

## FINANSAL SERBESTLEŞME SONRASI TÜRKİYE EKONOMİSİ

Sevinç MIHÇI

(Dr., Hacettepe Üniversitesi, İktisat Bölümü, 06532, ANKARA)

### Özet:

Türkiye ekonomisinde 1980 sonrası uygulamaya konan finansal serbestleşme kaçınılmaz olarak yapısal değişikliklere neden olmuştur. Yapısal değişikliklerin bir bölümü reel faizlerin pozitif oranlara yükselmesi, finansal fonların özellikle mevduatlar bağlamında artması şeklinde kendini göstermiştir. Artan finansal fonlara yurtiçi özel sektör tasarruflarındaki artışın yanısıra, yabancı sermaye girişleri yoluyla kullanılabilen yurtdışı tasarruflar da kaynaklık etmiştir. Zenginleşen finansal fonların kullanımı ise krediler yoluyla yatırımları finanse etmekten çok kamu kağıtları alımı yoluyla kamu açıklarını kapatma amacına hizmet etmiştir. Dolayısıyla finansal serbestleşme sürecinin sonucu olarak her ne kadar finansal varlıklar artmışsa da, bu artışın yatırımlar üzerinde hedeflenen olumlu yansımaları çok sınırlı bir düzeyde kalmıştır.

### Abstract:

#### Turkish Economy, After the Financial Liberalization

Structural changes in different aspects of Turkish economy have been realized since the financial liberalization measurements were put into action at the beginning of the 1980's. Among the eminent features of structural change are positive real interest rates, increasing financial funds and deepening especially in terms of enhanced volume of deposits. Either getting enlarged private saving ratio or the foreign savings, which became available by the help of liberalized capital movements, has been the key elements for the stimulated financial deepening. Enriched financial funds have been used mainly for financing sizeable government sector deficits, instead of financing investments by means of credits.

**Anahtar Sözcükler:** Finansal serbestleşme, finansal derinleşme, mevduat, tasarruf, yatırım.

**Keywords:** Financial liberalization, financial deepening, deposits, savings, investments.

## GİRİŞ

1970'lerde birçok gelişmekte olan ülkede yaşanan iktisadi bunalım ve borç krizleri, yaygın olarak uygulamada bulunan korumacı ve müdahaleci politikaların eleştirilmesine, aynı zamanda iktisadi serbestleşmeyi iktisadi gelişme ile özdeş tutan görüşlerin yaygınlık kazanmasına ve bu görüşlerin uluslararası finans kuruluşlarının politika önerilerinde en üst sıralarda tartışılmasına neden olmuştur. Bu çerçevede dış borçlarını ödemekte güçlük çeken ve dış kaynak bulmakta zorlanan ülkelere yurtiçi finansal kaynakların artırılması ve etkin kullanılması, bunalım ve durgunluktan çıkılması için en uygun yöntem olarak finansal serbestleşme sunulmuştur. Ayrıca, finansal serbestleşme diğer iktisadi faaliyetlerin serbestleşmesinden beklenen olumlu sonuçların gerçekleşmesini desteklemek amacıyla da gündeme gelmiştir.

Finansal serbestleşme önerilerine temel hazırlayan en önemli hipotezlerden biri McKinnon ve Shaw hipotezidir. McKinnon ve Shaw'a göre para ve sermaye malları özellikle sermaye piyasalarının pek fazla etkin olmadığı gelişmekte olan ülkelerde, ikame değil tamamlayıcı özelliklere sahiptir. Gelişmekte olan ülkelere tasarruf sahipleri ile yatırımcılar aynı kişiler olabileceği için artan reel balans talebi ya da finansal tasarruflar eninde sonunda yatırıma dönüşecektir. Dolayısıyla, artan reel balans talebi veya tasarruflar yatırımların artacağına bir göstergesidir. McKinnon ve Shaw, bu varsayımlar altında, gelişmekte olan ülkelere yatırımları ve büyümeyi hızlandırmak için önerilebilecek politikanın reel balans talebini ve tasarrufları arttıracak, finansal serbestleşmeyle gündeme gelecek reel faiz oranlarındaki artış olduğunu savunmaktadırlar.

Finansal serbestleşmeyi ve bunun uzantısı olan finansal derinleşmeyi yalnızca pozitif reel faiz oranlarının yaratacağı etkiler çerçevesinde değerlendirmeyen, yeni etkileri tanıtan ve endojen büyüme teorilerine dayanan çalışmalar finansal gelişme ve büyüme tartışmalarına 1990'lardan itibaren yeni boyutlar getirmiştir. Bu tartışmaların odağı finans piyasalarının sunduğu özgün hizmetlerdir. Büyüme göstergelerini pozitif yönde değiştireceği savunulan finansal sistemin sunduğu en önemli hizmetler, finansal işlemlerde, yatırımlarda riski dağıtmak ve bölüşmek olarak tanımlanırken; finansal kaynakların toplulaştırılması da büyüme göstergelerini iyileştiren dikkate değer işlemler arasında sayılmaktadır. Finansal sistemin sunduğu bu hizmetler nedeniyle hem yatırımların, hem tasarrufların yatırıma dönüşme oranının, hem de yatırımların verimliliğinin artacağı dolayısıyla iktisadi büyümenin hızlanabileceği savunulmaktadır.

Ekonomik konjonktürden de etkilenecek Türkiye de 1980 sonrasında diğer ekonomik alanlarda gerçekleştirdiği politika değişikliklerinin yanı sıra finansal serbestleşmeyi amaçlayan politikaları hayata geçiren ülkeler arasında katılmıştır. Kalkınma stratejisinde köklü değişiklikleri öngören bu politika değişikliklerinin kaçınılmaz olarak makroekonomik yansımaları olmuştur. Bu bağlamda çalışmamızın amacı, ülkemizdeki finansal serbestleşme deneyimini gerek kurumsal ve yasal değişiklikler, gerekse makroekonomik etkiler açısından incelemek olacaktır. Amacımız doğrultusunda, finansal serbestleşmenin, yurtiçi finansal fonların zenginleşmesi ve etkin kullanılması için uygulanabilecek bir politika olduğu önermesinden yola çıkarak yurtiçindeki fonların oluşma süreçlerini, hareketlerini, bu fonların hangi finansal araçlar yoluyla hangi kesimlere aktarıldığını irdelemeye çalışacağız. Daha açık bir ifade ile, özel sektörün borç verilebilir fonlarındaki hareketleri, bu fonlardaki hareketlerin finansal varlıklara olan taleplerdeki yansımalarını ve Türkiye'deki en önemli finansal kurum olan bankalarda toplanan fonların nasıl kullanıldığını, hangi kesimlere aktarıldığını incelemeyi hedeflemekteyiz. Çalışmanın ilerleyen kısımlarında ise finans piyasalarındaki gelişmelerin yatırım davranışlarındaki yansımalarını gözlemlemeye çalışacağız.

## 1. TÜRKİYE'DE FİNANSAL SERBESTLEŞME VE ETKİLERİ

Türkiye'de finansal serbestleşme bir çok alanda yapısal değişikliğe neden olmuştur. Bu alanlar, kısaca, reel faizler ve mevduat miktarlarındaki değişiklikler, kamu ve özel sektör kağıtları stoğundaki değişiklikler, özellikle bankaların finansal kaynaklarını kullanım yollarındaki gelişmeler ve bunların beraberinde gelişen tasarruf ve yatırım eğilimlerindeki değişiklikler olarak özetlenebilir.

### 1.1. Reel Mevduat Faizleri, Mevduatlardaki Gelişmeler ve Finansal Derinleşme

Türkiye'deki finansal serbestleşmenin yapısal değişiklik olarak nitelenebilecek en önemli etkilerinden birisi, hiç şüphesiz reel mevduat faizlerinin pozitif hale dönüşmesidir. 1970'lerde ortalama %10'larda seyreden oran, 1980'lerde ortalama %3'ler düzeyinde kalırken, 1990'larda ortalama %2 oranında gerçekleşmiştir (Tablo 1).

Türkiye'de finansal serbestleşme yönünde yaşanan ilk deneyim Temmuz 1980'de mevduat, kredi faizlerinin serbestleşmesi ve mevduat sertifikalarının çıkarılmasına izin verilmesidir.

Ancak, serbest faiz politikası, 1982 yılında finans piyasalarında yaşanan, banker krizi olarak da bilinen, finansal kriz nedeniyle sekteye uğramış ve 1983 yılında piyasalarda faiz oranlarına müdahale edilmesini gerektirmiştir. 1983-87 döneminde reel faiz oranları Merkez Bankası tarafından belirlenmiş, buna karşın, genel olarak pozitif reel faizleri gerçekleştirmiştir (Tablo 1).

1988-91 dönemi ise, reel faiz oranlarına çeşitli aralıklarla gündeme gelen müdahalelerle geçmiştir. Bu dönemde yüksek enflasyon oranlarının da etkisiyle reel faiz oranları negatif değerler almıştır. 1991 yılında ise, mevduat faizlerinin serbest bırakılmasının etkisiyle bir yıllık ve altı aylık reel mevduat faizleri yükselerek pozitif değerlere ulaşmıştır. Reel mevduat faizlerinin pozitif olma eğilimi 1994 yılındaki finansal krize kadar devam etmiştir (Tablo 1).

