

TÜRKİYE'DE BÜTÇE AÇIĞI SORUNU VE MALİ SİSTEM

*Doç.Dr. İsmail AYDOĞUŞ**
*Yrd.Doç.Dr. Abdullah KESKİN***

ÖZET

Bu çalışmanın amacı, öncelikle Türkiye'de kronikleşen bütçe açıklarını finanse eden yurtiçi mali sistemi değerlendirmek; ikinci olarak, bu mali sistemin enstrümanları arasındaki etkileşimi ekonometrik bir model yardımıyla analiz etmek ve üçüncü olarak, kamu kesiminin iç borçlanma yoluyla açık finansmanının mali sistem üzerinde oluşturduğu mali baskıyı ortaya çıkarmaktır. Mali sistemin İMKB, bankaların vadeli ve vadesiz TL mevduatları (M2), bankaların döviz tevdiat hesapları (DTH) ile Hazine bonusu ve devlet tahvili (DİBS) gibi kamu iç borçlanma kağıtlarından oluştuğu kabul edilmektedir. Bu enstrümanların yurtiçi mali sistem içindeki dağılımı, gelişimi ve etkileşimi 1986-2003 dönemi için incelenmektedir.

ABSTRACT

The aim of this paper is firstly to evaluate the domestic financial system which finances the chronic budget deficit in Turkey; secondly to analyze the interactions among the assets of this financial system using an econometric model; and thirdly, to expose the financial depression of public sector on the domestic financial system through domestic borrowing for deficit financing. The financial system comprises of the Istanbul Stock Exchange (ISE), demand deposits and time deposits held in TL at the banks (M2), foreign currency deposits and internal public borrowing papers which are Treasury-bills and Bonds. The shares of these assets in the domestic financial system, their developments and interactions are examined for the period from 1986 to 2003.

* Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü.

** Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü.

GİRİŞ

Gelişmekte olan ülkeler, ekonomik kalkınma sürecinde pek çok problemle karşılaşmaktadırlar. Karşılaşılan problemlerden dolayı bu ülkeler, vatandaşlarının yaşam standardını artıracak yüksek oranlı sürdürülebilir bir büyümeyi gerçekleştirmekte çoğu zaman başarısızlığa uğramaktadırlar. Bu başarısızlığın önemli sebepleri arasında ise genellikle büyüyen bütçe açıkları, biriken borç stokları ve yeterince derinleşmemiş mali piyasalar başta gelmektedir.

Bütçe açıkları, borç stokları ve sığ mali piyasalar bir taraftan ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilerken, diğer taraftan hükümetleri kaçınılmaz olarak dış borçlanmaya ve/veya enflasyonist finansmana iter. Düşük oranlı ve istikrarsız ekonomik büyüme, yüksek oranlı enflasyon ve sık sık yaşanan ekonomik krizler de yine bütçe açıklarına ve bunun bir uzantısı olarak cari işlemler açıklarına yol açarak kendi kendini besleyen bir döngü oluşur. Gelişmekte olan ülkelerde *kişi başına düşen milli gelirin* ve dolayısıyla tasarruf eğiliminin düşük olması nedeniyle, mali sistem yeterince derinleşemediğinden, kırılgan piyasalarla ekonomik krizler daha şiddetli yaşanır.

Hükümetler, büyüyen bütçe açıklarını genellikle bono ve tahvil gibi iç borçlanma senetleri (DİBS) satarak iç borçlanmayla; cari işlemler açıklarını ise dış borçlanma ve yabancı sermaye girişleri ile finanse etmeye çalışırlar. Dış finansman kaynakları hükümetlere, yurtiçi mali piyasalar üzerinde bir baskıya neden olmadan, genişletici mali politikalar uygulama imkanı sağlar. Başka bir ifadeyle yurtdışı mali varlıklar, kamunun yurtiçi mali piyasalar üzerinde oluşturacağı baskıyı hafifletmesi açısından önem taşır.

Gelişmekte olan ülkeler bütçe açıklarını genellikle yerli bankalardan borçlanarak finanse ederler¹. Bu ülkeler açıklarının kalan kısmını ise bankacılık sistemi dışındaki emeklilik fonlarından ve sigortacılık kurumlarından ya da dış borçlanma yoluyla dışarıdan karşılamaya çalışırlar. Bütçe açıklarının finansmanında, gelişmekte olan ülkelerin, çoğu zaman başvurdukları diğer bir finansman yöntemi ise para basımıyla

¹ Türkiye'de DİBS'nin en büyük alıcısı bankalardır. Öyle ki, DİBS'nin ortalama %80'i bankalar tarafından satın alınmakta ve yine DİBS'nin yaklaşık %80'i bankaların portföyünde bulunmaktadır. M. Faruk AYDIN, *Türkiye'de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Bankacılık Sektörü Bilançolarına ve Risklerine Olan Etkileri*, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Çalışma Tebliği No: 13, Kasım 2002, s.6.

gerçekleştirilen enflasyonist finansmandır. Ancak, enflasyonist finansmanın faydaları yanında ekonomi açısından sakıncaları da vardır.²

Türkiye’de bütçe açıklarına finansman sağlayan mali sistem yurtiçi ve yurtdışı mali kaynaklardan oluşmakta ve kamunun bütçe açıklarına finansman sağlamaktadır.

Bilindiği gibi, kamunun bütçe açıklarının finansmanında mali sistemin derinliği büyük önem taşımaktadır. Çünkü, mali sistemin derinliği bir taraftan bütçe açıklarını rahat finanse etme konusunda hükümete manevra alanı sağlarken, diğer taraftan özel sektörün mali piyasalardan dışlanması olasılığını azaltır. Mali derinlik fon maliyetinin düşük kalmasını, yatırımların artmasını ve ekonomik kalkınmanın hızlanmasını sağlayacak zemini hazırlar. Ancak, mali sistemin derinliği için yurtdışında borç vermek isteyenlerin varlığı, yurtiçinde ise tasarruf birimlerinin gelir düzeyleri ve tasarrufa dönük davranışları belirleyici olmaktadır.

Bu çalışmada, mali sisteme katkı yapan yurtiçi tasarrufların bankalarda vadeli ve vadesiz mevduat hesaplarına (M2), döviz tevdiat hesaplarına (DTH), İMKB’ye kayıtlı şirketlerin hisse senetlerine ve kamu borçlanma kağıtları olan Hazine bonolarına ve devlet tahvillerine (DİBS) gittiği varsayılmaktadır.

Çalışmanın amacı, bir taraftan yurtiçi tasarruf birimlerinin yaptıkları tasarrufları hangi enstrümanlara plase ettiklerini ortaya koyarken; diğer taraftan DİBS satışı ile kamu açık finansmanının mali piyasalar üzerinde oluşturduğu baskıyı (mali baskınlık) tespit etmektir. Dolayısıyla, bu çalışmada bütçe açığının finansmanında Hazine’nin TCMB’den kullandığı kısa vadeli avanslar ve konsolide borçlar, enflasyonist finansmana kaynaklık ettiği ve bir bakıma zorunlu tasarruf anlamına geldiği –iradi olmadığı- için dikkate alınmamıştır.³

Yurtiçi mali sistemin dört yatırım enstrümanından oluştuğu ve tasarrufların bu enstrümanlarda değerlendirildiği kabul edilen bu çalışmada, DİBS’ye alternatif olarak bankaların vadeli ve vadesiz mevduat hesapları

² Çalışmanın konusu olmadığı için *enflasyonist finansman* üzerinde durulmayacaktır. Enflasyonist finansman konusunda Bkz. H. ŞEN, *Teori ve Uygulamada Senyoraj*, Ekin Kitabevi, Bursa, 2003.

³ Halihazırda, TCMB’den finansmana yapılan yasal düzenleme ile son verilmiştir.

(M2), vadeli ve vadesiz döviz mevduat hesapları (DTH) ve İMKB'ye kayıtlı şirketlerin hisse senetleri bulunmaktadır.

Mali sistemin yalnızca yurtiçi enstrümanlarla ilgili kısmını ele alan çalışmanın izleyen bölümü, Türkiye'de bütçe açıklarını ve mali sistemi kısaca değerlendirmektedir. Üçüncü bölüm veriler, metodoloji, model ve regresyon sonuçlarını içine alan ampirik analizi içermektedir. Çalışmanın son bölümü ise sonuç ve değerlendirmeye ayrılmıştır.

