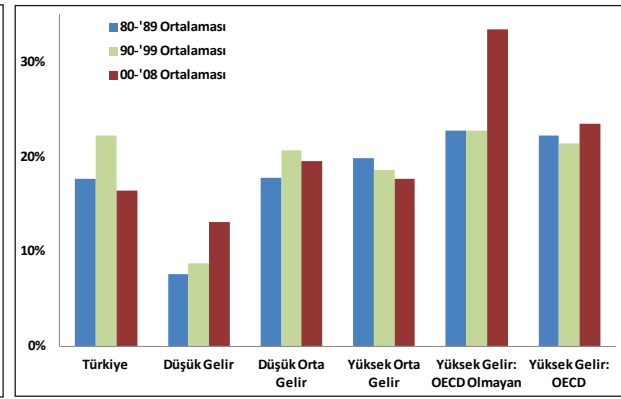
9 Dünya tasarruf oranı 104 gelişmekte olan ve gelişmiş ülkeden oluşan bir örneklemede ortalama oran olarak hesaplanmaktadır. Bölgelere göre tasarruf oranları da belirli bir bölgedeki ülkelerin ortalama oranı olarak hesaplanmaktadır.

harcanabilir gelirin yüzde 23'ünden yüzde 33'e ulaşmıştır. Ancak, burada dikkat edilmesi gereken husus bahse konu ülke grubunda yürütülen gözlemlerin sayısının nispeten az olduğudur. OECD üyesi, yüksek gelir grubuna dahil ülkelerde tasarruf oranlarında küçük bir düşüş yaşanmış, 1980'lerdeki yüzde 22'den 1990'larda yüzde 21'e gerilemiştir. 2000'lerde ise tekrar yüzde 23,5'e yükselmiştir. Üst orta gelir ve alt orta gelir grubundaki medyan ülkelerde, gayri safi milli kullanılabilir gelirin yüzde 20'sinden biraz daha az bir oranla, benzer tasarruf oranları karşımıza çıkmaktadır. Üst orta gelir grubundaki ülkelerde tasarruf oranı zaman içerisinde, tıpkı Türkiye'de olduğu gibi, azalmıştır. Son olarak; düşük gelir grubundaki ülkeler en düşük tasarruf oranlarına sahiptirler. Türkiye'nin tasarruf oranı düşük gelir grubundaki ülkelere göre yüksek olmakla birlikte OECD ülkelerinin oranlarından düşüktür.

Şekil 3. Bölgelere göre tasarruf oranları



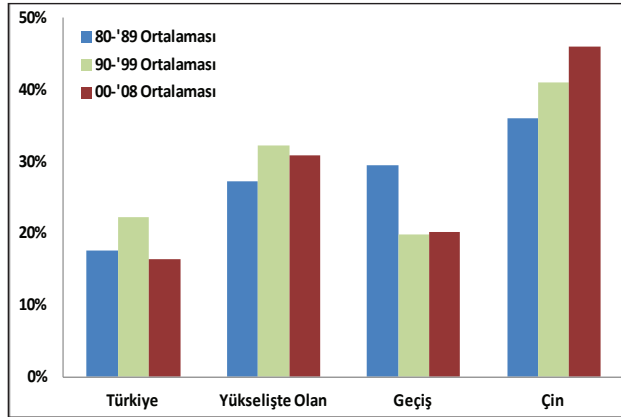
Şekil 4. Gelir grubuna göre tasarruf oranları



Kaynak: Dünya Bankası

**12. Türkiye'nin tasarruf oranları yüksek büyüme oranlarına sahip ülkelerin tasarruf oranlarından oldukça geridedir.** Şekil 5'te yükselişte olan ülkelerde, geçiş dönemi ülkelerinde ve Çin'deki tasarruf davranışları gösterilmektedir.<sup>10</sup> Yükselişte olan ülkeler 1980-2008 döneminde yüksek ve sürdürülebilir büyüme oranlarını yakalamış gelişmekte olan ülkeleri tanımlamak için kullanılmaktadır.<sup>11</sup> Çin'in zaten çok yüksek olan tasarruf oranı, bahse konu dönemde önemli oranda artmıştır. 1980-1989 döneminde ortalama yüzde 36 olan oran, 2000-2008 döneminde yüzde 46'ya yükselmiştir. Yükselişte olan medyan bir ülke söz konusu dönemde büyük tasarruf oranları yakalamış; 1980'lerde yüzde 27 olan oran 2000'lerde yüzde 31'e yükselmiştir. Öte yandan; 1980'ler ve 1990'lar arasında geçiş dönemi ülkelerinde tasarruf oranları, 1990'larda Doğu

Şekil 5. Geçiş dönemi, yükselişte olan ülkelere göre tasarruf oranları



Kaynak: Dünya Bankası

10 Örneklemimize dahil olan geçiş dönemi ülkeleri: Beyaz Rusya, Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Estonya, Macaristan, Kazakistan, Letonya, Litvanya, Polonya, Romanya, Slovak Cumhuriyeti, Slovenya, Türkmenistan, Ukrayna ve Özbekistan.

11 Yükselişte olan ülkeler grubu: Çin (ayrıca değerlendirilmiştir), Şili, Hong Kong, Endonezya, Kore, Malezya, Moritius, Singapur, Tayvan ve Tayland.

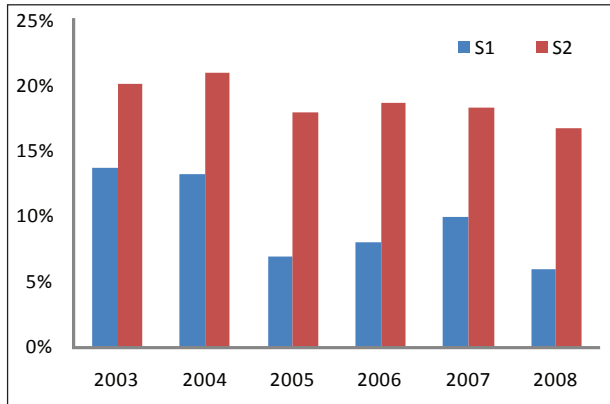
Avrupa ülkelerinde başlayan ekonomik dönüşüm neticesinde çökmüştür. Bu çöküşün iki muhtemel açıklaması vardır: (a) merkezi planlanan ekonomik yapıdan piyasa ekonomisine geçişe bağlı olarak zorunlu tasarruf uygulamalarının sona ermesi (Denizer ve Wolf, 2000), ve (b) kısa vadeli gelirden, bilhassa reel olarak yaşanan düşüş; beraberinde gelecekte yüksek ekonomik büyüme beklentisi ve dayanıklı tüketim mallarının bu beklentiye göre ayarlanması, ulusal tasarruf oranlarını azaltmıştır (Schmidt-Hebbel ve Servén, 1998).

## 2.2 Hanehalkı Tasarrufu

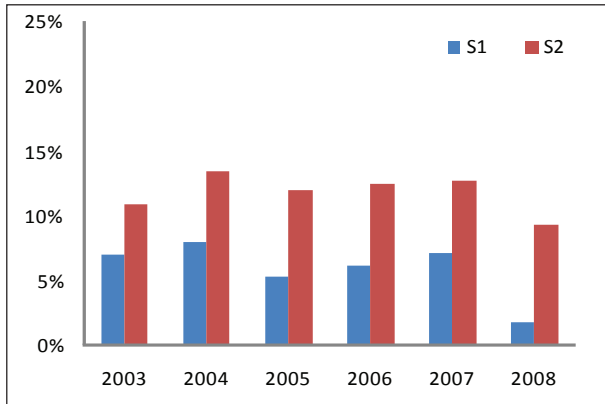
**13. Bir önceki bölümde birleştirilmiş tasarruf oranlarının (toplam, kamu ve özel) profili çizilmiştir.** Politika bakış açısından yaklaşıldığında; özel tasarruflara, hanehalkı ve şirket tasarruflarına dair eğilimleri ve belirleyici faktörleri araştırmak önem taşımaktadır. Bu bölümde hanehalkı tasarrufunun profili çizilecek; sonraki bölümde ise şirket tasarrufuna odaklanılacaktır.

**14. TÜİK Hanehalkı bütçe anketleri hanehalkları için tasarruf oranlarının hesaplanmasında temel teşkil etmektedir.**<sup>12</sup>Tasarruf, yaygın olarak, gelir ve tüketim arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır (aşağıda  $S_1$  ile belirtilmiştir)<sup>13</sup>. Daha kapsamlı tasarruf tanımında ise dayanıklı tüketim mallarının alımı da bir tasarruf türü olarak değerlendirilmekte; bu malların alımı toplam tüketimin dışarısında bırakılmaktadır ( $S_2$  ile belirtilmiştir). Kavramsal olarak ele alındığında tasarruf tüketimin gelecekteki bir tarihe ertelenmesi anlamını taşımaktadır; bir başka deyişle şimdiki zaman tüketiminin yerini gelecekteki tüketim almaktadır.

Şekil 6a. Ortalama tasarruf oranları



Şekil 6b. Medyan tasarruf oranları



Kaynak: TÜİK, Hanehalkı Bütçe Anketleri

**15. Türkiye'deki hanehalkı tasarrufu 2003 ve 2008 yıllarında düşüş yaşamıştır** (Şekil 6). Her iki tasarruf tanımı için de Şekil 6a ve 6b'de 2003-2008 dönemi için gerek ortalama (ağırlık olarak hanehalkı geliri kullanılmıştır) gerekse medyan sunulmaktadır. Her ikisi de, her iki tanıma göre, hanehalkı tasarruf oranında bir düşüşe işaret etmektedir. Ortalama değerdeki düşüş daha belirgindir. Ortalama tasarruf oranlarındaki keskin düşüş, özel tasarrufta 2005 yılında yaşanan genel düşüşle tutarlı bir seyir izlemiştir. Ancak; asimetric dağıtımdan ötürü ortalama tasarruf oranları merkezi eğilimi tam

<sup>12</sup> Hanehalkı tasarrufunun nasıl ölçüldüğü ve Türkiye'deki hanehalkı tasarrufuna dair kısa literatür için bkz. arka plan çalışmaları.

<sup>13</sup> Literatürde kullanılan daha geniş kapsamlı tasarruf tanımına göre dayanıklı tüketim mallarının satın alınması bir tasarruf türüdür ve toplam tüketimin dışarısında tutulmaktadır.

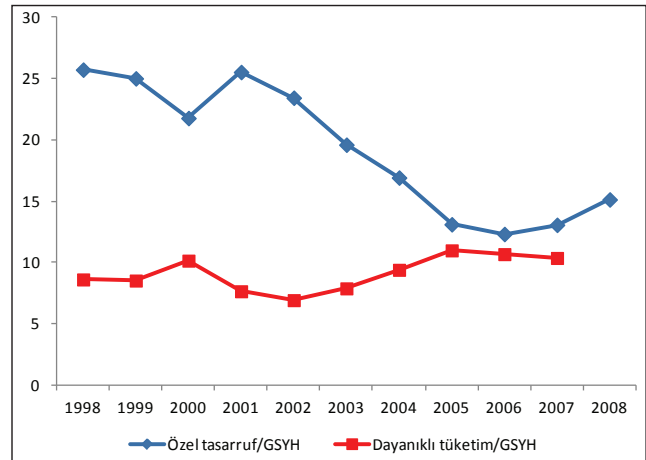
olarak yansıtmayabilir. Medyan oranlarının ise, farklı tanımlamalar ve yıllar için daha istikrarlı bir tablo sergilemelerinden dolayı, aykırı değerlerden daha az etkilendikleri gözlenmektedir.  $S_1$ 'e göre; tasarrufun gelir ve tüketim arasındaki fark olarak tanımlandığı hallerde medyan tasarruflar yüzde 1,8 ile 2008'de en düşük oranına, yüzde 8 ile 2004'te en yüksek oranına ulaşmıştır. Bekleneceği üzere tasarruf kapsamı büyüdükçe tasarruflar da artmaktadır.  $S_2$ 'de tasarruf oranları yüzde 5 puandan daha fazla artmıştır ve burada hanehalkı dayanıklı mal tüketiminin harcanabilir gelire rasyosu dikkate alınmaktadır<sup>14</sup>. Burada dikkat edilmesi gereken husus tasarruflardaki düşüşün daha geniş kapsamlı tasarruf tanımı kullanılması halinde o kadar da belirgin olmadığıdır. Ulusal hesaplar verisine dayalı oluşturulan Şekil 7'de 2003 yılından itibaren dayanıklı malların tüketiminin arttığı, aynı dönemde özel tasarrufun düşüşe geçtiği gösterilmektedir.<sup>15</sup> Öte yandan; dayanıklı tüketim mallarını bir tasarruf türü olarak tanımlayan yaklaşıma göre tasarruf oranlarında 2000'lerde yaşanan düşüş ılımlı olmuştur (Şekil 6).<sup>16</sup>

**16. Türkiye'de yüksek gelir grupları daha fazla tasarruf yapmaktadır.** Şekil 8'de beştebirlik gelir gruplarına göre tasarruf oranları gösterilmektedir. En alttaki yüzde 20'lik grupta eksi tasarruf söz konusuysen, en yukarıdaki grup için tasarruf oranları ortalamadan oldukça üzerindedir. Küresel kriz kullanılabilir gelirin küçülmesine paralel olarak tüm gelir gruplarında tasarruf oranlarındaki düzleşme trendini tersine çevirmiştir.

**17. Türkiye'de tasarruf hanehalkı reisinin yaşına göre artmaktadır (Şekil 9).<sup>17</sup> Birinci yaş grubu için anlamlı ve istikrarlı oranları ortaya koymaya yetecek sayıda gözlem mevcut değildir.** Ancak diğer veriler, tasarrufla hanehalkı reisinin yaşı arasında istikrarlı

ve artan bir ilişkiye işaret etmektedir. Yine de, 2004 ve 2007 yılları arasında ileri yaştaki vatandaşların tasarruf oranlarında küçük bir düşüş gözlenmektedir. Dolayısıyla, tasarruf-yaş profili, bir hörgüce benzeyebilir. Ancak; ekonometrik tahminler göstermektedir ki, yaşam döngüsü kuramının aksine, Türkiye'deki tasarruf örüntüsü hörgüç şeklinde değildir – bir başka deyişle tasarruflar yaşla ve bağımlılık oranıyla birlikte azalmamaktadır. Bu da miras saikiyle veya veride seçim yanlılığıyla açıklanabilir. (Bu tarz bir yanlılık emeklilik için tasarruf yapmış ileri yaşlı bazı bireylerin, akrabaları çocuklarıyla yaşamaya başlamışken, hanehalkı reisi olmaya devam etmesi halinde ortaya çıkabilmektedir). Yaş-tasarruf

**Şekil 7. Dayanıklı tüketim mallarının tüketimi ve özel tasarruf (%)**



Kaynak: TÜİK

14 Burada hesaplanan tasarruf oranlarıyla TÜİK anketindeki gelir ve tüketim harcamaları ortalamaları alınarak yapılan hesaplama arasında önemli farklar vardır. Bunun ana nedeni bu çalışmanın TÜİK anketi aylık tüketim harcamaları, yılsonu gelirine eşlemek için, enflasyona göre düzeltilmiş olmasıdır.

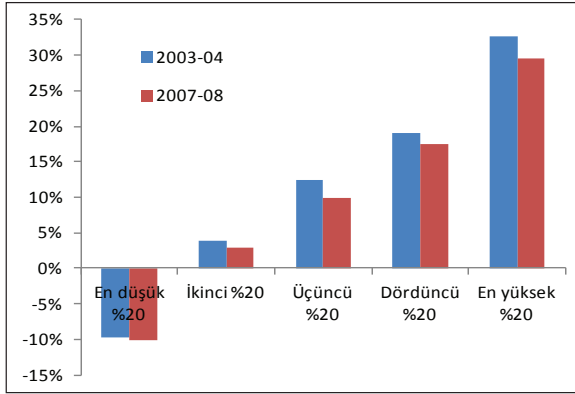
15 Yeni GSYH serilerinde dayanıklı tüketimin GSYH'ya oranına dair bilgiler olmadığı için burada eski ulusal gelir serilerinden veriler kullanılmıştır.

16 Denizler ve Wolf (1998), daha eski veri setlerini kullanarak, Bulgaristan için yüzde 24,8, Macaristan için yüzde 11,2 ve Polonya için yüzde 16,5'lük tasarruf oranları hesaplamışlardır. Kulikov, Paabut, ve Staehr (2007) ise Estonya için yüzde 5,6 ile 15,1 arası tasarruf oranı; ve Chamon ve Prasad da (2008) 1990'dan 2005'e kadar olan dönemde Çin için yüzde 14,3 ile yüzde 22,4 arasında bir tasarruf oranı hesaplamışlardır.

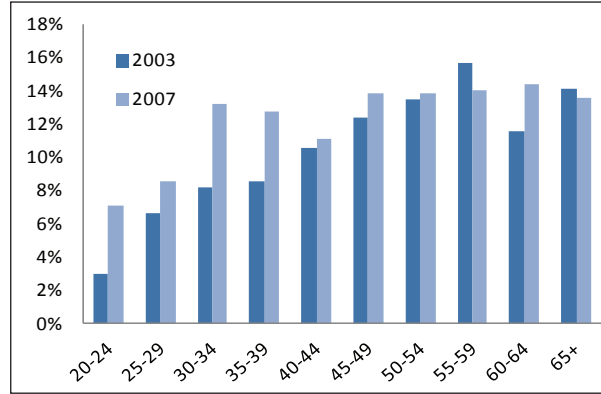
17 Türkiye'de gelir gruplarına, yaş gruplarına ve eğitim düzeyine göre tasarruf örüntüsü dünya deneyimleriyle tutarlılık taşımaktadır.

oranlarının yatay verilerle incelenmesi kuşak etkilerinden ötürü azımsanmayacak oranda yanlılığa neden olabilmektedir. Ne yazık ki; bu çalışmada kullanılan veri setleri kuşak etkilerini incelemeye imkan vermeyecek kadar kısa bir dönemi kapsamaktadır.

Şekil 8. Gelire göre tasarruf oranı



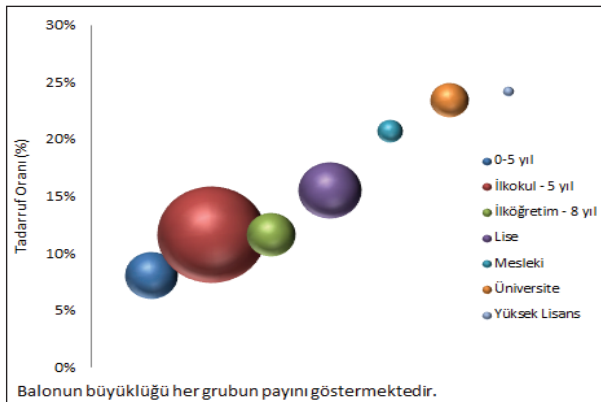
Şekil 9. Yaşa göre tasarruf oranı



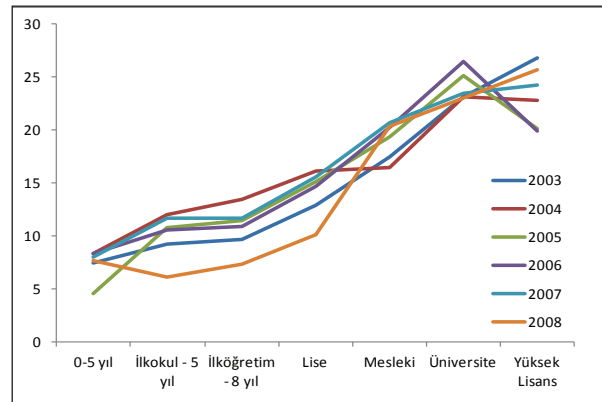
Kaynak: TÜİK

**18. Türkiye'de eğitim düzeyi hanehalkı tasarrufu ile yakın bir korelasyona sahiptir** (Şekil 10).<sup>18</sup> Tasarruf oranları eğitim düzeyine göre istikrarlı bir artış sergilemektedir.<sup>19</sup> En büyük grup (yaklaşık yarısı) 5 yıllık ilköğretim eğitime sahiptir<sup>20</sup> ve bu grubun tasarruf oranı yaklaşık yüzde 12 ile nispeten düşüktür. Öte yandan; lisans derecesine sahip küçük bir grubun (nüfusun yüzde 0,7'si) yüzde 25'e yakın bir tasarruf oranına sahiptir (Şekil 10a). Eğitim – tasarruf profilleri yaş-tasarruf profillerine göre daha istikrarlıdır; herhangi bir eğitim düzeyi için tasarruf oranlarındaki yıldan yıla varyans oldukça küçüktür (Şekil 10b). Belirli bir eğitim düzeyi için tasarruf oranları 2005, 2006, ve 2007'de neredeyse aynı çıkmıştır.

Şekil 10a. Eğitim düzeyine göre tasarruf oranları, 2007



Şekil 10b. Eğitim düzeyine göre tasarruf oranları 2003-2008



Kaynak: Hanehalkı bütçe anketi 2007

18 Hanehalkı reisinin eğitsel başarısı okulda geçirdiği yıllara göre değil de tamamladığı kademelere göre ölçülmektedir. Çalışmada tamamlama için gereken asgari okullaşma yılları her bireye atanmış, sonrasında ortalama okullaşma süresini belirlemek için hanehalkı düzeyinde ortalamalar alınmıştır.

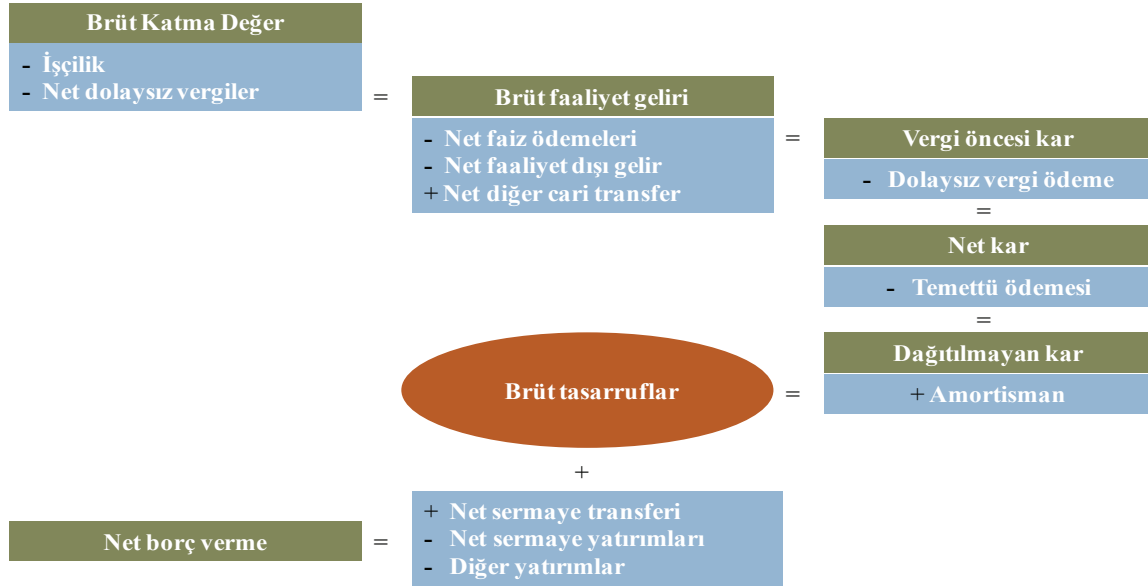
19 Eğitim hem gelir hem de refah için yakın kopya vazifesi görebilir.

20 Bu grup 1997 yılında sekiz yıllık zorunlu ilköğretim uygulamasına geçilmeden önce ilköğretimden mezun olan gruptur.

### 2.3 Şirket Tasarrufu

**19. Ulusal hesaplarda brüt şirket tasarrufu, tipik olarak, işletmelerin dağıtılmamış karlarının ve sabit sermaye amortismanının toplamı olarak tanımlanmaktadır.**<sup>21</sup> Net şirket tasarrufundan kastedilen ise dağıtılmamış karlar – birikmiş kazançtır (OECD, 2007). Tanım, net tasarrufun net kar (vergi ve net faiz ödemeleri sonrası) eksi temettü ödemeleri olarak tanımlandığı spesifik işletmelere atıfta bulunmaktadır (Şekil 11). Çok az sayıda ülke, çoğunlukla yüksek gelir grubundakiler, ekonomi genelindeki şirket tasarrufu rakamlarını ulusal muhasebe sistemlerinde hesaplamaktadır. Türkiye bu ülkelerden biri değildir.<sup>22</sup>

Şekil 11. Finansal Olmayan Şirketlerin Kar-Zarar Bilançosu



**20. Şirket tasarrufundaki eğilimleri ve belirleyici faktörlerini araştırmak üzere iki farklı veri seti kullanılmıştır.** Şirket tasarrufu analizi, esasen, İMKB’de işlem gören finansal olmayan şirketlerin bilançolarına ve kar-zarar hesaplarına dayandırılmıştır. Bu veri seti, 1996 ve 2008 yılları arasında sürekli temettü ödemesi bildiriminde bulunan yaklaşık 170 şirketi kapsamaktadır. Analiz, aynı zamanda, TCMB tarafından derlenmiş olan ve 6.000’i aşkın finansal olmayan şirketin bilançolarını ve kar-zarar hesaplarını içeren daha büyük bir veri setini de kullanmıştır. İMKB veri setinin aksine TCMB bilanço veri seti temettü ödemelerine dair bilgileri içermemektedir,<sup>23</sup> bu sebepten ötürü TCMB verileri kullanılarak yürütülen analiz şirket tasarruflarına değil net karlara dayanmaktadır.

21 Aynı zamanda net krediler, brüt sabit sermaye birikimi ve diğer sermaye harcamalarının toplamı eksi alınan net sermaye transferleri olarak da tanımlanmaktadır.

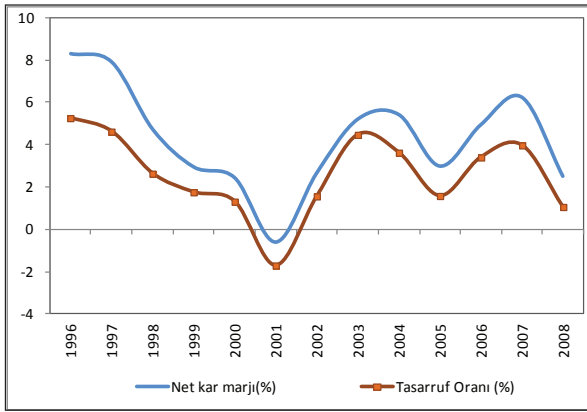
22 Özel tasarrufları şirket ve hanehalkı tasarrufu olarak, fon akışı metodolojisi vasıtasıyla parçalara ayırmak işbu çalışmanın amaçlarından biriydi ancak veri eksikliğinden dolayı gerçekleştirilememiştir.

23 Tamamlayıcı bir analiz olarak Türkiye’de şirket bilançolarına dair kullanıma amade en büyük set olan TCMB şirket düzeyindeki veri seti de kullanılarak yatırım ve net kar marjlarının belirleyici faktörleri incelenmiştir. 10’dan fazla kişi çalıştıran 6000’i aşkın şirket, 2002-2007 döneminde, sürekli bildirimde bulunmuştur. Şirketlerin ortalama çalışan sayısı yaklaşık 200’dür. Örneklemde, 2002-2007 döneminde, Türkiye’nin ihracatının yüzde 66’sından fazlasını ve istihdamın yaklaşık yüzde 75’ini gerçekleştiren şirketler bulunmaktadır (10 ve daha fazla kişi çalıştıran şirketlerde).

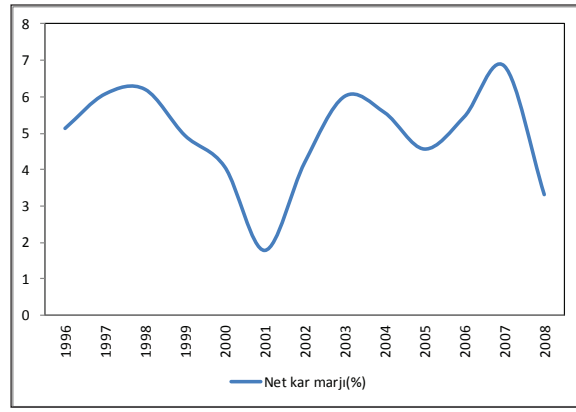


**21. 2008'de yaşanan düşüşe rağmen, özel tasarruflar azalmış olsa da, aynı dönemdeki şirket tasarrufu oranları ve kar marjları ortalama olarak artmıştır** (Şekil 12). Gerek İMKB gerekse TCMB verileri 2002-2007 döneminde net kar marjlarının (net satışların içerisinde net karların payı) arttığını göstermektedir. İMKB'de işlem gören şirketler için ortalama değer biçiminde hesaplanan tasarruf oranı da (net satışların içerisinde net kardan temettü ödemeleri çıkartıldıktan sonra kalan oran) net kar marjlarına benzer bir örüntü sergilemektedir. Şirket tasarrufu oranları, bu sebeplerden ötürü, net kar marjlarıyla yakından bağlantılıdır. Bahse konu ilişki nispeten istikrarlı bir çizgi izleyen temettü ödeme oranlarıyla da anlaşılmaktadır (net kar içerisinde temettü ödemelerinin payı).<sup>24</sup> Daha yüksek kar marjı yatırım ve/veya temettü ödemeleri için daha fazla kaynağın emre amade olduğu anlamına gelmektedir.

Şekil 12. Türk Şirketlerinin net karları ve tasarruf oranları, 1996–2008



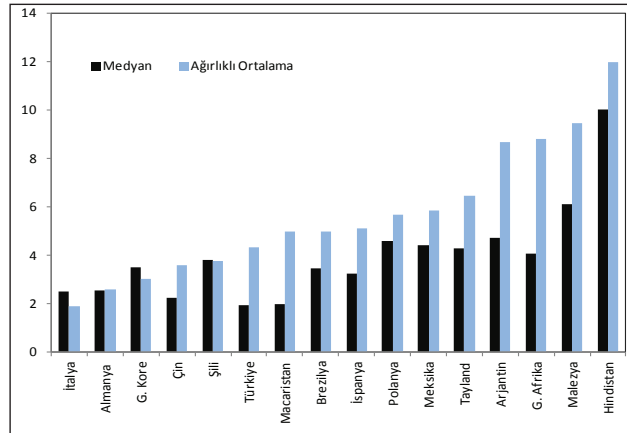
Kaynak: İMKB



Kaynak: TCMB

**22. Ancak; İMKB'de işlem gören finansal olmayan şirketlerin ortalama tasarrufları, diğer yükselmekte olan ülkelerdeki benzerleriyle kıyaslandığında, nispeten daha düşüktür** (Şekil 13). Bu şirketlerin ortalama tasarruf oranları Hindistan, Malezya, Güney Afrika, Arjantin, Brezilya, Tayland, Meksika, Polonya ve Macaristan gibi yükselen ekonomilerdeki şirketlere kıyasla daha düşük; İtalya, Almanya ve Çin'dekilere göre ise daha yüksektir.<sup>25</sup> Bayoumi ve diğerleri (2010) İMKB'de işlem gören şirketlerin şirket tasarruflarının da yüksek gelir grubundaki ülkelere ve Çin'e kıyasla daha yüksek olduğunu; ancak yükselmekte olan ülkelere kıyasla daha düşük olduğunu belirtmektedirler (yukarıdaki bulgularla tutarlı biçimde).

Şekil 13. Seçilen ülkelerde şirketlerin ortalama ve medyan tasarruf oranları (2003–2009)



Kaynak: Worldscope veri tabanı

<sup>24</sup> İMKB'de işlem gören şirketlerin temettü ödemeleri Türkiye'deki temettü ödemelerine dair var olan tek bilgi kaynağıdır. Net karın yüzdesi cinsinden temettü ödemeleri (temettü ödeme oranları) oldukça istikrarlı bir tablo çizmektedir, bu da şirket tasarruflarının net kar içerisindeki payının önemli oranda değişmediğini göstermektedir. Bahse konu istikrarlı temettü ödeme oranlarının arkasındaki ana itici güç imalat şirketleridir; imalat sektöründe faaliyet göstermeyen şirketlerin ortalama değerleri ise daha volatil niteliktedir. 2002-2007 arasında temettü ödeme oranlarında yaşanan tedrici düşüşün ardından 2008 yılında, küresel krizin şirketler sektörünü vurduğu ve karların düştüğü dönemde, keskin bir artış yaşanmıştır.