1994-96 döneminde artan nominal faizlere rağmen, yüksek enflasyondan dolayı yıllık ortalama reel mevduat faizleri negatif olmuştur (Tablo 1). 1996-99 yılları ise, reel mevduat faizlerinin yeniden yükselip pozitif değerlere ulaştığı yıllar olmuştur (Tablo 1).<sup>1</sup> 1996-99 öneminin ilk yıllarında yüksek kamu açıklarıyla birlikte gündeme gelen kamu kağıtlarının reel faizlerinin yüksekliği, dönemin son yıllarına doğru ise yurtdışına hızlı sermaye çıkışları ve bunun uzantısı olan likidite sıkışıklığı, bu dönemdeki pozitif reel mevduat faizlerinin en önemli nedenleri olarak göze çarpmaktadır.

Dolayısıyla, finansal serbestleşme döneminin (1981-1999) büyük bir bölümünde, kriz yılları hariç, genel eğilimin pozitif reel mevduat faizleri olduğunu söylemek yanlış olmaz.

Finansal serbestleşme sonrasında finans piyasalarında diğer bir değişiklik ise, finansal gelişmenin hızlanması ve finansal derinleşmenin artmaya başlamasıdır. Finansal gelişmeyi tek tek mali varlıkların GSYİH içindeki paylarına bakarak değerlendirmenin bir yöntem olabileceği düşüncesiyle, toplam mevduatlara baktığımızda bu payın 1970'lerde ortalama %16'ya eşitken; 1980'lerde %20' lere, 1990-97 döneminde ise %24'lere ulaştığını görmekteyiz (Tablo 2). Burada dikkati çeken nokta, 1980'lerde ortalama mevduat faizlerinin 1990'lara oranla daha yüksek olmasına rağmen, toplam mevduatların GSMH içindeki payının 1990'larda daha yüksek olmasıdır. Dolayısıyla, toplam mevduatların sadece reel faiz oranlarına duyarlı olmadığı bir gerçek olarak karşımıza çıkmaktadır. 1984 yılından başlayarak yerleşiklerin yabancı para mevduatlarına sahip olabilmeleri nedeniyle, ülkedeki belirsizlik ve yüksek enflasyondan korunmak isteyen yatırımcı, özellikle konvertibilite sonrası, döviz hesaplarına olan talebi artırıp TL'den kaçarken, toplam mevduatları da arttırmıştır.

Tablo 1: Temel Makroekonomik Göstergeler 1970-1997

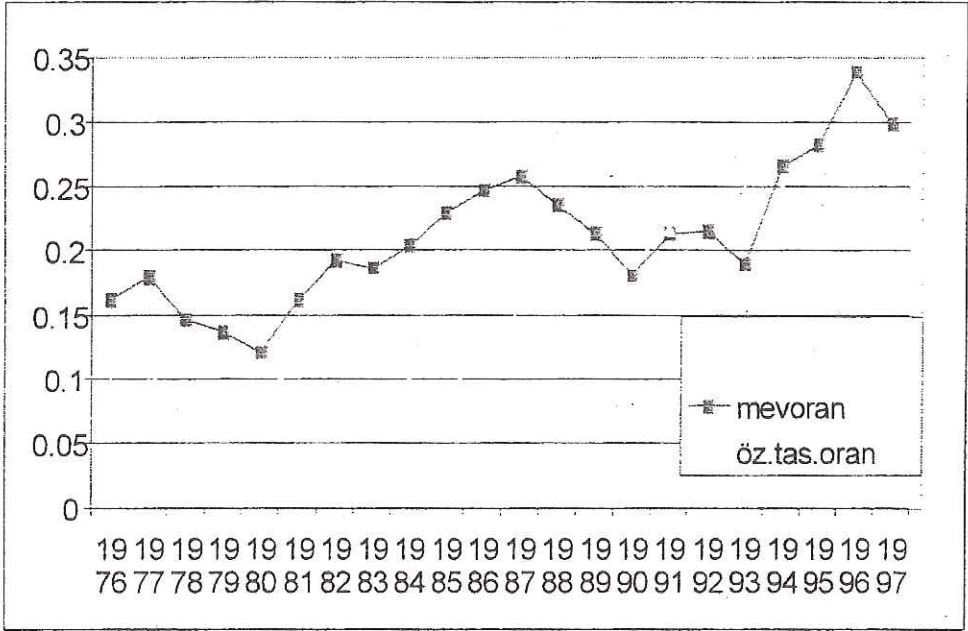
	1970	71	72	73	74	75	76	77	78	79	80	81	82	83
Reel mevduat faizi (yıllık)	0.008	-0.094	-0.041	-0.078	-0.081	-0.089	-0.063	-0.148	-0.239	-0.236	-0.383	0.127	0.231	0.104
Enflasyon oranı	8.130	16.500	13.700	16.000	18.600	19.700	16.300	27.900	47.200	56.800	115.600	33.100	21.900	31.400
Tasarruf /GSMH	0.221	0.208	0.214	0.215	0.196	0.196	0.205	0.184	0.170	0.157	0.160	0.183	0.171	0.165
Özel tasarruf/GSMH							0.094	0.085	0.121	0.110	0.105	0.095	0.076	0.084
Kamusal tasarruf/GSMH							0.081	0.076	0.062	0.060	0.054	0.091	0.083	0.078
Özel yatırım/GSMH	0.140	0.139	0.159	0.158	0.143	0.146	0.167	0.171	0.161	0.136	0.130	0.107	0.109	0.113
Kamusal yatırım/GSMH	0.039	0.032	0.033	0.033	0.035	0.079	0.891	0.100	0.084	0.079	0.087	0.090	0.081	0.087
Toplam mevduat/GSMH	0.158	0.167	0.180	0.182	0.167	0.169	0.163	0.180	0.146	0.136	0.121	0.162	0.193	0.187
Kamusal mevduat/GSMH	0.037	0.028	0.033	0.033	0.029	0.030	0.035	0.037	0.032	0.031	0.026	0.018	0.015	0.016
Kamusal mevduat/banka/GSMH	0.008	0.012	0.014	0.008	0.006	0.006	0.011	0.015	0.013	0.010	0.010	0.013	0.017	0.014
Özel mevduat stok/GSMH	0.006	0.008	0.009	0.013	0.013	0.013	0.014	0.016	0.013	0.011	0.014	0.014	0.022	0.021
Toplam kamusal mevduat/GSMH	0.045	0.040	0.047	0.045	0.036	0.036	0.046	0.052	0.045	0.041	0.036	0.031	0.032	0.030
Kredi kamusal/GSMH	0.026	0.030	0.032	0.037	0.036	0.039	0.039	0.037	0.027	0.027	0.029	0.020	0.016	0.015
Kredi özel/GSMH	0.158	0.144	0.160	0.166	0.158	0.176	0.166	0.201	0.158	0.132	0.123	0.145	0.155	0.157
Kişi başına gelir büyüme oranı	0.023	0.064	0.040	0.018	0.058	0.060	0.055	0.022	0.007	-0.029	-0.028	0.021	0.022	0.012

Tablo1 (devam)

	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97
Reel mevduat faizi (yıllık)	-0.023	0.070	0.100	0.080	0.059	-0.028	-0.006	0.040	0.024	0.052	-0.052	-0.007	0.074	0.057
Enflasyon oranı	48.400	44.900	34.600	38.900	73.700	63.300	60.300	66.000	70.100	66.100	106.300	93.600	80.400	85.700
Tasaruf /GSMH	0.165	0.189	0.219	0.239	0.272	0.221	0.220	0.224	0.216	0.219	0.231	0.215	0.200	0.201
Özel tasarruf/GSMH	0.096	0.091	0.113	0.156	0.175	0.171	0.191	0.217	0.230	0.245	0.248	0.219	0.219	
Kamu tasarruf/GSMH	0.069	0.098	0.106	0.085	0.088	0.063	0.046	0.007	-0.014	-0.027	-0.018	-0.004	-0.019	
Özel yatırım/GSMH	0.113	0.109	0.126	0.146	0.172	0.149	0.156	0.161	0.160	0.191	0.196	0.198	0.199	0.196
Kamu yatırım/GSMH	0.080	0.091	0.100	0.099	0.088	0.075	0.069	0.075	0.073	0.072	0.049	0.042	0.051	0.058
Toplam mevduat/GSYİH	0.204	0.230	0.246	0.258	0.236	0.213	0.181	0.213	0.215	0.190	0.266	0.282	0.338	0.334
Kamu menkul (özel)/GSYİH	0.010	0.007	0.017	0.019	0.015	0.020	0.024	0.023	0.075	0.090	0.102	0.120	0.129	0.142
Kamu menkul(banka)/GSYİH	0.031	0.041	0.044	0.053	0.052	0.048	0.040	0.048	0.047	0.046	0.043	0.038	0.070	0.064
Özel menkul stok/GSYİH	0.020	0.017	0.022	0.028	0.030	0.035	0.041	0.055	0.055	0.056	0.034	0.039	0.031	
Toplam kamu menkul/GSYİH	0.042	0.048	0.061	0.072	0.067	0.068	0.065	0.071	0.123	0.135	0.146	0.158	0.199	0.206
Kredi kamu/GSYİH	0.010	0.020	0.031	0.039	0.033	0.025	0.025	0.022	0.015	0.014	0.012	0.008	0.006	0.009
Kredi özel/GSYİH	0.139	0.139	0.166	0.177	0.147	0.135	0.140	0.136	0.153	0.156	0.135	0.168	0.212	0.241
Kişi başına gelir büyüme oranı	0.031	0.025	0.060	0.051	0.017	-0.010	0.068	-0.014	0.028	0.053	-0.067	0.056	0.052	

Kaynak: TCMB, DPT, SPK.