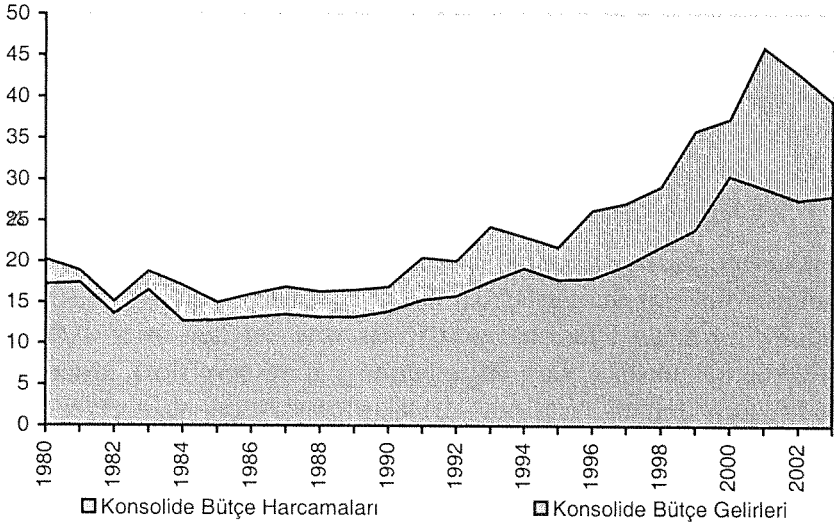
I. TÜRKİYE'DE BÜTÇE AÇIKLARI VE MALİ SİSTEM

A) TÜRKİYE'DE BÜTÇE AÇIKLARI

Bütçe açığı ve kamu borç stoku, hiç kuşkusuz AB'ye üyelik sürecindeki Türkiye'nin iki önemli temel sorunudur. Genel olarak 1970'li yılların ortalarından itibaren Türkiye'nin bütçe açığı ve borç stoku sürekli büyümüş ve bu büyüme 1980'lerin sonlarından itibaren hızlanmıştır. Hükümetler, büyüyen bütçe açığını önceleri para basarak finanse ederken, 1980'lerin ortalarından itibaren ağırlıklı olarak iç borçlanma ile finanse etmeye başlamışlardır. Türkiye'de, zamanla artma eğilimi gösteren bütçe açığının finansmanı, bu gelişmeye paralel olarak zorlaşmıştır. Artan iç borçlanma ihtiyacının mali piyasalar üzerinde oluşturduğu mali baskı nedeniyle fon maliyetleri artmış ve kamu, DİBS için yüksek reel faiz ödemek zorunda kalmıştır.

Mali piyasalarda fon maliyetinin yükselmesi bir taraftan kamunun bütçe açığını artıran bir faktör olarak önem kazanırken, diğer taraftan özel kesimin mali piyasalardan dışlanması sonucunu doğurmuştur. Böylece, özel sektör yatırımları yavaşlarken, rant ekonomisi hızla büyümüştür.

Türkiye'de 1980-2003 döneminde konsolide bütçe gelirlerinin, bütçe harcamalarının ve bütçe açığının gelişimi Grafik 1'de görülmektedir.



Grafik 1: Konsolide Bütçe Gelirleri, Harcamaları ve Açığı (GSMH'ye Oranı,%)
Kaynak: DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003, Tablo. 5.5, Ocak 2004.

Grafik 1, Türkiye'de konsolide bütçe harcamalarının sürekli olarak konsolide bütçe gelirlerinin üzerinde seyrettiğini ve zamanla aradaki mesafenin açıldığını göstermektedir. Grafikte de görüldüğü gibi bütçe harcamaları hızla artarken, bütçe gelirleri bu artışa uyum sağlayamamıştır. Özellikle, 1986'dan sonra DİBS satışına ağırlık verilerek bütçe açıklarının finansmanı, borçlanmanın reel faizini ve bütçenin faiz yükünü artırmıştır. 1990'lı yıllarda yaşanan siyasi istikrarsızlık, kurulan koalisyon hükümetleri ve uygulanan popülist politikalar reel ekonominin yerine rant ekonomisinin gelişmesine neden olmuştur. Bunun sonucunda bütçe açığı sürdürülemez noktaya gelmiş ve kamu borç stoku GSMH'nin üzerine çıkmıştır. Bu süreçte reel ekonomik büyüme 1994, 1999, 2000-2001 ekonomik krizleri ile sık sık sekteye uğramıştır.

Grafik 1'de görüldüğü üzere, bu dönemde bütçe harcamalarının GSMH'ye oranı %20'ler düzeyinden %40'lar düzeyine yükselmiştir-tir. Bütçe açığı/GSMH oranı ise %2'ler düzeyinden %10'ların üzerine çıkmıştır ve hatta 2001 yılında oran %18 ile en yüksek değerine ulaşmıştır. Geçmiş bütçe açıklarının kümülatif toplamı sayılabilecek kamu borç stoku ise aynı süreçte

sürekli artmış ve iç borç ve dış borç stoklarının GSMH'ye oranlarının herbiri %50'nin üzerine çıkmıştır.⁴

Türkiye'nin AB'ye üye olmaya çalıştığı şu dönemde, AB tarafından pek çok kriter yanında ekonomik kriterler de üyelik sürecinde önüne engel olarak konulmaktadır. Bu ekonomik kriterler arasında bütçe açığı ve borç stoku kriterleri başta gelmektedir. AB, Maastricht kriterleriyle, üye ülkeler için bütçe açıklarının GSYİH'nin %3'ünü ve kamu borç stokunun ise GSYİH'nin %60'ını geçemeyeceği şartını getirmiştir.⁵

IMF ve Dünya Bankası gibi, gelişmekte olan ülkelere kredi sağlayan uluslararası finansal kuruluşlar da, bütçe açıklarının ve borç stoklarının azaltılması için hükümetlere, harcamaları kısma ve vergileri artırma yönünde tavsiyelerde bulunmaktadırlar. Hatta bütçe açığı ve borç stoku kriterlerini, kullandırılacak kredinin ön koşulu saymaktadırlar. Ancak hükümetler, kamu harcamalarını kısıp gelirleri artıramadıklarından, açığı küçük tutmak amacıyla kamu yatırımlarında azalışa gitmektedirler. Bu ise, yeni kamu yatırımlarının yapılması bir yana yapılamayan teknoloji yatırımları nedeniyle mevcut kamu kesimi yatırımlarının verimliliğinin azalmasına ve kamusal üretim maliyetinin artmasına neden olmaktadır. Kamunun fon ihtiyacının artması ve mali piyasalarda baskı oluşturması finansman maliyetlerini artırarak özel kesim yatırımlarının azalmasına da neden olmaktadır.

B) TÜRKİYE'DE MALİ SİSTEM

Mali sistem ödünç verilebilir fonların arz ve talep edildiği mali piyasalar bütünüdür. Bu fonlar, kamunun finansman ihtiyacı yanında; firmalara üretim sürecinde girdi olarak kullanacağı yatırım kredisini ve bireylere tüketim süreci için tüketici kredisini sağlayacaktır. Bu çalışmada incelenen yurtiçi mali sistem aşlında TL ve döviz mevduatı, Hazine bonusu ve devlet tahvili, özel kesim finansman bonusu ve tahvili, hisse senedi,

⁴ Deniz GÖKÇE, Türkiye Ekonomisinde Son Gelişmeler, Türkiye Bankalar Birliği web sitesi, <http://www.tbb.org.tr/turkce/konferans/Denizgokce.pdf>, 2004

⁵ AB'nin 9-10 Aralık 1991 yılında kabul ettiği ve 1 Ocak 1993'ten itibaren uyguladığı Maastrich Kriterleri'nin dört temel kuralı vardır: (1) Devlet borç stoku, Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'nın yüzde 60'ını geçmeyecek. (2) Bütçe açığı ise GSYİH'nin yüzde 3'ü ile sınırlı kalacak. (3) Enflasyon, üye 15 ülkenin en düşük enflasyona sahip üç ülkesinin ortalamasının en fazla 2 puan üstünde olabilecek. (4) Faiz de aynı enflasyon gibi, en düşük üç ülke ortalamasından 1.5 puan fazla olabilecek.

varlığa dayalı menkul kıymetler ve diğer mali varlıklardan oluşmakta; ancak bu çalışmada sadece dört enstrüman ele alınmaktadır. Bu enstrümanlar vadesine göre kendi içinde ikiye ayrılmaktadır: Yurt içi mali sistemi oluşturduğu varsayılan bankaların TL-döviz mevduatları ve Hazine bonusu kısa vadeli para piyasası enstrümanları kabul edilmekte; devlet tahvili ve İMKB hisse senetleri ise uzun vadeli sermaye piyasası enstrümanları kabul edilmektedir.

Türkiye’de 1984 yılından itibaren DTH’lere izin verilmiş, 1986 yılından itibaren İMKB faaliyete başlamış, 1986 yılında Hazine, kamu açıklarını finanse etmek için DİBS satışına başlamıştır. Böylece tasarruf sahipleri, tasarruflarını plase edebilecekleri alternatif plasman imkanlarına kavuşmuşlardır.

1980’lerin ikinci yarısından itibaren bütçe açıklarının borçlanma ile finansmanının öne çıkması, DİBS’leri tasarrufçular için getirisi zamanla yükselen bir plasman aracı yapmıştır. Ağustos 1989’da IMF’nin teşvikiyle uygulamaya konulan 32 Sayılı Karar ile sermaye hareketleri serbest bırakılmış ve bunun sonucu olarak kısa vadeli sermaye (sıcak para) girişiyle de bütçe açıklarının finansmanı mümkün hale gelmiştir⁶.