<sup>25</sup> Karşılaştırmada, Worldscope veri tabanından faydalanılarak, 1998-2009 dönemi için 16 ülkeden 1575 şirket yer almıştır.



### 3. YURTIÇİ TASARRUF TÜRKİYE İÇİN NEDEN ÖNEMLİDİR?<sup>26</sup>

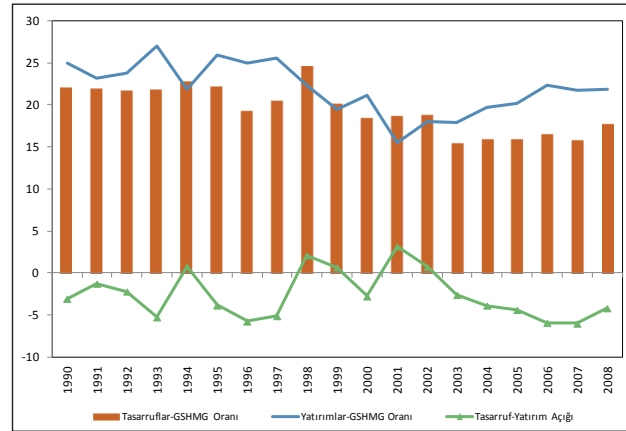
**23. Buraya kadar yürütülen analiz göstermektedir ki tasarruf oranları, esasen hanehalkı tasarrufundaki azalmaya bağlı olarak, 2000'li yıllarda düşmüştür.** Analiz ayrıca, Türkiye'deki tasarrufun uluslararası standartlara göre düşük olduğunu ortaya koymuştur. Bu bölümde düşük tasarruf oranlarının Türkiye'ye etkileri ele alınacak, 4. Bölümde ise tasarrufun belirleyici faktörleri işlenecektir. İleride de anlatılacağı üzere yurtiçi tasarrufun varlığı veya yokluğu iki nedenden ötürü önem taşımaktadır: (i) yurtiçi tasarruf yatırımları, dolayısıyla da büyümeyi finanse eder ve (ii) yurtiçi tasarrufu ikame eden yabancı sermaye ekonomide kırılmalık yaratır.

#### 3.1 Düşük tasarrufların büyüme üzerindeki etkisi

**24. Düşük tasarruf oranları Türkiye'de yüksek büyümenin sürdürülebilirliğini tehlikeye atmaktadır.** Tasarruflar ve yatırım arasındaki ilişki (ilişkinin doğası ve gücüne bağlı olmak kaydıyla) tasarrufun büyümeye aksettirilmesinde potansiyel bir kanal niteliği taşımaktadır. Bununla birlikte; bu ilişkinin düzeyine bakmaksızın, yurtiçi kaynakların büyüme finansmanındaki paylarının artması da dış kırılmalıkların azaltılmasında potansiyel önemli bir role sahiptir.

**25. 2000'lerde yurtiçi tasarruflarda yaşanan düşüş cari işlemler açığındaki artışla eşleşmişti.** 2002-2007 döneminde cari işlemler açığındaki artışın ana itici faktörü yatırımların toparlanmasıydı. Cari işlemler açığının GSHMG (Gayri Safi Harcanabilir Milli Gelir) içerisindeki payı 1990'larda yaklaşık yüzde 1 iken; 2008 yılında, özellikle ortalama tasarruf oranlarının düşmesi neticesinde, yüzde 3,4'e yükselmiştir. Cari işlemler dengesinin aynası niteliğinde olan tasarruf-yatırım açığı 2001 krizinden sonra önemli oranda artmış, takip eden 10 yıl boyunca yüksek düzeydeki seyrini sürdürmüştür (Şekil 14).

Şekil 14. GSHMG'ye oran olarak tasarruf-yatırım açığı



Kaynak: Kalkınma Bakanlığı

26 Tasarruf ve büyüme arasındaki geçiş kanalının daha ayrıntılı analizi ve düşük yurtiçi tasarrufların önemi arka plan çalışmalarında ele alınmıştır.

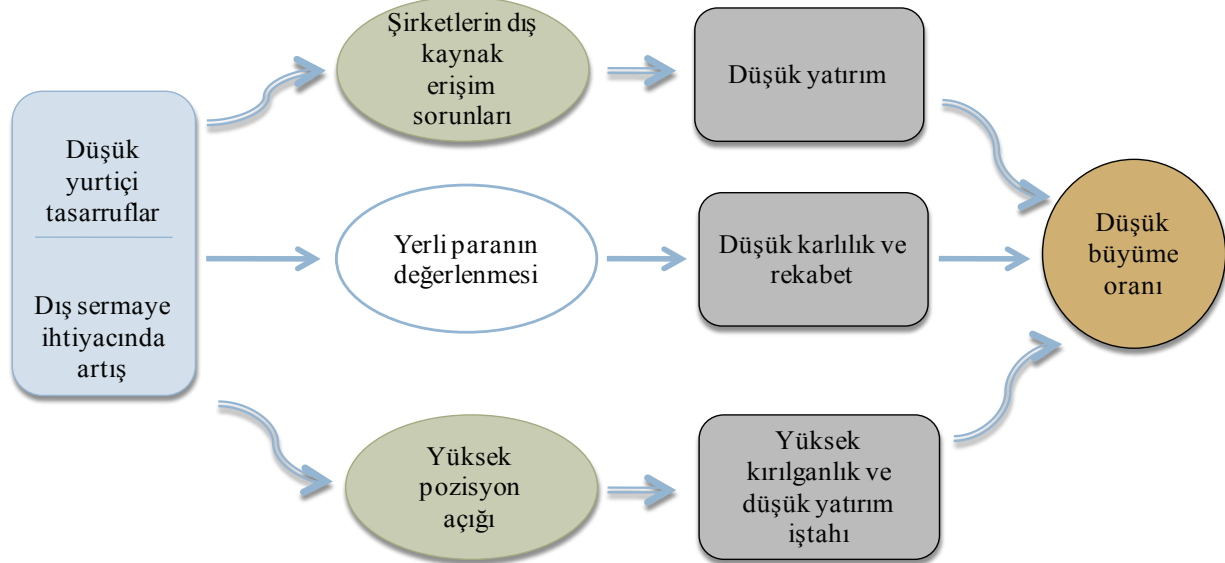
**26. Düşük yurtiçi tasarruf oranları, gelişmekte olan bir ülke için yatırımların daha fazla dış finansmanla gerçekleştirilmesi anlamına gelmektedir ve bu durum büyümenin sürdürülebilirliği açısından önemli riskler yaratmaktadır.** Şekil 15'te düşük yurtiçi tasarruf oranlarından ve yüksek dış finansmandan daha az büyümeye geçişin nasıl olduğu kavramsal olarak gösterilmektedir. Üç ana geçiş kanalı mevcuttur:

(i) Dış finansman imkanı hiç olmayan ya da sınırlı olan ve kredi kısıtı yaşayan şirketler (KOBİ'ler) için yurtiçi tasarrufun olmaması yatırımları azaltmakta (Feldstein-Horioka bilmecesi) ve neticede ekonomide büyüme yavaşlamaktadır.

(ii) Büyük şirketler için, ekonominin iyi olduğu dönemlerde yatırımları finanse etmek sorun olmamaktadır, ancak sermaye girişlerinin yön değiştirmesi ihtimali ekonomik kırılganlık yaratmaktadır. Sermaya akımlarının aniden durması gibi en uçta bir durumun yaşanması halinde finansmanın aniden bulunamaz oluşu sadece birinci elden yatırımları vurmakla kalmayacak, yatırımcı duyarlılığındaki bozulmayla beraber yatırım ve büyüme üzerindeki olumsuz etkileri daha da kötüleştirecektir.

(iii) Sürekli dış sermaye akışı ulusal para biriminin değerlenmesine neden olmakta; bu da ticarete giren sektörlerin karlılığını ve rekabet edebilirliğini baskılamaktadır.

**Şekil 15. Tasarruflardan Büyümeye Potansiyel Geçiş Kanalları**



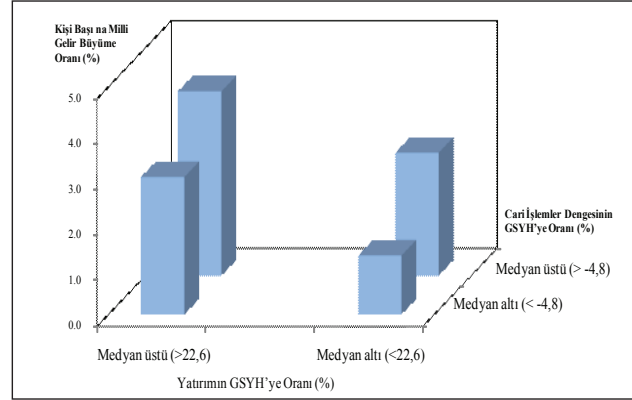
**27. 2000'lerde yatırım – GSYH rasyoları daha yüksek ve cari işlemler dengesi daha küçük olan ülkeler daha hızlı büyümüşlerdir.**

Şekil 16'da, kişi başına düşen GSYH'sı 12.000 ABD dolarından daha düşük geliştirmekte olan ülkelerin yatırım – GSYH rasyoları ve cari işlemler dengeleri gösterilmektedir. Türkiye; yatırım – GSYH rasyosu medyan değer altında ve cari işlemler dengesi medyan değer üzerinde olan ülkelerden biridir (2000-2008 ortalamalarına göre). Cari işlemler dengesi büyük ve yatırım rasyoları medyan değer altında olan ülkeler 2000-2008 döneminde kişi başına düşen ortalama GSYH büyümesi bakımından en düşük performansı göstermişlerdir.

Yüksek GSYH-yatırım rasyosuna sahip ülkeler arasında cari işlemler dengesi daha küçük olanlar ise cari işlemler dengesi daha büyük olanlara göre daha hızlı büyümüşlerdir. Bu durum yabancı sermayenin yurtiçi tasarruflar için mükemmel bir alternatif olmadığı şeklinde yorumlanabilir. Yurtiçi tasarruf, esasen (kurumsal finansman terminolojisi uyarınca), ekonomi üzerinde dış finansman getirisi biçiminde herhangi bir maliyet yaratmayan, iç finansman olarak değerlendirilebilir.

**28. Yabancı sermaye girişlerine aşırı bağımlılık Türkiye'de büyümenin sürdürülebilirliğini tehlikeye atabilir.** Ampirik kanıtlar göstermektedir ki giderek artan dövizle borçlanmanın ve cari işlemler dengesinin finansmanı Türkiye'nin ekonomik büyümesi üzerinde bağlayıcı bir kısıt yaratmaktadır. Ekonometrik analizler<sup>27</sup>, Türkiye'de, sermaye girişleriyle ekonomik büyüme arasında güçlü bir pozitif ilişkiye dikkat çekmektedir. Yapılan simülasyon çalışmasında sermaye akışında yaşanacak ani kesinti biçimindeki bir şokun, gerek direkt gerekse dolaylı kanallar vasıtasıyla, hasılda büyük dalgalanmalara neden olacağı ortaya konmuştur. Sermaye girişlerinin azalması yatırımlar için kullanıma amade kaynakları azaltacak ve ani kesintiye bağlı olarak paranın değer kaybetmesi döviz pozisyonu yüksek şirketlerin bilançolarını kötüleştirecek; net değerlerini düşürecektir. Akabinde yatırım ve hasıla da düşecektir. Bu da Türkiye'de sermaye akışlarıyla hasıla arasında yakın bir ilişkiye işaret etmektedir.<sup>28</sup>

**Şekil 16. Gelişmekte olan ülkelerin açık-GSYH ve yatırım-GSYH oranlarına göre ortalama büyüme oranları, 2000-2008**



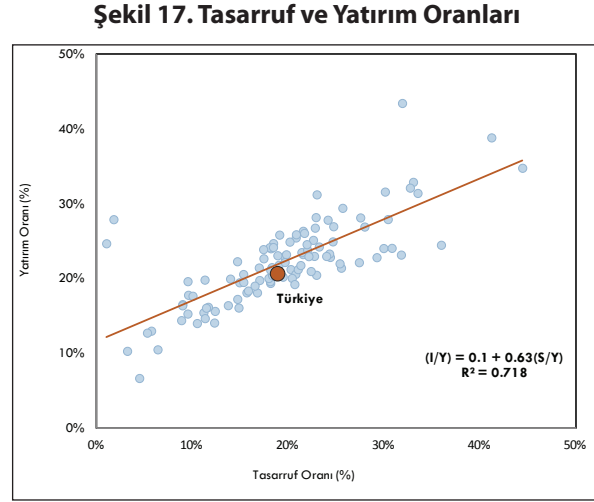
Kaynak: Dünya Bankası uzmanlarının hesaplaması

27 Hem tekrarlanan vektör otoregresif modeli (VAR) hem de otoregresif dağıtılmış gecikme (ARDL) test yaklaşımları kullanılmıştır.

28 Kılınç'a göre (2006) hem ticarete konu olan hem de olmayan sektörlerdeki Türk üreticiler mali kısıtlarla karşı karşıyadırlar; ticarete konu olmayan sektör uluslararası sermaye akımlarına daha fazla duyarlıyken, bu sektörlerde önemli bir döviz uyumsuzluğu mevcuttur. Bu nedenlerden ötürü ani kesintilerden kaynaklanan döviz kurundaki değer kaybı bilançoları derinden etkileyecek, dolayısıyla ticarete konu olmayan sektörlerdeki şirketlerin faaliyetleri olumsuz sonuçlarla karşılaşacaktır.

### 3.2 Açık bir Ekonomide Yatırım-Tasarruf İlişkisine dair Kanıtlar: Uluslararası Perspektif

**29. Bir önceki bölümde düşük tasarruf oranlarıyla ilgili geçiş kanalları saptanmıştır: yeterli fonların olmayışı neticesinde daha az yatırım yapılmakta; ulusal para biriminin değerlenmesi rekabet edebilirliği yıpratmakta ve döviz yükümlülüklerinin artması ekonomide kırılganlık yaratmaktadır.** Tüm bunlar büyümeyi kısıtlamaktadır. Bir önceki bölümde ayrıca, yüksek cari işlemler açığıyla büyüme arasındaki ilişkiler gösterilmiştir. Bu bölümde ise tasarruf-yatırım ilişkisine dair uluslararası kanıtlar sunulmaktadır. Türkiye'nin süregelen yüksek yatırım ihtiyacı dikkate alındığında tasarruf ve yatırım arasında yakın ve pozitif bir ilişkinin tesisi Türkiye'de yurtiçi tasarrufun artmasının önemini de vurgulayacaktır.



Kaynak: Dünya Bankası

**30. Uluslararası veriler yurtiçi tasarrufla yatırım arasında pozitif ilişkiye işaret etmektedir.** Ulusal tasarruflarla büyüme arasında nedensellik ilişkisinin yönüne dair herhangi bir fikir birliği olmamasına rağmen ulusal tasarruflarla yatırım arasında büyük bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Şekil 17, 104 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke için yatırım ve tasarruf oranları arasındaki ilişkiyi göstermektedir (1980-2008 ortalamaları alınmıştır). Burada iki noktanın altını çizmek gerekmektedir: İlk olarak, yatırım ve tasarruf oranları arasında son derece pozitif ve önemli bir korelasyon mevcuttur.<sup>29</sup> İkinci olarak; Türkiye regresyon doğrusuna çok yakın bir konumdadır ve bu da yatırım oranına göre tipik bir tasarruf oranına sahip olduğunu göstermektedir.

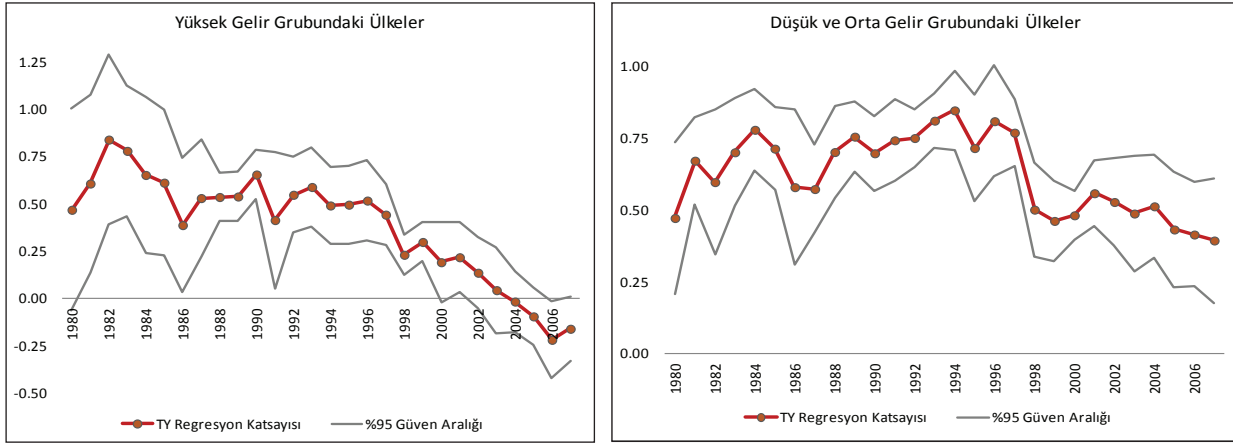
**31. Bu çalışma kapsamında, Blanchard ve Giavazzi (2002) tarafından yapılmış olan analiz, kapsamı 68'i orta ve düşük gelir gruplarında yer alan toplam 104 ülkeyi içerecek şekilde genişletilerek güncellenmiştir.** Blanchard ve Giavazzi (2002) Avro Bölgesi ve OECD ülkelerine ilişkin kanıtlar ortaya koyarak, yatırımlar ve tasarruflar arasındaki yakın korelasyonun zayıflıyor olabileceğini göstermektedirler. Güncellenen çalışma da bahse konu ilişkinin 1997'den sonra zayıflıyor olabileceğini göstermektedir. Ancak toplam örnekleme elde edilen sonuçlar, gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki yatırımlarla tasarruflar arasındaki ilişkiye dair önemli farklılıkları saklamaktadır.

**32. Tasarruf ve yatırım arasındaki yakın ilişki (Feldstein-Horioka bilmecesi) gelişmiş ülkelerde artık gözlemlenmemektedir.** Şekil 18'de yatırım-tasarruflar regresyonu raporlanmakta, ancak yüksek gelir grubundaki ülkelerle orta ve alt gelir grubundaki ülkeler arasındaki farklar gözetilmektedir. Yüksek gelir grubundaki ülkeler için (Şekil 18, sol) ortaya çıkan sonuçlar çarpıcıdır:

29 Ortalama yatırımın ortalama tasarruflara regresyonu için  $R^2$  0,72; regresyon katsayısı ise, sadece 0,04'lük standart hatayla, 0,63'tür.

1997'den beri regresyon katsayısında gözlemlenen düşüş aşikarken, katsayı 2007'den itibaren negatife dönmüştür. Bu bulgu, kısa vadede tasarruf ve yatırımın yüksek gelir grubundaki ülkelerde ayrıştığı görüşüyle tutarlılık taşımaktadır.

**Şekil 18. Yatırım-Tasarruf (YT) İlişkisi**



Kaynak: Hevia (2010)

**33. Bununla beraber, gelişmekte olan ülkelerde yatırım-tasarruf ilişkisi, öncesine kıyasla bir nebze zayıflamış olsa da, halen gözlemlenebilmektedir.**<sup>30</sup> Şekil 18'in sağ tarafında orta ve alt gelir grubundaki ülkelerin katsayısı gösterilmektedir. Bu katsayıda 1998'den sonra önemli bir düşüş olmasına rağmen 2007'e kadar pozitif ve istatistiki açıdan anlamlı bir düzey korunmuştur (2007 için ilişki katsayısı 0,39'dur). Feldstein-Horioka olgusu, her ne kadar gelişmiş ülkeler için çok fazla bilmece niteliği taşımasa da, gelişmekte olan ülkelerde halen, en azından kısa vadede, varlığını korumaktadır. Eğer gerçekten de tasarruflardan yatırıma doğru kısa vadeli bir nedensellik söz konusuysa; buradaki sonuçlar gelişmekte olan ülkelerde yurtiçi tasarruf davranışlarını değiştirmeye yönelik politikaların toplam yatırım ve dolayısıyla büyümeyi de etkileyebileceğini göstermektedir.<sup>31</sup>

### 3.3 Sürdürülebilir Yüksek Büyüme Ulaşmak: Büyüme Muhasebesi Perspektifi

**34. Yüksek tasarruflar tek başına sürdürülebilir büyüme için yeterli değildir.** Konuya ilişkin uluslararası kanıtlar sürdürülebilir büyümenin ana itici gücünün verimlilik olabileceğini göstermektedir. Yurtiçi tasarrufun sürdürülebilir yüksek büyüme ulaşmadaki rolü, dolayısıyla, verimlilik artışından bağımsız değerlendirilemez. Bu bölümde büyümenin ancak tasarruflar ve toplam faktör verimliliğindeki artışın makul kombinasyonu ile gerçekleşebileceğini gösteren simülasyonlar anlatılmaktadır.

**35. Tasarrufların verimli faaliyetlere aktarılıp aktarılmaması mali sistemin ve genel olarak kamu kurumlarının kalitesine bağlıdır.** Etkin bir mali sistem olmaksızın, en iyi yatırım fırsatlarını kullanıma amade tasarruflarla eşleştirmek mümkün olmayacaktır (Levine, 2005). Benzer biçimde,

30 Yentürk, Ulengin, ve Çimenoglu (2009) ve Kaya (2010) Türkiye'de tasarruflarla büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen az sayıda çalışmalara imza atanlar arasındadırlar.

31 Analizin ayrıntıları için Hevia (2010) tarafından hazırlanan bu çalışmanın arkaplan raporuna bkz.

ekonomik istikrar ve sözleşmelerin icra edilirliğini garanti altına alacak güçlü kamu kurumlarının yokluğunda sermaye birikimi atıl kalabilir veya etkin kullanılamayabilir (Hall ve Jones 1999). Yukarıda değinilen noktalar fiziki sermayenin, beşeri sermayenin ve işgücünün üretim sürecinde verimli kullanımının önemini vurgulamaktadırlar.

**36. Türkiye'deki, çeşitli verimlilik artışı senaryolarında, ulusal tasarruflarla ekonomik büyüme arasındaki bağlantıyı göstermek için bir model oluşturulmuştur.** Bu modelle iki adet simülasyon gerçekleştirilmiştir (Tablo 1). Birincisi (Tablo 1.a), yatırım-tasarruf açığının olmadığı varsayımı temelinde, çalışan başına GSYH'da yüzde 4'lük büyüme oranını yakalamak için gereken tasarruf oranını bulmak üzere tasarlanmıştır. İkincisi ise ulusal tasarruf oranının yüzde 20'de sabitlenmesi halinde iki farklı toplam faktör verimliliği artış oranı için elde edilebilecek ekonomik büyüme oranlarını sunmaktadır. Her iki simülasyon da uzunca bir süre için, burada 25 yıllık bir dönem söz konusu, ekonomideki evrimi takip etmeleri itibarıyla dinamik nitelik taşımaktadır. Buradaki çalışma tasarruf, verimlilik ve büyüme arasındaki ilişkilere açıklık getirmekte; tasarrufları bir politika aracı olarak kullanmak suretiyle Türkiye'deki ekonomik büyümenin idamesi veya geliştirilmesi için sınırları ve imkanları ortaya koymaktadır (model metodolojisi ve kalibrasyonu için bkz. Hevia 2010).

**37. Simülasyon sonuçları makul düzeyde yüksek bir büyüme oranının ancak makul bir tasarruf ve verimlilik artışı kombinasyonu ile yakalanabileceğini göstermektedir.** Orta dereceli toplam faktör verimliliği artışı senaryosuna göre çalışan başına yüzde 4'lük büyümenin yakalanması için gereken yatırım (sermaye birikimi) başlangıçta yüzde 25'lik ve 25 yıl boyunca da yüzde 31'lik bir tasarruf oranıyla mümkün olacaktır. Toplam faktör verimliliği artışının yüzde iki kabul edildiği yüksek senaryoda ise, gerek duyulan tasarruf oranları çok daha düşüktür. Bu senaryoda başlangıçta yüzde 19'luk ve simülasyon döneminin sonunda da yüzde 14'lük bir orana gerek vardır. Ancak, yüksek senaryoda dahi, çalışan başına yüzde 4'lük GSYH büyümesini yakalamak için – ki bu oran Türkiye'nin orta vadeli büyüme hedefinden uzak değildir - tasarruf oranının mevcut düzeyinin üstüne çıkması gerekmektedir. Alternatif olarak; yüzde 20'de sabitlenmiş bir tasarruf oranı ve yüzde 2'lik toplam faktör verimliliği artışı varsayımından hareketle (Tablo 1.b) çalışan başına GSYH'daki büyüme 10 yıllık dönemde yüzde 4,5 olarak öngörülmüştür. Çalışan başına GSYH'da burada öngörülen büyüme oranı yüzde 5,7 olan 2002-2007 ortalamasının oldukça gerisindedir ve o ortalama dahi işsizlik oranını yüzde 10'un altına çekmede yetersiz kalmıştır.<sup>32</sup> Rodrik (2009), yakın zamanda yürüttüğü çalışmada, Türkiye'de aşırı işgücü arzını absorbe edecek ve işsizliği azaltacak büyüme oranlarını yakalayabilmek için yurtiçi tasarruflarda yaklaşık yüzde 10 puanlık bir artışa gerek olduğunu ileri sürmüştür.

32 Artan işgücü arzının ve sektörel dönüşümün yarattığı baskılar işsizliğin aynı oranlarda devam etmesinde etkili olmuştur. Bu dönemde toplam faktör verimliliği artışı yüzde 2'ye yakın olmuştur.

| <b>Tablo 1. Tasarruf ve büyüme oranı simülasyonları, değişik senaryolar</b>                       |                         |                           |
|---|-------------------------|---------------------------|
| <b>a. TFV Artış Senaryoları altında tasarruf oranı (Çalışan başına GSYH'da büyüme oranı = %4)</b> |                         |                           |
|   | Orta<br>(TFV Artışı=%1) | Yüksek<br>(TFV Artışı=%2) |
| Başlangıç   | 24,9                    | 19,5                      |
| 5 Yıl   | 26,0                    | 18,3                      |
| 10 Yıl  | 27,2                    | 17,2                      |
| 25 Yıl  | 31,1                    | 14,2                      |
| <b>b. TFV Artış Senaryoları altında çalışan başına GSYH'da büyüme (Tasarruf Oranı= %20)</b>       |                         |                           |
|   | Orta<br>(TFV Artışı=%1) | Yüksek<br>(TFV Artışı=2%) |
| Başlangıç   | 3,00                    | 4,10                      |
| 5 Yıl   | 3,03                    | 4,33                      |
| 10 Yıl  | 3,05                    | 4,51                      |
| 25 Yıl  | 3,09                    | 4,88                      |
| Kaynak: Hevia (2010)  |                         |                           |

**38. Verimlilik artışının sağlanması için Türkiye'deki yatırım ortamının daha da iyileştirilmesi hayati önem taşımaktadır.** Yatırım ortamı anketinden elde edilen verilerin analizi yatırım ortamının kalitesiyle verimlilik arasında önemli bir ilişki olduğunu teyit etmektedir. Verimlilik analizi, Türkiye'de iş dünyasındaki performans değişkenliğinin neredeyse üçte birinin yatırım ortamı faktörlerine bağlı olduğunu göstermektedir. Bu faktörler arasında verimliliğe en büyük nispi katkıyı sağlayan düzenleyici ortamdır. Diğer önemli yatırım ortamı belirleyicileri arasında altyapı darboğazları, finansa erişim ve şirket yönetimi ile vasıflı işgücüne ulaşım ve inovasyon gelmektedir.<sup>33</sup>

33 Reformlara ilişkin ayrıntılı görüşler için bkz. Dünya Bankası Türkiye Ülke Ekonomik Raporu, Kayıt Dışılık: Nedenler, Sonuçlar, Politikalar (2010)

## 4. TÜRKİYE'DE TASARRUFLARIN BELİRLEYİCİ FAKTÖRLERİ

**39. Türkiye'de yurtiçi tasarruf 2000'li yıllarda düşmüştür ve uluslararası standartlarla karşılaştırıldığında düşüktür (Bölüm 2).** Bölüm 3'de düşük düzeydeki tasarrufların nasıl düşük büyümeye neden olduğu açıklanmış ve tasarrufla yatırım arasındaki bağlantılar gösterilmiş; tasarruf artışlarının ancak verimlilikle desteklenmesi halinde ekonomik büyümenin sürdürülebilir olacağı vurgulanmıştır. Bu raporun ana noktası Türkiye'de yurtiçi tasarrufları geliştirmek için politika alanlarının belirlenmesidir. Bu bölümde yurtiçi tasarrufun belirleyici faktörleri araştırılmakta; ilk olarak toplam kamu ve özel tasarruflarına, daha sonra da hanehalkı ve şirket tasarrufuna odaklanılmaktadır. Yukarıda değinildiği üzere Kalkınma Bakanlığı tarafından üretilen özel tasarruf rakamlarının bileşenleri mevcut değildir. Bu nedenle, hanehalkı ve şirket tasarruflarının ardındaki dinamiklerin anlaşılabilmesi için farklı veri kaynakları kullanılmıştır.

### 4.1 Özel ve Kamu Tasarrufu

#### Özel Tasarruf

**40. Çok ülkeli model tahminlerine göre Türkiye'deki özel tasarruf davranışını büyük oranda açıklayan dört değişken söz konusudur: reel faiz oranı; brüt özel kullanılabilir gelir; genç bağımlılık oranı ve enflasyon oranı.**<sup>34</sup> Özel tasarrufun belirleyici faktörlerinin analizi Loayza, Schmidt-Hebbel ve Servén'in (2000) tahminlerini kullanmaktadır. Bahse konu model dünya tasarruf oranlarına ilişkin en kapsamlı ve ayrıntılı çalışmalardan biridir. Özellikle; bahse konu çalışmadaki tahmin katsayıları ve Türkiye verileri kullanılarak yapılan çalışmada Türkiye'nin özel tasarruflarını 1998'den bugüne dört ana değişkenin şekillendirdiği saptanmıştır: reel faiz oranı; brüt özel kullanılabilir gelir; genç bağımlılık oranı ve enflasyon oranı. Analizde, yukarıda değinilen dört değişkeni dönem süresince (1998-2008) 1998 seviyelerinde sabit tutmak suretiyle elde edilen tahmini tasarruf oranlarıyla gerçek tasarruf oranı karşılaştırılmaktadır. Tahmini tasarruf oranının gerçek orandan daha düşük olması halinde söz konusu değişkenin gerçek tasarrufu pozitif etkilediği sonucuna varılabilir. Ancak; tahmini tasarruf oranının gerçek orandan fazla olması halinde bu durum söz konusu değişkendeki değişimin gerçek tasarrufu negatif etkilediği anlamına gelecektir.

i. Faiz oranındaki düşüş özel tasarrufları aşağıya çekmiştir. Faiz oranı 1998 düzeyinde kalmış olsaydı 2002 yılında özel tasarrufların gayri safi kullanılabilir özel gelirdeki oranı yüzde 33'ün üstünde olacaktı ve 2008'e kadar bu oran, şu anki yüzde 18,6 yerine, yüzde 23'ün üstünde olacaktı. Bu sebepten dolayı, faiz oranlarındaki düşüş, tasarrufları azaltmıştır.

34 Bu modelin tahminlerine ilişkin ayrıntılar arka plan çalışmalarında bulunabilir.



ii. Gelirdeki artış özel tasarrufu, bilhassa 2005'ten sonra, artırmıştır. Gelir düzeyi 1998 oranlarında kalmış olsaydı 2006'dan itibaren tasarruf oranı şu anda gözlemlenen rakamın yüzde 2 ila 3 puan altında gerçekleşecekti.

iii. Genç bağımlılık oranındaki düşüş özel tasarruf oranındaki düşüşün bir kısmını absorbe etmiştir. Gerçekte ise gençlerde bağımlılık oranı 1998 değerlerinde kalmış olsaydı 2005 ve 2008 arasında özel tasarruf oranı yüzde 15'e yakın gerçekleşecekti.

iv. Son olarak; enflasyonda 2000'lerde yaşanan büyük düşüş özel tasarruftaki azalma açısından da önem taşımıştır. Enflasyon, eğer, 1998 değerlerinde kalmış olsaydı 2008'de özel tasarruf oranı brüt özel kullanılabilir gelirin yaklaşık yüzde 22,5'i olarak gerçekleşecekti. Tahmini ve gerçek tasarruf oranları arasında 2002'de ortaya çıkan önemli farklılaşma nedeniyle, enflasyonun tasarruf oranı üzerindeki etkisinin son yıllarda ekonomik belirsizlikteki azalma etkilerini de içermesi olasıdır.

