

TÜRKİYE'DE HANEHALKININ VE FİNANSAL KESİMİN PORTFÖY TERCİHLERİ

PORTFOLIO PREFERENCES OF HOUSEHOLDS AND FINANCIAL SECTOR IN TURKEY

Öğr. Gör. Dr. Aydanur GACENER ATIŞ, Ege Üniversitesi, İktisadi ve İdari
Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, aydanur.gacener@ege.edu.tr

ÖZET

Bu çalışmada, ekonomik karar birimlerinden hanehalkının ve firmaların (bu karar birimi finansal kesim bağlamında değerlendirilmiştir), ulusal para ve yabancı para cinsinden portföy tercihlerinin dağılımları değerlendirilmiştir. Söz konusu karar birimlerinin portföy tercihlerini ulusal para ve/veya yabancı para cinsinden belirlemeleri, ülke ekonomisi açısından döviz arz ve talebinin büyüklüğünü etkileyerek, denge döviz kurunun oluşumuna katkı sağlamaktadır. Bu amaçla, söz konusu karar birimlerinin ulusal ve yabancı para birimi cinsinden finansal araçlara yönelik talepleri dikkate alınarak, toplam büyüklükler içerisinde yabancı para ve ulusal para kompozisyonunun dağılımı belirlenmiş; ekonomi politikalarındaki dönüşümler dikkate alınarak, mevcut portföy yapısı açıklanmaya çalışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Hanehalkı, Finansal Kesim, Portföy Tercihleri

ABSTRACT

In this study, the distribution of portfolio preferences of households and companies (this decision units were evaluated in the context of financial sector) is evaluated. The portfolio preferences are identified by national and foreign unit currencies. Portfolio preferences of decision makers of such currencies in terms of the national economy affect the magnitude of foreign exchange supply and demand. Hence, it makes addition to the composite of the equilibrium exchange rate. Taking into account the demand for financial instruments and economic policies, we can display the composition of foreign and national currency in the total amount and try to investigate the current portfolio structure.

Key Words: Households, Financial Sector, Portfolio Preferences

1. GİRİŞ

Türkiye’de 1980 sonrası dönemde finans piyasalarındaki yeni düzenlemeler ile ortaya çıkan gelişmeler, ülkenin dışa açılma süreci ile birlikte birçok ekonomik büyüklüğü de etkilemiştir. Buna göre, özellikle döviz kuru sistemleri açısından bir değişim söz konusudur. Bu değişim, portföylerin ulusal para ve yabancı para cinsinden finansal araç büyüklüklerini belirlemektedir. 1989 yılından itibaren uygulanan 32 sayılı karar ile, yurt içi ve yurt dışı yerleşiklerin yabancı para cinsinden ekonomik faaliyetleri üzerindeki kısıtlar ortadan kaldırılmıştır. Daha da önemlisi, söz konusu karar, finansal sistemin bilanço yapısında önemli değişiklikler ortaya çıkararak; sermaye akımlarının niteliğini değiştirmiştir.

Bu etkileşim süreci ekonomide denge döviz kurunun oluşumunu sadece parasal bir büyüklük olmaktan çıkarmış, finansal araçlara bağlı bir büyüklük haline getirmiştir. Hanehalkı ve firmalar portföy yapılarını risk algılamalarına ve geleceğe ilişkin beklentilerine göre şekillendirmektedir. Bu açıdan, portföy, sadece ulusal para cinsinden değil, aynı zamanda yabancı para cinsinden varlık ve yükümlülüklerden oluşmaktadır.

Firmalar açısından talep yaratan ve tasarruflarını finansal piyasalarda değerlendiren hanehalkı, yarattığı portföy ile finansal piyasalarda önemli rol oynamaktadır. Hanehalkının harcama, tasarruf ve yatırım kararları geleceğe yönelik beklentiler tarafından belirlenmekte; portföy büyüklüğü ve dağılımı ise ekonominin genel yapısı, makro büyüklükler ve özellikle de finansal piyasalar ve finansal araçların gelişimine bağlı olarak oluşturulmaktadır.

Ülkemizde finans piyasası ve finansal araçlara ilişkin gelişmeler kısa bir geçmişe sahiptir. Bu açıdan finansal kesimin büyüklüğü değerlendirildiğinde, en büyük pay bankacılık sektörüne ait iken; diğer sektörlerin payı ise ihmal edilebilir düzeydedir. Bu nedenle çalışmada, finansal kesimi temsilen bankacılık sektörünün, ulusal ve yabancı para cinsinden portföy tercihlerinin dağılımı analiz edilmiştir.

2. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE HANEHALKININ PORTFÖY TERCİHLERİ

Hanehalkının portföy tercihleri finansal kesimin temel büyüklüklerinin belirlenmesi açısından önemlidir. Ancak, bu karar biriminin, söz konusu tercihlerini yansıtan finansal varlıkların dağılımına ilişkin verilerin elde edilmesi oldukça güçtür. Bu, sadece finansal kurumlar aracılığıyla gerçekleştirilen finansal varlık talebine ilişkin veriler açısından olanaklıdır. Bu nedenle, ülkemizde de hanehalkının finansal varlık kompozisyonları dar olarak nitelendirilebilecek bir dönem açısından ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

Hanehalkının portföy büyüklüğü dikkate alındığında en büyük pay ulusal ve yabancı para cinsinden mevduat ile Devlet İç Borçlanma Senetleri’ne (DİBS)ⁱ

aittir. Bu, hanehalkı tasarruflarının önemli bir bölümünün uzun yıllar sadece mevduat kapsamında değerlendirildiğinin ve ekonominin borçlanma ihtiyacı oranında DİBS'lere yatırım yapıldığının göstergesidir. Bunun dışında diğer finansal araçlar finansal serbestleşme ile birlikte hanehalkının portföyüne katılmıştır. Ancak bu araçlara yönelik talep ağırlıklı finansal kurumların talebidir. Son yıllarda, Türkiye ekonomisinin belli bir istikrara kavuşmuş olması, uluslararası finansal piyasalar ile gelişen ilişkiler ve yabancı sermaye yatırımları gibi faktörlerin etkisiyle ekonominin diğer kesimleri de bu finansal varlıklara yönelik taleplerini artırmışlardır.

Çalışmada, hanehalkı, yurt içi ve yurt dışı yerleşikler açısından ele alınmıştır. Yurt içi yerleşikler ekonomik faaliyetlerini ulusal sınırlar içerisinde sürdüren tüzel kişilerden; yurt dışı yerleşikler ise ekonomik faaliyetlerini yurt dışında sürdüren tüzel kişilerden oluşmaktadır. Genel olarak ülkemizde, yerleşiklerin portföy dağılımları ile ilgili veri sıkıntısı mevcuttur. Bu sorun kurumsal boyutta elde edilen verilerle giderilmeye çalışılmaktadır.

2.1. Yurt İçi Yerleşiklerin Portföy Tercihleri

Ülkemizde yurt içi yerleşiklerin portföylerini oluşturan finansal varlıklar mevduat, Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS), Eurobondⁱⁱ, Yatırım Fonları, Repo, Emeklilik Yatırım Fonları, Hisse senetleri, kıymetli maden hesapları ve katılım bankalarında toplanan fonlardır.

Tablo 1'de yurt içi ve yurt dışı yerleşiklerin portföy dağılımlarına ilişkin ayrıntılı veriler 2003 yılına kadar geriye götürülebilmektedir. Buna göre, ele alınan dönem boyunca, yurt içi yerleşiklerin portföy büyüklüğü genel bir artış eğilimi sergilemektedir. Hanehalkının finansal varlıkları içerisinde en büyük paya sahip olan mevduat, ulusal para (TL) ve yabancı para cinsinden mevduat (DTH) olmak üzere iki büyüklükten oluşmaktadır. Portföyün dağılımı açısından bakıldığında, mevduatın portföydeki payı 2003 yılında %63, 2007 yılında %69, 2008 yılında %74 ve 2009 yılının ilk yarısında ise %71 oranında gerçekleşmiştir.

Bu tabloya göre, TL cinsinden mevduattaki artış ile DTH'deki artış arasında önemli bir fark söz konusudur. 2007 yılında bir önceki yıla göre, TL cinsinden mevduat %23 oranında, döviz cinsinden mevduat ise %2,8 oranında artmıştır. Makroekonomik istikrarın, özellikle döviz kurunun olumlu seyri, ulusal para ve yabancı para cinsinden finansal varlıklar arasındaki portföy tercihlerine de yansımıştır. Buna göre, yurt içi yerleşikler, portföy tercihlerini ulusal para cinsinden finansal varlıklara yönlendirmiştir. Bunun sonucunda, DTH'nin payı azalmış ve finansal piyasaların istikrarı artmıştır.