Mali piyasaların gelişmesinde, 2 Nisan 1986’da Bankalararası Para Piyasası’nın (Interbank) kurulması, 4 Şubat 1987 yılında Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) bünyesinde bulunan Açık Piyasa İşlemleri’nin (API) para politikası aracı olarak ve piyasadaki likiditeyi kontrol etmek amacıyla kullanılmaya başlanması, 1989’da uluslararası elektronik fon transferinin (SWIFT) kullanılmaya başlanması, 17 Haziran 1991’de İMKB bünyesinde Tahvil ve Bono Piyasası kurulması, 1992’de Elektronik Fon Transfer (EFT) sisteminin kullanılmaya başlanması, 1993’de repo ve ters repo piyasasının faaliyete geçmesi gibi faktörler de önemli rol oynamıştır.

1980 sonrası dönemde, mali liberalizasyon sayesinde mali sistemde derinleşme yaşanırken, finansman bulma imkanı da nispeten kolaylaşmıştır. Böyle bir ortamda kamunun yeni borçlanma araçları geliştirmiş olmasının

⁶ E. YILDIRIM ve R. YILDIRIM, “1980 Sonrası Uygulanan Maliye Politikaları ve Türkiye Ekonomisi üzerindeki Etkileri”, Türkiye’de 1980 Sonrası Mali Politikalar içinde, XVI. Türkiye Maliye Sempozyumu, Antalya, 28-31 Mayıs 2001, s.13.

aşırı kamu borçlanmasını körüklediği ileri sürülmektedir⁷. Mali liberalizasyon ve tasarruflara pozitif reel getiri sağlanmasının da etkisiyle, özel tasarrufların GSMH'ya oranında artış sağlanmış, ancak kamu tasarruflarındaki azalma nedeniyle toplam tasarrufların GSMH'ya oranı değişmemiştir. Dolayısıyla yatırımlar ve ekonomik gelişme konusunda beklenenler gerçekleşmemiştir⁸.

Mali piyasalarda, özel kişi ve kurumların yanında kamu kesimi de finansman ihtiyacını karşılamak üzere fon talebinde bulunabilmektedir. Ancak, bütçe açığının ve borç stokunun büyüklüğü nedeniyle Türkiye'de kamunun fon talebi, onu mali piyasada faizleri belirleyen önemli bir aktör durumuna getirmiştir. Bütçe açığının ve borç stokunun GSMH'ye oranlarının artması yanında, mali piyasaların yeterli derinliğe ulaşamamış olmasının da mali piyasalar üzerindeki kamu baskısının ve yüksek reel faiz oranlarının oluşmasında önemli etkisi olmuştur.

Mali derinliğin ölçülmesinde farklı mutlak rakamlar ve/veya bunlar yüksek enflasyonun yaşandığı ülke örneklerinde olduğu gibi yeterli bilgiyi vermediğinde farklı oranlar kullanılmaktadır. Dolayısıyla, bazen gösterge olarak kullanılan belli mali varlıkların tutarlarına (M2, M2Y gibi), bazen de mali varlıkların toplam tutarlarının GSMH'ye veya GSYİH'ye oranlarına bakılarak mali derinlik konusunda karşılaştırmalar ve değerlendirmeler yapılmaktadır. Türkiye'de mali derinlik ile ilgili bazı oranlar Tablo 1'de sunulmuştur. Tabloda mali piyasadaki derinleşmeyi ve bu gelişmenin hangi enstrümanlarda artışla sağlandığını görmek mümkündür.

⁷ Hülya KIRMANOĞLU, "Mali Sistemler ve Devlet Borçlanması", İstanbul Üniversitesi, Maliye Araştırma Merkezi Konferansları, 34. Seri, İktisat Fakültesi Yayınları, İstanbul, 1993, s.77.

⁸ Güven SAK, *Public Policies Towards Financial Liberalization: A General Framework and An Evaluation of The Turkish Experience in the 1980's*, Capital Market Board Publication, Ankara, 1995, s.92.

Yıl	İMKB/ GSMH	M2/ GSMH	DTH/ GSMH	M2Y/ GSMH	DİBS/ GSMH	TYİMV/ GSMH	DİBS/ TYİMV
1986	1,0	23,8	4,7	28,5	4,6	34,0	13,5
1987	3,6	23,5	7,2	30,7	5,8	37,3	15,6
1988	2,0	21,1	7,3	28,4	5,7	35,1	16,2
1989	2,7	20,5	6,1	26,6	6,3	35,0	18,0
1990	11,5	18,0	5,5	23,5	6,1	32,0	19,1
1991	10,1	18,5	8,0	26,5	6,8	36,9	18,4
1992	7,0	17,3	9,3	26,6	11,7	42,0	27,9
1993	13,5	14,1	9,6	23,7	12,8	40,3	31,8
1994	14,9	16,2	14,5	30,7	14,0	46,4	30,2
1995	15,9	16,0	14,7	30,7	14,6	47,2	30,9
1996	16,0	19,0	16,9	35,9	18,5	58,2	31,8
1997	25,7	19,2	17,1	36,3	20,2	61,0	33,1
1998	23,6	21,3	16,5	37,8	21,7	63,9	34,0
1999	31,8	28,1	23,2	51,3	29,3	85,9	34,1
2000	48,8	26,0	17,8	43,8	29,0	79,4	36,5
2001	28,9	26,2	31,8	58,0	69,2	134,4	51,5
2002	20,6	22,6	26,3	48,9	54,8	108,5	50,5
2003	18,5	23,2	19,2	42,4	54,4	113,7	47,9

Not: M2Y = M2+DTH; DİBS'i kamunun iç borç stoklarını ifade etmektedir.

Kaynak: İMKB ve DPT kaynaklarından alınan verilerle hazırlanmıştır.

Tablo 1:Mali Derinlik ve Mali Baskınlık Oranları
(GSMH'ye Oran Olarak, %)

Tabloda, 1986-2003 döneminde mali derinlik ölçütlerinde genel bir artış trendi görülmektedir. TYİMV'nin GSMH'ye göre çok daha hızlı büyümüş ve 1986'da %34 olan TYİMV/GSMH oranı 2000'li yıllarda %100'ün üzerine çıkmıştır. Bu gelişmede kamunun iç borçlanmasının önemli etkisi olmuştur. Ancak, iç borçlanma kağıtlarının mali sistem içinde payının artması, artan reel faizler nedeniyle bir taraftan mali derinleşme üzerinde önemli rol oynarken, diğer taraftan mali sistem üzerinde mali baskı oluşmasına neden olmuştur.

Tabloda kamunun mali piyasalar üzerinde oluşturduğu baskıyı gösteren ölçüt olarak DİBS/GSMH oranı sunulmuştur. Bu oran 1999, 2000-2001 krizleri sonrasında ciddi bir artış göstermiş ve %50'nin üzerine çıkmıştır. Ancak, kamunun mali piyasalar üzerindeki gerçek baskısını doğru değerlendirebilmek için bu oranın mali derinlik oranı ile birlikte düşünülmesi gerekir. Bu amaçla yine aynı tabloda DİBS/TYİMV oranı sunulmuştur. Bu oran, kamu kesiminin yurtiçi mali kaynaklar üzerinde oluşturduğu baskının boyutunu daha anlamlı yansıtmaktadır. Buna göre, oran 1986'da %13,5 iken sürekli artma trendi göstererek 2003'de %47,9 değerine ulaşmıştır.

Belirtmek gerekir ki, Türkiye'de mali piyasalarda enstrümanların zamanla çeşitlenmesine rağmen, gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında, mali piyasalarda derinliğin yeterince gelişmemiş olduğu görülür.⁹ Mali piyasalarda son yıllarda görülen hızlı teknolojik ilerleme, tasarrufların işlem maliyetini düşürürken; likit olmayan mali varlıkların kısa sürede likit hale dönüştürülebilmesi bu piyasalarda kırılabilirliği da artırmıştır. Gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında, ülkemizin iç ve dış şoklardan daha fazla etkilenmesi nedeniyle, mali piyasalarımızda dalgalanma daha fazla yaşanmaktadır¹⁰.