**41. Zaman serisi analizleri ve Türkiye'ye özgü analizlerden elde edilen bulgular<sup>35</sup> genel olarak uluslararası model bulgularıyla tutarlılık taşımaktadır.** Yeni Kalkınma Bakanlığı'nın 1975-2008 dönemi için ürettiği y verileri kullanan analiz, tasarrufların çeşitli potansiyel belirleyici faktörlerinin önemini araştırmaktadır. Daha önce değinilen dört değişkenin (gelir, faiz oranı, genç bağımlılık oranı ve enflasyonun temsili değişken olduğu makroekonomik istikrar) önemli belirleyici faktörler oldukları teyit edilmiştir. Diğer faktörler de etkili olabilir. Daha olumlu ticaret hadlerinin özel tasarrufu artırması beklenmektedir. Bu beklenti, ihracatın geliştirilmesi ve bu durumun gelir ve büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratacağı düşüncesine dayanmaktadır. Öte yandan, kadınların işgücüne katılım oranlarındaki artışın da özel tasarrufu artıracığı muhtemeldir. Bu, aynı zamanda, yukarıda ayrıca değinilen hanehalkı düzeyindeki analiz içinde önemli bir bulgudur.

**42. Özel tasarrufların yönlendirilmesinde finansal piyasalar kritik önem taşımaktadır.** Türkiye, uzun vadeli tasarrufları artırmanın de ötesinde işlev taşıyacak, finansal piyasaları geliştirmek için büyük bir potansiyele sahiptir. Tasarruf ve mali piyasa derinliği arasındaki ilişkinin ele alındığı bir analiz, tasarrufların büyümeye katkı sağlayabilmesi için gereken eşik değerlerini tahmin etmektedir (Sayek 2010). Son 30 yıldaki ortalama tasarruf ve mali piyasa derinliği düzeyine bakıldığında Türkiye'nin yurtiçi tasarruftan faydalanmadığı görülmektedir. Mali piyasa derinliğinin 30 yıllık ortalaması dikkate alındığında tasarruf oranının kişi başına reel GSYH'daki büyümeye katkı sağlaması için yüzde 58'in üzerinde olması; toplam faktör verimliliği artışına katkı sağlamak için yüzde 67 olması ve işgücü büyümesi başına sermayeye katkı sağlamak için yüzde 27 olması gerekmektedir. Bu düzeyler Türkiye'nin son 30 yıldaki toplam tasarruf oranlarının çok üzerindedir. Bununla birlikte yukarıda değinilen rakamlar politika oluşturmak için yol gösterici niteliğe sahiptir: uygulanacak politikalar hem tasarruf oranlarını iyileştirmeyi hem de mali derinleşmeyi (veya tasarrufların büyümeyle alakalı faaliyetlere yönlendirilmesini) geliştirmeyi hedeflemelidir. Bu sayede Türkiye'nin ekonomideki tasarruftan yararlanması mümkün olacaktır (daha ayrıntılı bilgi için bkz. Bölüm 5).

35 Kalkınma Bakanlığı'nın yeni zaman serilerini kullandığı iki arkaplan çalışması şunlardır: Apaydın, Türeli ve Yalçın (2011) ve Pirgan Matur, Sabuncu, ve Bahçeci (2011).

**Kamu Tasarrufu<sup>36</sup>**

**43. 2000'lerde özel tasarrufta yaşanan düşüşün beraberinde, daha önce belirtildiği üzere, kamu tasarrufu artmıştır.** Geleneksel olarak kamu sektörünün mali performansını değerlendirmek için kamu sektörü açığı kullanılmaktadır. Ancak; tasarrufları analiz etmek maksadıyla "kamu tasarrufu" kavramını kullanmak daha uygun olacaktır. Kamu tasarrufunun kamu sektörünün genel dengesiyle (açık) yakından ilişkili olduğu açıkça ortadadır, ancak kamu tasarrufları ile genel denge arasında yatırım harcamaları ve sermaye transferleri miktarı kadar bir fark bulunmaktadır (bkz. Kutu 2). 2000'lerde yaşanan gelişmeleri değerlendirmeden önce daha önceki dönemlere göz atmak faydalı olabilir (1975–2000).

**44. 1975-1989 döneminde kamu tasarrufu GSYH'nın yüzde 3'ü ile 6'sı aralığındayken, daha sonrasında düzenli olarak düşmeye başlamıştır.** Söz konusu dönem gerek dış gerekse yurtiçi faktörlerin şekillendirdiği ani yükseliş ve düşüş dönemi idi. 1980'lerde piyasa ekonomisine radikal bir geçiş gerçekleşirken, kamu sektörünün ekonomideki rolü azalmış ve önemli yapısal dönüşümler gerçekleşmişti. Ancak bahse konu yeni ekonomik politikalar kamu sektörünün boyutunu küçültmekte ya da özelleştirmeyi artırmakta istenen etkiyi yaratmamıştır. Artan cari harcamalar ve faiz maliyetlerinin gelir artışları tarafından dengelenememesi neticesinde 1980'lerin sonunda tasarruf oranları düşmeye başlamıştır. 1990'larda kamu maliyesinde yaşanan bozulmanın ana nedenleri artan faiz ödemeleri ve tarımsal destekler ve sosyal güvenlik harcamaları nedeniyle artan konsolide bütçe transferleri olmuştur. Faiz ödemeleri aniden artmış, on yıllık dönemin sonuna doğru GSYH'nın yüzde 3'ünden yüzde 10'una fırlayarak, kamu harcamalarının büyümesine ve negatif kamu tasarruflarına yol açmıştır.

**Kutu 2. Kamu Sektörü Genel Dengesiyle Kamu Tasarrufları arasındaki İlişki**

Genel denge = Toplam gelirler – Toplam harcamalar

Kamu tasarrufu = Kamu harcanabilir geliri – Cari giderler

Burada kamu harcanabilir geliri = Toplam gelirler – Cari transferler

ve cari transferler de faiz ödemelerini, sosyal güvenlik açıklarını, tarımsal desteklemeleri, KİT transferlerini, hanehalkı transferlerini ve AR&GE desteğini içermektedir.

Dolayısıyla, genel denge ile kamu tasarrufu arasındaki fark yatırım harcaması ve sermaye transferleridir.

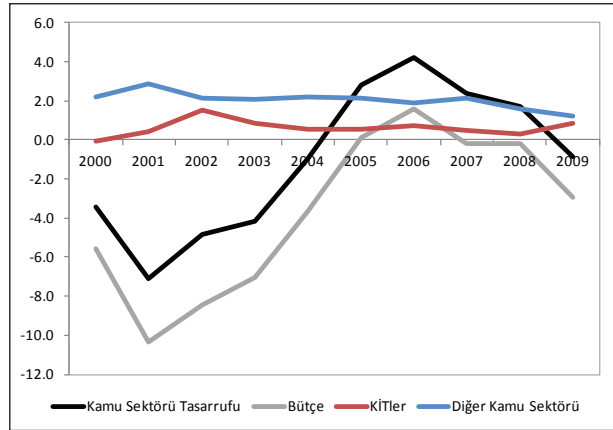
Kamu sektörü tasarrufu = Genel denge + yatırım harcaması + sermaye transferleri

**45. 2001 sonrası dönemde kamu tasarrufundaki iyileşmenin ana nedeni mali ayarlamaydı.** 2000 ve 2008 yılları arasında faiz dışı fazlanın GSYH'ya oranı ortalama yüzde 3,8 olmuştur (IMF program tanımı). Neticede 2001 krizi döneminde tavan yapan kamu borç stoku giderek azalmıştır. 2001 sonunda yüzde 78,9 olan gayri safi kamu borçlarının GSYH'ya oranı, 2008 sonunda yüzde 42,9'a gerilemiştir. Sıkı maliye politikaları neticesinde risk algıları değişmiş, kamu borçlanma maliyetleri önemli oranda

36 Bu bölüm Kalkınma Bakanlığı (eski adıyla DPT'nin) Bütçe ve Mahalli İdareler Dairesi Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü tarafından hazırlanan arkaplan raporuna dayanmaktadır.

azalmıştır. Faiz oranlarında da, kriz döneminde tavan yapan yüzde 99,6'lık orandan, 2008 yılsonu itibariyle yüzde 19,2'ye doğru gerçekleşen düşüşe bağlı olarak faiz harcamaları da önemli oranda azalmıştır – 2001'de GSYH'nın yüzde 17,1'i (vergi gelirlerinin yüzde 93,7'si), GSYH'nın yüzde 5,3'üne gerilemiştir (vergi gelirlerinin yüzde 30,1'i). 2005 yılında kamu tasarrufları, 1997'den sonra ilk defa, pozitif değere ulaşmış ve özelleştirme gelirleri ile bir defaya mahsus vergi gelirleri sayesinde 2006'da tekrar yükselmiştir. Genel olarak bakıldığında gelirlerdeki artışla (esasen tüketim vergileri) beraber faiz maliyetlerindeki azalma sayesinde kamu tasarrufunda, 2007'de tekrar düşmeye başlamadan önce artış yaşanmıştır. Kamu sektörü için ayarlama konsolide bütçede gerçekleşmiş; KİT'lerin tasarrufu (yüzde 0,5) ve geri kalan kamu sektörü tasarrufu (yüzde 2) sabit kalmıştır (Şekil 19).

Şekil 19. Kamu Tasarrufu (GSYH'nın yüzdesi)



Kaynak: Kalkınma Bakanlığı, Fatih Kaya'nın CEM Çalış-tayı sunumu. Mart 24, 2011

**46. Genel anlamda devletin geçmiş gelir veya gider politikalarıyla tasarruf üretimini arasında bir bağlantı kurmak mümkün değildir.** 2000'lerdeki mali ve yapısal politikalar kamu tasarrufu oranlarını önemli biçimde iyileştirmiştir, ancak özellikle tasarrufları artırmaya yönelik sistematik bir politika hedeflenmemiştir. Bir önceki on yılda gerçekleşen mali genişlemeyi düzeltmek amacıyla mali uyum politikaları yürütülmüş, yüksek kamu borcu – GSYH oranını azaltmak hedeflenmiştir. Bu şekilde, her ne kadar kamu tasarruflarını canlandırma niyeti olmasa da, kamu tasarruf-yatırım dengesi iyileşmiş ve ekonomi dış kaynaklı şoklara karşı daha az kırılgan hale gelmişti.

#### ***Kamu ve Özel Tasarruf arasındaki Etkileşim***

**47. Rikardocu denklik kuramına göre kamu ve özel tasarrufları birbirlerini tamamlayıcı niteliktedirler.** Hanehalklarının yaşam boyu bütçe kısıtları dikkate alındığında, hanehalkları hanehalklarının yaşam boyu faydalarını azami seviyeye çıkarmaya karar vermeleri halinde, tercihleri herhangi bir şokun etki etmeyeceği varsayımıyla, bugün itibariyle tüketim kararlarını sadece yaşam boyu bütçe kısıtını değiştiren faktörler etkileyecektir. Rasyonel hanehalkları devletin eylemlerini kendi hanehalkı bütçe kısıtlarında içselleştirecek, böylece bugün düşen vergi oranları gibi değişiklikler, gelecekte daha yüksek borç seviyeleri ve beraberinde gelen borcu geri ödemeye yönelik vergi artışı sonuçlarını doğuracaktır. Bu durumda gelecekteki vergilerin iskonto edilmiş değeri değişmeyecek ve bugünün hanehalkı tüketim kararlarını bozmadan yaşam boyu tüketici gelirlerinin büyüklüğü üzerinde bir etki yaratmayacaktır. Tüketimin vergilerdeki değişimden (ya da devlet tasarrufundan) etkilenmediği gerçeği özel tasarrufun tam olarak devlet tasarrufundaki değişimle aynı miktarda azaldığını göstermektedir. Bu da özel ve kamu tasarrufu arasında bire bir negatif ilişkinin – tam Rikardocu denklik – varlığına işaret eder. Ancak; tam Ricardocu denklik temelindeki varsayımlar son derece kısıtlayıcıdır

ve uygulamada tam karşılanamadıklarından ampirik çalışmalar tarafından reddedilmişlerdir.<sup>37</sup> Tam Ricardocu denklik için ampirik desteğin sınırlı olmasına rağmen önermenin anlamlılık derecesi politika yapıcılar açısından önemlidir.

**48. Türkiye'de tam Ricardocu denklik için ampirik kanıtlar mevcut değildir, bu durum kamu tasarrufunu artırmak suretiyle toplam tasarrufu canlandırmak için manevra alanı olduğunu göstermektedir.** Özel tasarrufun belirleyici faktörlerine ilişkin zaman serisi analizlerine göre Türkiye'nin kamu tasarrufunu yüzde 1 oranında artırmak özel tasarrufu yüzde 0.38 ila 0.68 oranında düşürecektir.<sup>38</sup> Değişik gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, farklı dönemlerde, yapılan çalışmalarda tahmini Ricardocu denklik (ofset) katsayıları (kamu tasarrufundaki yüzde 1 puanlık artış neticesinde özel tasarrufta yüzde değerinden düşüş) çok geniş bir aralığı kapsamaktadır. Lopez, Hebbel, ve Serven (2000)'e göre bu aralık -0.35 ila -0.77 değerlerini içermektedir. Türkiye için daha önce yapılan tahminlerde de Ricardian denklik katsayıları benzer biçimde -0.42 ila -0.77 aralığındaydı.<sup>39</sup>

**49. Gelirler tarafında ise halihazırda dolaylı vergilere olan yüksek bağımlılıkta yapılacak düzeltmeler tasarruf üzerinde olumlu etki yaratabilir.** Türkiye'de toplam vergi gelirlerinin yüzde 70'e yakını dolaylı vergilerden oluşmaktadır. Bu oran 1990'larda yüzde 60 idi. Bu durum değer zincirinin tamamında gözlemlenen kayıt dışı ekonominin bir yansımasıdır. Tüketimlerini ayarlama noktasında sınırlı esnekliğe sahip düşük ve orta gelir grubundaki hanelerde dolaylı vergilerdeki artış daha fazla tüketim maliyeti (daha yüksek fiyatlar) ve dolayısıyla daha az tasarruf sonucunu doğurmaktadır. Gelirlerin eksik beyanı neticesinde devlet gelir kaybetmekte ve tasarruflar azalmaktadır. Neticede; ekonomiyi daha kayıtlı hale getirmek ve vergi yapısını daha dengeli kılmak tasarrufları artırıcı etki yaratabilir.

**50. Artan kamu faiz ödemeleri daha yüksek özel tasarrufa yol açmaktadır.** 1990'lar süresince Türkiye'de reel faiz oranları çarpıcı biçimde yükselmiş; faiz ödemelerinin GSYH'ya oranı sürdürülemez seviyelere yükselmiştir. Yüksek reel faiz oranları ve faiz ödemeleri şeklinde yüksek transferler Türkiye'deki ekonomik kararları uzunca bir süre ciddi olarak etkilemiştir. Ampirik analizler faiz ödemelerinin GSYH'ya oranının Türkiye'deki özel tasarruflarla pozitif ve istatistiki açıdan anlamlı bir ilişkiye sahip olduğunu göstermektedir. Ayrıştırılmış tahminler de bahse konu ilişkinin dış faiz ödemelerinden ziyade yurtiçi faiz ödemelerine bağlı olduğunu ortaya koymaktadır. Bu sonuç faiz oranlarını özel tasarrufun ana belirleyici faktörlerinden biri olarak tanımlayan bulguları desteklemektedir.

**51. Genel olarak bakıldığında artan kamu tasarruflarının büyümeyi güçlendirici faaliyetlere yönlendirilmesi açısından mali uyumun kalitesi kritik önem taşımaktadır.** Verimli yatırımları kesmek suretiyle tasarrufların artırılması uzun vadeli büyümeyi olumsuz etkileyeceği için yatırımlardaki azalmanın olumsuz etkisi, artan yurtiçi tasarrufların büyümeye muhtemel katkılarını etkisiz

37 Ayrıntılı literatür taraması için bkz. Corbo ve Schmidt-Hebbel (1991).

38 Loayza, Schmidt-Hebbel, Serven modeli kullanılarak gerçekleştirilen simülasyonlar kamu tasarrufundaki artışa bağlı olarak özel tasarrufta yaşanan düşüşün çok anlamlı olmadığını; kamu tasarrufunun 1998 oranında kalmış olması halinde özel tasarrufun 2008'deki gerçek oranının yüzde 1 puan'dan daha az üstünde olacağını ortaya koymuşlardır. Yani; kısa ve orta vadeli Ricardian denklik katsayısı çok küçüktür ve bu da kamu tasarrufunun ulusal tasarruf oranını artırmak için faydalı bir araç olduğunu göstermektedir.

39 Van Rijckeghem (2010) çalışmasında -0,63'lük bir denklik katsayısı bulmuştur; Metin, Özcan, Günay, Ertaç (2003) ise -0,42 ila -0,66 aralığında bir denklik katsayısı bulmuştur; IMF'nin (2007) denklik katsayısı ise -0,72 ile -0,77 arasındadır.

hale getirecektir. Bilhassa OECD ülkelerinden elde edilen kanıtlar<sup>40</sup> göstermektedir ki ağırlıklı olarak vergi artırımlarına ve kamu yatırımlarında kesintiye dayalı olan mali konsolidasyonlar sürdürülebilir olamamıştır. Bunun en önemli nedeni de daha yüksek vergi gelirlerinin nihayetinde harcamaları artırması ve temel altyapı bakım ve harcamalarının sonsuza kadar ertelenemez olmasıdır. Buna karşılık; yapısal kamu harcama kesintilerine dayalı konsolidasyonlar daha kalıcı etkilere sahip olmuşlardır zira tırmanma eğilimi güçlü olan harcama türlerini zapt etmişlerdir. Sürdürülebilir mali uyum politikaları uygulayan ülkeler orta vadede daha hızlı büyümüşlerdir, zira kalıcı olarak algılanan tedbirler reel faiz oranlarını aşağı çekerek yatırımları teşvik etmiştir. Ayrıca; bahse konu tedbirler gelecekteki vergi yükünde bir azalmaya yol açacak biçimde algılanarak pozitif refah etkisi yaratmış ve gelecekteki mali politikalara ilişkin belirsizlikleri çözümlenerek ihtiyati tasarrufları da azaltmış olabilir.

**52. Devletin eğitim ve sağlık gibi kamu hizmetlerine yaptığı harcama büyüklüğü de özel tasarrufu etkileyebilir.** Hanehalkları tarafından bahse konu hizmetler için daha fazla oranda ödeme gerçekleştirilmesi tüketim harcamalarını artırarak tasarrufları azaltacaktır. Kamu teşekküllerinin özelleştirilmesi ve özel okul, üniversite ve hastane sayısında 2000'lerin başından beri yaşanan hızlı artış da özel tüketim oranını yükseltmiş olabilir.

#### 4.2 Hanehalkı Tasarrufu

**53. Bu bölümün yukarıdaki kısımlarında, toplam özel tasarruf analizine istinaden, daha düşük faiz oranlarının ve enflasyonun özel tasarruf üzerinde baskı yarattığı ve özel kesim harcanabilir gelirindeki iyileşmeyle genç bağımlılık oranındaki düşüşün özel tasarrufu teşvik ettiği savunulmuştur.** Daha uygun ticaret hadleri ve kadınların işgücüne katılım oranlarındaki artış da tasarruf oranını geliştirmektedir. Amaçtan sonra gelen noktada Türkiye'de hanehalkı tasarrufunu teşvik etmek için en etkili politikaların neler olduğu saptanacaktır (kavramsal olarak özel tasarrufun parçasıdır ancak ayrı bir veri kaynağından türetilmiştir).

**54. Ampirik çalışmalarda hanehalkı tasarruflarının çeşitli belirleyici faktörleri olduğu saptanmıştır.**<sup>41</sup> Browning ve Lusardi (1996) hanehalkı tasarruf literatürüne dair kapsamlı bir değerlendirme yapmış, tasarruf fonksiyonlarının ampirik tahminlerine ilişkin birçok faydalı gözlemde bulunmuştur. Tasarrufların belirleyici faktörlerindeki çeşitliliğin hanehalkları arasında anlamlı bir heterojenliğe işaret ettiğini savunmuşlardır. Çalışmalarında atıfta buldukları belirleyici faktörler şunlardır: iskonto faktörü, demografi, reel faiz oranı ve tüketimdeki çeşitlilikle likidite kısıtları. Browning ve Lusardi (1996) ise birçok toplumda tasarruf sahiplerini belirlemenin kolay olduğunu; buna rağmen, tasarruf motivasyonlarını ampirik olarak belirlemenin hiç de kolay olmadığını vurgulamışlardır.

40 Bkz. Alesina ve Peroti (1997), Alesina ve Ardagna (1998), ve Peroti (1996).

41 Türkiye'deki hanehalkı tasarruflarına ilişkin Literatür özeti arka plan çalışmalarında bulunabilir.

**55. Ülke özel çalışmalar hanehalkı tasarrufları açısından bazı ortak belirleyici faktörlere işaret etmektedirler.**<sup>42</sup> Bahse konu belirleyici faktörler Bölüm 2'de Türkiye için belirlenenlerle tutarlıdır: İlk olarak; Şili, Filipinler ve Estonya için, diğer ülkelerin yanı sıra, gelirin tasarruflar açısından temel bir belirleyici olduğu saptanmıştır. İkinci olarak; Şili, Pakistan ve genel olarak Latin Amerika ve Doğu Asya'da eğitimin tasarruflara çok önemli katkı sağladığı belirlenmiştir. Daha düşük doğurganlık oranlarının ve geniş ailelerin varlığının da Doğu Asya'daki tasarruf oranlarını artırdığı savunulmuştur. Son olarak; sağlık riskini karşılamak üzere gerçekleştirilen ihtiyati tasarruflar da Çin'deki tasarruf oranlarında 1992-2005 arasında yaşanan artışın temel faktörü olmuştur.

#### 4.2.1 Belirleyiciler

**56. Türk hanehalklarının tasarruflarında ihtiyati yaklaşım güçlü bir saiktir.** Türkiye'ye özgü ampirik çalışmaların ve Türk hanehalklarıyla gerçekleştirilen odak grubu görüşmelerinin ortaya koyduğu çok sayıda ihtiyati tasarruf kanıtı mevcuttur (beklenmeyen risklere karşı rezervlerin oluşturulması) (Örnek için bkz. Ceritoğlu, 2009). Aşağıda Türk hanehalkları arasında ihtiyati saiklerin mevcudiyetine dair göstergeler sunulmaktadır,

(i) Hane reisinin işveren veya serbest meslek sahibi olduğu haneler daha fazla tasarruf etmektedir. Girişimciler daha değişken gelir akımlarıyla karşı karşıya kalabilir ve bu durum ihtiyati tasarrufu pekiştirir.

(ii) Daha yüksek ileri yaş bağımlılık oranlarına sahip haneler de daha fazla tasarruf etmektedir zira ileri yaşlı bireylerin sağlık riskleri ve neticede sağlık harcamaları daha yüksektir. Öte yandan; gelirlerinin önemli bir bölümü emeklilik ödemelerinden oluşan haneler daha az tasarruf etmektedir. Bunun nedeni ise emeklilik olanaklarının, aynı zamanda, emeklilere ücretsiz sağlık hizmeti sunması ve dolayısıyla hanelerin daha az tasarruf etmelerine imkan vermesidir.

(iii) En az bir hanehalkı üyesinin yeşil karta sahip olduğu haneler daha az tasarruf etmektedir. Yeşil kart sahipleri sağlık hizmetlerinden ücretsiz yararlanma hakkına sahiptir ve bu durum ihtiyati tasarruf ihtiyacını zayıflatmaktadır. Yeşil kart uygulamasının bütçe hesaplı bir program olması itibarıyla gelir etkilerini ve daha zayıf ihtiyati tasarruf saiklerini ayırt etmek zorlaşmaktadır. Öte yandan, hanehalkı reisinin kayıt dışı sektörde çalıştığı ve en az bir hane üyesinin yeşil kart sahibi olduğu haneler; hanehalkı reisinin kayıt dışı sektörde çalıştığı ancak yeşil kart sahibi mensuba sahip olmayan hanelere kıyasla daha az tasarruf etmektedir. Bir başka deyişle; benzer hanehalkı gelir düzeyleri için yeşil kart tasarrufları azaltmaktadır.

(iv) Regresyon analizinde olduğu gibi ihtiyati saik odak grubu görüşmelerinde en çok dile getirilen neden olmuştur. İki yaygın kara gün örneği olarak sağlık riskleri ve işsizlik gösterilmiştir. Bazı katılımcılar sağlık hizmetleri için sosyal güvenlik sistemine bağlı olduklarını belirtmiş, öte yandan birçoğu da sosyal güvenlik sisteminin sunduğu sağlık hizmetlerinin düşük kalitesinden dolayı tasarruf etmeye ihtiyaç duyduklarını ifade etmişlerdir.

42 Bu paragraf Aktaş ve diğerlerinin (2010) hazırladığı arkaplan raporuna dayanmakta ve Kulikov, Paabut ve Staehr (2007), Butelmann ve Gallego (2000), Burney ve Khan, (1992) Bersales ve diğerleri (2006), Székely ve Attanasio (2000) ve de Chamon ve Prasad'ın (2008) çalışmalarına atıfta bulunmaktadır.



### Kötü Günler için Tasarruf

“Özellikle özel sektörde çalışıyorsanız (daha fazla tasarruf etmeniz gerekiyor) sabah işe gitmek için erkenden evden çıkıyorsunuz ama iş yerinize vardığınızda belki de artık işsizsiniz.” (Denizli, işçi, erkek)

“Kötü günler için bir köşede paranız olmalı. İnsanlar zaten bunun için tasarruf ediyorlar. Ben hastalanırsam, ya da bana bir şey olursa veya ameliyat olmam gerekirse ne olacak?” (İstanbul, serbest meslek sahibi, erkek)

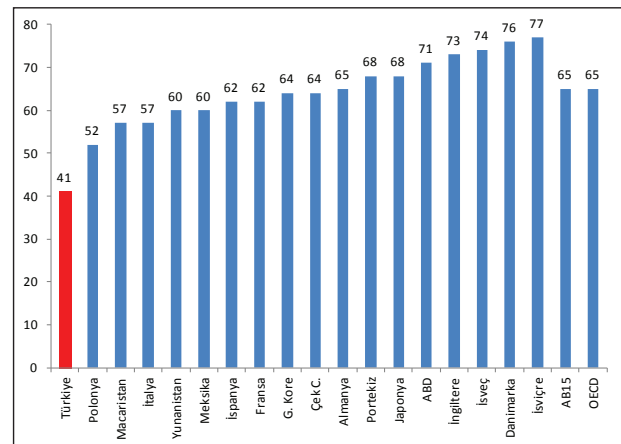
**57. Hanehalkı tasarruflarını şekillendiren ikinci önemli saik de belirli “yaşam döngüsünde başa gelen olaylardır”.** Türkiye’deki yetişkinlerin yaşam döngüsünde yaşadıkları olaylar evlilik, çocuk sahibi olmak ve emekliliğe odaklanmış gözükmektedir. Yaşam döngüsü saiki bireyin gelecekteki gelirleriyle ihtiyaçları arasındaki öngörülen ilişki dolayısıyla tasarrufa neden olabilmektedir.

(i) *Evlilik.* Ekonometrik kanıtlar hanelerin bireylerinin evliliği için tasarruf edip etmediğine dair açık bir cevap sunmamaktadır. Hanelerin bekar bireylerinin evliliği için tasarruf etmesi halinde tasarruf oranları 15-30 yaş bağımlılık oranıyla birlikte yükselecektir. Ancak; regresyon analizi bunun tam tersini ileri sürmektedir: 15-30 yaş bağımlılık oranı arttığında tasarruf oranları düşmektedir. Odak grubu görüşmelerinde katılımcıların büyük çoğunlukla evlenene kadar ebeveynleriyle yaşadıkları ortaya çıkmıştır. Birçok katılımcı evlenmeden önce çalışmaya başladığını, yetişkin çağları, genellikle evlilik için, kazançlarının bir kısmını tasarruf etmeye başladıklarını ifade etmiştir. Hanehalkında çalışan genç yetişkinlerin varlığı hem daha düşük 15-30 yaş bağımlılık oranı hem de daha yüksek tasarruf oranları anlamına gelmektedir.

(ii) *Çocuk sahibi olma/genç bağımlılığı.* Hanedeki çalışan bireylere 0-14 yaş çocukların oranının daha yüksek olduğu hanelerde, regresyon analizine göre, daha düşük tasarruf gerçekleşmektedir. Bir başka deyişle; hanede çocuk sahibi olmak tüketimi artırmakta, dolayısıyla tasarrufları azaltmaktadır. Odak grubu görüşmeleri katılımcıları çocuklar doğduktan sonra artan tasarruf ihtiyacına bolca değinmişlerdir. Gerçekten tasarruf yapıp yapmadıkları ise açık değildir. Katılımcıların çoğu çocuk sahibi olur olmaz tasarruf etmeye başladıklarını, bir tasarruf hesabı açtıklarını, hayat sigortası başlattıklarını, çocukları için bireysel emeklilik başlattıklarını ve düzenli olarak bir kenara para ayırdıklarını ifade etmişlerdir. Diğerleri ise, ekonometrik kanıtlarla uyumlu biçimde, çocukları olduktan sonra hanehalkı harcamalarındaki artış nedeniyle tasarruf yapamaz hale geldiklerini belirtmişlerdir. Bazı katılımcılar da ev sahibi olana kadar çocuk yapmayı ertelediklerini, zira çocuklar doğduğunda tasarruf etmenin imkansız olacağını ifade etmişlerdir.

(iii) *Emeklilik.* Odak grubu görüşmeleri hanelerin emeklilik planı yapmadıklarını, dolayısıyla emeklilik sonrasında gelir uçurumu (giderlerini karşılama) sorunu yaşadıklarını göstermiştir. Yetersiz bireysel emeklilik ödemeleri (bkz. Bölüm 5) bahse konu “emeklilik uçurumunun” açıklamalarından biri olabilir.<sup>43</sup>

**Şekil 20. Ülkelere göre 2009 işsizlik oranları (%)**



Kaynak: OECD

43 Aviva (2010) Türkiye’deki emeklilik uçurumuna dair tahminler sunmaktadır.

### Yaşam döngüsü süresince tasarruflar

"16 yaşında çalışmaya başladım. Annemin tavsiyesiyle kazandığımı bir kısmını aileme verdim, kalanı da harcadım ve biraz altın aldım. Evlenirken altın birikimim vardı." (İstanbul, ücretli çalışan, erkek)

"Çocukların koleje gideceğini düşünüyorduk, bunun için de para biriktirmemiz gerekiyordu. Bankaya her ay 150 TL koyduk." (G.Antep, ücretli çalışan, erkek)

"Çocuğumuz doğduğunda bir kenara para ayırmaya başladık. Ayda 100 Dolar biriktiriyoruz. 50 Dolarla başladık ve eklemeye devam ettik. 8 yıldır para biriktiriyoruz." (İstanbul, ücretli çalışan, erkek)

"Çocuk sahibi olduktan sonra tasarruf edemedik." (G. Antep, ücretli çalışan, erkek)

"Ev sahibi olmadan çocuk yapmak istemedik. Benim için çocuk demek daha fazla harcama demek. Önce bir eviniz olmalı." (G. Antep, ücretli çalışan, kadın)

"Benim ve eşimin sosyal güvencesi var. Emekli aylıklarımızla geçinmeyi düşünüyoruz." (İstanbul, serbest meslek sahibi, kadın)

"Emekli aylıklarımız yeterli olacaktır." (G. Antep, ücretli çalışan, kadın)

**58. Daha yüksek kadın istihdamı daha yüksek tasarrufla ilintilidir.** Türkiye'deki düşük istihdam oranları nedeniyle çalışma çağındaki nüfusun bağımlılık oranı OECD ülkeleriyle kıyaslandığında yüksektir. Kadınların işgücüne katılım oranlarının düşük olması bunun ana nedenidir (Şekil 20). Bağımlılık hipoteziyle tutarlı olarak (daha yüksek bağımlılık düşük tasarruf anlamına gelmektedir) işgücüne katılım oranının ve istihdam oranlarının düşük olmasına meydan veren işgücü piyasaları veya politikalarının tasarruf oranlarını baskılaması beklenmektedir. Bilhassa Türkiye'de, genç nüfusun oranının ve okula devam eden çocukların sayısının yüksek ancak istihdam oranının düşük olması nedeniyle, ortalama tüketim oranının, gelir etkisi kontrol edilerek, yüksek olması beklenmektedir. Mikro veri analizi çalışan kadın oranının tasarruf oranları üzerinde anlamlı ve pozitif etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Diğer tüm faktörler sabit tutulduğunda; gelir de dahil; daha fazla sayıda kadının çalıştığı haneler daha fazla tasarruf etmektedirler. Bu durum, kadınların işgücüne katılım oranları çok düşük olduğundan, Türkiye'deki politikalar açısından önemli sonuçlar doğurabilir. Benzer biçimde, tüketici finansmanı anketinde<sup>44</sup>, ailedeki çalışan sayısı arttıkça eksi tasarruf olasılığı önemli oranda azalmaktadır. Odak grubu görüşmeleri de bu bulguları destekleyen kanıtlar ortaya koymuştur. Erkeklere göre daha fazla sayıda kadın odak grubu katılımcısı çocukların okulu ve diğer harcamalar için para biriktirme ihtiyacına vurgu yapmıştır. Hanehalkı finansal yapısında kadınların etkisi arttıkça, ailelerin çocukları için daha fazla tasarruf yapabildikleri görülmektedir.