Mevduatlardaki hareketleri daha detaylı incelediğimizde, örneğin mevduat artışlarının kaynaklarına baktığımızda, dönemin ilk yıllarında ani mevduat artışlarının tasarruf artışlarıyla desteklenmemiş olduğu görülmüş, dolayısıyla mevduat artışlarının gayri resmi piyasalardan ve gömülemelerden resmi piyasalara kaynak aktarımı yoluyla gerçekleştiği düşüncesi akla gelmiştir (Grafik 1).



Grafik 1: Toplam Mevduatlar/GSYİH, Özel Tasarruf/GSMH

Dönemin ilk yılında gerçekleşen mevduatlardaki olumlu yönde hareketlenme, 1982 yılı sonunda bankerlerin ve bir kaç küçük bankanın iflas kararı alması noktasına kadar varan, finansal krizle sekteye uğramıştır. Dolayısıyla, 1983 yılında mevduatlar azalmıştır. Buna karşın, 1984 yılında finans piyasalarında yapılan yeni düzenlemeler doğrultusunda, bütün banka mevduat faiz gelirlerinden alınan verginin %20'den %10'a düşürülmesiyle mevduatlar tekrar pozitif yönde hareketlenmiştir (Bayazıtöğlü, Ersel ve Öztürk 1991: 3). 1985 yılından itibaren mevduatlardaki artış yönündeki hareketlenme mevduatların bileşenindeki değişikliklerle desteklenmiş, TL mevduatlarından döviz mevduatlarına doğru yönelme gözlenmeye başlamıştır (Tablo 1). Mevduatlardaki söz konusu eğilim 1988 yılına kadar sürmüştür. 1988 yılında, toplam mevduatların GSYİH içindeki payı, bir yandan düşen reel mevduat

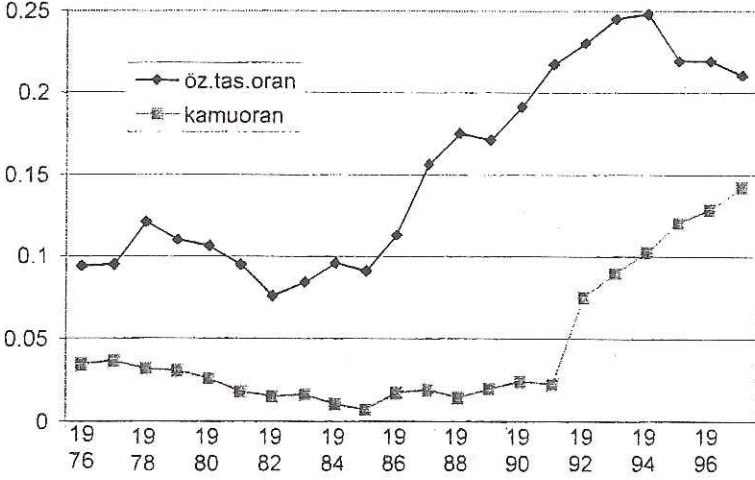
faizleri, bir yandan da uygulanan sıkı para politikaları nedeniyle azalmıştır. 1989 yılından itibaren Türk parasının aşırı değerlenmesi de söz konusu olunca hem döviz mevduatlarının hem de TL mevduatlarının GSYİH içindeki payı düşerek toplam mevduatların GSYİH içindeki payı azalmıştır (Tablo 1).<sup>2</sup> Söz konusu süreç 1991 yılına kadar devam etmiştir. 1991 yılında reel faiz oranları artmış ve Türk parasının diğer paralar karşısında reel olarak değer kazanma süreci sona ermiştir. Bu gelişmeler özellikle yabancı para mevduatlarında önemli bir artışa neden olurken, TL mevduatlarının da reel olarak artmasını sağlamıştır. Sonuçta toplam mevduatların GSYİH içindeki payı yaklaşık 3 puan artmıştır (Tablo 1). Mevduatların GSMH içindeki payındaki artış, 1993 yılı hariç 1997 yılına kadar sürmüştür. 1997 yılındaki toplam mevduat oranındaki azalışa karşın 1998 ve 1999 yılında özellikle TL mevduatlarının GSMH içindeki payı artmıştır.<sup>3</sup> 1998 yılında mevduatlardaki bu hareket reel mevduat faizlerinin artmasına ve 1998 Ağustos'unda yaşanan Rusya krizi nedeniyle, hisse senetleri de dahil olmak üzere, alternatif yatırım araçlarının getirilerindeki düşmeye bağlanabilir.

Sonuç olarak, finansal serbestleşme sonrası toplam mevduatların GSYİH içindeki payının genel eğilimi sıkı para politikası ve Türk parasının aşırı değerlenmesinin gündeme geldiği 1988-91 dönemi ve kriz yılları hariç artış yönünde olmuştur.

### 1.2. Bankalar Dışındaki Özel Sektörün Kamu ve Özel Sektör Kağıtlarına Olan Taleplerindeki Gelişmeler

Finansal derinleşme bağlamında yatırımcıların tasarruflarını değerlendirebilecekleri bir diğer finansal varlık olan kamu kağıtları stoğunun, bankalar kesimi dışındaki özel sektörün elinde bulunan kısmının GSYİH içindeki payına bakıldığında, bu payın 1970'lerde yüzde 3 oranında iken 1980'lerde %1.6'ya kadar düştüğü; buna karşın 1990'larda %9'lara yaklaştığı görülmektedir (Tablo 2). Bankalar dışı özel sektörün kamu kağıtları talebinin özellikle 1990'larda yükselmesinde, bu kağıtların reel getirilerinin 1990'larda daha yüksek olmasının yanında, bu tarihlerde dövize, TÜFE ve TEFEE'ye endeksli kağıtların çıkmasıyla birlikte, bankaların repo ve ters repo işlemlerinde bulunmaya başlamaları da etkili olmuştur.





**Grafik 2:** Özel Tasarruf/GSMH, Özel Sektör Kamu Kağıdı Talebi/GSYİH

Finansal serbestleşme sonrasında, bankalar dışındaki özel sektörün kamu kağıtları talebindeki kayda değer ilk artış 1986 yılında gerçekleşmiştir. Banka dışı özel sektörün elinde bulunan kamu kağıtları stoğunun GSYİH'ya oranı 0.007'den 0.017'çıkmiştir (Tablo1). 1986 yılında ihraç edilen gelir ortaklığı senetlerinin GSMH içindeki payının ani yükselişi, söz konusu talep artışında etkili olmuştur.<sup>4</sup> Benzer şekilde, 1987 yılında bankacılık sektörü dışındaki özel sektörün kamu kağıtlarına olan talebi artmıştır. Bu talep artışında, bu yıl ilk kez piyasaya dövize endeksli kamu kağıtlarının sürülmesi etkili olmuştur. 1992 yılına kadar bankacılık sektörü dışındaki özel sektörün sahip olduğu kamu kağıtlarının GSYİH içindeki payı yaklaşık olarak aynı kalmıştır (Tablo 1).

1992 yılında bankacılık kesimi dışındaki özel sektörün kamu kağıtları talebinde bir sıçrama olmuş; ve bu sektörün elinde bulunan kamu kağıtları stoğunun GSYİH içindeki payı yaklaşık %2.3'ten %7.5'a çıkmıştır (Tablo 1). Bu gelişmede etkili olan faktörlerden bazıları bu yıl finans piyasalarında işlerlik kazanan yeni araçlardır. Bu araçlardan biri Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler ihracı, diğeri ise bankaların kamu kağıtlarını geri almak vaadi ile satmalarını sağlayan repo işlemleri olmuştur. Bu bağlamda aynı yıl, yeni hükümetin dövizleri ve faiz oranlarını düşük tutma eğilimi de kamu kağıtları talebini arttırmıştır. 1992 yılında bankacılık kesimi dışındaki özel sektörün kamu kağıtlarına talebindeki ani sıçramayla başlayan bu eğilim tasarruf eğilimlerinin artmasıyla ve kamu kağıtlarına verilen rekor düzeylerdeki faiz oranları nedeniyle günümüze kadar sürmüştür (Tablo 1).

Dolayısıyla finansal serbestleşmenin etkisiyle özellikle 1986 yılından başlayarak ve 1992 yılında yaşanan talep sıçrayışla desteklenerek, kamu kağıtları bankacılık sektörü dışındaki özel sektörün portföyünde önemli bir yer edinmiştir.

Alternatif yatırım araçlarından hisse senedleri stoklarına bakıldığında, 1986 yılında İMKB'nin işlerlik kazanması ve bankaların menkul kıymet yatırım fonları oluşturmaya başlamaları ile birlikte, hisse senedi stoklarının GSYİH içindeki payı 1970'lerdeki %1'lik düzeyinden 1980'lerde %2'lere, 1990'larda ise %4.5'lara ulaştığı görülmektedir. Fakat bu oran, kamu kağıtlarının ve mevduatların oranlarıyla karşılaştırıldığında oldukça düşüktür (Tablo 1). Nitekim Demirgüç-Kunt ve Levine (1996)'in 41 ülkeyi 1986-93 yılları arasındaki hisse senedi piyasalarının genişliğini gösteren 'piyasa değerleri oran'larının<sup>5</sup> ortalamasına göre sıralayan çalışmalarında Türkiye 37. sırada yer almaktadır.