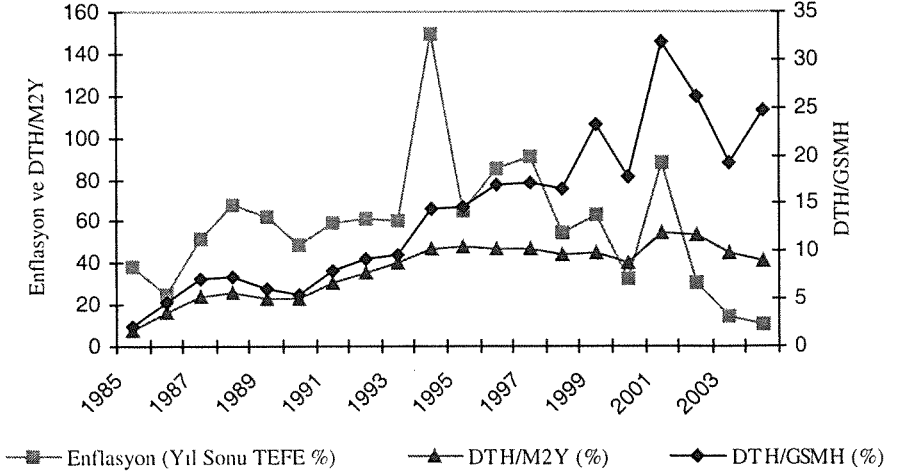
Tablo 1'de, DTH/GSMH oranının sürekli artarak %3'lerden %20'lere çıktığı görülmektedir. Bu gelişmede, yaşanan enflasyon sürecinin etkili olduğu yadsınamaz bir gerçektir. DTH'lerin yüksek kronik enflasyondan nasıl etkilendiğini görebilmek için enflasyon, DTH/M2Y ve DTH/GSMH oranları Grafik 2'de gösterilmiştir. Grafikte, yüksek kronik enflasyon ile birlikte, DTH'lerin mali sistem içindeki payının arttığı, son yıllarda enflasyonda görülen düşüş eğilimine rağmen tasarruflarını döviz olarak tutanların döviz tutmada ısrarlı oldukları görülmektedir.¹¹

⁹ 1985-1995 dönemi ortalaması olarak, mali derinlik karşılaştırması için geniş tanımlı para arzının GSYİH'ye oranına bakıldığında, bu oranın ABD'de %64,3; Almanya'da %59,8; İngiltere'de %70; Yeni Zelanda'da %47,9; İsveç'te %51,4; İsrail'de %78,8; Şili'de %37; Meksika'da %26,1; Arjantin'de %19,3 ve Türkiye'de %26,5 olduğu görülmektedir. Paul R. MASSON vd., "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", IMF Working Paper, WP/97/130, October 1997, 26.

¹⁰ Cafer KAPLAN, "Finansal Yenilikler ve Piyasalar üzerine Etkileri: Türkiye Örneği", TCMB, Tartışma Tebliği No. 9910, Nisan 1999.

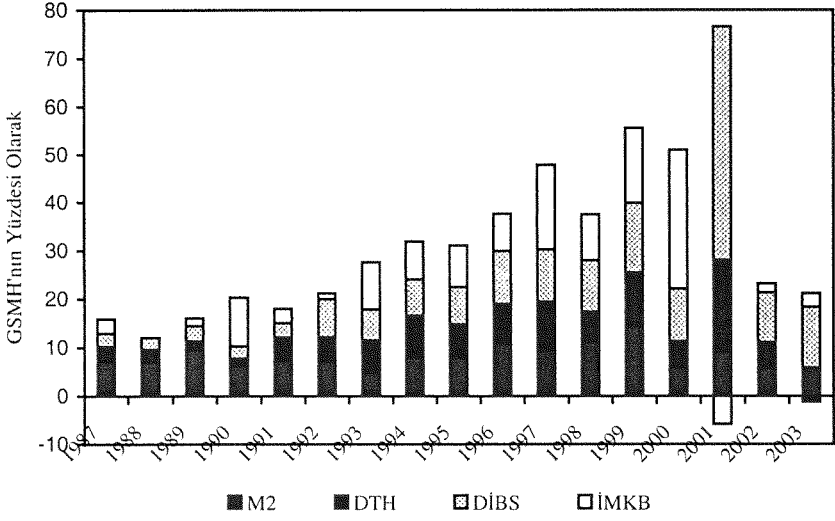
¹¹ DTH'lerin toplam mevduat içindeki payının yüksek kalmasının bir nedeni TL'nin yabancı paralar karşısında aşırı değerlenmiş olması; bir diğer nedeni ise siyasi ve ekonomik istikrarın sürdürülebilirliğine olan güvensizliğin varlığı olabilir.

Grafik 2: Enflasyon, DTH/M2Y ve DTH/GSMH (%)



Kaynak: TCMB web sitesi.

Tasarruf sahiplerinin cari yıl içinde yaptıkları tasarrufları hangi yatırım enstrümanlarına plase ettikleri GSMH'nin bir oranı olarak Grafik 3'de gösterilmiştir. Grafikte, yatırım enstrümanlarının stok değerleri değil; cari yılda yapılan tasarrufların, stok değerlerinde neden olduğu değişimler GSMH'nin oranı olarak görülmektedir. Dolayısıyla grafik, tasarruf sahiplerinin plasman tercihlerinin plasman alanları arasında yıllar itibarıyla nasıl dağıldığını ve dağılımın zamanla nasıl değiştiğini göstermesi açısından anlamlıdır. GSMH'nin bir oranı olarak gösterilmesi nedeniyle, tasarruflardan yatırım alanlarına yapılan katkılar aynı zamanda reel katkıları ifade etmektedir. Ayrıca, sıcak para girişleri yoluyla yurtiçi mali sistem üzerinde ve dolayısıyla cari tasarruflar içinde yabancıların etkisini de unutmamak gerekir.



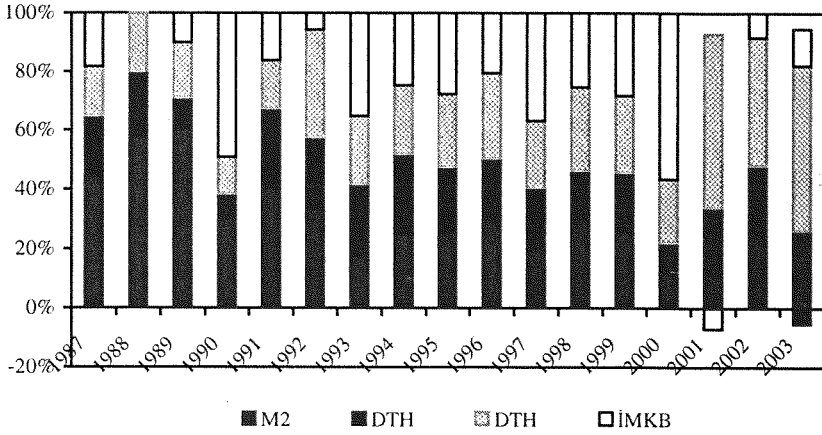
Grafik 3: Yurtiçi Tasarrufların Yatırım Alanlarına Dağılımı
(GSMH'nin Oranı, %) Kaynak: TCMB web sitesi.

Grafik 3'de, yurtiçi mali enstrümanlara yapılan katkıların toplam olarak GSMH içindeki payının 2001 yılına kadar artma trendi gösterdiği, son iki yılda ise azaldığı hatta bazı enstrümanların eksi değer aldığı görülmektedir. Yine grafikte, TL mevduatına yapılan katkıların dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. İMKB'ye yapılan katkılar 1989, 1999, 2001 ve 2003 yıllarında negatif olmuştur. Önemli bir husus, 2003 yılında DTH'lerde görülen çözülmüştür. Çünkü bu yılda ilk kez DTH'ye katkı yapılmamış aksine azalma olmuştur. İç borçlanma kağıtlarına yapılan katkılar, genel olarak, bir artma trendi göstermiştir. Tasarrufların iç borçlanma kağıtlarına yaptığı katkı 2001 yılında en yüksek düzeyde olmuştur.¹²

Grafik 4, cari yıldaki yurtiçi tasarrufların yatırım alanlarına göre kendi içindeki yüzde dağılımını göstermektedir. Bu grafikte de, cari yıl içinde bir

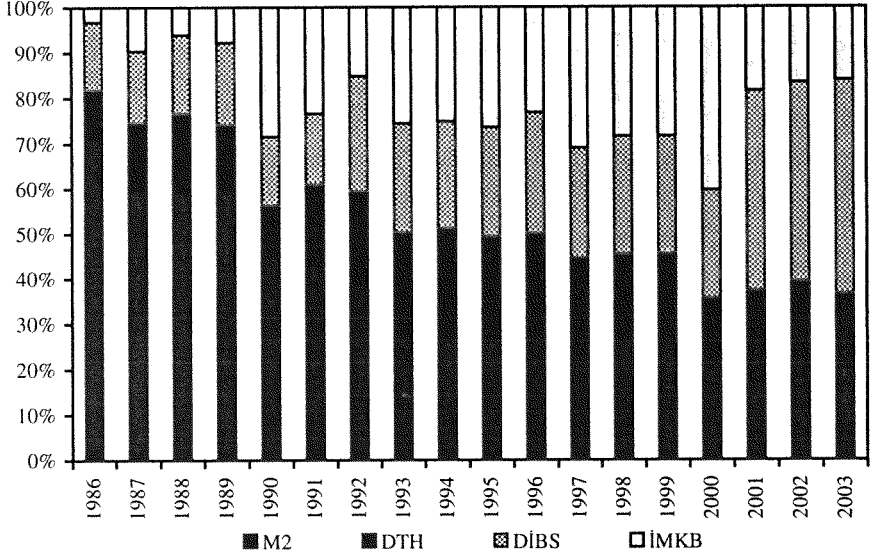
¹² Bu artışın temel nedeni, 2000-2001 ekonomik krizi ile birlikte ortaya çıkan, kamu bankalarının bilançolarında gizlenen görev zararlarının kapatılması; BDDK tarafından el konulan ve TMSF'ye devredilen fon bankalarının mali yapılarının güçlendirilmesi ve tekrar satışa çıkarılabilmesi için kamu borçlanma kağıdı kullanılmış olmasıdır. Süreyya SERDENGECİ, TCMB 2001 Yılı Para Politika-sı Raporu, 15 Mayıs, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/paraprog/para_politikasi.html, 2001.