**Kadınlar, özellikle çalışan kadınlar, daha fazla tasarruf yapma eğilimindedir**

"Kızların bir köşede birikimleri olmalı. Bana tasarruf etmem öğretildi. Evlendikten sonra daha fazla para biriktirdim. Bilezik, altın aldım. Bu sayede çocuklarımla rızkını temin ediyorum." (Denizli, ücretli çalışan, kadın)

"Annem altını sever. Paraya ihtiyaç duyduğumda, örneğin yeni bir araba almak için, bankadaki tasarruf hesabından para çekmek yerine bana altın verir." (G. Antep, serbest meslek erbabı, erkek)

"Biriktirdiğim parayı ihtiyaç duyarsa babama veya anneme verirdim. Ama genellikle parayı babamdan saklardık. Annelerimize verirdik ki onlar da biriktirip daha sonra bizim için harcasınlar." (Adana, serbest meslek erbabı, kadın)

**59. Uluslararası panel veri tahminleri istihdam oranıyla (ve kadınların işgücüne katılım oranlarıyla) tasarruf oranları arasındaki son derece pozitif korelasyonu teyit etmektedir.**

Panel regresyonları<sup>45</sup> kadınların işgücüne katılım oranlarının artmasının tasarrufları da artırdığını göstermektedir. Bu analizde kadınların işgücüne katılım oranlarında yüzde 10 puanlık bir artış yaklaşık yüzde 1,5 puanlık bir tasarruf oranı artışına tekabül etmektedir.

**60. Gelir etkileri kontrol edildiğinde, eğitimin tasarruf oranları üzerinde sınırlı ancak pozitif bir etkisi olduğu görülmektedir.** Hanehalkı reisinin eğitim düzeyi ve hanehalkı üyelerinin ortalama eğitim düzeyi tasarruf oranları üzerinde benzer etkilere sahiptir. Her ne kadar bahse konu etkiler diğer değişkenlere göre daha küçük de olsa, gerek büyüklük gerekse anlamlılık açısından yıllar içerisinde şaşırtıcı bir tutarlılık sergilemektedirler. Kırdar ve Cilasun da (2009) eğitim düzeyleri ve tasarruf oranları arasında tutarlı ve pozitif bir ilişki bulmuşlardır.

**61. Ev sahibi olmak, hanehalkı tasarrufunun en önemli amacı olarak gözükmektedir.** Regresyon sonuçları göstermektedir ki ev ve ikinci mülk sahibi olmak tasarruf oranlarıyla pozitif bir korelasyona sahiptir. Çok az sayıda hanehalkı ev sahibi olduğundan, haneler mortgage kredisi çekmek yerine tasarruf etmeyi tercih eder gözükmektedirler.<sup>46</sup> Daha fazla tasarruf yapan hanehalklarının ev almaya yetecek kadar tasarruf yapma olasılıkları daha yüksektir, bu da ev sahipliğiyle tasarruf oranları arasındaki pozitif ilişkiyi desteklemektedir. Benzer biçimde; birçok odak grubu katılımcısı da ev sahibi olmak için para biriktirdiklerini ifade etmişlerdir. Katılımcılar, peşinat için yeterli miktarı bulana kadar, küçük miktarlarda tasarruf yaptıklarını, farklı tasarruf alternatiflerini değerlendirdiklerini belirtmişlerdir. Birçoğu da gelirlerinin kalıcı olarak iki katına çıkması halinde emlak alacaklarını zira emlak alımını bir yatırım olarak değerlendirdiklerini söylemişlerdir. Genel kanı emlağın asla değer kaybetmediği ve her zaman kiralanabileceği yönündedir. Emlağa yatırımın, tüm alternatifler arasında, en yüksek getiriye sahip olduğuna inanılmaktadır.

45 Panel regresyonu Dünya Bankası DDP veri tabanını kullanmaktadır; bu veri tabanı 1980-2008 dönemi için 150 ülkeyi kapsamaktadır. Sanayi katma değerinin, kişi başına gelirin, GSYH büyüme oranının, genç bağımlılık oranının, kadınların işgücüne katılım oranının, ticaret hadlerinin, TÜFE enflasyon oranının, mevduat faiz oranlarının, özel sektör kredi – GSYH rasyosunun ve zamansal eğilimlerin hepsi tasarruf oranlarını açıklamak üzere bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır.

46 Ham verilerde, her yıl yaklaşık 5.500 ev sahibinden, 200-300 hane mevcut evleriyle ilgili borçlu konumundadır.

**62. Miras saiki varlığına dair göstergeler mevcuttur.** Mikro veri düzeyinde tasarrufun azalmayan yaş profili miras saiki varlığına işaret etmektedir. Hanehalkı reisi yaşlandıkça, özellikle daha genç hane üyelerine miras bırakma arzusu taşıyorlarsa haneler daha fazla tasarruf yapabilmektedir. Odak grubu katılımcıları bu konuda ayrı görüşlere sahipti: bazıları geride bir şeyler bırakmak isterken, diğerleri ise çocuklarının kendi başlarının çaresine bakması gerektiğini düşünmektedir. Miras bırakma saiki olanlar, esasen bir ev bırakmak istemektedirler. Bazıları evlerini çocuklarına bırakmak isterken, diğerleri onlara ayrı bir ev almaya çalışmaktadırlar. Uluslararası kanıtlar da artan hayat ve sağlık harcama belirsizliklerinin ileri yaştaki ve emekli bireylerin neden daha fazla tasarruf yaptığını açıkladığını göstermektedir.

#### İçinde yaşanacak evler almak, çocuklar için evler almak

"Evimi 2004 yılında, 45.000 TL'ye aldım. Şimdi değeri 250.000 TL. Dünyadaki hiç bir banka nakite bu kadar getiri sağlayamaz." (İstanbul, ücretli çalışan, erkek)

"Çocuklarım, tıpkı benim yaptığım gibi, kendileri kazanıp bir şeyler alabilmeli." (G. Antep, ücretli çalışan, kadın)

"[Aylık maaşım kalıcı olarak ikiye katlanırsa] emlak alırım. İki kızım var, ikisinin de ev sahibi olmasını isterim." (İstanbul, ücretli çalışan, erkek)

"İşimizi miras bırakmasak bile evimizi bırakmak istiyoruz. Büyük ihtimalle çok fazla para bırakamayacağız. Asgari ücretle çalışacak olsalar bile kira ödemek zorunda olmayacakları için geçinebileceklerdir." (Adana, ücretli çalışan, kadın)

#### 4.2.2 Portföy Tercihleri

**63. Bir önceki alt bölümde Türkiye'deki hanelerin ana tasarruf dürtüleri ele alınmıştı.** İhtiyati tasarrufların varlığını destekler kanıtlar mevcuttur ve bu da 2000'lerde özel tasarrufta yaşanan düşüşü büyük ölçüde açıklamaktadır. İnsanın yaşam döngüsünde meydana gelen belirli olaylar; çocuk sahibi olmak gibi; ve hanedeki kadınların işgücüne katılımları da hanehalkı tasarruf davranışını etkilemektedir. Hanehalkı tasarrufunun belirleyici faktörleri incelendiğine göre hanehalkının portföy tercihlerini incelemek de – sınırlı tasarruflarını nasıl değerlendirdikleri – bilgilendirici olacaktır. Bu bağlamda ilk olarak tasarrufların finans sistemindeki ve dışındaki farklı varlıklar arasında nasıl dağıtıldığı incelenecek; daha sonrasında da finansal sistem içerisindeki tasarruflar ayrıştırılacaktır.

#### *Mali ve Mali Olmayan Varlıklar ve Mali Sistem Dışındaki Tasarruflar*

**64. Türk hanehalklarının portföylerini dağıtma tercihleri tasarruf tutumlarına ışık tutmaktadır.** Türkiye'de ilk kez 2008 yılında yapılmış olan tüketici finansmanı anketi (TFA), bu çalışmada hanehalkı bütçe anketi ve odak grubu görüşmeleri temelinde yapılan analizi desteklemek için kullanılmıştır.<sup>47</sup> TFA (bkz. Kutu 3) Türkiye'deki hanelerdeki aktiflere, pasiflere, gelire, tasarruf ve borçlanma tutumlarına ve diğer mali özelliklere dair zengin bilgileri ortaya çıkarmaktadır.

47 Hanehalkı bütçe anketleri portföy tercihlerine dair çok az bilgi sunmaktadır. Yastık altı para veya altın birikimlerine dair doğrudan soru yöneltilmemektedir. Hayat sigortası, özel sağlık sigortası ve özel emeklilik planlarına dair sorular olmakla birlikte mikro veri düzeyinde bu ürünleri kullandığını beyan eden hanelerin sayısı çok azdır. Öte yandan; odak grubu görüşmelerinde daha yaygın bir kullanımın işaretleri ortaya çıkmaktadır.

### Kutu 3. Tüketici Finansmanı Anketi\*

Türkiye'deki ilk Tüketici Finansmanı Anketi (TFA) 2008 yılında gerçekleştirilmiştir. Ankette hanehalkı aktif ve pasiflerinin dağılımı kapsamlı bir biçimde ortaya konulmuştur. TFA portföy verileriyle, demografik bilgileri ve her hanenin geliriyle, hanehalklarının borçlanma, borç verme ve likidite tutumlarına dair bilgileri birleştirmektedir.

TÜİK tarafından toplanan hanehalkı verileri daha çok gelir ve tüketim harcamalarına yönelik olup; varlıklar ve yükümlülükler için ayrıntılı bilgi içermemektedir.

Türkiye'deki TFA, gelişmiş ülkeler haricindeki, en ayrıntılı anketlerden biridir. Anketin tasarımı A.B.D'deki Tüketici Finansman Anketi'ne ve İtalya'daki Wealth (Refah) ile Hollanda'daki DNB Hanehalkı Anketiyle benzerlik göstermektedir.

TFA; 4432 haneyi içeren kapsamlı bir ankettir. Birçok tüketici finansmanı anketi gibi iki çerçeveli bir örneklem tasarımına sahiptir: Rastgele seçilmiş alana dayalı 4031 haneden oluşan örneklemle Ekim-Aralık 2007 tarihlerinde mülakat gerçekleştirilmiştir. Buna ilaveten gelir dağılımında en üst yüzde 5'lik kesimi temsil eden 401 yüksek gelir grubuna mensup haneyle Ocak 2008'de mülakat gerçekleştirilmiştir. İstatistik oluşturmak üzere örneklemlerin ağırlığı alınmıştır. Soru formunun, anket tasarımının ve örneklem ağırlığının ayrıntıları Adaman, Kaytaç ve Yilmazer'in (2008) çalışmasında bulunabilir.

\* Türkiye'deki TFA Fikret Adaman, Mehmet Kaytaç ve Tansel Yilmazer tarafından TÜBİTAK'ın sağladığı hibe uyarınca toplanmıştır.

**65. Hanehalkları mali veya mali olmayan varlıklara yatırım yapabilirler.** Mali varlıklar şunları içermektedir: Türk Lirası (TL) ve döviz hesap işlemleri, altın, mali kurumların dışarısındaki tasarruflar, başkalarına verilen krediler (arkadaşlar, aile veya işletmeler), diğer mali varlıklar (yatırım fonları, sabit getirili devlet tahvilleri, Eurobonds, sabit getirili özel menkul kıymetler, menkul kıymetler, borsada işlem gören ve görmeyen şirketlerdeki hisseler ve bireysel emeklilik planlarındaki tasarruflar). Mali olmayan varlıklar ise birincil konut, diğer ikamet amaçlı gayrimenkuller, diğer gayrimenkuller, arazi/çiftlik, firma ve araç gibi varlıkları içermektedir. Yükümlülükler ise; mali olmayan varlık alımı için kullanılan borçlar, kredi kartı yükümlülükleri, taksitli borçlar ve diğer bazı borçları içermektedir (aile ve arkadaşlardan alınan borçlar, özel kullanıma yönelik tüketici kredileri, işverenden alınan borçlar, vergi ve elektrik, su benzeri faturalar için olan borçlar vb.).

**66. Mali olmayan varlıklara sahip hanelerin miktarı mali varlıklara sahip hanelerin miktarından yüksektir.** TFA'da hanelerin yaklaşık yüzde 67'si mali olmayan varlıklara sahip oldukları bildiriminde bulunmuştur; bu varlıklar genellikle birincil konut (yüzde 53,5), otomobil (yüzde 25,6) ve diğer mülk ve arazi (yüzde 10,1) şeklindedir<sup>48</sup>. Öte yandan; hanelerin yalnızca yüzde 30'u herhangi bir mali varlığa sahip olduğunu beyan etmiştir.

**67. Hanehalkları yaşlandıkça kaynaklar, giderek artan oranda, mali varlıklardan ziyade mali olmayan varlıkların birikimine aktarılmaktadır.** Hanehalkı reisinin 30 yaşın altında olduğu hanelerin yüzde 48'i bir miktar mali olmayan varlığa sahipken; hanehalkı reisi 60 yaşın üstünde olan

48 Türkiye'de ev sahibi olma oranı 1994'te yüzde 70,9; 2003'de ise yüzde 71,95 olmuştur (TÜİK, 1994; Sarioğlu, 2007). 2000 yılında nüfusun yaklaşık yüzde 64'ü kentsel alanlarda ikamet etmekteydi ve 1994 yılında kentlerdeki ev sahibi olma oranı yüzde 59 idi (TÜİK, 1994). 2008'de nüfusun yüzde 70,5'inin kentlerde yaşadığı tahmin edilmektedir (TÜİK, 2008). Kentsel alanlarda yaşayan hanelerin sayısındaki artış ev sahibi olma oranında azalmaya neden olmuştur. Yilmazer, Adaman, ve Kaytaç (2009) mali gelişmenin ev sahibi olma üzerindeki etkisini araştırmışlardır.

hanelerin yüzde 82'si bu tarz varlıklara sahiptir. Her iki varlık türü de hanehalkı geliri ve hanehalkı reisinin eğitimiyle artmaktadır; bu durum Hanehalkı Bütçe Anketi bulgularının analizi neticesinde ortaya çıkan tasarrufla eğitim ve gelir arasındaki pozitif ilişkiyi doğrulamaktadır. Net varlık grupları açısından bakıldığında mali ve mali olmayan varlık sahipliği anlamında önemli bir eşitsizlik mevcuttur. Altın tutma hanehalkı reisinin yaşıyla düşmektedir, ancak yaş faktörü mali kurumlarda tutulan varlıkların miktarı üzerinde herhangi bir etki yaratmamaktadır. Örneğin; yaşam döngüsünün başlangıcında biriktirilen altın acil durumlarda kullanılabilmekte veya emlak alımı için peşinat olarak kullanılabilir.

**68. Daha yüksek gelir gruplarında hanelerin daha çok sayıda mali olmayan varlığı mevcuttur.** Farklı türlerde mali olmayan varlığa sahip olduklarını beyan eden hanelerin yüzdesi gelire göre artmaktadır. Varlık çeşitleri açısından bakıldığında ise daha yüksek gelire sahip hanelerin ikinci bir konuta, diğer mülklere ve araziyle kendi işlerine sahip olma olasılıkları daha yüksektir.

**69. Türkiye'deki hanehalklarının dayanıklı tüketim mallarına önemli miktarlar harcadığı görülmektedir.** Dayanıklı tüketim mallarına harcanan medyan miktar mali varlıkların medyan miktarına eşit; yıllık ortalama hanehalkı gelirin ise üçte birine denk gelmektedir. Hanehalkı geliri, hanehalkı reisinin eğitim düzeyi ve net değer arttıkça dayanıklı tüketim mallarına yapılan harcama da yükselmektedir. Dayanıklı tüketim mallarının alımında birikmiş tasarruflardan ziyade borçlanmanın kullanıldığı gözlemlenmektedir.

**70. Odak grubu katılımcıları önemli miktarda yastık altı birikimlerinin olduğunu beyan etmişlerdir.** En tipik kayıt dışı tasarruf araçları arasında yastık altında saklanan altın, nakit ve döviz; aile/arkadaş ve işletmelere verilen borçlar gelmektedir. Odak grubu katılımcıları, bankacılık sistemine girmeyen, önemli oranda yastık altı birikimleri olduğunu beyan etmişlerdir. Yastık altı paralar genellikle lira, döviz, altın para (hem erkek hem de kadın için) ve mücevher (esasen kadınlar için) şeklinde olmaktadır.

**71. Altının Türkiye'de tasarruf araçları arasında popüler olduğunu gösteren kanıtlar mevcuttur.** Hanelerin yaklaşık yüzde 30'u son bir yıl içerisinde altın, mücevher veya saat almıştır. Birçok odak grubu katılımcısı tasarrufa altınla başlamış ve halen devam etmektedir. Çok azının altın hesabı vardır. TFA'ne göre hanelerin yüzde 14,8'i altınla tasarruf etmektedir. Tasarrufları mali sektöre çekmeyi düşünen veya tasarrufu teşvik etmeyi amaçlayan politikalar altının popülerliğini dikkate alabilirler.

**72. Birçok kadın ve bazı erkekler, odak grubu görüşmelerinde, tasarruf yöntemi olarak "altın günlerine" veya "döviz günlerine" katıldıklarını belirtmişlerdir:** Bu uygulamada bir grup tarafından küçük ölçekli borç verme/borçlanma sistemi kurulmakta; her katılımcı, üyelerden birine her ay sabit bir miktar ödemektedir. Katılımcılar toplam miktarı sırayla almaktadırlar. Katılımcılar aldıkları parayı harcamalarını karşılamak ve bazen de tasarruf amaçlı kullandıklarını söylemişlerdir. Burada ilginç olan nokta, katılımcıların her ay sabit bir miktar yatıracakları ve faiz getirisi elde edecekleri bir tasarruf hesabı açmak yerine bu sistemi kullanmalarıdır. Sistem iyi bir taahhüt stratejisine dayalı olabilir; belki paranızı bankaya yatırmaktan kaçınabilirsiniz ancak diğer altın günü katılımcılarına ödeme yapmaktan kaçınamazsınız.

### Hanehalkı Tasarruflarının Mali Sisteme Dağılımı

**73. Türkiye'deki hanelerin ellerinde tuttıkları varlıklar mali ve mali olmayan varlıklardan oluşmaktadır.** Mali sistemin dışındaki varlıkları tahmin etmek kolay olmasa da (yastık altı altın ve döviz gibi), mikro düzeydeki veriler ve odak grubu görüşmeleri sistem dışı miktarların hiç de küçük olmadığını göstermektedir. Öte yandan; "kayıtlı" hanehalkı mali varlıklarına ilişkin ayrıntılar erişilebilir ve tasarrufları teşvik etmeyi, mali olmayan ve "kayıt altında olmayan" mali tasarrufları sisteme çekmeyi amaçlayan politikaların tasarımına bilgi sağlayabilir niteliktedir.

| Tablo 2. Türkiye'deki hanehalkı mali varlıkları: GSYH içerisindeki yüzdesi ve analizi |           |        |   |              |                |          |                  |                    |
|---|-----------|--------|---|--------------|----------------|----------|------------------|--------------------|
|   |           |        | Hanehalkı mali varlıklarının dağılımı (%) |              |                |          |                  |                    |
|   | TL milyar | % GSYH | TL Mevduat                                | Döv. Mevduat | Devlet Tahvili | Hisseler | Dolaşımdaki Para | Bireysel emeklilik |
| 2003  | 157,6     | 34,7   | 29,1                                      | 35,2         | 22,4           | 5,1      | 6,4              | 0                  |
| 2004  | 190,5     | 34,1   | 33,3                                      | 32,2         | 20,5           | 6,5      | 6,5              | 0,2                |
| 2005  | 219,5     | 33,8   | 41,2                                      | 27,2         | 14,9           | 7,2      | 8,3              | 0,5                |
| 2006  | 279,7     | 36,9   | 40,6                                      | 26,8         | 10,1           | 5,6      | 8,8              | 1                  |
| 2007  | 313,6     | 37,2   | 4,4                                       | 25,0         | 6,3            | 5,6      | 8,4              | 1,5                |
| 2008  | 366,9     | 38,6   | 51,3                                      | 24,1         | 5,4            | 2,9      | 8,3              | 1,7                |
| 2009  | 420,4     | 44,1   | 49,9                                      | 23,4         | 3,3            | 5,9      | 8,4              | 2,1                |
| 2010*   | 463,3     | 41,9   | 51,1                                      | 21,7         | 2,2            | 6,5      | 9,4              | 2,5                |

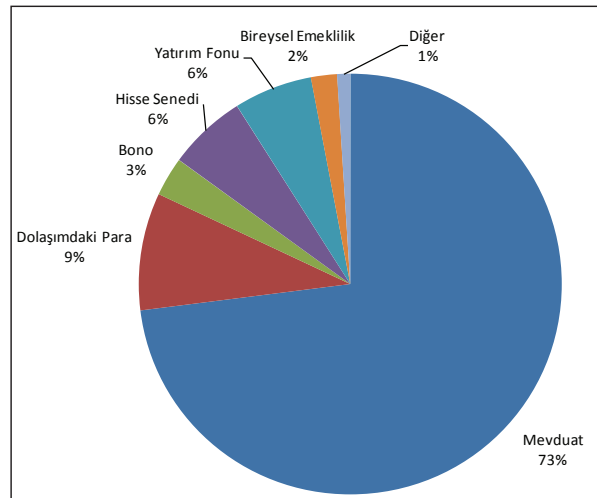
Kaynak: BDDK .

\*Ekim itibariyle.

**74. Türkiye'de hanehalklarının kullanabileceği mali araçların sayısı sınırlıdır.** Hanehalkı bilançolarında ağırlıklı olarak mevduatlar gelmektedir; mevduatlar da 2003'den beri dövizden liraya doğru bir geçiş sergilemektedir (Tablo 2 ve Şekil 21). Devlet tahvilleri, 2003 senesinde, hanehalkı mali varlıklarının yalnızca yüzde 22'sini oluşturmaktayken, bu oran 2010'da yüzde 2'nin biraz üstüne kadar gerilemiştir. Döviz cinsinden mali varlıklardaki ve devlet tahvillerindeki nisbi düşüş, öte yandan, lira cinsinden araçlardaki; bilhassa mevduatlar ve menkul kıymetler; artışla dengelenmiştir.

**75. Varlıkların yapısına , bilhassa banka mevduatlarının çok olmasına dair, birçok açıklama mevcuttur.** Türkiye'deki mali piyasalar henüz gelişimlerinin erken bir aşamasında olduğundan bankalar ana aktör konumlarını korumaktadır. Bankalar, geleneksel olarak,

Şekil 21. Hanehalkı Mali Varlıklar Kompozisyonu, 2010



Kaynak: TCMB

rekabetçi oranlar sunmuş; banka mevduatı sahibi olmak, diğer varlıklara göre, borsada işlem gören hisseler gibi, daha güvenli (daha az riskli) algılanmış. Devlet kağıtlarına yatırım, genellikle, bireysel yatırımcılar için zordur. Zira gösterge devlet tahvilleri daha uzun vadeye sahiptirler (banka mevduatlarının 45 günlük vadesine karşın 22 ay) ve diğer devlet borçlanma araçları (enflasyona endeksli bonolar ve değişken faiz oranlı tahviller) oldukça karmaşık niteliktedirler. Türkiye'de menkul kıymetler borsasının son beş ila altı yılda sergilemiş olduğu iyi performansa rağmen borsa yine de volatil nitelik taşımıştır. Ayrıca; borsanın şeffaf olmadığı ve manipüle edildiği yönünde bir algı mevcuttur. Yatırım fonlarına yapılan yatırımlar da tatminkar olmamıştır. Zira kazanç üzerinden yüzde 10'luk vergi uygulanmaktadır. Menkul kıymetler borsasına doğrudan yatırımlar ise vergiden muaftır.

| <b>Tablo 3. Türkiye: Mali araçların getirileri (2005 - 2010) (Yüzde)</b> |      |       |      |
|--|------|-------|------|
|  | Brüt | Vergi | Net  |
| Banka mevduatları  | 20.1 | 15.0  | 17.1 |
| Gösterge tahvilleri  | 15.2 | 10.0  | 13.7 |
| Yatırım fonları  |      |       |      |
| A tipi (tahvil ve bono)  | 16.9 | 10.0  | 15.2 |
| B tipi (sabit gelir)   | 9.3  | 10.0  | 8.4  |
| Hisse senedi (İMKB)  | 28.3 | 0.0   | 28.3 |
| Kaynak: İMKB, BDDK, TCMB ve Dünya Bankası uzmanlarının hesaplamaları     |      |       |      |

**76. Hanehalkı yükümlülükleri neredeyse on iki kat artmış; 2003'teki 8 milyar TL'den Haziran 2010 sonu itibariyle 135,2 milyar TL'ye fırlamıştır.** Bunun en büyük nedeni popülerliği artan tüketici kredileri ve kredi kartları olmuştur. Faiz oranındaki genel düşüş, artan gelir ve Türkiye'nin genç nüfus yapısı tüketici borçlanmasındaki hızlı artışın temel itici güçleri olmuştur. Bankalar da tüketicileri çekme çabası içerisinde oldukları için kar marjları şirketlere verilen kredilere göre daha yüksektir. Neticede hanehalkı borçlarının varlıklar içerisindeki payı 2004'teki yüzde 9,5'ten 2010 ortasında yüzde 31,5'e yükselmiştir.

**77. Banka mevduatlarının göreceli yüksek getirisi hanehalkı varlıkları arasında neden ağır bastıklarını açıklamaktadır** (Tablo 3). Getirilerin hesaplanması üçer aylık ortalamalara dayanmaktadır ve aylık performans rakamlarından farklılık gösterebilirler. 2005 ve 2010 yılları arasında banka mevduatları yıllık yüzde 20,1'lik brüt ve yüzde 17,1'lik net getiri sağlamıştır. Banka mevduatları, banka mevduatı getirilerine göre yüzde 11,2 puan daha fazla olan yüzde 28,3'lük İMKB getirileri hariç, diğer tüm varlıklardan açık ara daha iyi performans sergilemişlerdir. Ancak, hisselerin getirisi banka mevduatlarına göre çok daha değişken (yüksek bir standart sapma ile) olmuştur. 2005-2010 dönemi için hanehalkı varlık dağıtım tercihleri banka mevduatlarının kısa süreli ve çok yüksek reel faiz oranlarına dayalı şekillenmiştir. Öte yandan; benzer bir varlık dağıtımının gelecekte daha az getiri sağlaması beklenmektedir zira devlet tahvilleri ve banka mevduatları üzerindeki faizde keskin bir düşüş mevcuttur.

### Tasarrufu Teşvik Programları: Uluslararası Deneyim

**78. Özel olarak tasarlanmış tasarrufu teşvik programları, zorunlu veya ihtiyari, hanehalkı tasarruflarını artırmada bir araç olarak kullanılabilirler.** Türkiye kendi zorunlu tasarruf (teşvik) planına sahipti, ancak bu uygulama ciddi tasarım ve uygulama sorunlarıyla karşılaşmıştı. Neticede bu programa son verildi (bkz. Kutu 4). 1980'lerde birçok OECD ülkesi hanehalkı tasarruflarını teşvik etmek amacıyla tedbirler hayata geçirmiştir; vergiden muaf tasarruf hesapları (VMTH) bu tedbirler arasında en yaygın olanıydı.<sup>49</sup> Aşağıda başarılı tasarruf teşvik politikaları anlatılmaktadır<sup>50</sup> ve bu politikalar Türkiye'de benzer programların tasarımında bilgi sağlayabilirler.

#### Kutu 4. Çalışanların Tasarrufunu Teşvik Hesabı (ÇTTH)\*

Yürürlüğe giriş tarihi Nisan 1988 olan 1457 sayılı Kanunla, T.C Hükümeti çalışanlara yönelik zorunlu bir tasarruf programı başlatmıştır: Çalışanların Tasarrufunu Teşvik Hesabı'nın (ÇTTH). amaçları:

- Çalışanların ücretlerinin/maaşlarının bir kısmının "zorunlu" tasarruf olarak tutmak;
- Bahse konu hesaba işverenlerin ve devletin katkılarını güvence altına almak;
- Serbest meslek sahiplerinin de gelirlerinin bir kısmını tasarruf etmelerini temin etmek; ve
- Hesapta biriken fonları en iyi biçimde kullanmak suretiyle çalışanları tasarrufa teşvik etmektir.

Tablo B4'te kanunun yürürlükte olduğu farklı dönemlerde ücretli çalışanlar için stopaj oranları ve devlet ile işverenlerin katkı paylarına ilişkin bilgiler sunulmaktadır.

| Tablo K4. Farklı dönemlerde ÇTTH stopaj ve katkı payı oranları |   |                               |
|--|---|-------------------------------|
| Dönem  | Ücretli çalışanlar için Stopaj Oranları (%) | Devlet/İşveren Katkı Payı (%) |
| Nisan1988–Ocak1989   | 2,0   | 3,0                           |
| Ocak 1989–Temmuz 1989  | 3,0   | 4,5                           |
| Temmuz 1989–Temmuz 1994  | 4,0   | 6,0                           |
| Temmuz 1994–Haziran 2000                                       | 2,0   | 3,0                           |

Kesilen miktarlar ve katkı payları devlet adına, bir devlet bankası olan Ziraat Bankası'nda açılan bir hesapta toplanmıştır. Bu hesabın lehdarlarının sayısı yaklaşık 5 milyondur. Hesapta biriken fonların idaresinde yetki Yüksek Planlama Kurulu'na verilmişti; her türlü araca, emlak hariç, yatırım yapma izni tanınmıştı. Mayıs 2001 sonu itibarıyla bu hesapta toplanan miktar 1,7 milyar TL ana para ve 6,4 milyar TL nema olmak üzere 8 milyar TL'di. 1,9 milyar TL'lik çıkış sonrasında fonda kalan net miktar 6,1 milyar TL'siydi. Bahse konu zorunlu kesintiler Haziran 2000'de sona erdirildi ve toplanan paranın lehdarlara dağıtılmasına karar verildi.

ÇTTH, 12 yıllık mevcudiyeti süresince, birçok sorunla karşılaştı. Bir taraftan işverenlerin ilgili Ziraat Bankası hesabına yatırmaları gereken katkı payları yatmazken, diğer taraftan da, toplanan fonların yönetimi sorgulanmıştır. Devletin parayı mümkün olan en iyi şekilde yatırımda kullanma sorumluluğu olduğundan bu durum hesap sonlandırıldıktan sonra lehdarların getirilere dair itirazlarına meydan vermişti. Son olarak; özel işverenlerin yaygın biçimde sürece uymamaları, bu işverenlerle şartları yerine getirenler arasında haksız rekabet yaratmıştı.