**Tablo 2:** Temel Finansal Makroekonomik Göstergeler, 1970-1996

	1970-80	1980-90	1990-96
Toplam Mevduat/GSYİH	0,164729	0,205056	0,248124
Kamu Menkul (özel) /GSYİH	0,032662	0,016299	0,088213
Öz. Sek. Menkul Stok/GSYİH	0,011667	0,022353	0,044276
Kamu Menkul(banka)/GSYİH	0,010382	0,032426	0,049614
Kredi Kamu/GSYİH	0,033038	0,023774	0,01382
Kredi Özel/GSYİH	0,163866	0,148291	0,168029
Tasarruf /GSMH	0,2	0,19	0,21
Özel Tasarruf/GSMH		0,116	0,22
Kamu Tasarruf/GSMH		0,81	-0,41429
Özel Yatırım/GSYİH	0,15	0,128	0,16
Kamu Yatırım/GSYİH	0,075	0,088	0,061
Reel Mevduat Faizi (yıllık)	-0,103	0,03353	0,022
Toplam Kamu Menkul/GSYİH	0,043044	0,048725	0,137827
Kişi Başına Gelir Büyüme	0,032831	0,019968	0,02482
Enflasyon Oranı	24,083	50,58	67,29

Türkiye'yi 37. sıraya yerleştiren oran 0.08'dir. Bu oran 1986-97 döneminde 0.15'e yükselmiştir ve 1997 oranı 0.43'tür. Özellikle 1990'larda konvertibilite ile birlikte yurtdışı tasarrufların finansal araçlara olan talepte etkili olması bu oranın yükselmesinde özellikle etkili olmuştur. Dolayısıyla, Türkiye'de hisse senedi piyasasının henüz yeterince gelişmediği; ancak hızla gelişmekte olduğu doğrultusunda bir değerlendirme hatalı olmayacaktır.

### 1.3. Finansal Derinleşme Göstergelerindeki Gelişmeler

Sonuç olarak, finansal serbestleşme sonrasında Türkiye'de finansal derinlik, finansal varlıkların GSYİH içindeki payları anlamında artmıştır. Bu artışta en önemli role bankaların sahip olduğu dikkati çekmektedir. Diğer bir deyişle, mevduatların GSYİH içindeki payının alternatif mali varlıkların payına göre oldukça yüksek olması gözden kaçmamaktadır (Tablo 2). Ayrıca, kamu menkul kıymetlerine olan talebin özel sektör menkul kıymetlerine olan talebe göre oldukça yüksek olması, bankacılık kesimi dışındaki özel sektörün menkul kıymet portföyünün önemli bir özelliği olarak kendini göstermektedir.

Yazında finansal aracılık sisteminin, özellikle bankacılık kesiminin, genel gelişmişliğini göstermesi amacıyla oluşturulan finansal derinlik indeksi DEPTH'in<sup>6</sup> Türkiye'deki değerinin eğilimine bakıldığında, 1970'lerde 0.22 civarlarındayken, 1980-85 döneminde 0.23, 1985-90 döneminde 0.29; buna karşın, 1990-95 döneminde 0.26 ve 1996-97 döneminde 0.34'lere ulaştığı görülmektedir. 1985'e kadar olan değerlerin Arjantin, Şili, Endonezya'nın yaklaşık aynı dönemlerde sahip olduğu değerlere yakın olduğu gözlenirken, 1995 sonrası değerlerin Kore'nin finansal serbestleşme sonrası dönem olan 1983-85 yılları değerlerine yaklaştığı görülmektedir (Tablo 3). Buna karşın, Demirgüç-Kunt ve Levine (1996)'in 1986-93 yılları arası için gelişmiş ülkelerinde bulunduğu 44 ülkeden oluşan grupta, ülkeler M3/GSYİH oranlarına, yani bir başka finansal derinleşme göstergesine göre sıralandıklarında, Türkiye 39. sırada bulunmaktadır. Sonuç olarak, Türkiye'de finansal aracılığın ya da finans piyasalarının 1980 sonrasında gelişmeye başladığını söylemek yanlış olmaz; fakat özellikle gelişmiş ülkeler çerçevesinde bakıldığında gelişme düzeyinin yeterli olmadığı anlaşılmaktadır. Buna karşın, 1995 sonrası finansal göstergelerdeki sıçramaları gözönüne alındığında, Türkiye'nin sıralamada yukarı çıkmış olması beklenebilir.

Ayrıca yazında finansal derinleşme göstergesi olarak kullanılan bir başka endeks BANK'ın Türkiye ekonomisindeki genel eğilimi çalışmamızda inceleme konusu olmuştur. BANK, Merkez Bankası dışındaki bankacılık sisteminin elinde tuttuğu yurtiçi varlıkların, bu varlıklarla Merkez Bankası'nın

elinde bulunan yurtiçi varlıkların toplamına bölümü ile elde edilen bir endekstir. Kısacası, BANK finansal sektördeki gelişimde Merkez Bankası dışındaki bankacılık sektörünün rolünü göstermeyi amaçlamaktadır. Bu endeksin Türkiye ekonomisindeki gelişimi DEPTH endeksindeki gelişimden biraz daha farklıdır. Bu endeksteeki artış yönündeki hareketlenme ancak 1990'ların başında kendini göstermeye başlamıştır. Benzer ülkelerin finansal serbestleşmenin ilk dönemlerde ulaştığı oranlara Türkiye ekonomisi finansal serbestleşme deneyiminin daha ileriki yılları olan 1990'larda ulaşmıştır (Tablo 3). Bu gelişmelerdeki en önemli etken, Merkez Bankası'nın 1990'ların başında uygulamaya koyduğu para programı ile yurtiçi varlıkların miktarını kontrol etme ve bu bağlamda parasal genişlemede Merkez Bankası'nın rolünü azaltma hedefleridir. Dolayısıyla, ancak 1990'lardan sonra finansal derinleşmede bankacılık sektörü daha aktif bir rol alabilme şansına sahip olmuştur.

**Tablo 3: Çeşitli Ülkeler İçin Finansal Gelişme Göstergeleri**

ÜLKE	DEPTH	BANK
Arjantin		
1974-76	0.22	0.41
1978-80	0.21	0.81
Şili		
1970-73	0.18	....
1977-81	0.17	0.45
Endonezya		
1978-82	0.15	0.53
1984-89	0.19	0.63
Kore		
1978-80	0.30	0.75
1983-85	0.36	0.80
Türkiye		
1970-75	0.227471	0.73
1976-79	0.215218	0.60
1980-85	0.235846	0.52
1986-89	0.297425	0.59
1990-95	0.266617	0.72
1996-97	0.34663	0.94

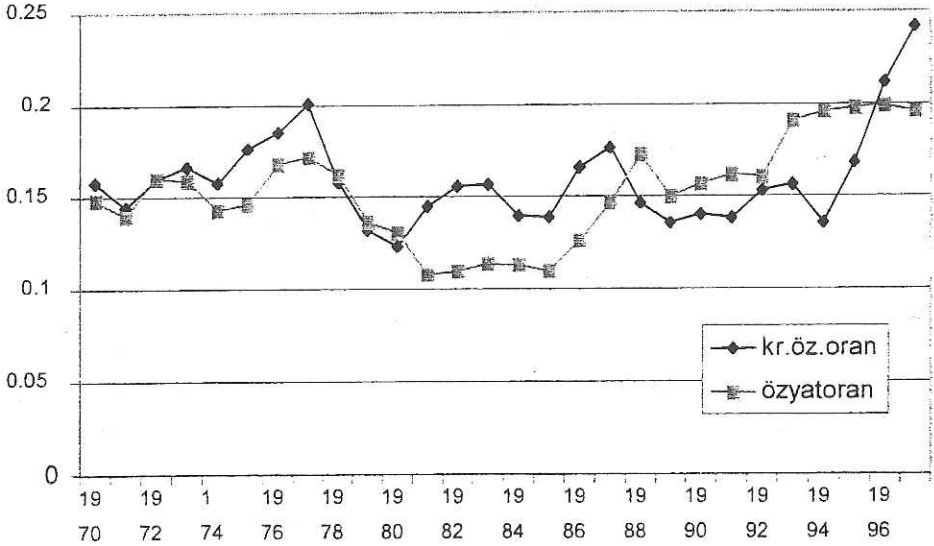
**Kaynak:** King ve Levine (1993), TCMB, DİE, DPT.

Bu noktaya kadar incelediğimiz finansal gelişme göstergelerinin ağırlığının arz yönlü olduğunu düşünürsek, diğer bir deyişle finansal varlıklar arasında en büyük paya sahip olan mevduatların borç verilebilir fonları temsil ettiğini varsayarsak, finansal gelişmenin makroekonomik etkilerine ışık tutması bakımından, mevduat bankalarının fonlarını, yükümlülüklerini hangi kesimlere aktardığını incelememiz gerekir.