önceki yıl seviyesine göre enstrümanların stok değerlerindeki değişimler söz konusudur. Burada, cari yıldaki stok değerlerindeki değişimler toplamı 100 alındığında en büyük değişimin hangi yatırım alanında ve ne yönde olduğunu görmek mümkün olmaktadır. Tasarrufların en büyük katkısı başlangıç yıllarında TL mevduatına yaptığı ancak bu katkının 2000'li yıllara kadar bir azalma trendi gösterdiği daha sonra ise hafifçe artış trendine girdiği görülmektedir. Diğer taraftan, başlangıçta yurtiçi tasarrufların iç borçlanma senetlerine düşük katkılar yaparken, bu katkıların zamanla artma trendi gösterdiği görülmektedir. DTH'lere yapılan katkıların ise dönem boyunca sürekli dalgalandığı ancak, 2003 yılı hariç daima pozitif olduğu görülmektedir. DTH ile ilgili olarak dikkati çeken diğer bir husus, katkıların 1994 ve 2000-2001 krizi öncesi yıllarda en yüksek düzeye çıktığıdır.



Grafik 4: Yurtiçi Tasarrufların Enstrümanlara Yaptığı Katkıların Kendi İçinde Dağılımı (%)
Kaynak: TCMB web sitesi.

Yatırım enstrümanlarının stok değerleriyle kendi içindeki yüzde dağılımı ve yıllar itibariyle bu dağılımın seyri Grafik 5’de görülmektedir.



Grafik 5: Yatırım Enstrümanlarının Stok Değerlerinin Kendi İçinde Dağılımı (%)
Kaynak: TCMB web sitesi.

Grafik 5’de, dört ana yatırım enstrümanının stok değerlerinin toplam stoka oran olarak kendi içinde yıllara göre dağılımı görülmektedir. Bu grafik, tasarruf sahiplerinin birikimleri ile ilgili yatırım tercihlerinin yatırım alanları arasında zamanla nasıl değiştiğini göstermesi açısından anlamlıdır.

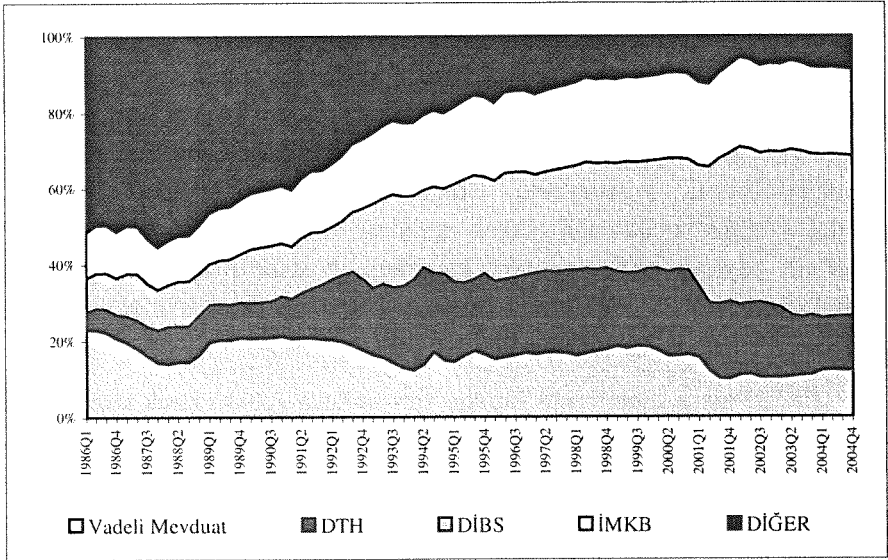
Grafikte, vadeli ve vadesiz TL mevduatının toplam tasarruf stoku içindeki payı, 1986’da %70’in üzerinde iken 2000’li yıllarda sürekli bir azalma trendi göstererek %20’lerin altına düşmüştür. TL mevduatından kaçışın bir nedeni enflasyon diğer nedeni ise DİBS’nin yüksek reel faizleridir. DTH’lerin 1990’lı yıllarda, önceki yıllara göre yaklaşık iki kat arttığı ve 2000’li yıllarda toplam mevduatın yaklaşık %50’sini oluşturduğu görülmektedir. Dolayısıyla DTH’ler sayesinde toplam mevduatın azalış trendi nispeten yavaşlamıştır. Toplam mevduat içinde DTH’lerin payının artmasında, yaşanan yüksek kronik enflasyon olgusunun önemli etkisi olduğu açıktır. Bu dönemde tasarruf sahipleri, tasarruflarını enflasyona karşı koruyabilmek için dövize plasmayı tercih etmişlerdir. Diğer taraftan TL

mevduatında görülen nispi azalma, enflasyon nedeniyle TL'ye duyulan güvenin ne ölçüde azalmış olduğunu göstermektedir.

Grafikte, DİBS'lere yapılan plasmanın 1986-2003 döneminde sürekli olarak arttığı ve 2000'li yıllarda hemen hemen toplam tasarrufların yarısının DİBS'ne bağlandığı görülmektedir. Tasarrufların DİBS'lerde değerlendirilmesi, getirisinin diğer yatırım enstrümanları ile karşılaştırıldığında çok daha yüksek ve risksiz olmasındandır (Bkz. Tablo 4). DİBS'nin payının artmış olması, kamunun iç tasarruflara olan talebinin büyüklüğü yanında, mali politikanın sürdürülemez bir noktaya ulaştığını göstermesi açısından da önemlidir.

İMKB hisse senetlerine yapılan yatırımların genel olarak artma trendi göstermesine rağmen istikrarsız olduğu, yani bu enstrümana yapılan plasmanın sık sık çözülerek diğer yatırım enstrümanlarına kaydığı görülmektedir.

Grafik 6, YİMV içinde enstrümanların paylarını göstermektedir. Bu grafikte, M2 tanımı içinde yer alan vadeli mevduat ile vadesiz mevduat ayrılmış, vadesiz mevduat, kısa vadeli hazine avansları ve konsolide borçların da yer aldığı "Diğer" kategorisinde gösterilmiştir. Bu kategorinin dönem boyunca azaldığı dikkat çekmektedir. Yine grafikte vadeli mevduatın azaldığı, ancak, Grafik 5 ile birlikte değerlendirildiğinde, M2'deki asıl azalışın vadesiz mevduat hesabındaki düşüştan kaynaklandığı anlaşılmaktadır.



Grafik 6: TYİM V içinde Enstrümanların Dağılımı (%)

Yurtiçi mali sistem içindeki yatırım enstrümanları, fon fazlası olanların fonlarının hangi kanallardan ihtiyacı olanlara aktarıldığını ortaya koyar. Bu yatırım enstrümanları birbirinin rakibidir. Dolayısıyla, karşılıklı etkileşimi tespit etmek üzere, birbirine rakip olan dört yatırım enstrümanının toplam portföyden aldıkları paylar arasında korelasyon katsayıları hesaplanmış ve Tablo 3’de sunulmuştur.

	İMKB	M2	DTH	DİBS
İMKB	1.00	-0,71	0,19	0,16
M2		1.00	-0,60	-0,76
DTH			1.00	0,38
DİBS				1.00

Tablo 3: Yatırım Enstrümanlarına İlişkin Korelasyon Matrisi
İMKB, M2, DTH, DİBS yatırım enstrümanlarının portföy paylarını göstermektedir.

Korelasyon matrisi, dört enstrümanın birbirine rakip olmasına ve negatif korelasyon ilişkisi beklenmesine rağmen, sadece bazı yatırım enstrümanlarının tasarruflardan aldıkları paylar açısından birbirinin rakibi olduğunu göstermektedir. *İMKB* ve *M2* arasındaki korelasyon katsayısının -0,71 olması bu iki enstrümanın birbirine rakip; *M2* ve *DTH* arasındaki korelasyon katsayısının -0,60 olması bu iki enstrümanın birbirine rakip; *M2* ve *DİBS* arasındaki korelasyon katsayısının -0,76 olması bu iki enstrümanın birbirine rakip olduğunu göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, korelasyon katsayılarına bakıldığında *DİBS*, TL mevduatı ile; TL mevduatı *DTH* ile; ve yine TL mevduatı *İMKB* ile rakip yatırım enstrümanları oldukları görülmektedir. Diğer katsayılar ise beklentimize ters ancak düşük bir pozitif ilişkiyi göstermektedir.