\* Bu bilgilerin kaynağı Saygılı (2002).

49 OECD (2007)

50 Uygur (2011) tarafından birçok diğer ülke özetlenmiştir.



**79. Birleşik Krallık Örneği.** Birleşik Krallık uzun bir VMTH uygulama geçmişine sahiptir; 1980'lerden bugüne en az beş bu tarz program uygulanmıştır. VMTH uygulamalarının ana nedenlerinden biri de nüfusun ya hiç tasarruf etmemesi ya da çok az tasarruf etmesiydi. OECD'ye göre (2007, s. 70) 1997 yılında Birleşik Krallık yetişkin nüfusunun yarısı neredeyse hiç tasarruf etmemekteydi. Birleşik Krallık'ta uygulamaya sokulan hesaplardan biri de "Saving Gateway (SG)" isimli hesaptı. 2002'de kurulan bu hesap kapsamında alt ve orta gelirli haneleri hedefleyen bir pilot proje uygulanmış; vergi muafiyeti yerine devletin sağlayacağı denkleştirmeye dayalı bir yaklaşım benimsenmişti. Bir yatırımcının tasarruf ettiği her bir pound için devlet, maksimum 400 pounda kadar, yüzde 20 ile 100 arasında bir denkleştirme sağlamaktaydı. Hesaptaki para 18 ay sonra çekilebiliyordu. Bir kişi sadece bir hesaba sahip olabiliyordu. Tasarruf sahibi hesaptaki parayı çekebiliyor, ancak çekilen miktar yeniden yatırılmadığında devlet katkısına hak kazanılamıyordu. SG hesabı açabilmek için yatırımcının çalışma çağında olması ve belirli kriterleri karşılıyor olması gerekiyordu.<sup>51</sup> İkinci bir program ise Child Trust Fund (CTF) isimli programdı. 2005 Ocak ayında başlatılan programda devlet bir tasarruf hesabı açmak isteyenlere 250 poundluk tasarruf primi sağlamakta; ailenin geliri düşükse bu rakama ilave olarak 250 pound daha vermekteydi. CTF'nin amaçları: (i) insanların tasarrufun ve yatırımın faydalarını anlamalarına yardımcı olmak; mali eğitimlerine katkı sağlamak; (ii) ebeveynler ve çocukların tasarruf alışkanlığı edinmelerini ve mali kurumlarla çalışmalarını teşvik etmek; ve (iii) gelecekte tüm çocukların yetişkin hayatlarının başlangıcında bir mali varlık sahibi olmalarını temin etmektir. CTF ile bağlantılı herhangi bir vergi ödemesi söz konusu değildi. Katkı payları için yıllık üst limit 1200 pound tutarındaydı. 18 yaşından önce fondaki paralar çekilemiyordu ve 18 yaş sonrasında çekilen miktarlar vergiden muafı.

**80. Collard ve McKay'a (2006) göre Birleşik Krallık'taki VMTH uygulamaları birçok olumlu katkı sağlamıştır.** İlk olarak; bu planlar katılımcıları tasarruf etmeye, düzenli tasarrufa, teşvik ediyorlardı. SG katılımcılarının büyük bir kısmı daha uzun vadeli amaçlarla para biriktirme niyetinde olduklarını ve düzenli tasarruf etmeye devam edeceklerini bildirmişlerdir. İlerleyen zamanda ise, para idare becerilerinin artmasına paralel, psikolojik, tutum ve uzun vadeli diğer davranışlarına dair değişiklikler gözlemlenmiştir. Tasarruf yönünde önemli bir tutum değişikliği ortaya çıkmıştır: SG katılımcılarının yüzde 50'si mali açıdan kendilerini daha fazla güvende hissettiklerini ifade ederken; birçoğu da emeklilikleri için plan yapma eğilimlerinin arttığını belirtmiştir.

**81. Amerika Birleşik Devletleri'nde ise 1980'lerin sonunda ve 1990'ların başında devlet 529 Planını, diğer adıyla Şartlı Okul Ödeme Planlarını (Qualified Tuition Plans) , hayata geçirmiştir.** Bu planda amaçlanan tüm gelir düzeylerinden ailelere çocuklarının ve akrabalarının yüksek öğretime devamı için bir kenarda para biriktirmelerinde yardımcı olmaktı. Lehdarlar için yaş sınırlaması yoktu. Katkı payları vergiden düşürülemedi, ancak hesaplardan elde edilecek kazançlar vergiden muafı. Katkı paylarına dair pratikte herhangi bir sınırlama yoktu, birçok eyalette lehdar başına ödenen katkı

51 Birinci pilot uygulama için uygunluk kriterleri şunlara bağlıydı: (i) çocuk sahibi olma, 15.000 Pound'dan az yıllık hanehalkı geliri; (ii) maluliyet; 15.000 Pound'dan az yıllık hanehalkı geliri; (iii) yukarıdakilerin hiç biri, ancak yıllık 11.000 Pound'un altında hanehalkı geliri; ya da (iv) işsiz olma ve işsizlik yardımı alma. İkinci pilot uygulama için uygunluk kriterleri: (i) işsizlik sigortasına uygun olma ve yararlanma; (ii) çalışır olmak ve yıllık 25.000 Pound'dan az gelire ve yıllık 50.000 Pound'dan az hanehalkı gelirine sahip olmak.



payları 300.000 Doların üzerindeydi. Yıl içerisinde gerçekleşen eğitim harcamaları için hesaptan çekilmesi uygun miktarlar, vergiden muaftı. Eğitim harcamalarını aşan miktarlarda şarta bağlanmamış para çekimlerinde ise gelir vergisi artı yüzde 10'luk ceza devreye girmektedir.

**82. VMTH uygulamalarının etkililiğine dair OECD (2007) aşağıdaki hususların altını çizmektedir:**

(i) Her ne kadar daha zengin haneler TPSA uygulamalarından daha fazla yararlanıyor gözükseler de alt ve orta gelir grubundaki hanelerin katılımları da önemli düzeydedir.

(ii) Hesap sahibinin gelirine göre katkı payı ödemeleri de artmaktadır.

(iii) Gelirin yüzdesi cinsinden bakıldığında en yüksek katkı paylarının, en düşük gelir sahiplerine ait olduğu gözlenmiştir.

(iv) VMTH programlarının tasarruf üzerindeki etkileri, muhtemelen, burada dile getirilen iki hipotezin arasında bir yeredir: hiçbir 529 mevduatı aslında yeni bir tasarruf değildir ve tüm 529 mevduatları yeni bir tasarruftur. Veriler göstermektedir ki eğitim planlarının dışındaki VMTH programları orta gelir düzeyinde bulunan hanehalklarının katılımı halinde yeni tasarruf yaratmaktadır.

(v) VMTH programlarının maliyeti, teşviklerin vergi indirimi aracılığıyla mı yoksa tahakkuk eden gelirler üzerindeki vergi muafiyetiyle mi sağlandığına bağlı olarak ortaya çıkar. En pahalı hesaplar vergi indirimli olan ya da devletin cömert miktarlarda tasarruf ikramiyesi ödediği programlardır.

(vi) Sonuç olarak VMTH programlarının verimliliği için orta gelirli haneleri cezbedilmesi önem taşımaktadır. Zira bahse konu haneler vergi teşvikli hesaplara, fırsat tanınması halinde, daha fazla tasarruf yapma eğilimindedirler. Üstelik; orta gelire sahip bireylerin vergi oranları daha düşük olduğu için, yüksek gelire sahip bireylere kıyasla bu tarz programlara katılımları arttıkça, vazgeçilen vergi geliri miktarı da azalacaktır.

### 4.3 Şirket Tasarrufu

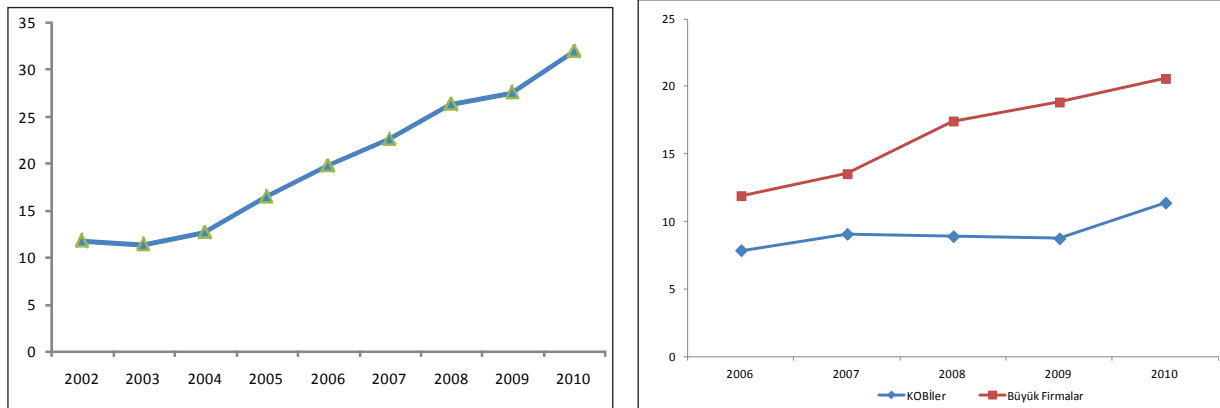
**83. Bu bölümde Türkiye'deki şirketlerin tasarruf oranlarını ve net kar marjlarını belirleyen faktörler ele alınacaktır.**<sup>52</sup> Daha önce yapılan çalışmalarda olduğu gibi Türkiye'ye özgü tahminler de tasarrufların ve karlılığın yakından ilişkili olduğunu göstermektedir. Şirket tasarruf oranları net karla beraber artmaktadır (bkz. Bölüm 2). Bu bölümde ilk olarak finans sektörü dışındaki şirketler kısaca tanımlanmaktadır.

52 Regresyonlar GMM dinamik panel metodolojisini kullandıklarında hem tasarruf oranı hem de net kar marjı denklemi için spesifikasyonlar aynıdır. İMKB verileri tasarruf oranının belirleyici faktörlerini modellemek için kullanılmıştır zira tasarruf oranı verileri sadece borsada işlem gören şirketler için emre amadedir. Net kar marjlarını modellemek için TCMB verileri kullanılmıştır. Burada bildirilen sonuçlar öncelikle tasarruf oranı regresyonlarının bulgularına dayanmaktadır ve bu bulgular net kar marjı regresyonlarının bulgularıyla tutarlıdır.

**Türkiye'deki Finans Sektörü Dışındaki Şirketler**

**84. Türkiye'deki finans sektörü dışındaki şirketler, bilhassa KOBİ'ler, benzer nitelikteki ülkelerdeki muadillerine göre daha yavaş büyümüşlerdir (Dünya Bankası 2010).** Dünya Bankası Yatırım Ortamının Değerlendirilmesi 2010 çalışması ve bu çalışma kapsamında şirketlerle gerçekleştirilen istişareler dış finansmana erişimin olmayışının Türkiye'deki şirketlerin büyümesinin önündeki bağlayıcı bir engel olduğunu ortaya koymuştur. Şirketlerle gerçekleştirilen istişareler, ayrıca, küçük işletmelerin faaliyetlerini tam olarak beyan etme ihtimallerinin; idari ve vergisel yüklerden kaçınmak maksadıyla; daha düşük olduğunu göstermiştir. Bu nedenden ötürü, küçük işletmeler iç kaynaklarını kullanmamayı ve belirli bir eşğin altında kalmayı tercih edebilmekte; bu da şirketlerin büyümesini kısıtlamaktadır. İstihdam ve reel varlıkların aksine; KOBİ'lerin büyük işletmelere kıyasla karları 2002 ve 2007 yılları arasında hızla artmıştır.<sup>53</sup> Uygun makro ortam – düşen dış finansman maliyetleri ve yüksek genel talep – KOBİ karlarının artmasına katkı sağlamıştır.

**Şekil 22. Şirket Sektörüne Banka Kredileri (GSYH'nın yüzdesi)**  
Şirket Sektörü KOBİ'ler ve büyük işletmeler



Kaynak: BDDK

**85. Dış finansmana erişimdeki kısıtlar KOBİ'lerde istihdam ve reel varlık büyümesi açlarından engel teşkil etmektedir.** Aslına bakılacak olursa, GSYH açısından, bankaların KOBİ'lere sağladıkları kredilerin payı son yıllarda durgunlaşmıştır. Büyük işletmelerin payı ise önemli oranda artmıştır (Şekil 22).<sup>54</sup> Hem TCMB hem de İMKB verilerini kullanan şirket düzeyindeki ekonometrik analiz, Türkiye'deki KOBİ'lerin mali açıdan kısıtlandığını göstermektedir.<sup>55</sup> Bir başka deyişle; KOBİ yatırımları iç nakit akımlarına fazlasıyla duyarlıdır. Bu koşullarda iç ve dış fonlar birbirleri için mükemmel alternatif değildirlir. ve yatırımlar işletmelerin nakit akışlarının büyüklüğü ya da iç kaynak yaratabilme becerileriyle sınırlıdır. Güçlü teminatlara sahip büyük işletmelerin, düşük maliyetle iç ve dış kaynaklar arasında değişim yapabilme ihtimalleri daha yüksektir; yatırımlarının iç nakit akımlarına daha az duyarlı

53 TCMB verilerinden şirket düzeyinde kanıtlar.

54 Bu kısım çözüm bulma amaçlı yakın zamanda atılan adımlar arasında şunlar bulunmaktadır: (i) KOBİ'lerin sermaye piyasalarından kaynak toplamasını mümkün kılmak için İMKB Yükselen Şirketler Piyasası'nın kurulması ve (ii) KOSGEB'in "Yükselen Şirketler KOBİ Destek Programı'nı" uygulayarak IPO maliyetlerini geri ödenemez fonlarla finanse etmektedir.

55 Dinamik panel veri metodolojisi (fark-GMM) tasarruf oranının ve kar marjının belirleyici faktörlerini tahmin etmek maksadıyla regresyonlarda kullanılmıştır. Sadece imalat şirketlerinin bulguları bildirilmiştir.

olduğu tahmin edilmektedir.<sup>56</sup> Şekil 23'de nakit akışları-net satış oranlarıyla sabit yatırım-net satış oranları arasındaki yakın ilişki gösterilmektedir. Bahse konu bulgular Türkiye'deki şirket sektörüne dair daha önce yapılan çalışmaların sonuçlarıyla tutarlıdır. Kaplan, Özmen ve Yalçın (2006), Günay ve Kılınç (2011), ve Yeşiltaş'ın (2009) çalışmaları bunlar arasındadır.

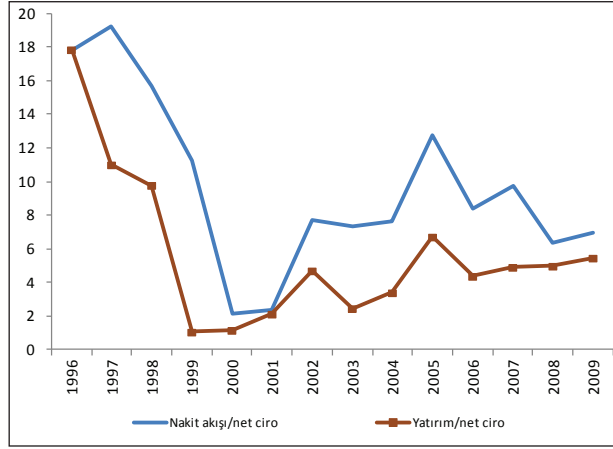
**86. Türkiye'deki işletmelerin büyümesini desteklemek için iç kaynak yaratmak kullanılabilir seçeneklerden biridir.** Türkiye'deki finans piyasalarının aracılık işlevi dış fonları çekecek ve yüksek getirili yatırımlara yönlendirecek kadar sofistike nitelikte değildir. Çok derinleşmemiş olan finansal sistemin yanı sıra, düşük mali tasarruflar gibi faktörler de Türkiye'de iç kaynak yaratabilmenin önemini daha da artırmaktadır. İç kaynak yaratmak şirketlerin karlılığını artırmakta, karlılığı devam ettirmelerini sağlamaktadır.<sup>57</sup> Şirket tasarruf oranlarının ve net kar marjlarının belirleyici faktörlerine dair gerçekleştirilecek analiz, bu nedenlerden ötürü, şirketlerin iç kaynak yaratabilme becerilerini artıracak politikaların belirlenmesi noktasında faydalı bilgiler sağlayabilir.<sup>58</sup>

#### Şirket Özellikleri ve Yapısı

**87. Tasarruf oranı ve net kar marjı şirket büyüklüğüyle beraber önemli oranda artmaktadır.** Büyük işletmeler daha fazla tasarruf etme eğilimindedirler, hızlı büyüyen şirketlerin tasarruf etme ihtimali ise daha yüksektir. Bu bulgu Türkiye'de şirket sektörünün çok sayıda küçük işletme içermesi, ki genellikle optimum ölçeğin altında performansla sahiptirler, nedeniyle az tasarruf ettiği görüşüyle tutarlıdır. Gerçekten de, KOBİ tasarruf oranı varlık büyüklüğüne ve varlıkların büyüme oranına daha fazla duyarlıdır. Şirket birleşmelerini ve şirketlerin kapasite artırımını teşvik eden politikalar tasarruf ve sermaye birikimine katkıda bulunabilir, ancak şirketlerin büyümesi önünde başka kısıtlar da olabilir. Bilhassa şirketlerle gerçekleştirilen istişareler şirketlerin; Türkiye'deki denetim eksikliği ve yüksek idari yüklerden ötürü; faaliyetlerini eksik beyan etme eğiliminde olduklarını göstermektedir.<sup>59</sup> Aynı zamanda, KOBİ'ler daha çok aile işletmeleri olduğundan ötürü büyümeleri aile içi ilişkilerle yakından ilintilidir. İkinci kuşak arasında sermaye bölüşümünden ötürü şirketler optimum ölçeğe ulaşmakta zorluk yaşayabilirler.

**88. Borçluluk (kaldıraç oranı olarak tanımlanmaktadır) şirket tasarruflarını ve kar marjlarını düşürmektedir.** Yüksek prim dış finansman maliyetini artırmaktadır. Neticede; net kar marjıyla faaliyet marjı arasındaki fark açılmakta, bu da temettü ödeme oranı sabit kaldığında daha düşük tasarruf oranına yol açmaktadır. Öte yandan; mali kısıt yaşamayan ve dolayısıyla dış finansman primi düşük olan

Şekil 23. Yatırım, Tasarruf ve Nakit Akış Oranları (%)



Kaynak: İMKB

56 Örnek vermek gerekirse: borsada işlem gören şirketlere dayalı bulgular nakit akış değişkeni katsayısının 0.16 olduğunu, KOBİ'ler için istatistiki açıdan anlamlı olduğunu göstermektedir. Aynı katsayı büyük işletmeler için 0.06'dır ve istatistiki açıdan anlamsızdır.

57 İç kaynaklar (veya nakit akışı) dağıtılmamış kar (veya tasarruf) ile sabit sermaye tüketiminin (ya da sabit sermayenin amortismanı) toplamı olarak tanımlanmaktadır.

58 Şirket tasarruflarının belirleyici faktörlerini analiz eden az sayıda çalışma mevcuttur; Bates, Kahle ve Stulz'un (2006), IMF (2006) ve IMF'nin (2009) çalışmaları bunlar arasındadır.

59 Bkz. Dünya Bankası Türkiye Ülke Ekonomik Raporu, Kayıtdışılık: Nedenler, Sonuçlar, Politikalar (2010)

şirketler için kaldıraç oranındaki artış tasarrufları daha az etkilemektedir.<sup>60</sup> Mali kısıtlar hafifledikçe iki zıt etki ortaya çıkabilir: (i) Dış finansman primindeki düşüş belli bir borç düzeyi için net kar marjlarını ve tasarruf oranlarını artıracaktır; ya da (ii) dış finansman kullanımını teşvik edecek, dolayısıyla tasarruf oranlarını düşürecek biçimde birikmiş karlara olan ihtiyacı azaltacaktır. Dış finansmana erişim şartlarının iyileştirilmesi sadece fon arzını artırmakla kalmayacak, maliyetini de düşürecektir. Bu net kar marjlarını da iyileştirebilir.

**89. Şirketlerin sahip olduğu maddi varlıkların sayısı arttıkça içerde daha az fon tutma eğiliminde olacaklardır.** Maddi varlık oranları daha yüksek olan şirketlerin daha büyük ölçekli olma ihtimali artmaktadır. Büyük ölçekli şirketler için, zengin maddi teminatları nedeniyle, dış fonları ikame etmek daha kolaydır. Bu durum maddi varlık oranı ile tasarruf oranı arasındaki bağlantıyı zayıflatmaktadır. Bahse konu bulgular şirketlerin, genellikle, bina ve arazi gibi varlıkların yerine ARGE gibi maddi olmayan varlıklara yatırım yaparak tasarruf oranlarını ve kar marjlarını artırmabileceklerini göstermektedir.

#### ***Makroekonomik ve Mali Ortam***

**90. Türkiye'nin mali piyasalarının yeterince gelişmemesi nedeniyle hükümetin mali pozisyonu Türkiye'de mali kısıt içerisindeki şirketler üzerinde ciddi etkilere sahiptir.** Geçmişte büyük kamu sektörü açıkları sıklıkla özel faaliyetlere yer bırakmamaktaydı. Yüksek kamu açıkları veya borçları mali aracılığın maliyetini artırmakta, işletmelerin kullanımına amade kaynakları azaltmakta (yer bırakmama etkisi), ekonomik istikrarı tehdit etmekte ve yatırımcı duyarlılığını olumsuz etkilemekteydi (Özatay, 2008; Kaplan, Özmen, ve Yalçın, 2006). Eldeki kanıtlar da bu argümanı desteklemektedir: GSYH'nın yüzdesi cinsinden kamu borcunun tasarruf oranları ve net kar marjları üzerinde negatif ve olumsuz bir etkisi olduğu tahmin edilmektedir. Benzer biçimde; zaman serisi analizleri de genişlemeci mali politikaların özel tasarruf ve yatırım üzerinde negatif etkiye sahip olduğunu göstermektedir.

**91. Mali derinliğin imalat firmalarının tasarrufları üzerinde pozitif ve önemli bir etkisi olduğu tahmin edilmektedir.**<sup>61</sup> Bu sonuçlar tasarruf oranı ve kar marjlarının, mali sistemin gelişmişlik derecesini gösteren mali derinlikle birlikte arttığı argümanını desteklemektedir. Gelişmiş bir mali piyasanın şirketlerin finansman kısıtını, şirketlerin kullanımına amade kaynakların niceliğini ve niteliğini artırmak ve de sermaye piyasasındaki kusurları azaltmak suretiyle, rahatlattığı varsayılmaktadır. Neticede; şirketler yatırım fırsatlarını daha etkili kullanmanın, ki karlılığı artıracaktır, faydalarından yararlanabilirler.

**92. GSYH'daki büyümenin tasarruf oranları ve net kar marjları üzerinde olumlu etkisi olduğu tahmin edilmektedir; bu durum talep koşullarının iç kaynak yaratılmasını desteklediğini göstermektedir.** GSYH'daki büyümenin şirket karlılığı üzerindeki olumlu ve önemli etkisi yatırımı hızlandıran modelle tutarlılık sergilemektedir (Fazzari, Hubbard, ve Petersen 1988). Reel hasıladaki artış karları (ve dolayısıyla yatırımları) tüm şirketler için hızlandırmaktadır. TCMB örnekleminde bahse konu etki küçük ölçekli imalat şirketlerinde daha yüksek olma eğilimindedir. Bu sonuç; hasılayı ve makroekonomik koşulları iyileştirmeye yönelik politikaların şirket karları ve yatırımları üzerinde geleneksel Keynesyen çarpan/hızlandırıcı etkisi olduğu argümanını desteklemektedir.

60 Tahmin sonuçları büyük ölçekli şirketlerin regresyonundaki kaldıraç rasyosu katsayısının mutlak olarak İMKB KOBİ örneklemini kullanan regresyondaki katsayıdan daha küçük olduğunu teyid etmektedir. Genel düşünce büyük ölçekli şirketlerin teminat seçeneklerinin fazlalığından ötürü mali kısıt yaşamadıkları yönündedir.

61 İMKB ve TCMB verileri şirket büyüklüğünün mali derinliğin net kar marjlarını nasıl etkilediğini belirleyen bir faktör olup olmadığı konusunda nispeten farklı sonuçlar ortaya koymaktadırlar. İMKB verilerin göre mali derinliğin göreceli olarak küçük ölçekli borsada işlem gören şirketler üzerinde önemli bir etkisi olmadığını öne sürerken; TCMB verileri kullanıldığında etki küçük ölçekli işletmeler için anlamlı ve daha büyük hale gelmektedir.

**93. Büyük ölçekli ihracat şirketlerine yönelik tahminler şirket tasarruflarının ve net kar marjlarının kur değerlendirilince azaldığını ortaya koymaktadır.** Büyük ölçekli imalat şirketlerinin tasarruf oranları ve kar marjları reel döviz kuruna karşı daha duyarlı bir nitelik taşımaktadır. Buna ilaveten; reel değer artışının negatif etkisi bir şirketin ihracat yoğunluğuna paralel katlanmaktadır. Bir başka deyişle; ihracat payları yüksek ve ticarete tabi faaliyetlere yoğun biçimde dahil şirketlerin tasarruf oranları ve net kar marjları reel döviz kuruna karşı daha duyarlı gözükmemektedir. Bu sonuç; reel döviz kurlarının şirket karlılığı ve yatırımları üzerindeki etkisinin esasen ihracat ve ithalat yoğunluğu ile net borçların dolarizasyonuna<sup>62</sup> dayalı olduğunu öne süren önceki çalışmalarla tutarlılık taşımaktadır. İthalat yoğunluğuna ve net borçların dolarizasyonuna (yabancı kur cinsinden borçlarla aktifler arasındaki fark) dair şirket düzeyindeki verilerin yokluğu nedeniyle sadece reel döviz kurlarının rekabet edebilirlik ve iç talep üzerindeki etkilerini değerlendirmek mümkündür. Sonuç olarak; burada ele alınan sonuçlar ithalat yoğunluğu daha yüksek veya net borçların dolarizasyonu daha ciddi durumda olan şirketler için yanlılık barındırabilirler. Morande'ye (1998) göre Şili'de ticarete tabi bazı sektörler kurdaki değer kaybından yararlanmışlardır zira bu sayede tasarruf ederek yatırım yapabilmişlerdir. Hsieh ve Parker'a (2007) göre ise Şili'de; reformlarla beraber; kurdaki büyük değer kaybı neticesinde şirket tasarrufları ve yatırım üzerinde olumlu etkiler ortaya çıkmıştır.<sup>63</sup> Ayrıca; Şili'de şirket tasarruflarının gelişmesinde merkezi önem taşıyan faktörün birikmiş kar üzerindeki vergi işlemlerinde yapılan değişiklik olduğunu öne sürmektedirler (Kutu 5).

#### Kutu 5. Şili'de Birikmiş Karların Vergilendirilmesi

Şili'deki tasarruf ve yatırım oranları, 1980'lerin sonunda ve 1990'ların başında, GSYH'nın yaklaşık yüzde 10'u tutarında artmıştır. Hsieh ve Parker (2007), bu gelişimin ve eşlik eden büyüme artışının ardındaki ana nedeni kurumlar vergisi oranlarını, 1984 ve 1986 yılları arasında, yaklaşık yüzde 50'den yüzde 10'a indiren reform olarak göstermektedirler.

Hsieh ve Parker (2007), şirketlerin kredi kısıtıyla karşılaştıkları durumlarda birikmiş karlara uygulanan vergilerin, temettü üzerindeki vergilere kıyasla, daha fazla bozucu etki yarattığını belirtmektedirler. Bunun nedeni de birikmiş karların vergilendirilmesinin iç kaynakları aşağı çekmesi ve dolayısıyla yatırımları da vergi miktarı kadar azaltması olarak açıklamaktadırlar. Bu derece kısıtla karşı karşıya olmayan şirketler kar birikiminin önüne geçerek, yatırımlarını başka yollarla finanse edebilirler. Hsieh ve Parker'a göre birikmiş karlar üzerindeki vergi oranının indirilmesini sağlayan ve 1984'te başlatılan vergi reformu sayesinde Şili'deki kredi kısıtı yaşayan şirketlerin iç kaynakları artırılmış; böylece şirket tasarrufları ve yatırımları önemli oranda yükselmiştir.

62 Reel döviz kurları, yurtiçi gelirler vasıtasıyla elde edilen karlılığı ve yatırımları, ithalat rekabetinin veya potansiyel refah etkilerinin talebi yurtiçinde üretilen mallara kaydırması halinde, etkileyebilir. Reel değer kaybı, esasen ihracatçı olan şirketlerin işletme maliyetlerini - nispi rekabet edebilirliği artırmak suretiyle-yükselterek, daha genişleyici etkilere yol açabilir. Bunun tersi bir durum ise ithalat sektörleri ya da ithal girdileri yoğun olarak kullanan şirketler için geçerli olabilir (Campa and Goldberg, 1998). Reel döviz kurundaki değer kayıpları şirketlerin net mali pozisyonlarını, bilanço etkisi kanalıyla, borç dolarizasyonundaki artışa paralel zayıflatabilir. (Galindo, Panizza ve Schiantarelli, 2003 ve Kesriyeli, Özmen ve Yiğit, 2011).

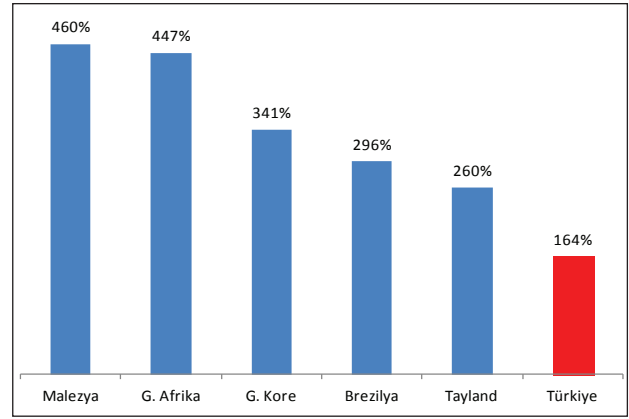
63 Literatürde reel döviz kurlarının büyüme üzerindeki etkilerine dair farklı kanıtlar sunulmaktadır. Rodrik'e göre (2008) ulusal kurun değerinin düşmesi, özellikle, gelişmekte olan ülkelerde büyümeyi teşvik etmektedir. Benzer biçimde; Hausmann ve diğerleri (2005) değer kaybına uğramış reel döviz kurlarının büyümenin hızlandırılmasında önemli olduğunu savunmaktadırlar. Buna karşılık; Montiel ve Serven'e göre (2008) reel döviz kurundaki değer kaybının tasarruf ve büyümeyi teşvik edeceği argümanı henüz ampirik ve analitik olarak yeterince desteklenmemiştir. Levy-Yeyati ve Sturzenegger ise (2009) değer kaybına uğramış reel döviz kurlarının büyüme üzerindeki olumlu etkisine ilişkin "neomerkantalist" görüşlerin mali dolarizasyonun yokluğundaki verilerle desteklenme eğiliminde olduğu belirtilmektedir. Mundell-Flemming çerçevesine göre devalüasyonlar mali dolarizasyon yaşanan ekonomilerde, bilanço etkisinden ötürü, daraltıcı etki yaratmaktadırlar (Frankel, 2005).