Tablo 1: Yurt İçi ve Yurt Dışı Yerleşiklerin Portföylerini Oluşturan Finansal Varlıkların Dağılımı

YURT İÇİ YERLEŞİKLER (Milyon TL.)														
Yıllar / %	2003	%	2004	%	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%	2009 Haziran	%
TL Mevduat	75.677	33	103.240	35	145.191	42	170.774	43	209.846	46	262.738	48	267.446	46
DTH	68.932	30	76.074	26	76.440	22	101.399	25	104.196	23	141.858	26	144.767	25
Kat. Bank. Fonlar	4.036	2	6.034	2	8.518	2	11.212	3	14.828	3	18.638	3	22.029	4
DİBS	47.126	20	59.202	20	55.271	16	55.749	14	55.593	12	63.237	12	68.348	12
Eurobond	4.347	2	5.503	2	5.344	2	5.412	1	4.281	1	4.867	1	5.272	1
Yatırım Fonları	17.299	7	24.573	8	29.342	8	23.020	6	26.498	6	23.979	4	28.347	5
Repo	3.079	1	1.651	1	1.486	0	2.202	1	2.733	1	2.199	0	1.911	0
Emeklilik Yatırım Fonları	43	0	296	0	1.219	0	2.821	1	4.559	1	6.373	1	7.672	1
Hisse Senedi	11.433	5	16.962	6	22.862	7	26.256	7	31.246	7	20.040	4	30.324	5
TOPLAM	231.972	100	293.535	100	345.673	100	398.845	100	453.780	100	543.942	100	581.988	100
YURT DIŞI YERLEŞİKLER (Milyon \$)														
Hisse Senedi	8.691	51	15.408	47	33.812	58	34.774	53	69.876	65	27.150	53	38.150	62
DİBS	3.895	23	12.570	38	20.370	35	26.019	40	30.363	30	16.920	33	16.417	26
Eurobond	1.293	8	1.135	3	634	1	555	1	378	0	595	0	829	0
Mevduat	3.024	18	3.696	11	3.434	6	4.073	6	4.984	5	6.553	14	6.607	11
TOPLAM	16.903	100	32.809	100	58.250	100	65.421	100	105.601	100	51.218	100	62.003	100

Kaynak: BDDK (http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/6943FPR_Haziran_2009.pdf;
[/6320Finansal_Piyasalar_Raporu_Aralik_2008.pdf](http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/6320Finansal_Piyasalar_Raporu_Aralik_2008.pdf);
[/4816FPR-Aralik2007.pdf](http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/4816FPR-Aralik2007.pdf);
[/1651BDDK_FPR_Aralik2006_27042007.pdf](http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/1651BDDK_FPR_Aralik2006_27042007.pdf);
[/1503Finansal_Piyasalar_Raporu_Mart_Haziran_2006.pdf](http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/1503Finansal_Piyasalar_Raporu_Mart_Haziran_2006.pdf))

2008 yılında ise, bir önceki yıla göre, TL ve DTH büyüklükleri sırasıyla %25 ve %36 oranında artmıştır. Yabancı para cinsinden mevduata yönelik talepteki bu önemli artış, 2008 yılı son çeyreğinde DTH'ye uygulanan faiz oranındaki artıştan kaynaklanmıştır. Portföydeki payları açısından bu finansal varlıkları sırasıyla DİBS, hisse senetleri ve yatırım fonları izlerken; diğer varlıkların payı ihmal edilebilir düzeydedir.

Türkiye'de, 2003 yılından bu yana, hanehalkının portföyünde, emeklilik yatırım fonları açısından önemli gelişmeler söz konusudur. Bu fonların portföydeki payı, 2003 yılında %0,02 iken, 2008 yılı sonu itibariyle %1'e yükselmiştir. Bu pay, portföy büyüklüğünde oldukça düşük bir düzeyde olmasına karşın, son dönemde bu finansal varlığa yönelik talebin önemli ölçüde arttığını göstermektedir. Gelişmiş ülkelerde, finansal varlıklar içerisinde oldukça büyük bir paya sahip olan emeklilik yatırım fonları, uzun vadeli olmaları nedeniyle finansal sistemin derinliğinin bir göstergesi olarak kabul edilmektedir (DPT, <http://ekutup.dpt.gov.tr/mpg/2007/12.pdf;11/02/2008>). Ülkemizde bu finansal varlığın, hanehalkının portföyü içerisindeki payı görece düşük olmakla birlikte, son dönemde gösterdiği hızlı gelişim, (2007 yılındaki artış oranı bir önceki yıla göre yaklaşık %62; 2008 yılında ise %40 düzeyindedir) finansal piyasaların derinleşmesi açısından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilebilir.