Tablo 4’de, yurtiçi mali sistemin dört yatırım enstrümanının yıllık nominal ve reel getirileri hesaplanmıştır.

İMKB getirisi olarak, *İMKB*-100 endeksindeki yıllık yüzde değişme; TL mevduatı için vadeli mevduatın yıllık faiz oranı; *DTH* için ABD dolarının yıllık mevduat faiz oranı; ve *DİBS* için yıllık iç borçlanma ortalama bileşik faiz oranı kullanılmıştır.

Ekonomik büyüme için yeterli iç tasarrufun bulunması ve faiz oranlarının düşük olması gerekir. Bu ise ancak mali piyasaların derinleşmesi ve kamunun mali piyasalar üzerindeki baskısının azalması ile mümkündür. Çünkü düşük faiz oranı, mali derinlikle ters, kamunun mali piyasalar üzerine baskısıyla doğru orantılıdır. Mali derinliğin artması faizleri düşürürken, mali baskının artması faizleri artırır.

Yıllar	Nominal Getiri (%)				Enflasyon (Yıl Sonu TEFE) (%)	Reel Getiri (%)			
	İMKB	M2 (TL)	DTH	DİBS		İMKB ¹	M2 (TL) ²	DTH ³	DİBS ⁴
1986	100	48,0	34,2	50,0	24,5	60,6	18,9	8,8	20,5
1987	250	52,0	33,8	47,0	51,6	130,9	0,3	-9,7	-3,0
1988	-43	83,9	73,0	62,4	67,9	-66,0	9,5	5,9	-3,3
1989	450	58,5	56,3	59,8	62,3	238,9	-2,1	-1,0	-1,5
1990	50	59,4	31,6	54,0	48,6	0,9	7,2	-8,6	3,6
1991	33	72,7	66,9	80,5	59,2	-16,2	8,5	7,4	13,4
1992	-9	74,2	69,4	87,7	61,4	-43,7	8,0	6,6	16,3
1993	418	74,8	63,6	87,6	60,3	222,8	9,0	3,6	17,0
1994	32	95,6	175,2	164,4	149,6	-47,2	-21,7	13,1	5,9
1995	47	92,3	60,3	121,9	65,6	-11,5	16,1	-0,6	34,0
1996	144	93,8	85,5	135,2	84,9	32,0	4,8	4,0	27,2
1997	254	96,6	96,1	127,2	91,0	85,1	2,9	7,1	19,0
1998	-25	95,5	82,6	122,5	54,3	-51,2	26,7	22,2	44,2
1999	485	46,7	72,9	109,5	62,9	259,4	-9,9	10,9	28,6
2000	-38	45,6	63,4	38,0	32,7	-53,2	9,8	26,6	4,0
2001	46	62,5	100,9	96,2	88,6	-22,6	-13,8	8,8	4,0
2002	-25	48,2	27,2	63,8	30,8	-42,5	13,3	-1,8	25,2
2003	80	28,6	3,7	45,0	13,9	57,7	12,9	-8,4	27,3

¹ İMKB 100 endeksindeki yıllık yüzde değişme olarak alınmıştır. M2 için kullanılan aşağıdaki formülle İMKB 100 endeksinin yıllık değişiminden reel getiri hesaplanmıştır.

² M2 için yıllık reel faiz oranı $r = [(1+i)/(1+\text{enflasyon oranı})] \times 100 - 100$ ile hesaplanmıştır.

³ DTH yıllık reel faiz oranı $r^* = i^* + [(1+\text{döviz kuru})/(1+\text{enflasyon oranı})] \times 100 - 100$ ile hesaplanmıştır.

⁴ DİBS üzerindeki yıllık ortalama bileşik faiz oranı alınmıştır. M2 için kullanılan formül ile reel faiz hesaplanmıştır.

Kaynak: İMKB Yıllık Rapor (2003), s.102; DPT (2004), Tablo. 4.9; TCMB web sitesi verilerinden yararlanılarak düzenlenmiştir.

Tablo 4: Yatırım Enstrümanlarının Yıllık Nominal ve Reel Getiri Oranları (%)

II. AMPİRİK ANALİZ

Kamunun mali piyasalarda oluşturduğu mali baskınlığı tespit etmek üzere, mali piyasa enstrümanlarının portföy payları ile bu enstrümanların reel getirileri arasındaki ilişki bu bölümde ekonometrik bir model yardımıyla analiz edilmektedir. Amaç, DİBS'nin portföy payları ile reel getirisi arasındaki pozitif ilişkinin ve artan kamu borçlanması nedeniyle oluşan yüksek reel borçlanma faizlerinin diğer enstrümanların portföy payları üzerindeki negatif etkisinin varlığının test edilmesidir. Bu tezin ekonometrik model tarafından doğrulanması kamunun mali piyasalar üzerindeki mali baskısını doğrular bir kanıt ortaya koyacaktır. Ayrıca mali baskınlığın istatistiksel anlamlılığı test edilecektir.

A) VERİLER, METODOLOJİ VE MODEL

İMKB şirketlerinin piyasa değerlerine ilişkin veriler *İMKB 2003 Yıllık Rapor (s.102)*'dan, diğer veriler ise TCMB'nin web sitesinden alınmış yıllık verilerdir. İMKB verileri, kayıtlı şirketlerin ortalama piyasa değeridir. DTH verileri ise ortalama yıllık ABD doları üzerinden TL'ye dönüştürülmüş seridir. DİBS vadesi gözetilmeksizin bono ve tahvil stoklarının yıl sonu TL cinsinden tutarlarıdır. Yine bu enstrümanlara ilişkin nominal getiriler TCMB web sitesinden alınmış, ortalama yıllık TEFE serisi kullanılarak reel getirilere dönüştürülmüştür (Bkz. Tablo 4).

Model, İMKB, M2, DTH ve DİBS'den oluşan yatırım enstrümanlarının stok payları (sırasıyla S_1, S_2, S_3, S_4) ile bu enstrümanların reel getirileri (sırasıyla r_1, r_2, r_3, r_4) arasındaki ilişkiyi ortaya koymayı amaçlamaktadır. Kamunun, iç borçlanma enstrümanları vasıtasıyla yurtiçi mali piyasalardaki baskısını tespit etmek ve diğer enstrümanları ikame edip etmediklerini belirlemek modelin temel amacıdır. Ayrıca, enstrümanların stok değerleri toplamı olarak toplam reel finansal servet (W) de modele dahil edilerek değişik enstrümanların servet artışından aldıkları pay tespit edilmeye çalışılmıştır.

Aşağıda Tablo 5'de, her bir enstrümanın portföy payının sırayla bağımlı değişken oldukları dört regresyon denkleminin sonucu özetlenmiştir. Ancak daha önce, regresyona dahil edilen serilere ADF birim kök testi uygulanmış ve durağan olmayan seriler farkları alınarak durağan hale getirilmiştir (Tablo 4). Çünkü, artan seriler arasında eşbütünleşme olmadığına, ancak seriler durağan hale getirildikten sonra *En Küçük*

Kareler Yöntemi uygulanabilmektedir.¹³ Durağan hale getirilmemiş seriler regresyona koşulsuzsa, regresyon sonucu elde edilecek R^2 , t ve F istatistikleri abartılı olacağından, anlamlı bir şekilde değerlendirilemeyecektir¹⁴.

Çalışmamızın ekonometrik modeli, Brainard&Tobin'in (1968) klasik stok ayarlama modelidir¹⁵. Bu modeli, Taylor&Clements¹⁶ ve Hess¹⁷ de çalışmalarında kullanmışlardır. Yakın zamanda yine benzer model kullanılarak yapılan bir çalışma ise Feltenstein&Iwata'nın¹⁸ çalışmasıdır.

Model şöyle yazılabilir:

$$s_{it} = \alpha_i + \beta_i \log W_t + \sum_{j=1}^J \gamma_{ij} r_{jt} + u_{it}$$

Burada,

s_{it} : i 'nci yatırım enstrümanının t zamanında portföydeki payını,

$j = 1, 2, \dots, i, \dots, J$: J sayıdaki enstrümanı,

$t = 1, 2, \dots, T$: Ampirik çalışmanın yapıldığı zamanı,

r_{jt} : j 'nci enstrümanın t zamanında reel getirisini,

W_t : t zamanındaki reel finansal serveti,

u_{it} : i 'nci enstrüman için hata terimini,

β_i : W_t 'deki %1'lik değişimin i 'nci enstrümanın portföy payına (s_i) etkisini,

γ_{ij} : j 'nci enstrümanın reel getirisindeki %1'lik değişimin i 'nci enstrümanın portföy payına (s_i) etkisini göstermektedir.