# 5. TÜRKİYE'DE TASARRUFLARA ARACILIKTA MALİ PİYASALARIN ROLÜ

## 5.1 Mali Piyasalara Genel Bakış

**94. İyi gelişmiş mali piyasaların temel özelliklerinden biri çeşitli mali ürünlerin ve araçların yatırımcıların kullanımına amade olmasıdır.** Bahse konu araçlar ve mali teşvikler tasarrufları hızla artırabilir. A.B.D'deki örnekler bireysel emeklilik hesabı (IRA) ve bireysel 401(k) gibi sadeleştirilmiş emeklilik planları şeklindedir. Bu örnekler bireylerin, peşinen sağlanan vergi indirimi ve emeklilik yaşına kadar karların ertelenmesi kanalıyla, önemli oranda tasarruf yapmalarını sağlamaktadır. İyi gelişmiş mali piyasalar, aynı zamanda, yatırımcılara kendi risk toleransları dahilinde yatırım yapabilecekleri çeşitli araçlar sunmaktadır. Bu araçlar arasında girişim sermayesi fonları, yüksek riskli yatırım fonları ve diğer alternatif yatırımlar gelmektedir. Hisse senedi ve tahvil piyasalarına yatırım envai çeşit araçlar vasıtasıyla sunulan çevrimiçi işlemlerle kolaylaştırılmaktadır. Yatırımcılar, aynı zamanda, Sermaye Piyasası Kurumu gibi makamların ve öz düzenleyici örgütlerin (borsalar) gözetiminde yatırım sektörü tarafından yönetilen yatırımcıyı koruma fonlarıyla korunmaktadırlar.

**Şekil 24. Mali piyasalar – uluslararası karşılaştırma (GSYH'nın yüzdesi, 2009)**



Kaynak: Merkez Bankaları ve Dünya Bankası uzmanlarının hesaplamaları

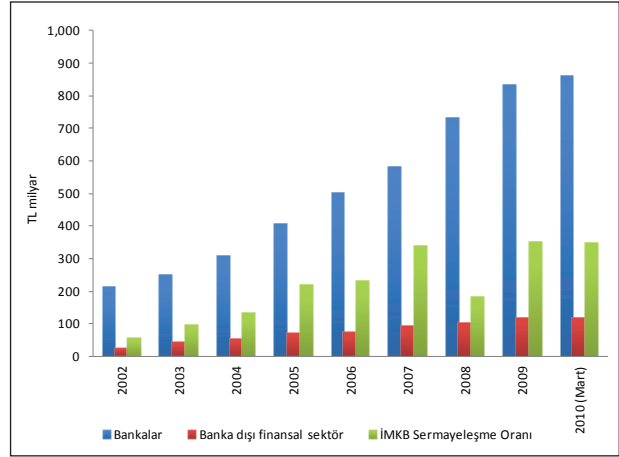
**95. Yukarıda, Bölüm 4'te, hanehalkı varlıklarının yapısı anlatılmış; Türkiye'deki haneler için ana tasarruf araçlarının banka mevduatları ve devlet tahvilleri olduğu gösterilmiştir.** Bu bölümde ise potansiyel büyüme alanlarını saptamak ve yurtiçi tasarrufları cezbetmek için mali piyasaların ve sermaye piyasalarının farklı bölümleri incelenmektedir.

**96. Uluslararası karşılaştırmalar Türkiye'de mali piyasaların büyümesi için imkan olduğunu ortaya koymaktadır.** 2009 senesinin sonunda Türkiye'deki mali piyasaların GSYH'nın yüzdesi cinsinden büyüklüğü yüzde 164,1 idi. Aynı oran Malezya'da yüzde 460, Tayland'da ise yüzde 260 olmuştur (Şekil 24). Türkiye'nin mali piyasaları G-20 ülkelerinden de küçüktür; Brezilya (yüzde 295,8) ve Güney Kore (yüzde 341,4). Güney Kore, Malezya ve Tayland'ın tasarruf oranları yüksekken (yüzde 30'un üzerinde); Brezilya'nın tasarruf oranı Türkiye ile benzer durumdadır. Türkiye'de esasen daha küçük olan segmentler

hisse senedi ve tahvil piyasalarıdır: şirket tahvili piyasaları Güney Kore, Malezya ve Tayland'da büyük; Brezilya'da ise büyümektedir. Türkiye de şirket tahvili piyasasını oluşturmak, menkul değerler piyasasının büyümesini teşvik etmek için adımlar atmıştır. Her ikisinde gerçekleşecek büyüme yurtiçi yatırımcı tabanının da aynı zamanda genişletilmesi halinde son derece kolaylaşacaktır.<sup>64</sup>

**97. 2001 sonrası dönemde hayata geçirilen önemli reformların akabinde Türk mali piyasaları etkileyici bir büyüme yaşamıştır; ancak piyasalar yine de ağırlıklı olarak bankacılık sektörü tarafından domine edilmektedir.** 2002 yılı sonunda 316 milyar TL'lik büyüklüğe sahip olan mali piyasalar, 2010 Mart sonu itibariyle üç kattan fazla oranda büyüyerek 1.127 milyar TL'ye ulaşmıştır (Şekil 25). Türkiye'deki piyasaların en ayırt edici özelliklerinden biri bankacılık sisteminin mutlak hakimiyetidir. Mali piyasaların yüzde 87,9'unu bankalar; yüzde 12,1'ini ise banka dışı mali kurumlar oluşturmaktadır. Ancak İMKB'de işlem gören şirketlerin toplam piyasa değeri de eklendiğinde bankaların mali piyasalardaki payı giderek azalmış; 2002'deki yüzde 72,7'den 2009'da yüzde 64,9'a düşmüştür. Türkiye'deki mali piyasalarda bankacılık sektörünün hakimiyetine rağmen sektörün büyüklüğünün GSYH'ya oranı diğer yükselen piyasa ülkelerinin oranlarından çok uzak değildir. 2009 yılı sonunda bahse konu oran Türkiye'de yüzde 90,4 olarak gerçekleşirken; Kore'de yüzde 127,1, Malezya'da ise yüzde 204 olmuştur. Türk bankalarının şube ağlarını genişletmek ve kırsal kesimlere yenilikçi mali ürünler sunmak suretiyle büyüme potansiyelleri halen mevcuttur.

**Şekil 25. Türkiye'deki mali piyasalar, 2002–2010**



Kaynak: BDDK ve TCMB

**98. Türk bankalarının sermaye yapıları gelişmiş durumdadır. Tablo 4'te Türkiye'deki bankacılık sektörüne dair ana göstergeler sunulmaktadır.** Bankacılık sektörü küresel mali kriz süresince fazlasıyla iyi bir performans sergilemiş, mali sistemin bütününde herhangi bir önemli sıkıntı yaşanmamıştır. Türk bankacılık sektöründe 2010 senesi sektör varlıklarının yüzde 63'ü beş bankada yoğunlaşmış durumdadır. Sektör, aşırı biçimde, kısa vadeli mevduatlara ve sendikasyon kredisi ve kısa vadeli tahviller şeklinde yurtdışı borçlanmaya dayalı bir yapıdadır. 30 Haziran 2010 itibariyle mevduatların yüzde 92,5'i 90 günün altında vadeye sahiptir. Kasım 2010 tarihinden beri Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu ile Sermaye Piyasası Kurulu yurtiçi bankaların yurtiçi mali piyasalarda TL cinsinden tahvil çıkarmasına, belirli limitler dahilinde izin vermişlerdir.

64 İMKB'nin borsaya kayıtlı şirketlerin toplam piyasa değerini artırma yönünde yakın zamanda gerçekleştirdiği çabaların neticesinde ilk halka arz oranları (2010 senesinde 22 şirket halka açılmıştır) artmıştır. İMKB kota alma harçlarında yüzde 25'lik indirim uygulamaktadır ve bu indirim 2012 sonuna kadar yürürlükte olacaktır. FTSE Global Menkul Kıymetler Endeksi serilerinde Türkiye'nin statüsü "gelişen büyük ekonomilere" yükseltildi.



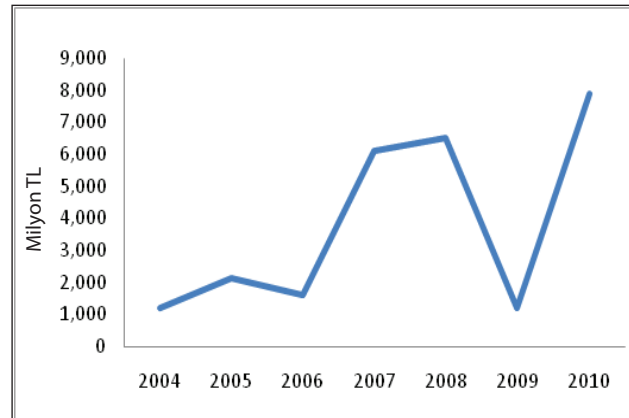
| Tablo 4. Türk Bankacılık Sistemi: Ana Göstergeler |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|   | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  |
| Menkul değerler                                   | 18.5  | 60    | 86.1  | 106.8 | 123.7 | 143   | 158.9 | 164.7 | 194   | 241.5 |
| İkrazlar  | 31.8  | 38    | 49    | 66.2  | 99.3  | 156.4 | 219   | 285.6 | 367.4 | 375.7 |
| İştiraklere yatırımlar                            | 4.2   | 6.6   | 8.7   | 9.2   | 11.8  | 11.1  | 9.2   | 10.9  | 10.3  | 12.1  |
| Sabit varlıklar                                   | 2.5   | 6     | 7.7   | 8.3   | 8.5   | 7.7   | 7.4   | 7.9   | 9.6   | 9.7   |
| Toplam varlıklar                                  | 104.1 | 173.4 | 212.7 | 249.7 | 306.4 | 406.9 | 499.7 | 581.6 | 732.5 | 798.4 |
|   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Mevduatlar  | 58.9  | 110.4 | 138   | 155.3 | 191.1 | 251.5 | 307.6 | 356.9 | 454.6 | 488.9 |
| Yurtdışından fonlar                               | 3.8   | 2.8   | 11    | 17    | 22    | 36    | 49    | 61    | 62    | 58    |
| Öz kaynaklar                                      | 7.2   | 18.3  | 25.7  | 35.5  | 46    | 54.7  | 59.5  | 75.8  | 86.4  | 105.4 |
| Kar   | -3.1  | -10.5 | 2.9   | 5.6   | 6.5   | 6     | 11.4  | 14.9  | 13.4  | 15.7  |
|   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Bilanço dışı                                      | 105   | 87.5  | 75.3  | 107.2 | 527.6 | 206   | 277.4 | 385.5 | 476   | 638.6 |

Kaynak: BDDK

**99. Banka varlık mevcutlarının yaklaşık üçte biri devlet tahvillerinden oluşmaktadır.** Türk bankaları, geleneksel olarak, devlet tahvillerine çok yatırım yapmışlardır zira devlet yüksek faiz oranları sunmaktadır ve özel sektöre kredi verme riskleri yüksektir. Banka varlık mevcutlarının bir diğer büyük segmentini de ikrazlar oluşturmaktadır (bkz. Tablo 4). 2010'un ilk yarısında tüketici kredilerinden ve kredi kartlarından gelen faiz geliri toplam faiz gelirinün yüzde 58,4'üne yükselmiştir. Şirketler sektörüne verilen krediler ticari bankacılık faaliyetlerinin küçük bir bölümünü oluşturmaktadır. Odaklanılan hususlar faiz dışı gelir ve hizmetlerdir. Neticede şirketler ağırlıklı olarak uluslararası piyasalardan dövize endeksli fonları kullanarak borçlanmakta; göreceli yüksek net kurdan etkilenme riski kırılabilirliği artırmaktadır. Türkiye'de şirket tahvili piyasasının daha da gelişmesi yurtiçi piyasada fon bulma fırsatlarını da geliştirecektir. Devlet tahvillerinden gelen faiz gelirindeki azalmanın banka karları üzerinde baskı yaratarak, bankaları ücret tabanlı hizmetlerini artırmaya motive etme ihtimali yüksektir.

**100. Türkiye'deki menkul değerler piyasası hızlı bir büyüme sergilemiş olmasına rağmen benzer kişi başına düşen gelir rakamlarına sahip ülkelerle kıyaslandığında halen küçüktür.** 2002 ve 2010 yılları arasında hisselerin toplam değeri yüzde 600 oranında artmıştır. 2009'un sonunda toplam İMKB kapitalizasyonu GSYH'nın yüzde 37,7'siydi ve bu oran Malezya ve Tayland gibi kişi başına düşen geliri daha az olan ülkelerle kıyaslandığında bile oldukça düşüktü. Üstelik; hisse senedi piyasası yabancı yatırımcıların

Şekil 26. Türkiye'de ilk halka arzlar, 2004-2010



Kaynak: İMKB



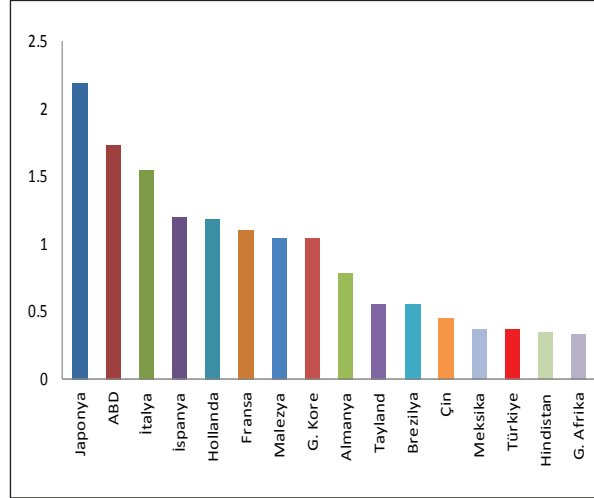
hakimiyetindedir ve yabancı yatırımcılar toplam piyasa kapitalizasyonunun yüzde 60'ından fazlasını ellerinde bulundurmaktadırlar.

**101. Son üç yıl içerisinde İMKB, gelişmekte olan piyasalardaki en iyi performansa sahip menkul değerler piyasalarından biri olmuştur.** İMKB endeksi 2004'teki 24.972'lik değerinden 2010'da 66,004'e yükselmiştir. Fakat endeksin volatilitesi diğer gelişmekte olan ülkelerin borsalarıyla benzerlik göstermektedir. 2004-2009 döneminde yaratılan toplam fonların miktarı 18,7 milyar ABD doları olmuştur (bkz. Şekil 26). 2010 yılında İMKB'de yaratılan fonların toplamı ise 7,9 milyar ABD dolarına sığmıştır; bu durum daha iyi piyasa koşullarının ve İMKB endeksindeki canlı artışın yansımasıdır. Nispeten canlı yurtiçi hisse senedi piyasası sayesinde, borsada işlem gören birçok Türk şirketi için borsa yoluyla sermaye edinim maliyeti düşmüş ve borçlanmadan daha cazip hale gelmiştir.

**102. Ancak; menkul kıymetler piyasası şirket sektörü için önde gelen fon kaynağı olamamıştır.** Türk şirketlerinin İMKB'ye erişimi çeşitli nedenlerden ötürü yavaş olmuştur. Evvela, Türkiye'de şirket sahipliği son derece konsantre yapıdadır; az sayıda aile borsada işlem gören birçok şirketin çoğunluk hissesine sahiptir. Aynı zamanda; temettü üzerindeki vergi oranı yüzde 15 olduğundan borçlanmaya kıyasla çifte vergilendirme söz konusudur. Şirketlerin ödediği faizler vergiden düşürülebilir olduğu için borçlanma, hisse senedine oranla, şirketlere daha cazip gelmektedir. Malezya ve Singapur'da, diğer ülkelerin yanı sıra, yatırımcılar vergi iadelerini belgelerken temettü gelirleri üzerinden vergi indirimini alabilmektedir. Yurtiçi piyasalar, aynı zamanda, dönüştürülebilir tahviller ve imtiyazlı hisse senetleri gibi hisse senedi benzeri enstrümanlara sahip değildir.

**103. Devlet tahvili piyasası oldukça gelişmiştir.** Devletin döviz borcunu ulusal para birimine dayalı tahvillerle değiştirme yönünde aldığı stratejik karardan sonra tahvil piyasası hızlı bir büyüme sergilemiştir. 2009'un sonunda ulusal para birimine dayalı tahvil piyasası (devlet ve özel sektör) 222 milyar ABD dolarıydı – GSYH'nın yüzdesi cinsinden hesaplandığında dünyanın en büyük 14. Piyasası (Şekil 27). Bu oran yaklaşık olarak Meksika'yla aynı, Çin'in ise biraz gerisindeydi. Türk devleti, yurtiçi ve yabancı yatırımcıların kullanımına amade olan çok çeşitli enstrümanlar ihraç etmektedir. Ancak; temel enstrüman sıfır kuponlu tahvillerdir. Bu tahvillerin ihracı 2009'da toplam borçlanmanın yüzde 54,6'sını oluşturmuş; hemen ardından sırasıyla şu enstrümanlar gelmiştir: değişken faizli ihraçlar (yüzde 24,1); enflasyona endekli tahviller (yüzde 15); sabit kuponlu TL cinsinden tahvil ihalesi (yüzde 5,4) ve gelir endeksi (yüzde 0,8) ile döviz cinsinden gelir tahvilatı (yüzde 0,1).

**Şekil 27. GSYH'nın yüzdesi cinsinden dünya tahvil piyasaları (2009)**



Kaynak: BIS, Dalla ve Hesse, VOXEU (2009)

**104. Türkiye'deki sermaye piyasaları 2000'lerin ortasına kadar ağırlıklı olarak devletçe domine edilmekteydi.** 2000 ve 2005 yılları arasında devlet tahvilleri toplam ihracın ortalama yüzde 90'ından fazlasını oluşturmaktaydı. 1990'larda ise bu oran daha da yüksekti ve ortalama yüzde 95'ti. 2005-07 gibi sakin dönemlerde, devlet, nominal olarak bakıldığında dahi daha az tahvil ihracı gerçekleştirmişti. Ancak 2008-09 krizi döneminde yatırım ve emeklilik fonlarının ihracındaki büyük artış neticesinde devlet tahvillerinin payı göreceli olarak azalmıştır.

**105. 2009 senesinde şirket tahvili piyasası mali piyasaların yüzde 1'inden daha azına tekabül etmekteydi.**<sup>65</sup> Türkiye, yükselen piyasa ülkeleri arasında altıncı en büyük yerel para birimi tahvil piyasasına sahip olmasına rağmen 2009 senesi sonunda şirket tahvili piyasası sadece 481 milyon TL (400 milyon ABD Doları) değerindeydi. Bu rakam diğer önde gelen gelişmekte olan piyasaların oldukça gerisindedir. Şirket tahvili piyasasının yavaş gelişmesinin nedeni düşük yurtiçi tasarruflar, hükümetin borçlanmasından ötürü diğerlerine yer kalmaması, mali sistemin bankalar tarafından domine edilmesi, 22 ayın ötesinde getirisi olan likit devlet tahvillerinin yokluğu ve küçük yatırımcı tabanı gibi faktörlerdir. Büyüyen ve canlı bir şirket tahvili piyasası için gerekenler sağlam sermaye piyasası araçları; risk yönetimi ürünleri; daha güçlü kredi notu kurumları; geliştirilmiş kredi kuruluşu hakları; adil vergilendirme; işleyen piyasa altyapısı; gösterge niteliğindeki devlet tahvili verim eğrileri; kurumsal yatırımcılar da dahil büyük bir yurtiçi yatırımcı tabanı; büyük ve güvenilir şirketlerin piyasa girmek için teşvik edilmeleri ve devlet ve özel sektör tarafından eşgüdümlü çabaların sarf edilmesi. 2007 yılından beri şirket tahvilleri, makroekonomik koşullardaki iyileşme ve yurtiçi faiz oranlarındaki düşüşe paralel, hız kazanmışlardır. 2010 Ekim'inde BDDK'nın bankalara yurtiçi piyasalarda TL cinsinden borçlanma senedi ihraç etme izni vermesiyle birlikte şirket tahvili piyasasında önemli bir canlanma yaşanmıştır. 2010 sonu itibarıyla şirket tahvili piyasası, beş kat büyüyerek, 2,5 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bahse konu iyileşmeyi getiren faktörler arasında işlem maliyetlerini düşürmek; vergi kaynaklı bozulmaları ortadan kaldırmak; ihraç maliyetlerini azaltmak ve ikincil piyasada alım satım maliyetini düşürmek amacıyla SPK ve İMKB tarafından alınan tedbirler de gelmektedir. 2011 Ocak ayında hükümet tarafından şirket tahvilleri üzerindeki ikincil piyasa işlem maliyetini yüzde 5'ten yüzde 1'e indirerek bahse konu maliyeti devlet tahvillerinin maliyetiyle uyumlu hale getirmiş; ikincil piyasada menkul kıymet işlemlerinin gerçekleşmesi teşvik edilmiştir.

**106. Şirket tahvili piyasasının daha da büyümesi Türkiye'deki mali piyasaların gelişimi açısından kritik önem taşıyacaktır.** Hükümet programları özel sektörün gelecekteki büyümenin lokomotifini olması gerektiğini göstermektedir. Bu sebepten ötürü Türkiye'nin mali piyasa tabanını genişletmesi, hakim aracılık kanalı olarak bankacılık sektörüne bağımlılığını azaltması önem taşımaktadır. Şirketler sektörünün de farklı kaynaklardan yatırım fonları temin ederek küresel rekabet edebilirliğe sahip yüksek kaliteli mallar ve hizmetler üretebilmesi gerekmektedir. Sağlam bir şirket tahvili piyasasının oluşturulması için yetkili makamların uyum içerisinde çalışmaları gerekecektir.<sup>66</sup>

65 Türkiye'deki şirket borçlanma piyasası 1992 ve 1997 yılları arasında nispeten faal durumdaydı ve banka bonoları hakim olan araçlardı. Ancak bu piyasa istikrarsız ekonomik koşullar, yüksek enflasyon ve hükümetin artan açıkları finanse etmek üzere ana bono satıcısı haline gelmesiyle kamu sektörünün başkalarına yer bırakmaması neticesinde ortadan kaybolmuştur.

66 Şirket tahvili piyasalarına ilişkin paylaşılan görüşler yakında çıkacak olan "Şirket Tahvili Piyasasının Gelişimi – Öncelikler ve Zorluklar" isimli Dünya Bankası raporuna dayanmaktadır."

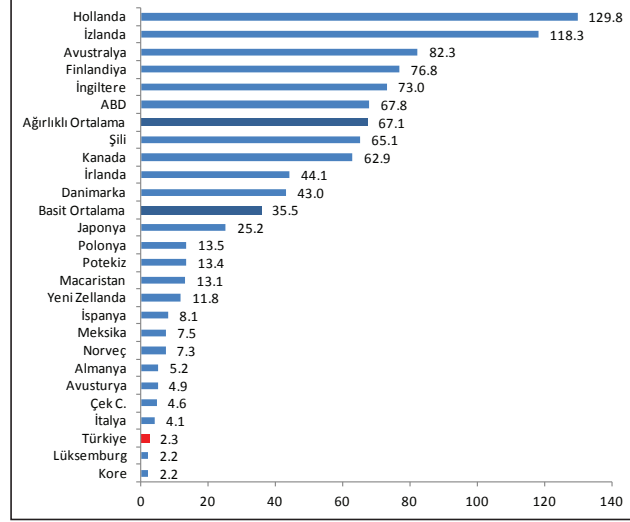
**107. Türkiye'nin yatırım fonları sanayisi epeyce oturmuş durumdadır.** 2009'un sonunda yatırım fonları sektörü tarafından yönetilen toplam varlıkların değeri 38,7 milyar TL'ydi, bu rakamın 9,1 milyar TL'si emeklilik yatırım fonlarındaydı. Türkiye'de üç çeşit yatırım fonu mevcuttur: A Tipi, B Tipi ve bireysel emeklilik fonları. A Tipi fonlarda varlıkların en az yüzde 25'i Türk şirketleri tarafından ihraç edilmiş olan hisse senetlerine yatırılmaktadır; B Tipi fonlarda ise böyle bir gereklilik yoktur. Son beş yılda Türkiye'deki yatırım fonları sürekli olarak, bono ve hisse senetleri için oluşturulan gösterge değerlerinin altında performans göstermiştir. Yatırım fonu sanayisinde aslan payı, likit ve cazip getiri sağlayan, devlet tahvillerine ve ters repoya yatırılmaya devam etmektedir. Burada ilginç olan husus her iki çeşit yatırım fonunun performansının da kendi gösterge değerlerinin oldukça gerisinde kalmasıdır. Bahse konu fonların piyasa değerlerinin altında seyretmesinin nedenleri fon yönetim sektörünün halen ilk evrelerini yaşaması; yüksek yönetim maliyetleri ve kısa süreli güvenli varlık arayışında olan fon yatırımcılarının riskten kaçınma eğilimleri olabilir. Yatırım fonu sermaye kazançları üzerindeki vergiler de muhtemelen A Tipi fonlardaki büyümeyi sınırlayan ana faktörlerden biri olmuştur.

## 5.2 Bireysel Emeklilik Sistemi

**108. Nispeten yeni bireysel emeklilik sistemi (bireysel emeklilik sistemi), 2003'deki başlangıcından itibaren hızla büyümüştür.** Toplam katkı payları 9,5 milyar TL'ye yükselmiş; 2010 senesi sonunda sistemde biriken fonların miktarı 12 milyar TL olmuştur. Sistem katılımcılarının sayısı 2003'te 15.245 iken, bu rakam 2010'da 2,3 milyona ulaşmıştır. Emeklilik fonları Hazine Müsteşarlığı tarafından ruhsatlandırılan 13 şirket tarafından sunulmaktadır. 2010 sonunda bu şirketlerin yatırımlarının yüzde 12'sini hisse senetleri oluşturmaktaydı.

**109. Bireysel emeklilik sistemi kamunun sosyal güvenlik sistemini tamamlamak maksadıyla hayata geçirilmiştir.** Sistem ihtiyari ve belirlenmiş katkı modeline dayanmaktadır. Her katılımcının hesabında biriken ve yatırım yapılan emeklilik fonları katılımcının düzenli ödediği katkı paylarına dayanmaktadır. Bu sebepten ötürü emeklilik kazanımları sadece katkı paylarına, idari masraflara ve yatırım getirilerine dayanmaktadır. Bireysel emeklilik sisteminin amacı emeklilik risklerini çeşitlendirmek; bireysel emeklilik tasarruflarını sisteme yönlendirerek emeklilik dönemindeki kazanımları artırmaktır. İkinci amaç ise yeni iş imkanları yaratacak ve mali sistem için uzun vadeli kaynak yaratmak suretiyle sermaye piyasalarının oluşmasına yardım edecek biçimde büyük bir fon havuzu yaratmaktır. Sistem hem Hazine Müsteşarlığı hem de SPK tarafından düzenlenmektedir. Ayrıca; Temmuz 2003 tarihinde kurulan Emeklilik Gözetim Merkezi vasıtasıyla bireysel emeklilik fonlarının günlük faaliyetlerine dair bilgi toplanmaktadır.

**Şekil 28. GSYH'ya oran olarak emeklilik fonları (2009)**



Kaynak: OECD Küresel Emeklilik İstatistikleri

**Tablo 5. İşletme maliyetleri (Yönetilen varlıkların yüzdesi cinsinden)\***

|              | 2007 | 2008 | 2009 |
|--------------|------|------|------|
| Avustralya   | 0.03 | 0.07 | 0.18 |
| Belçika      | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Kanada       | 0.13 | 0.17 | 0.19 |
| Fransa - FRR | 0.17 | 0.19 | 0.16 |
| Meksika      | 0.04 | 0.03 | 0.03 |
| Norveç       | 0.05 | 0.09 | 0.09 |
| Yeni Zelanda | 1.04 | 0.64 | 0.57 |
| Polonya      | 0.04 | 0.01 | 0.02 |
| Portekiz     | 0.06 | 0.06 | 0.06 |
| İsveç - AP3  | 0.13 | 0.14 | 0.17 |
| Türkiye      |      |      | 2.29 |
| ABD          | 0.25 | 0.24 | 0.24 |

Kaynak: OECD Küresel Emeklilik İstatistikleri.  
\* Bu rakamlara kamu emeklilik rezervleri karşılaştırmacı olarak ve sadece Türkiye'deki bireysel emeklilik sistemi dahildir.

**110. Yaşanan hızlı büyümeye rağmen Türkiye'deki bireysel emeklilik sistemi oldukça küçüktür.** Sistem büyüklüğündeki artışa rağmen 2010 sonu itibarıyla GSYH'nın sadece yaklaşık yüzde 1 oranında bir boyut ortaya çıkmıştır. GSYH'nın yüzdesi cinsinden yaklaşıldığında Türk emeklilik sistemi gelişmiş ve önde gelen yükselmekte olan piyasa ülkeleri arasında en küçük sistemlerden biridir (Şekil 28). Ancak; demografik yapı Türkiye'nin fazlasıyla lehinedir ve gerekli reformlarla birlikte büyük bir emeklilik tabanı oluşturmak için önemli bir potansiyel mevcuttur.

**111. Türkiye'deki bireysel emeklilik sistemi büyük zorluklarla karşı karşıyadır.** İlk olarak sistemden erken çıkanların sayısı çoktur. Resmi olarak katılımcıların yaklaşık üçte biri ilk üç sene sonunda, biriken miktar üstünden yüzde 15'lik stopaj vergisine rağmen, sistemden çıkmaktadırlar. İkinci olarak; varlık dağılımı ciddi manada devlet tahvillerine yönlendirilmiş asimetrik bir yapıdadır (2010'da yaklaşık yüzde 70). Hesapların çoğu para piyasası fonlarına yatırılmaktadır. Üçüncü olarak; sistemin işletme harcamaları dünyadaki en yüksek oranlardan birine sahiptir (Tablo 5) ve birçok gelişmiş ülkedeki yüzde 0,5'in altındaki oranın aksine 2010 yılında yüzde 2.29 olarak kaydedilmiştir. Buna neden olarak sistemin ihtiyari doğası ve henüz hayata geçirilmiş olması gösterilebilir. 2010'daki ortalama katkı payı miktarı 165 TL, ortalama hesap büyüklüğü ise 4.739 TL idi. Dördüncü olarak; tüm emeklilik fonu şirketleri aynı holding çatısı altındaki portföy şirketleriyle çalışmaktadır ve bu durum çıkar çatışması ile rekabet eksikliğine neden olabilir. Son olarak; vergi indirimine tabi oran yıllık asgari ücretlere (9.800 TL veya 6.150 ABD Doları, 2011) bağlı yıllık gelirin yüzde 10'uyla sınırlıdır. Katkı payı ödeyenlerin yüzde 38,1'inin 2010 senesinde 25-34 yaş arasında olduğu dikkate alındığında bireysel emeklilik fonunun boyutunu artırmak için önemli bir potansiyel olduğu görülmektedir.<sup>67</sup>

67 Sigorta şirketleri de, bilhassa hayat sigortası şirketleri, az gelişmiş durumdadır ve Türkiye'deki uzun vadeli yurtiçi tasarrufların mobilizasyonunda herhangi bir rol taşımıyor gözükmektedirler.

## 6. POLİTİKA SEÇENEKLERİ

**112. Yapılan analizler Türkiye'deki yurtiçi tasarrufların düşük ve azalmakta olduğunu, dolayısıyla yüksek büyümenin sürdürülebilirliği açısından birçok zorluk yarattığını ortaya koymuştur.** Düşük – ve azalan – tasarruflar yatırım için daha az kaynak anlamına gelmektedir. Üstelik; düşük yurtiçi tasarruf dış finansmana bağımlılığı artırmakta, bu da cari işlem açığını yükselterek büyümenin sürdürülebilirliğini tehlikeye atmaktadır. Son on yıl içerisinde Türkiye'deki yatırımların önemli bir bölümü çoğunlukla kısa vadeli dış tasarruflarla finanse edilmiştir. Hanehalkı tasarruf oranlarında yakın zamanda yaşanan düşüş ve yurtiçi tasarrufların düşük düzeyi (2010'da gayri safi milli harcanabilir gelirin yüzde 12,7'si) özellikle yakından ilgilenilmesi gereken hususlardır.

**113. Tasarruf oranlarını artırmak için istikrarlı ve kolaylaştırıcı ekonomik ortam temel önem taşımaktadır.** Bölüm 4'te Türkiye'de tasarrufların belirleyici faktörleri gözden geçirilmiştir. Özel tasarruf; reel faiz oranı, gayri safi özel kullanılabilir gelir, genç nüfus bağımlılık oranı ve enflasyonla yakından ilişkilidir. 2001 sonrasında ekonomik istikrara geçiş neticesinde tasarruf için ihtiyati saiklerde bir azalma gerçekleşmiş olmasına rağmen gelecekte gelirleri artırmak suretiyle yurtiçi tasarrufu yukarılara çekmek için, Türkiye'nin son on yılda ortaya koyduğu sağlam makroekonomik politikalar temelinde, istikrarlı ve kolaylaştırıcı ekonomik ortamın varlığı kritik önem taşıyacaktır.