#### 1.4. Kredilerde ve Bankaların Kamu Kağıtları Taleplerindeki Gelişmeler

Bu amaçla banka kredilerindeki gelişmelere bakıldığında, kamu sektörüne verilen kredilerin GSYİH içindeki payının finansal serbestleşme sonrası azalma eğilimine girdiği, 1970'lerde ortalama %3.3'lerdeki oranın 1980'lerde %2.3'lere ve 1990'larda %1.3'lere düştüğü gözlemlenmektedir. Aynı eğilim içinde, bu oranın 1996 ve 1997 yıllarında sırasıyla %0.4 ve %0.8 olduğu görülmektedir. Özel sektöre verilen kredilere bakıldığında ise, finansal serbestleşme sonrası genel eğilimlerin fazla değişmediği; buna karşın 1996-97 yıllarında özel sektöre verilen kredilerin GSYİH içindeki payının önemli ölçüde arttığı fark edilmektedir (Tablo 1). Ancak artış eğilimi 1998'in ikinci yarısından itibaren etkisini kaybetmeye başlamıştır (DPT 1999a). Özel sektöre verilen kredilerin GSMH içindeki payının 1970'lerde ortalama %16 civarlarındayken 1980'lerde %15'lere düştüğü ve 1990-97 döneminde ise %17'lere yükseldiği göze çarpmaktadır (Tablo 1).

Özel ve kamu sektörüne verilen kredilerin GSYİH içindeki payı 1980'lerin büyük bir bölümünde ve 1990'ların başında, bankaların kaynaklarında 1985-87 döneminde olduğu gibi dikkate değer artışların olduğu yıllar hariç, 1970'lerdeki düzeyinin altında kalmıştır. 1990 sonrasında ve özellikle 1995-97 döneminde mevduat bankalarınca özel sektöre verilen kredilerde önemli artışların yaşandığı yıllar bankaların kaynaklarının gerek mevduat artışlarıyla gerekse mevduat dışı kaynaklar yoluyla önemli ölçülerde arttığı yıllar olmuştur. Türk parasının konvertibil olmasıyla 1989 yılından itibaren sermaye girişlerinin gerçekleşmesi olanağıyla bankaların yurt dışı tasarrufları da kaynaklarına dahil etmeleri özellikle yurtdışından alınan kredilerle imkanı hale gelmiştir.



**Grafik 3:** Özel Sektöre Bankalarca Verilen Krediler/GSYİH, Özel Sektör Yatırımları/GSMH

Örneğin, 1991 yılında bankalarda mevduatlar dışında geliştirilen araçlardan repo uygulamaları yardımıyla borç verilebilir fonların oluşması için olanaklar yaratılmıştır. Bu olanakların yaratılması, özel sektöre verilen kredilerin GSYİH içindeki payını arttırmıştır (Tablo 1). Benzer şekilde 1995 yılında mevduatların GSYİH içindeki payının alışılacağı üstündeki düzeyi mevduat bankalarınca özel sektöre verilen kredilerin GSYİH içindeki payının yaklaşık 3 puan artmasını beraberinde getirmiştir (Tablo 1). 1996 yılında toplam mevduatların GSYİH içindeki payı yaklaşık 5 puan artarak 1995 yılındaki rekor düzeyini de aşmış 1970 yılından beri en yüksek seviyesine ulaşmıştır (Tablo 1). 1996 yılındaki bu gelişmeyle bankacılık sektörünün finansal piyasalardaki öneminin artışı mevduat bankalarının özel sektöre verdiği kredilerin GSYİH içindeki payının artışına yansımış ve bankalarının özel sektöre verdiği kredilerin GSYİH içindeki payı yaklaşık 5 puan artmıştır. Dolayısıyla, 1997 yılına kadar bankalarda gerek mevduatlar gerekse mevduat dışı kaynaklar yoluyla oluşan fonlardaki canlanmalar kredilerde de bir canlanmayı beraberinde getirmiştir. Mevduat dışı kaynakların artmasında konvertibilite sonrası dönemde yurtdışı bankalardan alınan krediler de etkili olmuştur. Örneğin 1995, 1996 ve 1997 yıllarında mevduat bankalarındaki mevduat miktarlarının iki katından daha fazla artmasının yanı sıra mevduat dışı kaynaklar 1996 ve 1997 yıllarında yaklaşık üç katına çıkmıştır ve bu artışta yurt dışı bankalardan alınan kredilerde önemli bir paya sahiptir.<sup>7</sup> Ancak, 1997 yılı

sonunda yaşanan Asya kriz nedeniyle azalan yurtdışından gelen finansal fonlar ve aynı dönemde uygulanan para ve maliye politikaları nedeniyle daralan iç talepten dolayı kredilerdeki bu olumlu gelişme 1998 yılının ikinci yarısından itibaren etkisini kaybetmiştir. Aynı eğilim 1999 yılında Rusya krizi nedeniyle azalan ekonomik faaliyetlerin uzantısı olarak devam etmiştir.<sup>8</sup>

Dolayısıyla banka kredileri arasında, kamuya verilen kredilerin GSYİH içindeki payının finansal serbestleşme sonrası azaldığı izlenirken, özel sektöre verilen kredilerin oranının özellikle bankaların kaynaklarının yabancı sermaye girişlerinin de etkisiyle arttığı 1990'ların ikinci yarısında yükselme eğilimine girdiği buna karşın talep daralmalarının yaşandığı 1990'ların sonundaki kriz dönemlerinde düştüğü gözlemlenmektedir.

Bankaların fonlarını değerlendirmelerinin bir başka yolu olan kamu menkul kıymetleri talebine, yani bankaların ellerinde bulunan kamu menkul kıymetleri stoğunun GSYİH içindeki payına bakıldığında, bu payın finansal serbestleşme sonrasında önemli ölçülerde arttığı ve artış eğiliminin günümüzde de devam ettiği izlenmektedir. Bu oran 1970'lerde %1'lerde iken, 1980'lerde %3'lere ve 1990-97 döneminde %5'lere kadar yükselmiştir.

Kamu kağıtlarının bankaların aktifleri arasında ilk kez önemli bir yer tutmaya başladığı yıl, 1984 yılıdır. Bu yıl bankaların varlık kalemleri arasında kamu kağıtları stoğunun GSYİH'ye oranının yaklaşık 2 puan arttığını görmekteyiz (Tablo1). Kamu kağıtlarına olan bu talep artışına neden olan gelişmelerden bazıları kamu kağıtlarının vadelerinin kısaltması ve getirilerinin yükselmesidir. Ayrıca bankaların tutmakla yükümlü oldukları likitlerin bir bölümünü kamu kağıdı olarak tutmalarına izin verilmesi, gelir ortaklığı sertifikaları adı altında yeni kamu kağıtlarının piyasaya sürülmesi, bankaların kamu kağıtlarına olan talebindeki sıçramada etkili olmuştur.

Bankaların kamu kağıtlarına talebinin hızlı artışı daha sonraki yıllarda da sürmüş, örneğin 1987 yılı bu alandaki dikkate değer yıllardan biri olmuştur. Bu yılda gerek artan kamu kağıtları stoğu gerekse toplam mevduatların GSYİH içindeki payının o yıla kadar ki en yüksek düzeyine ulaşmasının getirdiği bankalardaki fon artışı bankaların kamu kağıtlarına olan talebinde önemli ölçüde bir artış gerçekleştirmiştir (Tablo1). Benzer şekilde bu çerçevede bahsedilmeye değer bir yıl olan 1994'te kamu kağıtlarının faiz oranlarındaki ve kamunun net iç borçlarındaki çarpıcı artış mevduat bankalarının portföylerindeki kamu kağıtları stoğunun GSYİH içindeki payının ciddi bir artış göstererek yaklaşık 4 puan artmasına neden olmuştur (Tablo 1).<sup>9</sup> Mevduat bankalarının fonlarını kullanma yolunda izledikleri bu eğilim kamu kesiminin

borçlanma gereğindeki artışın uzantısı olarak günümüze kadar sürmüştür. Örneğin, 1997 yılında kamu menkul kıymetlerinin bankaların toplam kaynaklarına oranı 10.3 iken bu oran 1998 11,6'ya yükselmiştir (DPT 1999a: 18). Aynı yıllarda kamu kesimi borçlanma gereğinin milli gelire oranı %7,6'lık değerinden % 9,2'ye yükselmiştir. (DPT 1998:199; DPT1999a: 8). Benzer gelişmeler, kamu kesiminin borçlanma gereğindeki artış ve bankaların elindeki kamu kağıtları stoğundaki reel artış 1999 yılında da sürmüştür (DPT 1999a: 18).

Sonuç olarak, finansal serbestleşme sonrası bankaların ellerinde bulundurdukları fonları aktarma eğilimlerinde krediler açısından fazla bir değişiklik bulunmazken, kamu menkul kıymetleri talebinde ve dolayısıyla kamuya aktarılan fonlarda kamu kesiminin borçlanma gereğinin artmasıyla birlikte bir artış gözlemlenmektedir.