Modeldeki katsayılara (γ_{ij}) ilişkin beklentimiz, enstrümanların portföy paylarının kendi getirileriyle pozitif, birbirinin rakibi olması nedeniyle diğer enstrümanların getirileriyle negatif ilişkili olması yönündedir. Kamu

¹³ Ancak, dördüncü regresyon denklemindeki seriler, eşbütünlüğün varlığı nedeniyle durağan hale getirilmeden regresyona sokulmuştur. Çünkü, seriler düzeyde iken koşulan regresyon denkleminin hata terimi $\alpha=0,05$ anlamlılık düzeyinde $I(0)$ 'dır.

¹⁴ W.W. CHAREMZA & D.F. DEADMAN, *Econometric Practice: General to Specific Modelling, Cointegration and Vector Autoregression*, Second Edition, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, UK, 1997, p.122.

¹⁵ W.C.BRAINARD & J. TOBIN, "Pitfalls in Financial Model Building", *American Economic Review*, 58, 1968, p. 99-122.

¹⁶ J.C. TAYLOR, & K.W. CLEMENTS, "A Simple Portfolio Allocation Model of Financial Wealth", *European Economic Review*, 23, 1983, p. 241-251.

¹⁷ A. HESS, "The Effects of Transaction Costs on Households' Financial Asset Demands", *Journal of Money, Credit and Banking*, 23, 1991, p. 388-409.

¹⁸ A. FELTENSTEIN & S. IWATA, "Why is It So Hard to Finance Budget Deficits? Problem of a Developing Country", *Journal of Asian Economics*, 13, 2002, pp. 531-544.

borçlanma kağıtlarının, diğer yatırım enstrümanlarına alternatif bir yatırım enstrümanı olması nedeniyle diğer enstrümanlarla negatif ve anlamlı bir ilişki içinde olması beklenir. Türkiye’de incelenen dönemde kamu borçlanma ihtiyacının ve borçlanma kağıtlarındaki reel faizin artması, enstrümanların portföy paylarının DİBS lehine ve fakat diğerleri aleyhine değişmesine neden olması beklenir. Ayrıca, enstrümanların payının kendi getirileri ile pozitif ilişki içinde olması beklenir.

B) REGRESYON SONUÇLARI

Bu çalışmada kullanılan serilere uygulanan ADF birim kök testi sonuçları Tablo 4’de sunulmuştur.

	Düzeyde		Birinci Fark		İkinci Fark	
	ADF Test İstatistiği	MacKinnon Kritik Değeri	ADF Test İstatistiği	MacKinnon Kritik Değeri	ADF Test İstatistiği	MacKinnon Kritik Değeri
S_1	-2,31	-3,07	-4,36*	-3,08		-3,10
S_2	-1,89		-3,37*			
S_3	-1,63		-2,63		-4,09*	
S_4	0,34		-3,32*			
$LogW$	1,85		-2,57		-4,63*	
r_1	-4,05*					
r_2	-3,53*					
r_3	-1,83		-2,88		-6,03*	
r_4	-2,31		-4,55*			

*MacKinnon kritik değerine göre, %5’de birim kök reddedilmektedir (Seri durağandır). ADF Birim kök testinde AIC’e göre seriler (r_1 hariç) sabit terim içermekte ve ancak gerektiğinde trend içermektedir. Birinci farklarda ADF testi uygulanan seriler sadece sabit terim içermektedir. Eviews 4.1 seriler için en uygun gecikme uzunluğu-nu, maksimum 11 gecikme olmak üzere, AIC’e göre otomatik olarak belirlemektedir.

Tablo 4: Serilere İlişkin ADF Birim Kök Test Sonuçları

Tablo 4’de, r_1 , r_2 serilerinin I(0); S_1 , S_2 , S_4 , r_4 serilerinin I(1) ve r_3 , S_3 , W serilerinin ise I(2) oldukları anlaşılmaktadır.

Modelin regresyon sonuçları Tablo 5’de özetlenmiştir. Birinci sütunda açıklayıcı değişkenler, birinci satırda dört ayrı regresyonun bağımlı değişkenleri gösterilmiştir. Tabloda, regresyonun açıklayıcı değişkenlerine ait katsayılara ve parantez içinde t-istatistiklerine yer verilmiştir.

	İMKB (S_1)	M2 (S_2)	DTH (S_3)	DİBS (S_4)
Sabit Terim	2,53 (1,31)	-3,12 (-2,30)*	-2,09 (-1,82)***	14,53 (4,72)*
Servet ($\log W$)	0,0003 (2,88)*	-	-0,0002 (-3,15)*	0,0001 (4,56)*
İMKB Getirisi (r_1)	-0,03 (-1,94)***	0,02 (1,62)	0,02 (1,79)***	0,003 (0,25)
M2 Getirisi (r_2)	-0,15 (-0,57)	-1,88 (-1,19)	0,28 (1,78)***	-0,25 (-1,23)
DTH Getirisi (r_3)	0,21 (2,05)**	-0,14 (-2,03)***	-0,03 (-0,44)	-0,26 (-2,26)*
DİBS Getirisi (r_4)	-0,17 (-0,91)	0,18 (2,30)**	0,004 (0,04)	0,31 (2,59)*
R^2	0,83	0,49	0,80	0,80
D-W	1,96	1,56	2,06	1,60

Not: Parantez içindeki değerler t-istatistikleri olup, %1, %5 ve %10 anlam düzeylerinde anlamlı parametreler için sırasıyla *, **, *** işaretleri konulmuştur.

Tablo 5: Portföy Modelinin Regresyon Sonuçları

Regresyon sonuçları, DİBS’nin getirisinin (r_4) diğer enstrümanların toplam tasarruflardan aldığı payları (S_1 , S_2 , S_3) nasıl etkilediğini, aynı zamanda diğer enstrümanların getirilerinin enstrümanların portföy payları üzerindeki etkilerini ortaya koymaktadır. Enstrümanlar birbirine rakip oldukları için getirilerin diğer enstrümanların portföy payları ile negatif ilişki içinde olması beklenir. Regresyonun ortaya koyduğu sonuçlar bazı noktalarda beklentilerle örtüşürken, bazı noktalarda örtüşmemektedir.

Beklentilerle örtüşen noktalar, regresyon sonuçlarının istenen düzeyde olmasa da, bu çalışmanın amacını destekler niteliktedir. Nitekim, DİBS’nin getirisindeki artış DİBS’nin portföy payını artırmaktadır: Getirideki %1’lik bir artış portföy payını %0,31 artırmaktadır. DTH’lerin getirisindeki bir artış ise DİBS’nin portföy payını azaltmaktadır: DTH’lerdeki %1’lik bir artış portföy payını %0,26 azaltmaktadır.

Türkiye’de mali piyasalara derinlik kazandırmak amacıyla, Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanun’da yapılan düzenlemelerle

1989 yılında sermaye hareketleri serbestleştirilmiş ve tam konvertibiliteye geçilmiştir.¹⁹ Ancak, enflasyonun yüksek bir platoya yerleşmesi ve kronik hale gelmesi, aynı süreçte TL mevduatının toplam tasarruflardan aldığı payını giderek azalmasına ve yerini özellikle DTH ve DİBS'ne bırakmasına neden olmuştur (Bkz. Grafik 4 ve 5). Regresyon sonuçları bu gelişmeyi de doğrular niteliktedir. DTH'lerin getirisinde %1 artış, M2'nin portföy payını % 0,14 oranında anlamlı bir şekilde azaltmaktadır.

DİBS'nin İMKB üzerinde beklenen negatif etkiyi yapmasına karşılık bu etki t-istatistiğine bakıldığında anlamlı değildir. DİBS'nin M2 üzerinde beklenen etkisi beklenenin aksine pozitif ve anlamlı çıkmaktadır. Ancak bu regresyonun determinasyon katsayısı çok düşük çıkmıştır ($R^2=0,49$). Regresyon sonuçlarının bazı noktalarda beklenenin aksine çıkmasını şu iki nedenle açıklamak olasıdır: Birincisi, Türkiye'de yaşanan ekonomik ve siyasi istikrarsızlıkların, başta enflasyonist beklentiler olmak üzere geleceğe dönük beklentilerin ve dışsal diğer şokların regresyon sonucu üzerinde etkili olması ihtimali; ikincisi ise, modelin kapsadığı dönemin veri yetersizliği nedeniyle yeterince uzun bir dönemi kapsamamasından dolayı, beklenen bütün ilişkileri yakalayamamış olması ihtimalidir.²⁰

III. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Bütçe açığı ve borç stoku, son yirmi yılı aşan süredir, Türkiye'nin temel makroekonomik sorunlarının başında gelmekte ve önemi giderek artmaktadır. Artan bütçe açığı ve borç stoku yeterince gelişmemiş yurtiçi mali piyasalar üzerindeki mali baskınlığı artırmıştır.