**114. Eğitim ve kadınların işgücüne daha fazla katılımı da artan özel tasarruflarla yakından bağlantılıdır** (bkz. Bölüm 4). Dünya Bankası (2010), daha esnek işgücü piyasası düzenlemeleri, daha uygun maliyetli çocuk bakım hizmetleri ve eğitim yatırımlarının devamlılığı yoluyla, kadınların daha fazla ve daha iyi işlere erişim fırsatlarını geliştirebilecek politikaları incelemektedir.

**115. Açıkça görülmektedir ki düşük ve azalmakta olan tasarruf oranı esasen hanehalkı tasarruflarındaki hızlı düşüşten kaynaklanmaktadır.** Daha yüksek ve daha uzun vadeli hanehalkı tasarruflarını teşvik edebilecek bir takım politika araçları mevcuttur. Bahse konu araçlar bu Raporun temelini oluşturmaktadır ve iki kategoride ele alınmaktadır: hanehalkı tasarruf kararlarını bilgilendirmeyi amaçlayan talep yönlü politikalar ve tasarruf kararlarının alındığı düzenleyici, kurumsal ve diğer koşulları geliştiren arz yönlü politikalar.

**116. Özellikle uzun vadeli tasarrufların faydalarına dair farkındalığı artıran ve hanelerin finansal okuryazarlık seviyesini yükselten politikaların yüksek getirisi olabilir.** Hanehalkları genellikle tasarruf için plan yapmamaları nedeniyle yaşamlarının ilerleyen dönemlerinde gelir boşluğu

sorunu yaşayarak, yaşam standartlarını sürdüremez hale gelebilirler. Gelecek için tasarruf yapmanın önemine dair farkındalığın yokluğunda tüketim alışkanlıklarını değiştirmek ve kredilerin kolay bulunurluğu, haneleri normalde yapacaklarından daha fazla tüketim harcamasına yönlendirmektedir. Ayrıca; hanehalkı tasarruf portföyü sıklıkla alternatif seçeneklere dair yeterli bilgi olmaksızın dağıtılmaktadır. Genel kamuoyunun banka mevduatları ve devlet tahvilleri ötesinde mali piyasalara dair bilgileri sınırlıdır ve menkul kıymetler borsasındaki hissedarların sayısı azdır. Yüksek faizli devlet tahvillerinin son on yıl içerisindeki kullanıma amadeliği çeşitlendirme ihtiyacını azaltmıştır. Geleneksel olarak hanehalkı tasarrufları kişisel ve ailesel geçmiş ile tasarruf kültürüne ve de kendi maddi varlıklarına sahip olma arzusuna göre şekillenmiştir. Portföy dağıtımını iyileştirmek, özellikle devlet tahvillerinin faiz oranları ve getirileri düşerken, daha da önemli hale gelecektir.

**117. Ulusal finansal okuryazarlık stratejisinin geliştirilmesi finansal okuryazarlık düzeyinin artırılması için sistematik yaklaşım barındıran bir çerçeve oluşturulmasını sağlayacaktır.** Hanelerin mali kabiliyetlerinin; yaşam döngüsünün ilk dönemlerinden itibaren artırılması ve bilgilenmiş mali kararlar almalarına yardım edilmesi tasarrufları artırabilir. Hükümet finansal okuryazarlığı artırma ihtiyacının farkındadır ve TCMB ve SPK sponsorluğunda Mart 2011 tarihinde konuya ilişkin üst düzey bir konferans düzenlenmiştir. Etkili uygulanması halinde ulusal finansal okuryazarlık stratejisinin Türk vatandaşlarının tasarruf kararları üzerinde önemli etki yaratması kuvvetle muhtemeldir.<sup>68</sup> Bahse konu strateji, bilhassa görevlendirilmiş kurumun etkili yönetimi ve tüm ilgili paydaşların katılımıyla, daha başarılı sonuçlar verecektir. Kısa vadede ise halihazırda sistemde olan 2,3 milyon bireysel emeklilik kullanıcısının ve potansiyel kullanıcıların finansal okuryazarlıklarının geliştirilmesi sisteme ilave fonları çekebilir. Sistemdeki fon artışı, paydaşların katkı paylarına dayandırılırsa daha etkili olacaktır. Politika seçeneklerinden biri de özel emekliliğe yatırılan katkı payları için vergi muafiyetine dair sadece lehdarları değil, aynı zamanda işyerlerindeki idarecileri bilgilendirmek olacaktır. “İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Stratejisi ve Eylem Planı” çerçevesinde yatırımcıların sermaye piyasaları, sermaye piyasası kurumları ve araçları, yatırımcıyı koruma sistemleri, riskler ve ilgili hususlara dair bilgilendirilmelerini amaçlayan adımlar da önem taşımaktadır.

**118. Arz tarafında mali piyasaların aracılık rolü, merkezi önem taşımaktadır. Aracılığı geliştirmek için kullanılacak üç politika seçeneği mevcuttur:** (i) mevcut ürünlerin daha iyi kullanılması (ör: bireysel emeklilik ve şirket tahvilleri) ve bu bağlamda farklı araçların da vergilendirilmesi; (ii) ürün inovasyonuna ve düzenlemelerin iyileştirilmesine daha fazla yatırım yapılması ve de (iii) özellikli tasarruf sistemlerinin tasarımı.

**119. Türkiye’de yakın zamanda hayata geçirilen bireysel emeklilik sistemleri önemli bir büyüme potansiyeline sahiptir.** Hanehalkının emekliliğini planlama farkındalığını artırmanın yanı sıra bireysel emeklilik sisteminin daha cazip hale getirilmesi de, daha fazla ve daha uzun vadeli tasarrufların yaratılmasına katkı sağlayabilir. Burada dikkate alınacak seçeneklerden biri de vergi muafiyeti limitini

<sup>68</sup> Dünya Bankası ekibi, TCMB ve SPK ile birlikte uygulamak üzere, ulusal bir finansal okuryazarlık anketini finanse edecek bir hibe programı üzerinde çalışmaya devam etmektedir. Bahse konu anket ulusal stratejinin hazırlanması için değerli girdiler sağlayacaktır.



yükseltmektir ve ilgili kamu ve özel sektör kurumlarının katılımıyla vergi muafiyetine dair farklı parametreler belirlenerek bireysel emeklilik sistemine yeni tasarrufları çekme ihtimali artırılabilir. Vergi teşviklerini artırmanın haricinde hükümet tarafından emeklilik birikimlerini hak edebilme süresi, tıbbi acil durumlar hariç erken çıkışa izin vermeyecek biçimde, asgari üç yıla yükseltilebilir. Bu konuda gerçekleştirilecek takip çalışmasında sisteme daha fazla tasarruf çekme adına bireysel emeklilik sisteminin yeniden tasarımına dair alternatif seçenekler, maliyetleriyle birlikte, incelenecektir.

**120. Tasarrufları artırma çalışmaları, mali piyasaların genel gelişmişlik düzeylerini artırmaya yönelik çabalarla tamamlanması halinde daha etkili sonuçlar doğuracaktır.** Türkiye'nin mali piyasaları 2003 yılından beri hızla büyümektedir. Ancak sistem halen ağırlıklı olarak bankalarca domine edilmektedir. Daha çeşitlendirilmiş, tasarrufları daha etkili ve daha az maliyetle harekete geçirebilecek bir mali piyasanın varlığı Türkiye'nin yararına olacaktır. Bu bağlamda şirket tahvili piyasasının daha da geliştirilmesi de potansiyel politika seçeneklerinden biridir.<sup>69</sup> Daha genel bakıldığında Türkiye'deki mali gelişmişlik düzeyinin, tasarrufları büyümeyi artırıcı faaliyetlere yönlendirmede önemli bir rol taşıdığı görülmektedir. İyi gelişmiş mali piyasalara ve yüksek tasarruf oranlarına sahip olan Malezya ve Tayland deneyimleri, Türkiye için anlamlı olabilir. Burada altı çizilmesi gereken bir diğer husus da şudur; ülkeler arası kanıtlar mali derinlikle yurtiçi tasarruf arasındaki basit ve mutlak korelasyonun pozitif olduğunu göstermektedir, ancak mali derinliğin (veya derinleşmenin) tasarruf üzerindeki marjinal katkısı genellikle negatif bulunmuştur (örneğin Loayza ve diğerleri 2000). Bu bulguların yorumlanma yöntemlerinden biri de mali liberalizasyon ve derinleşmenin başlangıçta tasarrufları azalttığı – kredi kısıtı yaşayan hanhalkları ve KOBİ'ler üzerindeki kısıtların kalkması nedeniyle – sonrasında, uzun vadede ise, daha yüksek büyüme vasıtasıyla dolaylı olarak tasarrufları artırdığıdır.

**121. Düzenleyici çerçeve açısından bakıldığında yeni bir kapsamlı sermaye piyasasının mali piyasaların derinleşmesine katkı sağlayacağı görülmektedir.** Türkiye'deki Sermaye Piyasası Kanunu, yurtiçi sermaye piyasasının düzenlenmesinde kapsamlı bir çerçeve sağlayarak faydalı bir işlev üstlenmiştir. Yurtiçi ve uluslararası mali piyasalardaki hızlı gelişmeler sermaye piyasası kanununda, uluslararası standartları yakalamak üzere, kapsamlı bir gözden geçirme gerektirmektedir. Yeni kanun aynı zamanda, AB yakınsama süreci ve İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Projesi ile de ilintilidir. Bu kanun ayrıca, tebliğler vasıtasıyla kural koyma ihtiyacını da azaltacaktır.

**122. Hükümet, mali piyasalarda vergilendirmenin yol açtığı bozulmaları ortadan kaldırmayı düşünebilir.** Yatırımcılardan bağımsız olarak tüm mali enstrümanlara eşit muamelenin sağlanması, mali piyasaların büyümesine ve daha sağlam hale gelmesine yardımcı olacak eşit şartlar oluşturacaktır. Benzer enstrümanlar üzerindeki vergi yüklerinin eşitlenmesi daha dengeli bir mali piyasanın oluşmasına yardımcı olabilir. Örneğin:

(i) Yatırım Fonları üzerindeki Vergiler. Yatırım fonlarına yapılan yatırımlar halihazırda yüzde 10'luk stopaj vergisine tabidir. Münferit hisselerle yatırımlar ise vergiden muaftır. Bu durum, borsacılar kanalıyla yatırım yapacak donanımda olmayan münferit yatırımcılar için caydırıcı olmaktadır.

69 Şirket tahvili piyasasının gelişimine yönelik politika seçenekleri hususunda bkz. yakında çıkacak olan "Şirket Tahvili Piyasasının Gelişimi – Öncelikler ve Zorluklar" isimli Dünya Bankası çalışması".

(ii) Borsa Yatırım Fonları üzerindeki Vergiler (ETF). ETF'ler üzerinde stopaj vergisi uygulanmakta, ancak münferit hisselerin alım satımına vergi uygulanmamaktadır.

(iii) Banka Mevduatları üzerindeki Vergiler. Banka mevduatları yüzde 15'lik stopaj vergisine tabiyken; devlet tahvillerine yatırım yüzde 10'luk stopaj vergisine tabidir.

Portföyünün yüzde 50'sinden fazlası borsada işlem gören hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarındaki yüzde 10'luk stopaj vergisinin kaldırılmasının yaratacağı tahmini vergi kaybı yaklaşık 25 milyon TL'dir. Bu hesaplama yüzde 20'lik getiri varsayımında yapılmıştır. Yukarıda değinilen politika seçeneklerinin muhtemel mali etkisine dair daha detaylı analizler mevcuttur, ancak tasarrufların artan oranda harekete geçirilmesinin yaratacağı faydalar, büyük ihtimalle, kaybedilen vergi gelirlerinden daha fazla olacaktır.

**123. Diğer ülkelerdeki iyi örneklerle dayanan tasarruf planları da sisteme yeni tasarrufları çekmeye yardımcı olabilir.** Türkiye'nin geçmişte deneyimlediği olumsuz zorunlu tasarruf uygulamalarına rağmen iyi tasarlanmış ve etkili idare edilen yeni planlar, ister zorunlu ister ihtiyari, hanehalkı tasarruflarının mali sisteme kazandırılmasını sağlayabilir. İngiltere'deki Saving Gateway ve Child Trust Fund ile ABD'de bulunan 529 tasarruf planı (çocukların gelecekteki eğitim harcamaları için geliştirilmiştir) gibi vergi avantajlı tasarruf fonları ihtiyari planlara iyi birer örnek teşkil etmektedir. Bireylerin tasarruf hesaplarına devletin katkı sağlaması ve katkı payları ve kazanımlarda avantajlı vergi uygulamaları da program tasarımında dikkate alınabilir. Vergi avantajlı tasarruf fonlarının etkisine dair yürütülen bir OECD değerlendirmesinde bu fonların ilave tasarruf yarattıkları belirlenmiştir. Bu değerlendirme çalışması, aynı zamanda, hesap verimliliği açısından orta gelir grubundaki hanelerin sisteme çekilmesinin önemli olduğunu zira bu hanelerin vergi avantajlı hesaplara yatırım yapma fırsatı verildiğinde tasarruflarını artırma eğiliminde olduklarını belirtmektedir. Ayrıca; orta gelir grubundaki bireylerin vergi oranları daha düşük olduğu için daha yüksek gelir grubundakilere kıyasla tasarruf planlarına daha fazla katılımları kaybedilen vergi gelirlerini de azaltacaktır.

**124. Tasarruf otomatik olarak yatırım yaratmamaktadır, özellikle şirketler sektörü için sağlam bir kolaylaştırıcı ortamın mevcudiyeti kritik önemdedir.** Şirket sektörünün daha fazla iç kaynak yaratması için, faaliyet karını artıracak ve karların şirket içerisinde tutulmasını sağlayacak tedbirler de dahil, ilave politika tedbirleri düşünülebilir. 1980'ler ve 1990'larda özel tasarruf özel yatırımı geride bırakmıştır. Bu yüzden, şirketlerin büyümesine ve inovasyonuna imkan vermek; işgücünün daha verimli kullanımını sağlamak kritik önem taşımaktadır. İş becerilerinin geliştirilmesi, rekabet edebilirliğin artırılması, iş yapma ortamının iyileştirilmesi ve kayıt dışılığın caydırıcı hale getirilmesi tasarrufların yükselmesine yardımcı olacaktır. Ancak; yukarıda değinilen hususlar başka çalışmaların kapsamına girmektedir ve bu raporda ele alınmayacaktır.

**125. Gelirleri artırmaya ve ekonomik kırılma riskleri daha da azaltmaya yönelik sağlam makro politikalar yurtiçi tasarrufları geliştirmeyi amaçlayan diğer girişimleri tamamlayıcı nitelikte olacaktır.** Yapılan birçok çalışma özel tasarrufla reel döviz kuru arasında negatif ilişki olduğunu göstermektedir. Türkiye'deki şirket tasarrufuna dair gerçekleştirilen analiz de reel döviz kurundaki



değer artışının büyük ölçekli ihracat şirketlerinin karlılığını azaltmış olabileceğini göstermektedir. Hızlı kredi büyümesi de, verimli faaliyetlere yönlendirilmemesi ve düşük gelir grubundaki haneleri eksi tasarrufa itmesi halinde, tasarrufları baskılamaktadır. Bu sebepten ötürü parasal ve döviz kuruna ilişkin politikaların, kredi büyümesini ve aşırı değerlenmeyi kontrol altına almak maksadıyla tasarlanması son derece önemlidir. TCMB'nin yakın zamanda gerçekleştirdiği girişimler bu noktada yardımcı olabilir, ancak bu tedbirlerin diğer makro ihtiyati ve mali tedbirlerle desteklenmesi gerekmektedir. Tasarrufların geliştirilmesinde, tüketimdeki büyümeyi teşvik eden kredi kartı ve tüketici kredilerindeki büyümeyi kontrol edecek politikalar ve tedbirler de özellikle etkili olabilir. Tüketici kredilerinde ve kredi kartlarında alınacak muhtemel tedbirler şunlardır:<sup>70</sup>

- Bankaların tüketici kredileri kapsamında sundukları ihtiyaç ve otomobil kredilerine taksit sınırlamalarının getirilmesi bu kanal üzerinden kullanılan kredilerin miktarını azaltarak tüketimi dizginleyecektir.
- Mortgage kredilerindeki Kredi/Değer rasyosunun daha da azaltılması, ki bu oran şu anda yüzde 75'tir, ve otomobil kredileri için de benzer bir tedbirin hayata geçirilmesi mortgage kredilerindeki büyümeyi azaltacaktır.
- Kredi kartları için taksit sınırlamalarının getirilmesi kredi kartlarının borçlanma aracı yerine ödeme aracı olarak kullanılmasına katkı sağlayacaktır.
- Kredi kartları için asgari ödeme tutarı, mevcut yüzde 20'lik orandan yüzde 40'a yükseltilebilir.
- Hanehalklarının kredi kartı limiti tavanlarının belirlenmesi için gereken yıl sayısının (mevcut durumda 2 yıldır) artırılması, hanehalkı gelirlerinde kredi limitinin payını azaltabilir.

**126. Bir ülkenin gelişmişlik düzeyi, yurtiçi tasarruf oranlarını belirleyen faktörlerden en önemlisi olabilir.** Hanehalkı gelir düzeyinin tasarruflar üzerindeki temel etkisi aşıkardır. En düşük gelirli beştebirlik kesimin eksi tasarruf oranlarıyla, en yüksek gelirli beştebirlik kesimin yüksek tasarruf oranları da bunu göstermektedir. Hiç de şaşırtıcı olmayan biçimde eğitim de hanehalkı tasarruf davranışlarıyla yakından ilişkilidir. Yüksek eğitimli son derece küçük bir grup yüzde 20'den daha fazla tasarruf ederken, en az eğitimli en büyük grup yaklaşık yüzde 10 tasarruf ederek ortalama tasarruf oranlarını aşağıya çekmektedir. Daha eğitimli kesimlerin mali varlık mevcudunun da daha fazla olduğu saptanmıştır. Eğitim düzeyinin ülke genelinde yükseltilmesi, kuşkusuz kendi içerisinde istihdam edilebilirliği artıracak, geçim yollarını ve refahı geliştirecek bir yöntemdir. Bununla birlikte; artan eğitim seviyesi tasarruf oranlarını da yukarı taşıyacaktır.

**127. Son olarak; verimsiz harcamaları azaltarak ekstra tasarruf yaratılması sayesinde kamu sektörü tasarruflarının artırılması, yurtiçi tasarrufları artırabilir ve ekonominin kayıt altına alınması bu noktada son derece önemlidir.** Türkiye örneğinde tam Ricardocu denkliğin gözlenmemesi (kamu tasarrufundaki artışlar, özel tasarrufları bire birden daha düşük oranda azaltır) kamu sektörünün yurtiçi tasarrufları artırma potansiyelinin olduğunu göstermektedir. Kamu harcamalarının kalitesi ve KİT sektörünün reformu da bu bağlamda önem taşımaktadır. Eldeki kanıtlar da, özellikle OECD ülkelerinden,

70 Bu rapora son halinin verildiği dönem olan Haziran 2011'de, BDDK tarafından kredi büyümesini, özellikle "tüketici kredileri", dizginlemeyi hedefleyen tedbirler alınmıştır.

öncelikle vergi artışlarına ve kamu yatırımlarında kesintilere dayalı mali konsolidasyonun; artan gelirlerin nihayetinde harcamaları da canlandırması ve altyapı bakım maliyetlerinin ve harcamalarının daha fazla ötelenememesi nedeniyle; sürdürülebilir olmadığını göstermektedir. Buna karşılık; yapısal kamu harcama kesintileriyle desteklenen mali konsolidasyonlar daha kalıcı etkiler yaratmıştır. Ayrıca; vergi tahsilatının etkinliğini yükseltmek ve vergi kaçakçılığını azaltmak suretiyle gelir ve kurumlar vergisi gibi doğrudan vergilere bağlılığın artırılması neticesinde ekonominin kayıt altına alınması da tasarrufları artırabilir.<sup>71</sup>

**128. Cari işlem açığı irdelenirken sadece yurtiçi tasarrufları incelemek değil dış ticaret örüntülerinin ve dinamiklerinin analizini de yapmak gerekmektedir.** Yetkili makamlarla beraber hazırlanacak bir sonraki Ülke Ekonomik Raporu bu konuyu işleyecektir.

---

71 Bkz. Dünya Bankası Türkiye Ülke Ekonomik Raporu, Kayıtdışılık: Nedenler, Sonuçlar, Politikalar (2010)

- Adaoğlu, C. 2008. "Dividend Policy of the ISE Industrial Corporations: The Evidence Revisited (1986--2007).", *Journal of BRSA Banking and Financial Markets* 2 (2), 113--135, Banking Regulation and Supervision Agency, Ankara.
- Agenor, P.R., and J. Aizenman. 2004. "Saving and the Terms of Trade Under Borrowing Constraints." *Journal of International Economics* 63 (2): 321-40.
- Aghion, P., D. Comin, P. Howitt, and I. Tecu. 2009. "When Does Domestic Saving Matter for Economic Growth?" Working Paper, Harvard Business School. Cambridge, MA: Harvard University.
- Aizenman, J. 2006. "International Reserves Managements and Current Account." NBER Working Paper No.12734. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- \_\_\_\_\_, B. Pinto, and A. Radziwill. 2007. "Sources for Financing Domestic Capital—Is Foreign Saving a Viable Option for Developing Countries?" *Journal of International Money and Finance* 26: 682–702.
- Aktaş, A., D. Güner, S. Gürsel, and G. Uysal-Kolaşın. 2010. "Structural Determinants of Household Savings in Turkey: 2002–2008." Background study for this report. Ankara: World Bank.
- Akyüz, Y. 2009. "Exchange Rate Management, Growth and Stability: National and Regional Policy Options in Asia.," Colombo, Sri Lanka: UNDP.
- Alesina, A. and S. Ardagna. 1998. "Tales of Fiscal Adjustment," Economic Policy No.27. Cambridge, MA: Harvard University.
- Alesina, A., and R. Peroti. 1997. "Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects." V.44, 210-248.
- Apaydın, E., A. Türel, and C. Yalçın. 2011. "Determinants of Private Sector Saving Rates in Turkey." Presentation at the CEM workshop on March 24. Ankara: World Bank.
- Apps, P., and R. Rees. 2001. "Household Saving and Full Consumption over the Life Cycle." IZA Discussion Paper No 280. Bonn: Institute for the Study of Labor.
- Attanasio, O., and J. Banks. 1998. "Trends in Household Saving Don't Justify Tax Incentives to Boost Saving," *Economic Policy* 27: 547 –84.
- 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: 277–97.
- Arellano, M., and O. Bover. 1995. "Another Look at the Instrumental-Variable Estimation of Error-Components Models." *Journal of Econometrics* 68: 29–51.
- Aviva (2010) "Quantifying Europe's Pensions Gap". Retrieved from <http://www.aviva.com/europe-pensions-gap/intro.html>

- Auerbach, Alan J., and Kevin A. Hassett. 1991. "Corporate Savings and Shareholder Consumption." NBER Working Paper No. 2994. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Barro, R., and J. W. Lee. 2001. "International Data on Educational Attainment: Updates and Implications." *Oxford Economic Papers* 53 (3): 541–63.
- Barro and Sala-i-Martin (2004). *Economic Growth*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Bates, T., K. Kahle, and R. Stulz. 2006. "Why Do U.S. Firms Hold so much more Cash than They Used to?" NBER Working Paper No. 12534. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Bayoumi, T., H. Tong, and S. Wei. 2010. "The Chinese Corporate Savings Puzzle: A Firm Level Cross-Country Perspective" NBER Working Paper No: 16432. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Bernanke, B.S., and Gurkaynak, R.S. 2002. "Is Growth Exogenous? Taking Mankiw, Romer, and Weil Seriously." In *NBER Macroeconomics Annual 2001*, Vol. 16, ed. Ben S. Bernanke and Refet S. Gurkaynak, 11–72. Cambridge, MA: MIT Press.
- Bernanke, B.S., M. Gertler and S. Gilchrist. 1996. "Financial Accelerator and the Flight to Quality." *The Review of Economics and Statistics* 78(1), 1–15.
- \_\_\_\_\_. 1998. "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework." In *Handbook of Macroeconomics*, Volume 1C, Cpt 21, ed. Taylor and Woodford, 1341–93. Amsterdam, Netherlands: Elsevier.
- Bersales, S., D. S. Mapa, and L. Grace. 2006. "Patterns and Determinants of Household Saving in the Philippines." USAID/Philippines ECDG Technical Report. Washington, DC: USAID.
- Betcherman, G., N. M. Daysal, and C. Pages. 2008. "Do Employment Subsidies Work? Evidence from Regionally Targeted Subsidies in Turkey." IZA Discussion Paper Series No. 3508. Bonn: Institute for the Study of Labor.
- Bils, M., and P. J. Klenow. 2000. "Does Schooling Cause Growth?" *American Economic Review* 90 (5): 1160–1183.
- Blanchard, O., and F. Giavazzi. 2002. "Current Account Deficits in the Euro Area: the End of the Feldstein-Horioka Puzzle?" *Brooking Papers on Economic Activity* 2: 147–210.
- Bloom, C., D. Canning, and B. Graham. 2003. "Longevity and Life-cycle Saving." *Scandinavian Journal of Economics* 105 (3): 319–38.
- Browning, M., and A. Lusardi. 1996. "Household Saving: Micro Theories and Micro Facts." *Journal of Economic Literature* 34: 1797–1855.
- Bond, S. 2002. "Dynamic Panel Data Models: A Guide to Micro Data Methods and Practice." Cemmap Working Paper CWP 09/02. London: Institute for Fiscal Studies.
- Burney, N. A., and A. H. Khan. 1992. "Socio-economic Characteristics and Household Savings: An Analysis of the Households' Saving Behavior in Pakistan." *Pakistan Development Review*. 31 (1): 31–48.
- Butelmann, A., and F. Gallego. 2000. "Household Saving in Chile: Microeconomic Evidence." Working Papers 63. Santiago: Central Bank of Chile.
- Calvo, G., and C. Reinhart. 2000. "When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options." In *Reforming the International Monetary and Financial System*, ed. Peter Kenen and Alexandre Swoboda, 175–201. Washington DC: International Monetary Fund.

- Campa, J.M., and L.S. Goldberg. 1999. "Investment, Pass-through and Exchange Rates: A Cross-Country Comparison." *International Economic Review* 40 (2): 287–314.
- Carroll, C. D., J. Overland, and D. N. Weil. 2000. "Saving and Growth with Habit Formation." *American Economic Review* 90(3): 341–55.
- Carroll, C. D., and D. N. Weil. 1994. "Saving and Growth: A Reinterpretation." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 40: 133–92.
- Ceritoğlu, E. 2009. "The Empirical Importance of Precautionary Savings in Turkey." PhD thesis. University of Nottingham.
- Chamon, M., and E. Prasad. 2008. "Why Are Saving Rates of Urban Households in China Rising?" NBER Working Papers No.14546. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Chaturvedi, V., B. Kumar, and R. H. Dholakia. 2009. "Inter-relationship Between Economic Growth, Saving, and Inflation in Asia." *Journal of International Economic Studies* 23: 1–22.
- Cilasun, S. M., and G. M. Kırdar. 2009. Türkiye'de hanehalklarının gelir, tüketim ve tasarruf davranışlarının yatay kesitlerle bir analizi." *İktisat İşletme ve Finans* 24(280): 9–46.
- Coakley, J., F. Kulasi, and R. Smith. 1996. "Current Account Solvency and the Feldstein--Horioka Puzzle" *Economic Journal*, 106 (436): 620–27.
- Collard, SB., and McKay, SD. 'Closing the savings gap? The role of the Saving Gateway', *Local Economy*, 21 (1), 25-35.
- Dalla, Ismail. 2011. "The Role of Financial Markets in Mobilizing Household Savings." Background study for the CEM. Ankara: World Bank
- Dayal-Gulati, A., and C. Thimann. 1997. "Saving in Southeast Asia and Latin America Compared—Searching for Policy Lessons." IMF Working Papers 97/110. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Deaton, A. S. 1990. "Saving in Developing Countries: Theory and Review." *World Bank Economic Review*, Special Issue, Proceedings of the First Annual World Bank Conference on Development Economics, 61–96.
- Denizer, C., and H.C. Wolf. 2000. "The Saving Collapse During the Transition in Eastern Europe" *World Bank Economic Review* 14 (3): 445–56.
- Edwards, S. 2002. "Does the Current Account Matter?" In *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, ed. Sebastian Edwards and Jeffrey Frankel. Chicago, IL: University of Chicago Press.
- \_\_\_\_\_. 2005. "The End of Large Current Account Deficits, 1970–2002: Are There Lessons for the United States?" NBER Working Paper No.11669. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Fazzari, S., Hubbard, R.G., Petersen B.C., "Financing Constraints and Corporate Investment." NBER working Paper No.2387. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Feldstein, M. 1983. "Domestic Saving and International Capital Movements in the Long Run and the Short Run." *European Economic Review* 21: 129–51.
- \_\_\_\_\_ and \_\_\_\_\_ Bachetta. 1991. "National Saving and International Investment." In *National Saving and Economic Performance*, ed. D. Bernheim and J. Shoven, 201–26. Chicago, IL: University of Chicago Press.

- \_\_\_\_\_ and C. Horioka. 1980. "Domestic Saving and International Capital Flows." *Economic Journal* 90: 314–29.
- Ferrucci, G., and C. Miralles. 2007. "Saving Behavior and Global Imbalances. The Role of Emerging Market Economies." European Central Bank Working Paper Series No 842. Frankfurt, Germany: European Central Bank.
- Frankel, J.A. 2005. "Mundell-Fleming Lecture: Contractionary Currency Crashes in Developing Countries." IMF Staff Papers 52(2): 149–92.
- Galindo, A., U. Panizza, and F. Schiantarelli. 2003. "Debt Composition and Balance Sheet Effects of Currency Depreciation: A Summary of the Micro Evidence." *Emerging Markets Review* 4: 330–39.
- Gersovitz, M. 1988 "Saving and Development," in T. N. Srinivasan. *Handbook of Development Economics, Vol 1*, ed. by T. N. Srinivasan. Amsterdam, Netherlands; Elsevier Science Publishers.
- Gollin, D. 2002. "Getting Income Shares Right." *Journal of Political Economy* 110(2): 458–74.
- Günay, H., Kılınç M., 2011. "Credit Market Imperfections and Business Cycle Asymmetries in Turkey." Central Bank of Turkey Working Paper Series No: 11 (7), Ankara, Central Bank.
- Hall, R.E., and C.I. Jones. 1999. "Why Do Some Countries Produce so much more Output per Worker than Others?" *Quarterly Journal of Economics* 114(1): 83–116.
- Hausmann, R., L. Pritchett, and D. Rodrik. 2005. "Growth Accelerations." *Journal of Economic Growth* 10: 303–29.
- Hausmann, R. 2008. "In Search of the Chains that Hold Brazil Back." CID Working Paper No. 180. Cambridge, MA: Harvard University Center for International Development.
- Hevia, C. 2010. "Saving in Turkey: An International Comparison" Background study for the CEM. Ankara: World Bank.
- Horioka, C.Y., and J. Wan. 2007. "The Determinants of Household Saving in China: A Dynamic Panel Analysis of Provincial Data." *Journal of Money, Credit, and Banking* 38 (8): 2077–2096.
- Hsieh, C., T., and Parker, J., A. 2007. "Taxes and Growth in a Financially Underdeveloped Country: Evidence from Chilean Investment Boom." NBER Working Paper No. 12104. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Hübner, F., and I. Koske. 2010. "Explaining Household Saving Rates in G7 Countries: Implications for Germany." OECD Economic Department Working Papers No. 754. Paris: Organization for Economic Cooperation and Development.
- International Monetary Fund. 2005. "Global Imbalances: A Saving and Investment Perspective." *World Economic Outlook*, September, Chapter II. Washington, DC: International Monetary Fund.
- \_\_\_\_\_. 2006. "Awash with Cash: Why Are Corporate Savings so High?" *World Economic Outlook*, April, Chapter IV. Washington, DC: International Monetary Fund.
- \_\_\_\_\_. 2007. "Safe to Save Less? Assessing the Recent Decline in Turkey's Private Saving Rate." Selected Issues, IMF Country Report No. 07/364. Washington, DC: International Monetary Fund.