Özel sektöre verilen kredilerin pek fazla artmaması, dikkate değer bir artış eğilimine ancak 1996 ve 1997 yıllarında girmesi, ve bu eğilimin 1998-99 döneminde azalması buna karşın kamu sektörüne aktarılan fonların kamu kağıtları talebi yoluyla artmasının çeşitli nedenleri olabilir. Kredilerin artmaması bir yandan belirsizlik ve risk ortamından dolayı bankaların firmalara kredi vermekte isteksiz olmalarından kaynaklanabileceği gibi,<sup>10</sup> belirsizlik ortamında özel sektörün yatırımlarını ve kredi taleplerini ertelemesinden de kaynaklanabilir. Aynı bağlamda, bankaların kamu kağıtları talebindeki artış, kamu kağıtlarına yatırım yapmanın kredi vermeye oranla daha az riskli ve güvenli getiriler sağlaması ve büyüyen kamu açıklarından dolayı kamunun yüksek getiriler teklif etmesiyle gerçekleşmiştir. Buna karşın özel sektöre verilen kredilerin artışının ancak mevduat bankalarında toplanan borç verilebilir fonların dikkate değer boyutlarda arttığı yıllara rastlaması, Türkiye ekonomisinde finansal fonların hala yeterli düzeylere ulaşmadığının bir göstergesi olarak değerlendirilebilir.

Hem bankalar aracılığıyla hem de bankacılık kesimi dışındaki özel sektör aracılığıyla, finansal serbestleşme sonrası kamu kesimine özellikle kamu menkul kıymetleri yoluyla kaynak aktarımının hızlanması, kamu kesimi açıklarındaki hızlı yükselişin kaçınılmaz sonucu olarak değerlendirilmektedir. Kamu kesimi açıklarının ve kamu menkul kıymetlerinin özellikle 1990 sonrası hızla artmasının nedenleri arasında, finansal serbestleşmenin de yer aldığı da öne sürülmektedir.<sup>11</sup> Kamu kesimi açıklarını kapatmak için borçlanırken, finansal serbestleşme ile artan finansal araçların çeşitliliği ve pozitif reel faizler nedeniyle, artık alternatif finansal araçların getirisinden daha yüksek getiriler sunmalıdır. Bu durum da kamu açıklarını kapatmanın giderek daha maliyetli



olmasına ve faiz giderleri dolayısıyla kamu açıklarının büyümesine neden olabilir.

Ayrıca, finansal serbestleşmeyle gündeme gelen ülkede yerleşik kişilerin döviz tutma serbestisi, Türk Lira'sından kaçışı gündeme getirebileceği için, kamu gelirlerinden senyoraj gelirlerini, senyoraj vergi tabanı olan Türk Lirası taleplerini daraltarak azaltır (Rodrik 1990: 192-94). Dolayısıyla, finansal serbestleşme, kamu açıklarını ve kamu açıklarının menkul kıymetler yoluyla kapatılacak kısmını arttırabilir. Benzer şekilde, finansal serbestleşme sonrası özellikle yüksek enflasyon nedeniyle kamunun para basmaktan, emisyon hacmini ve parasal tabanı arttırmaktan kaçınması, kamu açıklarının menkul kıymetler satışı yoluyla borçlanarak karşılanmasını zorunlu kılmıştır (Snowden 1995: 73).

## 2. TASARRUFLAR VE YATIRIMLARDAKİ GELİŞMELER

Finansal varlık artışlarına kaynak oluşturması nedeniyle tasarruf artışlarına bakıldığında, finansal serbestleşme sonrasında toplam tasarruf eğilimlerinde hemen hemen bir değişiklik olmadığı, 1970'lerde GSMH içindeki payı %20'lerde olan toplam tasarrufların bu eğilimini 1980'lerde de sürdürdüğü ve bu payın ancak 1990'larda %21.5'a çıktığı izlenmektedir. Dolayısıyla, ilk bakışta finansal varlıklardaki artışın tasarruf artışlarından kaynaklanmadığı düşünülebilir. Fakat kamu ve özel sektör tasarruf eğilimlerine ayrı ayrı bakıldığında, manzaranın tam olarak böyle olmadığı fark edilmektedir. Özel sektör tasarruflarının GSMH içindeki payının 1970-76 arasında %13, 1980'lerde %12 civarlarında olduğu, buna karşın 1990-97 döneminde %22 oranında gerçekleştiği, 1997 ve 1998 yıllarında ise sırasıyla %23.2 ve 24.5 oranlarına yükseldiği gözlemlenmektedir (DPT 1998: 174). Özel sektör tasarruf oranlarındaki artışın 1980'lerin son yıllarından itibaren kendini göstermeye başladığı fark edilmektedir (Tablo 1). Kamu sektörü tasarruflarındaki eğilim incelendiğinde ise, GSMH içindeki payın 1970-76 arasında ortalama 7.8, 1980'lerde 8.1 ve 1990-97 döneminde -0.4 1998 yılında ise yaklaşık -4 olduğu göze çarpmaktadır (DPT1998: 174). Sonuç olarak, özellikle 1980 sonlarında ve 1990'larda özel sektör tasarruf eğilimlerinin artmasına karşın, toplam tasarruf eğilimlerinin pek fazla artmamasının nedeni kamu tasarruflarının azalmasıdır. Dolayısıyla, finansal varlık taleplerindeki artışın kaynaklarından birinin de özel tasarruf artışları olduğunu söylemek pek yanlış olmaz. Böylece, finansal varlıklar içinde kamu kağıtlarının payının arttığı hatırlanacak olursa, özel sektörün tasarrufları ile kamu açıklarını kapattığını da söylemek doğru bir saptama olur.

Özel tasarruf eğilimlerindeki artış nedeniyle, finansal serbestleşmenin ve reel faiz oranları artışının Türkiye verileriyle McKinnon ve Shaw hipotezini, özellikle özel tasarruflar çerçevesinde, 1990'larda bir ölçüde desteklediği söylenebilir. Fakat reel faiz oranlarının 1980'lerde 1990'lara oranla daha yüksek olmasına karşın, tasarruf eğilimlerinin 1990'larda daha yüksek olması bu destek üzerinde şüpheler uyandırmaktadır. Nitekim, İnel (1994)'in yaptığı regresyon sınamasında, 1968-92 yılları arasında Türkiye'de kişi başına reel özel tasarruf eğiliminini açıklamakta üç aylık reel mevduat faizlerinin istatistiksel olarak anlamlı bir değişken olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Benzer şekilde Uygur (1993)'da, Türkiye için 1965-90 dönemini temel aldığı regresyon çalışmasında, özel sektör tasarruflarının harcanabilir gelire oranının açıklanmasında reel mevduat faizlerinin istatistiksel olarak anlamlı bir değişken olmadığını bulmuştur. Dolayısıyla, özellikle finansal serbestleşmenin son dönemlerinde artış eğilimi gösteren özel sektör tasarruflarının reel mevduat faiz oranlarından çok mevduat dışı finansal araçların getirilerinden ve finansal araçların nicelik olarak zenginleşmesinden etkilendiği söylenebilir.

Finansal varlık taleplerindeki artışın kaynağının tasarruf artışları olup olmadığı sorusuna geri dönüldüğünde, özel sektör tasarruf artışlarının kaynaklardan biri olduğu savunulabilir. Fakat finansal varlıklardaki artış eğilimi dikkate alındığında, özel sektör tasarruf artışlarının finansal varlık artışlarının tek kaynağı olamayacağı da açıktır. Bu noktada finansal serbestleşme döneminin ilk yıllarında gayri resmi piyasalardan (curb market) resmi piyasalara, özellikle bankalara kaynak aktarılmış olabileceği akla gelmektedir. Ayrıca, finansal varlıklara talep yaratacak bir başka kaynağın, 1989 sonrasında Türk parasının konvertibilitesiyle birlikte, yurtdışı sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin gündeme getirdiği kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleri olduğu düşünülmektedir.<sup>12</sup>

Finansal piyasalardaki ve mali araçlardaki gelişmeleri incelemenin ardından yatırım eğilimlerindeki değişiklikler incelendiğinde, toplam yatırımlarda finansal serbestleşme sonrası bir iyileşmenin gerçekleştiğini söylemek güçtür. Toplam yatırımların GSMH içindeki payı 1970'lerde %22 iken, 1980'lerde %21'lere düşmüş; 1990-97 döneminde ise ortalama olarak %23'lere yükselmiştir (Tablo 1). Yatırımlarda 1990'larda izlenen artış eğilimi 1998 yılından itibaren ülke ekonomisinde yaşanan global krizin ve bu krizin etkilerini azaltmak amacıyla uygulamaya konan politikalar nedeniyle oluşan iç talepteki daralma eğilimiyle birlikte ortadan kalkmıştır. 1998 yılından itibaren gerileyen yatırım eğiliminde özel sabit sermaye yatırımlarındaki daralma belirleyici olmuştur (DPT 1999b: 4). Yatırımlar, kamu ve özel sektör ayrımında incelendiğinde, tablo biraz daha değişiktir. 1970'lerde kamu

yatırımlarının GSMH içindeki payı %7.5 iken, özel sektör yatırımlarının payı %15 idi. Buna karşın, 1980'lerde kamu yatırımlarının payı %9'a yaklaşırken, özel sektör yatırımlarının payı %13'lere gerilemiştir. 1990'larda ise, kamu yatırımlarının payı %6'lara düşerken, özel sektör yatırımlarının payının %17'lere yaklaştığı gözlenmektedir. Bunlara ek olarak, özel sektör yatırımlarının payının 1993 yılından itibaren %19-20 civarlarında dolaşması, buna karşın kamu yatırımlarının payının %4-6 dolaylarında bulunması dikkat çekicidir (Tablo 1).