Bütçe açığının iç kaynaklardan rahat finanse edilebilmesi iç mali piyasanın derinliği ile doğru orantılıdır. Ancak, mali derinlik kriteri olarak mali piyasanın GSMH'ya oranının büyümesi tek başına yeterli olmayıp, ekonomik büyüme ile desteklenmesi gerekir. Aksi takdirde, kamunun

¹⁹ Sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasının ve ulusal paraya konvertibilite kazandırılmasının mali derinlik ve ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki yapabilmekte (Klein&Olivei, 1999); ancak, alt yapısı yeterince gelişmemiş olan ülkelerde bu uygulama, spekülâtif sermaye hareketleri ve sıcak para politikaları nedeniyle, finansal piyasalarda kısmi bir derinleşme sağlasa bile mali piyasaları kırılğan bir hale getirebilmektedir (Arteta vd., 2001).

²⁰ Model, üç aylık veriler kullanılarak yinelenmiş, ancak yıllık veriler kullanılarak ulaşılan sonuçtan daha iyi bir sonuç elde edilememiştir. Dolayısıyla burada yıllık veriler kullanılarak elde edilen sonuç rapor edilmiştir.

büyüyen kaynak ihtiyacı karşısında mali piyasaların sağlıklı yapısının bozulması mali krizlerin ortaya çıkmasına neden olabilmektedir.

Ortaya çıkan sonuçlara göre, 1986-2003 döneminde Türkiye’de mali piyasalar, mali liberalizasyonun ve tasarrufa pozitif reel getiri sağlanmasının da etkisiyle giderek derinleşmiştir. İMKB, M2, DTH, ve DİBS gibi mali piyasa enstrümanlarının mali piyasa içindeki payları bu derinleşme sürecinde ciddi bir değişim göstermiştir. Bu süreçte dikkat çeken en önemli değişiklik, açık finansmanında ağırlık verilmesi nedeniyle DİBS’lerin payının artmasında ve yaşanan yüksek kronik enflasyon nedeniyle bankalar TL mevduatının payının sürekli olarak azalmasında görülmüştür. DİBS reel faizlerinin yüksek seyretmesi bu değişimde önemli rol oynamış, mali piyasanın derinleşmesi de yine bu yoldan gerçekleşmiştir. Dolayısıyla mali derinleşme, kamunun mali piyasalar üzerindeki baskısıyla paralel gelişme göstermiştir. Buradan anlaşılan o ki, faiz ve enflasyon oranındaki dalgalanmanın yükseldiği bu dönemde, yatırımcılar tasarruflarını sabit getirili yatırım enstrümanlarına plase etmek yerine değişken oranlı yatırım enstrümanlarına plase etmeyi tercih etmişlerdir²¹. Bu tercih nedeniyle yatırımların vadesi kısalmış, paranın dolanım hızı artmıştır.

Mali piyasalar üzerindeki kamu baskısı, kaynakların etkin kullanım alanından uzaklaştığını göstermektedir. Kaynakların etkin kullanım alanlarına geri dönmesi kamu kesiminin mali piyasalardaki fon talebinin azaltılması ile mümkün görünmektedir. Bu da ancak bütçe açıklarının ve kamu borç stokunun azaltılmasına dönük bir mali politika uygulanması ile mümkündür. Dolayısıyla kamunun, bütçe açığı ve borç stoku makul düzeye düşene kadar *faiz dışı bütçe fazlası (birincil fazla)* vermeyi sürdürmesi gerekmektedir. Böylece fonlar rant ekonomisinden reel ekonomiye dönecek ve refah artışı sağlayacak istikrarlı ekonomik büyümenin önü açılmış olacaktır.

Diğer taraftan toplam mevduat (M2Y) azalırken, toplam mevduat içinde DTH’lerin payındaki artış yine dikkati çekmektedir. Bu artışın en önemli nedeni olarak yaşanan yüksek kronik enflasyon süreci görülmektedir. Ancak son yıllarda sağlanan siyasi istikrar ve uygulanan reform programlarına sıkı sıkıya uyulma gayretleri, enflasyonun ve enflasyonist beklentilerin kırılmasını, az dahi olsa DTH’lerde ilk kez çözümlenmiş

²¹ Cafer KAPLAN, “Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği”, TCMB, Tartışma Tebliği No. 9910, Nisan 1999.

başlamasını sağlamıştır. DTH'lerdeki çözülmenin devamı, enflasyondaki düşüşün DİBS'nin reel faizindeki düşüşle desteklenmesini gerektirmektedir.

İMKB'nin ise, diğer yatırım araçlarıyla karşılaştırıldığında, portföydeki pay açısından ciddi bir artış gösterememesi kamu kesiminin DİBS ile mali sistemdeki varlığının diğer önemli bir sonucu görülmektedir. Çünkü, büyüyen rant ekonomisi, fonları kendisine çektiği için reel ekonomik faaliyetlerin gelişimini engellemektedir.

Türkiye'de mali sisteme derinlik kazandırılmasında, tasarruf sahiplerinin yastık altı birikimlerinin mali sistem içine çekilmesi önemlidir. Bu amaçla 1980'lerin başından itibaren pozitif reel faiz uygulamasına geçilmesi, faizsiz bankacılık sisteminin geliştirilmesi ve 1990 yılında İstanbul'da altın borsası kurulması mali sistem dışında kalan atıl fonların sistem içine çekilmesinde kısmen başarı sağlamıştır.

KAYNAKÇA

- ARTETA, Carlos, Barry EICHENGREEN & Charles WYPLOSZ, "When Does Capital Account Liberalization Help More Than It Hurts", National Bureau of Economic Research Working Paper No: 8414, August 2001.
- AYDIN, M. Faruk, *Türkiye'de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Bankacılık Sektörü Bilançolarına ve Risklerine Olan Etkileri*, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Çalışma Tebliğ No: 13, Kasım 2002.
- BRAINARD, W.C. & J. TOBIN, "Pitfalls in Financial Model Building", American Economic Review, 58, 1968, pp. 99-122.
- CHAREMZA, W.W.&D.F. DEADMAN, *Econometric Practice: General to Specific Modelling, Cointegration and Vector Autoregression, Second Edition*, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, UK, 1997.
- DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2003, Tablo. 5.5, Ocak 2004.
- FELTENSTEIN, A.&S. IWATA, "Why is It So Hard to Finance Budget Deficits? Problem of a Developing Country", Journal of Asian Economics, 13, 2002, pp. 531-544.
- GÖKÇE, Deniz, Türkiye Ekonomisinde Son Gelişmeler, Türkiye Bankalar Birliği web sitesi, <http://www.tbb.org.tr/turkce/konferans/Denizgokce.pdf>, 2004
- HESS, A., "The Effects of Transaction Costs on Housholds' Financial Asset Demands", Journal of Money, Credit and Banking, 23, 1991, pp. 388-409.
- İMKB, İMKB 2003 Yıllık Rapor, <http://www.imkb.gov.tr>

- KAPLAN, Cafer, “Finansal Yenilikler ve Piyasalar zerine Etkileri: Türkiye Örneği”, TCMB, Tartışma Tebliği No. 9910, Nisan 1999.
- KİRMANOĞLU, Hülya, “Mali Sistemler ve Devlet Borçlanması”, İstanbul Üniversitesi, Maliye Araştırma Merkezi Konferansları, 34. Seri, İktisat Fakültesi Yayınları, İstanbul,1993.
- KLEIN, Michael W. & Giovanni OLIVEI, “Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth” National Bureau of Economic Research Working Paper No: 7384, October 1999.
- MASSON, Paul R. vd., “The Scope for İflation Targeting in Developing Contries”, IMF Working Paper, WP/97/130, October 1997, p.1-45.
- SAK, Güven, *Public Policies Towards Financial Liberalization: A General Framework and An Evaluation of The Turkish Experience in the 1980's*, Capital Market Board Publication, Ankara, 1995.
- SERDENGEÇTİ, Süreyya, TCMB 2001 Yılı Para Politikası Raporu, 15 Mayıs, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/paraprog/para_politikasi.html, 2001.
- ŞEN, H., *Teori ve Uygulamada Senyoraj*, Ekin Kitabevi, Bursa, 2003.
- ŞEN, H.&İ. SAĞBAŞ, *Bütçe Açıkları: Teori ve Türkiye Uygulaması*, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2004.
- TAYLOR, J.C.&K.W. CLEMENTS, “A Simple Portfolio Allocation Model of Financial Wealth”, *European Economic Review*, 23, 1983, pp. 241-251.
- TCMB, TCMB Web Sitesi, <http://www.tcmb.gov.tr>
- YILDIRIM, E. ve R. YILDIRIM, “1980 Sonrası Uygulanan Maliye Politikaları ve Türkiye Ekonomisi üzerindeki Etkileri”, Türkiye’de 1980 Sonrası Mali Politikalar içinde, XVI. Türkiye Maliye Sempozyumu, 28-31 Mayıs 20