- \_\_\_\_\_ . 2009. "Corporate Savings and Rebalancing in Asia and Pacific: Building Sustainable Recovery." *Regional Economic Outlook*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Investment Climate Assessment. 2010. "From Crisis to Private Sector Led Growth". Ankara: World Bank.
- İsmihan, M., and K. Metin-Özcan. 2006. "The Growth Performance of the Turkish Economy, 1960–2004." Paper presented at the ICE-TEA International Economics Conference, September 10–13, Ankara.
- Juster, T.F., J. P.Lupton, S.P. Smith, and F. Stafford. 2005. "The Decline in Household Saving and The Wealth Effect." *Review of Economics and Statistics* 87(4): 20–27.
- Kaplan, C., E. Özmen, and C. Yalçın. 2006. "The Determinants and Implications of Financial Asset Holdings of Non-Financial Firms in Turkey: An Empirical Investigation." Working Paper No. 06/06. Ankara: Central Bank of Turkey.
- Kaya, H. 2010. "Saving-Investment association in Turkey." *Middle East Economic Association Papers*. [http://meeaweb.org/meeapapers/Huseyin\\_kaya\\_meea2010.pdf](http://meeaweb.org/meeapapers/Huseyin_kaya_meea2010.pdf).
- Kesriyeli, M., E. Özmen, and S. Yiğit. 2011, forthcoming. "Corporate Sector Liability Dollarization and Exchange Rate Balance Sheet Effect in Turkey. *Applied Economics*.
- Kılınç, M. 2006. "Sectoral Asymmetries, Currency Mismatch and Sudden Stops." Job Market Paper. Los Angeles, CA: UCLA.
- Kiyotaki, N., and J. Moore. 1997. "Credit Cycles." *Journal of Political Economy* 105(2): 211–48.
- Kulikov D., A. Paabut, and K. Staehr. 2007. "A Microeconomic Analysis of Household Saving in Estonia: Income, Wealth and Financial Exposure." *Eesti Pank Working Paper*, No. 8. Tallinn, Estonia: Eesti Pank.
- \_\_\_\_\_ . 2005. "Finance and Growth: Theory and Evidence" In *Handbook of Economic Growth*, ed. Phillipe Aghion and Steven Durlauf. Amsterdam: Netherlands: Elsevier Science.
- Levine, R., N. Loayza and T.Beck. 2000. "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes." *Journal of Monetary Economics* 46: 31–77.
- Levy-Yeyati, E., and F. Sturzenegger. 2009. "Fear of Appreciation: Exchange Rate Policy as a Development Strategy. In *Monetary Policy Frameworks for Emerging Markets*, ed. G. Hammoind, R. Kapur, and E. Prasad. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.
- Loayza, N., K. Schmidt-Hebbel, and L. Servén. 1998. "The World Saving Database." Washington, DC: World Bank.
- \_\_\_\_\_ . 2000. "What Drives Private Saving Across the World?" *Review of Economics and Statistics* 82 (2): 165–181.
- J. Humberto Lopez, K. Schmidt-Hebbel, and L. Servén. 2000. "How Effective is Fiscal Policy in Raising National Saving?." *Review of Economics and Statistics* 82 (2): 226-238.
- Milesi-Ferretti, G.M., and A. Razin. 1996. *Current-Account Sustainability*. Princeton Studies in International Economics No. 81. Princeton, NJ: International Economics Section, Princeton University.



- Nehru, V., and A. Dhareshwar. 1993. "A New Database on Physical Capital Stock: Sources, Methodology, and Results." *Revista de Analisis Economico* 8 (1): 37–59.
- Mamingi, N. 1997. "Saving-Investment Correlations and Capital Mobility: The Experience of Developing Countries." *Journal of Policy Modeling* 19 (6): 605–626.
- Masson, P., T. Bayoumi, and H. Samiei. 1995. "Saving Behavior in Industrial and Developing Countries." Staff Studies for the World Economic Outlook. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- \_\_\_\_\_. 1998. "International Evidence on the Determinants of Private Saving." *World Bank Economic Review* 12 (3): 483–501.
- Modigliani, F., and M. Miller. 1958. "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment." *American Economic Review* 48: 261–97.
- Modigliani, F. 1970. "The Life-Cycle Hypothesis of Saving and Intercountry Differences in the Saving Ratio" In *Induction, Trade, and Growth: Essays in Honor of Sir Royd Harrod*, ed. W.A. Eltis, M.F.G. Scott, and J.N. Wolfe. Oxford, UK: Clarendon Press.
- Montiel, P.J., and L. Serven.. 2008. "Real Exchange Rates, Saving and Growth: Is There a Link?" World Bank Policy Research Working Paper No. 4636. Washington, DC: World Bank.
- Morande, Felipe G. 1998. "Savings in Chile. What Went Right?" *Journal of Development Economics* 57 (1): 201–28.
- Obstfeld, M. 1986. "Capital Mobility in the World Economy: Theory and Measurement." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 24: 55–104.
- \_\_\_\_\_. 1995. "International Capital Mobility in the 1990s" In *Understanding Interdependence: The Macroeconomics of the Open Economy*, ed. P. B. Kenen. Princeton, NJ: Princeton University Press: 201-261
- \_\_\_\_\_ and K. Rogoff. 2000. "The Six Major Puzzles in International Economics: Is There a Common Cause?" NBER Working Paper No. 7777. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- OECD. 2007. "Corporate Saving and Investment: Recent Trend and Prospects. *OECD Economic Outlook* 82: Special Chapter.
- Özatay, F. 2008. "Expansionary Fiscal Consolidations: New Evidence from Turkey." Department of Economics Working Paper No: 08-05. Ankara: TOBB University of Economics and Technology.
- Özcan, K.M., A. Günay, and S. Ertaç. 2003. "Determinants of Private Saving Behavior in Turkey." *Applied Economics* 35: 1405–16.
- Özcan, K.M., and Y.Z. Özcan. 2004. "Determinants of Private Saving in the Middle East and North Africa." Special Issue: Money and Finance in the Middle East: Missed Opportunities or Future Prospects? *Research in Middle East Economics* 6: 95–113.
- Özlü, P., and C. Yalçın. 2010. "The Trade Credit Channel of Monetary Policy Transmission: Evidence from Non-financial Firms in Turkey." CBRT Working Paper No. 10/16. Ankara: Central Bank of the Republic of Turkey.
- Peroti, R. 1996. "Fiscal Consolidation in Europe: Composition Matters." *American Economic Review*, 86, 105-110.
- Pirgan Matur E., A. Sabuncu, and S. Bahçeci. 2011. "Interaction Between Public and Private Savings in Turkey." Background study for the CEM. Ankara: World Bank.



- Prasad, E.S., R. G. Rajan, and A. Subramanian. 2007. "Foreign Capital and Economic Growth." NBER Working Papers No.13619. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Rijckeghem, C., and M. Üçer. 2009. "The Evolution and Determinants of the Turkish Private Saving Rate: What Lessons for Policy?" ERF Research Report Series No. 09-01. Cairo, Egypt: Economic Research Forum.
- \_\_\_\_\_. 2010.. "Determinants of Private Saving in Turkey: an Update," manuscript.
- Rodrik, D. 2008. "The Real Exchange Rate and Economic Growth." *Brookings Papers on Economic Activity* Fall: 365–412.
- Rodrik, D. 2009. "The Turkish Economy after the Crisis." Working Paper 2009-9. Ankara: Turkish Economic Association.
- \_\_\_\_\_. 2000. "Saving Transitions: On the Causes and Consequences of Rapid Increases in Saving Rates." *World Bank Economic Review* 14 (3):481-507.
- Roodman, D. 2009. "A Note on the Theme of Too Many Instruments." *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 71 (1): 135–58.
- Sosyal Araştırmalar Merkezi 2011. "Household Saving Behaviours: Focus Group Discussions Report." Background study for the CEM. Ankara: World Bank.
- Sarıoğlu, G. P. 2007, "Turkish Housing System: History and Current Debates in Comparison with Several EU countries." Paper presented at Working Group Comparative Housing Policy Seminar, Dublin, Ireland. Delft, Netherlands: European Network for Housing Research.
- Sayek, S. 2010. "Savings and Growth: A Time Series Analysis for Turkey." Unpublished background analysis for the CEM. Ankara.
- Saygılı, M.K. 2002. "Türkiye'de Kamu Fonu Uygulaması" SPO expert thesis. Ankara: State Planning Organization. Saygılı, Ş., and C. Cihan. 2008. "Growth Dynamics of Turkish Economy: Source of Growth Problems and Potential Growth in 1987–2007 (in Turkish). Joint Study by The Central Bank of Turkey and TÜSİAD No: TÜSİAD-T/2008-6/462. Ankara: Central Bank of Turkey.
- Schmidt-Hebbel, K., and L. Servén. 1998. "World Saving: Trends and Theories." *Estudios de Economía* 25 (2): 191–215.
- \_\_\_\_\_. 1999. "Chile's Pension Revolution Coming of Age." Manuscript.
- Skinner, J. 1988. "Risky Income, Life-Cycle Consumption, and Precautionary Saving." *Journal of Monetary Economics* 22 (2): 237–55.
- State Planning Organization (SPO). 2011. "Development of Public Savings Between 1975 and 2009, and the Central Government Budget." Background study for the CEM. Ankara: World Bank.
- Tanzi, V., and H. Zee. 1998. "Taxation and the Household Saving Rate: Evidence from OECD Countries." IMF Working Paper WP/98/36. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Telli, Ç., and S. Çavdaroğlu. 2010. "Flow of Funds Analysis: Framework, Compilation and Applications for Turkey." Background study for the CEM. Ankara: World Bank.
- Tesar, L. 1991. "Saving, Investment, and International Capital Flows." *Journal of International Economics* 31: 55–78.
- Tunaer, B.M., and Y.Gülcan. 2006. "Measuring Returns to Education in Turkey." Paper presented at the International Conference on Human and Economic Resources, Izmir.

- Turkish Statistical Institute. 1994. *Statistical Yearbook of Turkey*. Ankara: TSI.
- \_\_\_\_\_. 2008) 2007 Census, Population Living in Cities. Retrieved on March 1, 2010, from <http://www.turkstat.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=3894>
- Székely, M., and O. P. Attanasio. 2000. "Household Saving in Developing Countries—Inequality, Demographics and All That: How Different are Latin America and South East Asia?" RES Working Papers 4221. Washington, DC: Inter-American Development Bank, Research Department.
- Uygur, Ercan. 2011. "Domestic Savings in Turkey: Policy, Institutional and Legislative Framework." Background study for the CEM. Ankara: World Bank.
- Uysal, Gokce. 2011. "Notes on Household Savings: Regression Analysis and Focus Group Discussions." Background note for the CEM. Ankara: World Bank.
- World Bank and Turkish State Planning Office. 2009. "Female Labor Force Participation in Turkey: Trends Determinants and Policy Framework." Report No: 48508-TR. Washington, DC: World Bank.
- \_\_\_\_\_. 2010. Turkey Country Economic Memorandum – Informality: Causes, Consequences, Policies. Washington, DC: World Bank.
- \_\_\_\_\_. 2010. Turkey Country Economic Memorandum – Sustaining High Growth after the Global Crisis: The Role of Domestic Savings, Module I: General Framework and Household Savings in Turkey.
- Yentürk, N., B. Ulengin, and A. Cimenoglu. 2009. "An Analysis of the Interaction Among Savings, Investments and Growth in Turkey." *Applied Economics* 41: 739–51.
- Yeşiltaş, S. 2009. "Financing Constraints and Investment: The Case for Manufacturing Firms." Master's thesis, Department of Economics, Bilkent University, Ankara, Turkey.
- Yılmaz, G., and R. Gönenç. 2008. "How Did Turkish Industry Respond to Increased Competitive Pressures, 1998–2007?" CBRT Working Paper No. 08/04. Ankara: Central Bank of the Republic of Turkey.
- Yilmazer, T. 2010. "The Profile and Determinants of Household Savings." Background study for the CEM. Ankara: World Bank.
- \_\_\_\_\_, F. Adaman, and M. Kaytaş. 2009. "The Impact of Financial Development on Homeownership and Housing Quality: Evidence from Turkey." Retrieved on March 1, 2010, from [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=519822](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=519822).
- Yükseler, Z., and E. Türkan. 2008. "Türkiye'de hanehalkı: İşgücü, gelir, harcama ve yoksulluk açısından analizi." 3 (455). Ankara: TÜSİAD.
- Zeldes, S.P. 1989. "Consumption and Liquidity Constraints: An Empirical Investigation." *Journal of Political Economy* 97 (2): 305–46.

# EK 1. MALİ PİYASALARIN GELİŞİMİ VE ZORUNLU TASARRUF SİSTEMLERİ: ÜLKE DENEYİMLERİ

1. Türkiye'nin tasarruf oranı uluslararası standartlarla karşılaştırıldığında düşüktür; hatta kişi başına düşen geliri daha az olan ülkelerin oranlarından dahi düşük bir seyir izlemektedir. Tablo A1'de tasarruf oranları, mali piyasa derinliği, enflasyon (belirsizlik yakın kopyası olarak), emeklilik planı türü ve seçilen gelişmiş ve orta gelir grubundaki ülkelere göre kapsamına dair bilgiler verilmektedir. İngiltere ve A.B.D hariç, daha derin mali piyasalara sahip ülkeler daha fazla tasarruf yapma eğilimindedirler. Burada verilen örnekler mali piyasa gelişiminin ve zorunlu tasarruf sistemlerinin tasarrufları nasıl geliştirdiğine dair faydalı bilgiler sağlayabilir.<sup>72</sup>

**Tablo A1. Uluslararası karşılaştırma: tasarruf, mali piyasa gelişimi, büyüme, emeklilik**

| Ülkeler    | Tasarruf Oranı (GSYH'ya oran) | Kişi Başına GSYH (ABD \$) | M2/ GSYH | Özel Sektör Kredisi (GSYH'ya oran) | Enflasyon (yıllık ortalama) | Kamu Emeklilik Harcaması (GSYH'ya oran) | Zorunlu Emeklilik Tipi | Emeklilik Sistemi | Kapsam (İşgücünün yüzdesi) |
|------------|-------------------------------|---------------------------|----------|------------------------------------|-----------------------------|---|------------------------|-------------------|----------------------------|
| Çin        | 49,6                          | 2.151                     | 142,8    | 110,5                              | 2,7                         | 2,5                                     | Kamu                   | DB                | 26.8                       |
| Singapur   | 48,3                          | 33.628                    | 104,0    | 88,2                               | 1,2                         | ...                                     | Kamu                   | PF                | 61.6                       |
| Malezya    | 42,7                          | 6.135                     | 125,4    | 107,9                              | 2,9                         | 0,3                                     | Kamu                   | PF                | 48.9                       |
| Şili       | 33,6                          | 8.682                     | 74,0     | 83,5                               | 3,6                         | 2,9                                     | Özel                   | DC                | 53.8                       |
| Tayland    | 32,3                          | 3.160                     | 105,4    | 103,0                              | 3,8                         | 0,8                                     | Kamu                   | DB                | 22.8                       |
| G. Kore    | 31,4                          | 19.637                    | 63,0     | 94,0                               | 2,5                         | 1,6                                     | Kamu                   | DB                | 49.6                       |
| Endonezya  | 29,7                          | 1.623                     | 39,1     | 25,5                               | 10,0                        | ...                                     | Kamu                   | PF                | 11.7                       |
| Avusturya  | 27,6                          | 40.187                    | 166,2    | 116,7                              | 2,0                         | 12,6                                    | Kamu                   | DB                | 93.7                       |
| Japonya    | 25,1                          | 34.680                    | 204,5    | 178,5                              | 0,0                         | 8,7                                     | Kamu                   | DB                | 95.4                       |
| Avustralya | 24,3                          | 36.997                    | 80,9     | 114,7                              | 2,8                         | 3,5                                     | Özel                   | DC                | 90.7                       |
| Meksika*   | 23,8                          | 9.039                     | 25,7     | 19,4                               | 3,9                         | 1,3                                     | Kamu ve Özel           | DB ve DC          | 30.3                       |
| Almanya    | 23,7                          | 36.570                    | 177,7    | 108,6                              | 1,8                         | 11,4                                    | Kamu                   | DB                | 86.8                       |
| Brezilya   | 19,8                          | 5.904                     | 53,8     | 39,9                               | 4,9                         | 12,6                                    | Kamu                   | DB                | 53.8                       |
| Türkiye    | 16,7                          | 7.672                     | 38,2     | 25,9                               | 8,9                         | 6,2                                     | Kamu                   | DB                | 58.6                       |
| İngiltere  | 14,4                          | 41.337                    | 112,6    | 172,9                              | 3,4                         | 5,7                                     | Kamu                   | DB                | 93.2                       |
| ABD        | 14,2                          | 44.608                    | 74,3     | 204,5                              | 3,2                         | 6,0                                     | Kamu                   | DB                | 92.2                       |

DB: Tanımlı fayda planları, emeklilik gelirlerini bireyin kazanımlarıyla doğrudan ilişkilendiren formül

DC: Tam finanse edilen planlar.

PF: Emeklilik gelirinin katkıda bulunulan miktarlara ve yatırım getirilerine bağlı olduğu kamu tarafından idare edilen fonlar.

\*Meksika zorunlu ve kamu tarafından idare edilen emeklilik sistemini aşamalı olarak sonlandırmıştır. Kamu emeklilik sistemi tanımlı faydaya dayanmakta, opsiyonel özel emeklilik sistemi ise tam finanse edilen yaklaşıma dayanmaktadır.

Not: Makro veriler 2005-2007 yıllık ortalamasıdır ve emeklilik göstergeleri kullanıma amade verilerin olduğu en son yıldan alınmıştır.

Kaynak: Makro veriler için Dünya Gelişmişlik Göstergeleri ve emeklilik verileri için de yakında çıkacak olan Emeklilikte Uluslararası Örüntüler

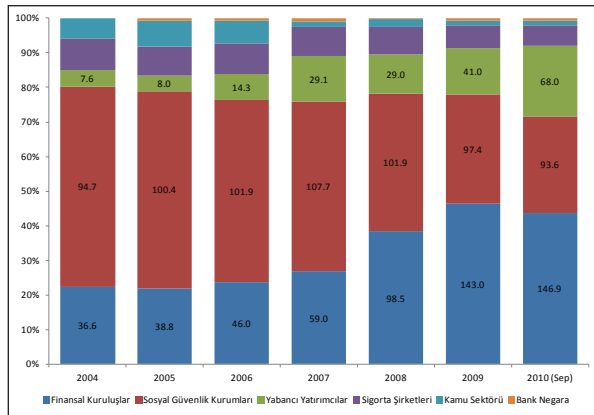
II: Dünya Geneline Olgular ve İstatistikler çalışması kullanılmıştır.

### Malezya

2. Malezya, kişi başına düşen geliri Türkiye'den az olan orta gelir grubundaki bir ülkedir. Ancak; tasarruf oranı 2005-2007 döneminde oldukça yüksek seyrederek yüzde 42,7 olmuştur. Malezya mali piyasaları son derece çeşitlilik barındırmakta, gelişmiş piyasalarla karşılaştırılabilir nitelik taşımaktadırlar. Tüketici kredilerinde ve uluslararası ticarete uzmanlaşmış büyük ve canlı bir bankacılık sektörüne sahiptir. Malezya sermaye piyasası Bursa Malaysia (menkul kıymetler borsası) ile büyük bir şirket tahvili piyasasından oluşmaktadır. Malezya, aynı zamanda, oldukça büyük bir yurtiçi yatırım fonu endüstrisine ve büyümekte olan sigorta endüstrisine sahiptir. Oldukça büyük yapıdaki yurtiçi sermaye piyasası dikkate alındığında Malezya şirketleri finansman gereklerini yerel düzeyde karşılayarak, kur ve vade uyumsuzluğunu önleme fırsatına sahip olmuşlardır. Malezya ayrıca, yurtiçi sermaye piyasalarını kısa bir süre önce yurtdışından hisse senedi çıkaran şirketlere açarak piyasasını derinleştirmiş, Malezyalı yatırımcıların yurtiçinde kullanabilecekleri enstrümanları çeşitlendirmiştir.

3. Malezya'nın yatırımcı tabanı büyük ve çeşitlilik arz eder yapıdadır. 2009 sonunda MR308.3 milyar (90.1 milyar ABD Doları), GSYH'nın yüzde 47,1'i, olarak gerçekleşmiştir (Şekil A1). Malezya'da Personel Yardım Fonu (EPF)<sup>73</sup> adı altında zorunlu tasarruf programı uygulanmaktadır. Fon 1991 yılında kurulmuştur ve 100 milyar ABD dolarını aşan varlıklarıyla dünyadaki en büyük fonlardan biridir. Katkı payı oranları çalışanlar için yüzde 11, işverenler için yüzde 12'dir. Fon merkezi olarak idare edilmekte, belli oranda ulusal ve uluslararası fon yöneticilerine yer verecek biçimde dış kaynak da kullanılmaktadır. Üyeler için yıllık temettü beyanları fonun performansına göre yapılmaktadır. Kazançlar garanti edilmemekte, ancak anapara tutarı garanti altına alınmaktadır. Yıllık temettüler yüzde 5 ila 9 arasında seyretmiştir. EPF devlet tahvillerine, hisseler ve altyapı projelerine yatırım yapmaktadır.

Şekil A1. Malezya Yatırımcı Tabanı (RM Milyar)



4. Sağlam geleneksel mali piyasaların mevcudiyetinin yanı sıra, Malezya'nın İslami ürünler piyasası da mevcuttur ve sukuk (faizsiz bono) için bir merkez haline gelmiştir. Hükümetin son otuz yılda teşvik ettiği büyük yatırımcı tabanı Malezya ekonomisinin ve mali piyasalarının gelişimini; bilhassa geleneksel ve İslami tahvil piyasaları, büyük oranda kolaylaştırmışlardır.

73 Singapur'da da benzer bir zorunlu program mevcuttur. Süreç Merkezi Yardım Sandığı (CPF) ile başlamış; gerek çalışanlar gerekse işverenler büyük oranlarda katkı sağlamıştır. Mevcut katkı payı oranları işverenler için yüzde 15,5, çalışanlar için de yüzde 20'dir. Kapsamlı zorunlu tasarruflar Devlet Yatırım Şirketi (GIC) tarafından yönetilmektedir. CPF yatırımcıları getiri garantisi sayesinde risk altında değildirler. Ayrıca; yatırımcılara çeşitli yatırım seçenekleri ve hayat sigortası sunulmakta, eğitim ve konut kredileri için sistemden para çekme fırsatı verilmektedir. CPF fon büyüklüğü ([www.cpf.gov.sg](http://www.cpf.gov.sg)) halihazırda S\$185.8 milyardır (145 milyar ABD doları).

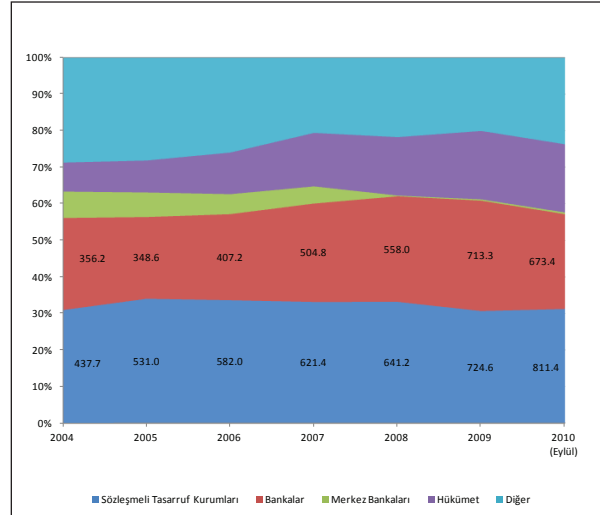
### Tayland

5. Tayland mali piyasaları 1997 Asya mali krizinden sonra radikal bir dönüşüme uğramıştır. Temmuz 1997'de hükümet ABD doları ve diğer para birimleri karşısında büyük bir devalüasyona gitmek zorunda kalmıştır. Tayland mali piyasaları, o dönemde bankacılık sistemi tarafından domine edilmekteydi. Bankalar kısa vadeli döviz cinsinden borçlanmalara aracılık yapmaktaydı ve yüksek marjla Tayland para birimi baht üzerinden kredi vermekteydiler. Bu durum ciddi bir kur ve vade uyumsuzluğu yaratmıştı. Devalüasyon neticesinde mali sistem çöktü ve birçok şirket iflas etti. Tayland'da herhangi bir kurumsal yatırımcı tabanı mevcut değildi. O dönemde devlet veya şirket tahvili piyasası mevcut değildi; herhangi bir sosyal güvenlik sistemi yoktu.

6. Şimdi ise hükümet, kamu iktisadi teşekkülleri ve şirket sektörü için temel finansman kaynağı niteliği taşıyan sağlam bir yurtiçi tahvil piyasası mevcuttur. Tayland; sözleşmesel tasarruf kurumları, mali kurumlar, yatırım fonları ve uluslararası yatırımcılardan oluşan büyük bir yatırımcı tabanına sahiptir. 2009 sonunda yatırımcı tabanı değeri 2.3 trilyon Baht (77 milyar ABD doları) olmuştur. Bu oran 2004 yılında 1,4 trilyon Baht değerindeydi (Şekil A2). En büyük segment sözleşmesel tasarruf kurumları sektörüdür (devletin emekli sandığı ve sosyal güvenlik fonu), bu sektör yatırımcı tabanının yüzde 31'ine tekabül etmektedir.

7. Malezya ve Singapur'un aksine Tayland'da üç ayaklı bir emeklilik sistemi mevcuttur. Birinci ayak özel sektör çalışanları; ikinci ayak ise devlet memurları içindir<sup>74</sup> ve bu iki ayak Yardım Sandıkları tarafından tamamlanmaktadır (üçüncü ayak). Yardım sandıkları şirketler ve kamu iktisadi teşekkülleri tarafından çalışanlarına sunulmaktadır. Üçüncü ayak kapsamında çalışanların katkısı ücretlerinin asgari yüzde 3'ü olmalıdır, ancak katkı payları ücretlerinin yüzde 15'ini geçmemektedir. İşveren katkıları da çalışanların katkısından az olmamalıdır. Çalışanlar, istifa ettiklerinde veya emekli olduklarında, toptan bir ödeme almaktadırlar. Fonun şirket ve emeklilik planı finansöründen ayrılmış olması gerekmektedir. Fonlar, genellikle, Maliye Bakanlığı'nın ruhsat verdiği büyük mali kurumların vesayetine emanet edilmektedir. Hem işverenlerin hem çalışanların yardım sandığına yapılan katkı payı ödemeleri vergiden düşürülebilir ve de fondan yapılan ödemeler vergiden muaftır. 30 Kasım 2010 itibariyle yardım sandıklarında, 10.952 şirketten, toplam 2.224.243 üye bulunmaktaydı. Toplam değer ise 566 milyar Baht (19 milyar ABD doları) olarak gerçekleşmişti.<sup>75</sup>

Şekil A2. Tayland yatırımcı tabanı (Milyar Baht)



Kaynak: Asiabondonline

74 1. Ayak zorunlu ve tanımlı faydalı yaşlılık sigortası niteliğindedir.

75 TISCO Yatırım Hizmetleri.

8. Yardım Sandıklarına ilaveten; Tayland'ın A.B.D'deki bireysel emeklilik hesaplarına (IRA) benzeyen emeklilik yatırım fonları mevcuttur (RMF). Bireyler yetkili herhangi bir mali kurumda kişisel hesap açabilirler. Öngörülen limite kadar olan katkılar vergiden düşürülebilir. RMF sistemi, yardım sandığına dahil olmayan ya da ilave katkı payı ödeme arzusunda olan çalışanlar için, Mart 2001 tarihinde kurulmuştur. Yatırımcılara fon varlıklarının dağıtımında geniş özgürlük tanınmaktadır. Bununla birlikte 55 yaşına kadar sistemden çıkışa izin verilmemektedir.

### Güney Kore

9. 1997 yılında beri Güney Kore'de yurtiçi kurumsal yatırımcı tabanının geliştirilmesi için düzenli çabalar sarf edilmektedir. Hükümet kontrolündeki sözleşmesel tasarruf kurumlarının (Ulusal Emeklilik Hizmetleri – NPS - ve diğer emeklilik fonları) ve sigorta şirketlerinin hızlı gelişimi neticesinde tahvil piyasası için sağlam bir yatırımcı tabanı oluşmuştur. 2009 sonunda yatırımcı tabanı büyüklüğü 420,2 trilyon KW olmuştur (Tablo A2). En büyük yurtiçi yatırımcısı olan Ulusal Emeklilik Hizmetleri'nin büyüklüğü 2002'de 65 trilyon KW iken; büyük bir artışla 2010'da 317 trilyon KW'ye çıkmıştır (281 milyar ABD doları). NPS, şu ana kadar, oldukça muhafazakar bir yapı arz ederek, varlıklarının yüzde yetmiş ikisini sabit getirili menkul kıymetlere – esasen devlet tahvilleri – yatırmıştır. Şirket tahvillerine yatırım yüzde 5'in altında gerçekleşmiştir. Sigorta endüstrisi Kore'deki en büyük ikinci yatırımcıdır ve hızlı bir büyüme sergilemiştir.

**Tablo A2. Kore Yatırımcı Tabanı (Milyar KW)**

|                               | 2004    | 2005    | 2006    | 2007    | 2008    | 2009    | 2010<br>(Haziran) |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------------|
| Sözleşmeli Tasarruf Kurumları | 57.206  | 66.625  | 75.976  | 78.879  | 81.946  | 94.282  | 102.242           |
| Hükümet                       | 64.849  | 80.019  | 88.207  | 88.493  | 110.473 | 126.599 | 124.421           |
| Bankalar                      | 68.388  | 72.535  | 77.085  | 71.317  | 76.401  | 83.201  | 86.891            |
| Merkez Bankaları              | 2.941   | 5.342   | 8.102   | 10.586  | 11.992  | 12.907  | 13.852            |
| Diğer                         | 61.212  | 58.254  | 63.338  | 74.810  | 77.663  | 103.291 | 131.562           |
| Toplam                        | 254.596 | 282.775 | 312.708 | 324.085 | 358.475 | 420.280 | 458.968           |
| Kaynak: Asiabondonline        |         |         |         |         |         |         |                   |

10. NPS, A.B.D'deki sosyal güvenlik sistemine benzer, tanımlı bir fayda programıdır. Hem işveren hem de çalışan, gelirin yüzde 4,5'i veya toplam yüzde 9'luk katkı payı ödemektedirler. Bireysel veya serbest meslek sahiplerinin katkı payları da yüzde 9'dur. NPS emekli aylığını, sağlık sigortasını, iş sigortasını ve iş kazaları tazminatını kapsamaktadır. Fon; yaşlılık, maluliyet ve ölüm gibi bir dizi sosyal risklere karşı uygun bir gelir koruma sistemi işlevi taşıyacak biçimde tasarlanmıştır. Sistemde sigortalı bireyin, sigorta dönemi boyunca kazandığı gelirin mevcut değeri yeniden hesaplanmakta; emekli aylığı ödemelerinin gerçek değeri de fiyat temelli değişken ölçek endekslemesiyle, emekli aylığı miktarı belirlendikten sonra dahi, garanti altına alınmaktadır. Kore'de ikamet eden ve çalışan 18-59 yaş arası yabancılar da ulusal emeklilik sisteminin zorunlu kapsamına dahildirler.

**11.** NPS sağlam bir yönetim yapısına sahiptir. Sağlık, Refah ve Aileden Sorumlu Bakanlık; Ulusal Emeklilik Kanunu uyarınca NPS fonunun gözetmektedir. Politika konularında onay yetkisi, en üst düzey karar alma organı olan Ulusal Emeklilik Fonu Yönetim Komitesi'ne aittir. Fon Yönetim Komitesi farklı profesyonel kesimlerden 20 üyeden oluşmaktadır. NPS fonu yatırım profesyonelleri tarafından yönetilmektedir. NPS, varlıklarının bir kısmını ulusal ve uluslararası fon yöneticilerini görevlendirmek için kullanmaktadır. 1988'deki başlangıcından bu yana NPS sürekli olarak pozitif getiri sağlamıştır.