Sonuç olarak, genel eğilimlere bakıldığında finansal serbestleşme sonrası yatırımların arttığını ifade etmek güçtür. Diğer bir deyişle, McKinnon ve Shaw hipotezinin önerdiği gibi finansal serbestleşme ve pozitif reel faiz oranlarının Türkiye'de yatırımlar üzerinde olumlu etkiler yarattığı görülmemektedir. Serbestleşme sonrası özel sektöre aktarılan kaynakların ciddi ölçülerde artmadığı ve kaynakların kamu açıklarının finansmanında kullanıldığı dikkate alındığında, bu sonuç beklenen bir sonuçtur.

Bu noktada, özel sektöre aktarılan kaynakların neden artmadığını araştırmak anlamlı olabilir. Türkiye'de özel sektöre kaynak aktarmanın en yaygın yollarından biri kredi vermek olduğu için, kredilerin artmamasının nedenleri tartışılabilir. Nedenlerden biri, özel sektörün kredi taleplerinde artış olmaması olabilir. Kredi taleplerinin artmaması çeşitli nedenlerle yatırım kararlarının ertelenmesiyle gündeme gelir. Türkiye gibi belirsizliğin ve istikrarsızlığın yaygın olduğu ekonomilerde yatırım kararlarının erteleneceği ve gerçekleşmeyeceği yönünde yaygın bir kanı vardır. Nitekim Conway (1991) Türkiye için, 1963-88 verilerini kullanarak tahmin ettiği reel yatırımlar denkleminde, görece fiyat belirsizliğini temsil eden döviz kuru belirsizliğinin parametresinin negatif işaretli ve istatistiksel olarak anlamlı olduğunu bulmuştur. Dolayısıyla, Türkiye'deki görece fiyat belirsizliğinin yatırımlar için olumsuz bir etki olduğunu vurgulamıştır.

1980'lerden sonra Türkiye'de yatırımların payının yükselmemesinde ve kredi taleplerinin artmamasında etkili olabilecek bir başka faktör, reel kredi faizlerinin aşırı yüksekliği olabilir.<sup>13</sup> Diğer bir deyişle, McKinnon ve Shaw hipotezinin aksine, reel faiz oranlarının artışı yatırımlara ket vurmuş olabilir. Bu çerçevede Conway (1988: 1991), iki farklı teknik kullanarak gerçekleştirdiği tahminlerinde, reel faiz oranlarının reel özel sektör yatırımlarında negatif etkili olduğunu bulmuştur. Aynı bağlamda Uygur (1993)'da, Türkiye için özel sektörün konut inşaatları dışındaki yatırımlarının bağımlı değişken olduğu regresyon denklemi tahmininde, reel mevduat faizlerinin katsayısını istatistiksel olarak anlamlı ve negatif işaretli bulmuştur. Benzer şekilde, Günçavdı, Bleaney ve McKay (1998), Türkiye için tahmin ettikleri yatırım talebi fonksiyonunda,

maliyetleri temsilen kullandıkları yıllık mevduat faizlerinin etkisini negatif bulmuşlardır. Rittenberg (1991)'de, Türkiye'de yatırım talebinin belirleyenlerini ve finansal serbestleşmenin yatırımlar üzerindeki etkisini incelemek amacıyla gerçekleştirdiği çalışmasında, maliyetlerin, yani reel faizlerin yatırım talebi üzerinde negatif etkisi bulunduğunu ve finansal serbestleşme sonrası bu etkinin arttığı sonucuna ulaşmıştır. Dolayısıyla, gerek çıplak gözle yatırım verilerine bakıldığında, gerekse yapılan ampirik çalışmaların sonucunda, Türkiye ekonomisinde finansal serbestleşmenin ve reel faiz oranları artışının McKinnon ve Shaw hipotezini destekler bir şekilde yatırımlar üzerinde olumlu etkiler yarattığını söyleyememekteyiz.

Finansal serbestleşme sonrası özel sektöre özellikle bankalar kanalıyla kaynak aktarımının ve dolayısıyla yatırımların artmamasının bir başka nedeni, bankacılık sektörünün firmalara kredi vermekteki isteksizlikleri olabilir. Bu isteksizliğin bir nedeni belirsizlik ve istikrarsızlıktan dolayı bankaların, firmaların geri ödeme olasılıklarını tahmin güçlükleri, yani kredi vermenin riskinin artması olmuştur. Ayrıca kamu kağıtlarının risksizliği ve yüksek getirisi dolayısıyla bankaların fonlarının kullanımında kredi verilmesine alternatif olması bankaların kredi vermekteki isteksizliklerine sağlam bir temel oluşturmuştur. Yeldan (1997), gerçekleştirdiği genel denge modeliyle Türkiye ekonomisini incelediğinde, kamu açıklarının parasal genişlemeyle değil bono ve tahvil satışlarıyla kapatılmasının, kredi maliyetlerini arttırıp kredileri daraltacağını göstermiştir.

## SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Finansal serbestleşme sonrası Türkiye ekonomisindeki gelişmeler genel olarak değerlendirildiğinde, ilk olarak, reel mevduat faizlerinin pozitif değerlere ulaştığı görülmektedir. İkinci olarak, finansal derinleşme genel anlamıyla ve bir çok finansal varlığın GSYİH içindeki payı anlamında artmıştır. Fakat finansal derinliğin birçok gelişmiş ülkenin ve gelişmekte olan ülkelerin bazılarının ulaştığı düzeylerin oldukça gerisinde olduğu dikkatten kaçmamalıdır.

Finansal serbestleşme ile birlikte finansal varlıklar içinde özellikle mevduatların payının artması nedeniyle, finans piyasalarında bankacılık sektörünün rolü artmıştır. Finansal varlıkların kompozisyonu içinde kamu sektörü menkul kıymetlerinin payının öne çıkması, finansal serbestleşmeyle birlikte artan borç verilebilir fonların büyük bir çoğunluğunun kamu sektörünce kullanıldığı sonucuna ulaşmamızı sağlamaktadır. Borç verilebilir fonlara kaynaklık etmesi amacıyla incelenen özel sektör tasarruf eğilimlerinin, özellikle 1990'larda ve 1990'ların ikinci yarısında arttığı izlenmektedir. Buna karşın

1990'larda finansal varlıklara yönelik talep artışlarında, yurt içi tasarrufların yanı sıra yurt dışı tasarrufların da etkili olduğu izlenimi edinilmektedir. Yatırım eğilimlerine bakıldığında, genel olarak yatırımların artmadığı fakat 1990'ların ikinci yarısında özel sektör yatırımlarının artış eğilimi içine girdiği fakat, makroekonomik kriz ile birlikte bu eğilimin ortadan kalktığı fark edilmektedir.

Finansal serbestleşme sonrası gerçekleşen sözü edilen genel eğilimlerin yanısıra, 1990'larda daha dikkatle incelenmesi gereken gelişmeler de olmuştur. Bunlardan birincisi, 1991 sonrasında ve özellikle 1994 sonrasında yurtiçi tasarrufların GSMH içindeki payının artmadan, hem mevduatların hem de bankacılık sektörü dışındaki kesimin sahip olduğu kamu kağıtları stoğunun GSYİH içindeki payının artmış olmasıdır. Bir diğeri ise, özel sektöre verilen kredilerin GSYİH içindeki payı ile özel sektör yatırımlarının GSMH içindeki payı arasındaki ilişkinin 1990 sonrasında net olarak gözükmemeye başlamasıdır. Özellikle 1994 sonrası incelendiğinde, özel sektöre verilen kredilerin GSYİH içindeki payında ciddi bir artış yaşanmazken, özel sektör yatırımlarının GSMH içindeki payı artmıştır. Başka bir gelişme ise, aynı dönemde mevduatların GSYİH içindeki payının artmadığı yıllarda özel sektöre verilen kredilerin payının arttığıdır. 1990'larda yaşanan bu gelişmeler ister istemez sermaye girişleri ile gündeme gelen yurt dışı tasarrufların yatırımlar ve mali varlıklar talebi üzerindeki önemli etkilerini gündeme getirmektedir.<sup>14</sup>

Son yıllarda da sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisinde önemi, gerek 1994 yılında yaşanan finansal krizde, gerekse 1998 yılında yaşanan iktisadi sorunlarda kendini göstermektedir. Örneğin 1994 yılında yaşanan krizin en önemli nedenlerinden biri, 1993 yılında gerek bankaların gerekse firmaların döviz açık pozisyonlarının rekor düzeylere ulaşmasıdır. Benzer şekilde, Ağustos 1998'de Rusya'da yaşanan finansal krizin etkisiyle yılın ilk dönemlerinde bir çok iktisadi göstergede gerçekleşen istikrar ve başarı eğilimleri tersine dönmüştür. Ağustos'a kadar Merkez Bankası'nın rezervlerinde gözlemlenen artış eğilimi sermaye çıkışlarının etkisiyle birden tersine dönmüş ve Merkez Bankası'nın rezervleri Ağustos ayından sonra 5.2 milyar dolar azalmıştır. 1998 Ocak-Eylül döneminde sermaye hareketleri 2.8 milyar dolarlık çıkışla sonuçlanmıştır. Bu sermaye çıkışları likidite darlığını ve faiz oranlarının artmasını beraberinde getirmiştir. Dolayısıyla bu yılda ve bir sonraki yıl 1999 da özel yatırım ve tüketim harcamalarındaki daralmalarla birlikte GSMH reel olarak gerilemiştir. 1999 yılının ilk 9 ayındaki GSMH'daki reel gerileme %6.1 oranında olmuştur (DPT 1999b: 4) Aynı bağlamda likidite darlığı, Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemleri ile piyasaya müdahalesini ve piyasadaki likiditeyi arttırmasını gündeme getirmiştir. Dolayısıyla, kısa dönemli sermaye hareketleri bir yandan Merkez Bankası'nı çeşitli iktisadi politika

hedeflerinden sapmaya zorlamış; diğer yandan da piyasada istikrarın bozulmasını gündeme getirmiştir.

Özet olarak, Türkiye'deki finansal serbestleşmeden beklenen sonuçların elde edilebilmesi için politika önerileri bağlamında iki konunun önemi açığa çıkmaktadır. Bunlardan biri kamu açıkları, diğeri ise sermaye giriş-çıkışlarıdır. Bu sonuca ulaşmamızdaki en büyük neden Türkiye'de gerek reel sektörün gerekse finansal sektörün, kamu açıklarından, kamunun borçlanma gereğinden ve sermaye giriş çıkışlarından önemli ölçüde etkilenmesidir.

### KAYNAKÇA

- Akyüz, Y. (1990), "Financial System and Policies in Turkey in the 1980s", T. Arıcanlı ve D. Rodrik (eds), *The Political Economy of Turkey*, New York: St. Martin's Press , 98-132.
- Atiyas, İ. ve Ersel, H. (1994), "Impact of Financial Reform: The Turkish Experience" Atiyas, I, Caprio, G. ve Hanson, A. James (eds.), *Financial Reform Theory and Practice*, New-York: Cambridge University Press 103-139.
- Bayazıtöğlü, Y., Ersel, H. ve Öztürk, E. (1991), *Financial Market Reforms in Turkey Between 1980-1990* , The Central Bank of Republic of Turkey Research Department, Discussion Papers No: 9102.
- Bınay, Ş. ve Kunter, K. (1998), *Türkiye' de Mali Liberalleşme Çabalarında Merkez Bankasının Rolü 1980-97*, TCMB Araştırma Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No: 9803
- Conway, P. (1991), *Implications of Relative Price Uncertainty for Private Investment Expenditure in Turkey*, University of North Carolina Working Paper.
- Conway, P. (1988), "Trade Liberalization Policies in Turkey: 1980-84", Nas, T. ve Odekon, M. (eds.), *Liberalization and the Turkish Economy*, New York: Praeger Press.
- Demirgüç-Kunt, A. ve Levine, R. (1994), " Stock Market Development and Financial Intermediaries :Stylized Facts", *World Bank Economic Review* , 10 (2), 291-321.
- Devlet Planlama Teşkilatı (1999a), *Mali Piyasalarda Gelişmeler, Ağustos 1999*, www.dpt.gov.tr
- Devlet Planlama Teşkilatı (1999b), *Konjonktür Değerlendirme Raporu, Aralık 1999*, www.dpt.gov.tr

- Devlet Planlama Teşkilatı (1998). *1999 Yılı Programı*, Ankara.
- Günçavdı, Ö., Bleaney, M. ve McKay, A. (1998), "Financial Liberalisation and Private Investment: Evidence from Turkey", *Journal of Development Economics* (Çıkacak).
- King, R. ve Levine, R. (1993), "Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence", *Journal of Monetary Economics* 32 (3), 513-42.
- İnsel, A. (1994), "Özel Sektörde Tasarruf Eğilimleri", *Görüş*, 18, 50-56.
- Önder, İ., Türel, O. ve diğerleri (1993), *Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar*, İstanbul : Tarih Vakfı Yurt Yayınları.
- Rittenberg, L. (1991), "Investment Spending and Interest Rate Policy: The Case of Financial Liberalization in Turkey", *Journal of Development Studies* 27 (1), 151-167.
- Rodrik, D. (1990), "Some Policy Dilemmas in Turkish Macroeconomic Management", Arıcanlı, T. ve Rodrik, D. (eds.), *Political Economy of Turkey*, New York: St. Martins Press.
- Selçuk, F. (1997), *Con Ahmet'in Devridaim Makinesi: Türkiye İktisadi 1994-96* Ankara: İmge Kitabevi
- Sermaye Piyasası Kurulu. *Aylık Bülten* (Çeşitli Sayılar)
- Snowden, P. N. (1995), "Financial Reform in Turkey since 1980: Liberalization without Stabilization", Togan S. (ed.), *The Economy of Turkey since Liberalization*, New York: St. Martin's Press.
- Türkiye Bankalar Birliği, (1999), *Bankalarımız 1998*, İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği.
- Türkiye Bankalar Birliği, (1997), "1996 Yılında Türkiye Ekonomisi ve Türk Bankacılık Sistemi", *Bankacılar*, 21, 8-48.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, (1997), *Üç Aylık Bülten*, 1997 IV, Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, *Üç Aylık Bülten* (Çeşitli Sayıları).
- Uygur, E. (1993), *Financial Liberalization and Economic Performance in Turkey*, Ankara: TCMB.

Yeldan, E. (1997), "Financial Liberalization Fiscal Repression in Turkey: Policy Analysis in a CGE Model with Financial Markets", *Journal of Policy Modelling* 19 (1), 79-117.

Yıldırım, S. ve Altun, O. (1995), "Türk Bankacılık Sisteminin Değerlendirilmesi: 1980-1993 Dönemi", SPK Araştırma Dairesi, *Türkiye'de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü: 1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirmesi*, Yayın no:17 Ankara:SPK Yayınları.

## NOTLAR

<sup>1</sup> 1998 ve 1999 yıllarında reel mevduat faizlerindeki gelişmeler için DPT 1998 ve 1999'e bakılabilir (www.dpt.gov.tr).

<sup>2</sup> Türk parasının aşırı değerlenmesi ve bunun doğurguları konusunda detaylı bilgi için bakınız Önder, Türel ve diğerleri (1993).

<sup>3</sup> Aralık 1997-Aralık 1998 tarihleri arasında TL mevduatları nominal olarak % 101.6, Temmuz 1998-Temmuz 1999 tarihleri arasında ise nominal olarak % 93.3 artmıştır (DPT 1999a).

<sup>4</sup> Gelir ortaklığı senetlerinin GSMH içindeki payı 1986 yılında yaklaşık 30 puan artmıştır.

<sup>5</sup> "Piyasa değeri oranı" (market capitalization ratio) piyasadaki hisselerin değerlerinin toplamının GSYİH'ya bölünmesiyle elde edilmektedir.

<sup>6</sup> DEPTH, bankacılık sistemindeki tüm yükümlülüklerin (liability), daha açık bir ifadeyle bankacılık sistemi dışındaki tüm nakitlerin, bankacılık sistemindeki ve bankacılık sistemi dışındaki araçlardaki tüm mevduatların toplamının GSYİH'ya bölümüyle elde edilmektedir (King ve Levine, 1993).

<sup>7</sup> 1995, 1996 ve 1997 yıllarında toplam mevduat miktarları sırasıyla 2.664.936, 6.145.416, 12.545.561 milyar TL olmuştur. 1995 1996 ve 1997 yıllarında bankacılık sektörünün mevduat dışı kaynaklar toplamı sırasıyla 396.237, 987.481 ve 2.457.027 milyar TL olmuştur (TBB 1999: 11-8).

<sup>8</sup> Daha fazla bilgi için DPT 1999b ve 1999a bakılabilir.

<sup>9</sup> Bu yıl kamu iç borçları net olarak %278 artmıştır (TBB, 1997: 19).

<sup>10</sup> Atiyas ve Ersel (1994)'in banka yöneticilerine uyguladıkları anket sonucunda, bankaların daha önce müşterileri olmayan firmalara kredi vermek istemedikleri ve bu firmalara ancak istikrarın bulunduğu, belirsizliğin olmadığı, daha güçlü ve etkin yasal sistemlerin kurulduğu, iyi çalışan bilgi elde etme ağının yapılandığı koşullarda kredi verecekleri belirlenmiştir.

<sup>11</sup> Türkiye açısından bu tür tartışmalar için bakınız Rodrik (1990) ve Snowden (1995).

<sup>12</sup> Örneğin, Selçuk (1997) ödemeler dengesinde net hata ve noksanlar kaleminde gösterilen kaynağı belli olmayan ve zaman zaman miktarı 7 milyar doları bulan döviz girişlerinin, yani sermaye girişlerinin hazine bonosuna ödenen faizin döviz kurlarındaki değişim oranlarının üzerinde olduğu dönemlerde ciddi boyutlarda pozitif olduğunu belirtmektedir.



---

<sup>13</sup> Türkiye'de mevduat faizleri ile kredi faizleri arasındaki farkın çeşitli nedenlerden dolayı 1980 sonrası çok açıldığı savunulmaktadır. Kredi faizlerinin belirleyenlerinin detaylı açıklaması için Akyüz (1990)'e bakınız.

<sup>14</sup> Örneğin, mevduat bankalarının yurt dışından aldıkları krediler 1992 yılında bir önceki yılın 3 katına çıkmıştır. Benzer şekilde, bu krediler 1996 yılında bir önceki yılın 4 katına 1997 yılında ise 3 katına çıkmıştır. Bkz. TCMB (1997). 1998 yılında ise bankaların toplam kullandıkları krediler içinde yurtdışı bankalardan alınan kredilerin payı azalmıştır (DPT 1999: 18).