Portföyde yer alan hisse senetlerine yönelik talep, 2007 yılında bir önceki yıla göre %19 oranında artmıştır. Bu reel bir artıştan çok parasal bir artışı simgeler. 2008 yılında ise, finansal dalgalanmanın etkisiyle nominal olarak en büyük azalış %36 ile hisse senedi yatırımlarında gerçekleşmiştir. Ayrıca, aynı anda tahvil, bono, hisse senedi ve repo gibi birçok farklı finansal varlığa yatırım yapma olanağı sunan ve 2007 yılında değeri %15 artarak 26,5 milyar TL'ye ulaşan yatırım fonları da, hanehalkının finansal varlıkları içerisinde giderek artan bir öneme sahiptir. Bu dönemde finansal varlıklar içerisinde DİBS ve Eurobond azalış gösteren varlıklardır. Bu durum, finansal varlıkların getirileri açısından dönem boyunca iç borçlanma faiz oranları ile Eurobond faiz oranlarındaki düşüş eğiliminin sürekliliğinden kaynaklanmıştır.

2.2. Yurt Dışı Yerleşiklerin Portföy Tercihleri

Ülkemizde yurt dışı yerleşiklerin portföyleri mevduat, DİBS, Eurobond ve hisse senetleri olmak üzere dört farklı finansal araçtan oluşmaktadır. Yurt dışı yerleşiklerin finansal varlık talepleri 2008 yılına kadar sürekli artmıştır. Tablo 1'e göre, bu artış, 2007 yılında bir önceki yıla göre %61 oranında gerçekleşmiştir. Bunun nedeni, döviz kurunun değer kaybetmesidir. Ancak 2008 yılında yurt dışı yerleşiklere ait portföy yatırımlarının büyüklüğü bir önceki yıla göre, %51 oranında azalarak, 51.218 milyar \$'a gerilemiştir. Kuşkusuz bunun en önemli nedeni, söz konusu dönemde finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmanın etkisiyle ortaya çıkan risk algılamasıdır.

Yurt dışı yerleşiklerin portföylerini oluşturan finansal varlıklar arasında en büyük pay, hisse senetleri ve DİBS'lere aittir. Hisse senetlerinin portföydeki payı

dönem boyunca ortalama %55 iken, 2007 yılında %65'e yükselmiştir. Ekonomide yaşanan olumlu gelişmeler nedeniyle algılanan düşük risk düzeyi ve yabancı karar birimlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelik yatırımlarını (özellikle portföy yatırımlarını) artırmış olmaları, bu gelişmenin esas nedenidir. Yurtdışı yerleşiklerin en önemli yatırım tercihi olan hisse senedi yatırımları, dünya genelinde devam etmekte olan finansal dalgalanmanın etkisiyle 2008 yılında %53'e düşmüştür. Ancak, menkul kıymet piyasalarında ki artış yönlü eğilim yurt dışı yerleşiklerin yatırım tercihlerinde belirleyici olmuş; hisse senedinin yurtdışı yerleşiklerin portföyünde ki payı 2009 yılı Haziran ayında tekrar yükselmiştir.

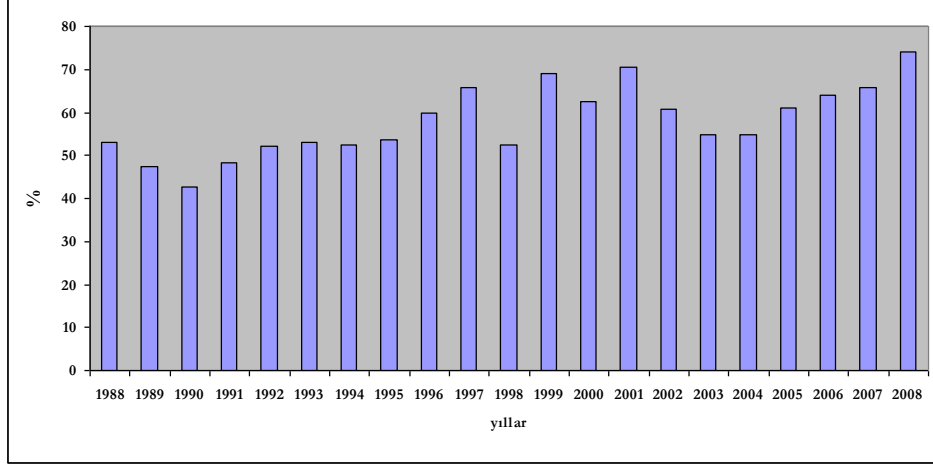
Yurt dışı yerleşiklerin portföyünde ikinci sırada yer alan DİBS, 2008 yılına kadar sürekli artmış; 2008 yılında daha önce de ifade edilen finansal dalgalanmanın etkisiyle önemli miktarda azalmıştır. Bununla birlikte, yurt dışı yerleşiklerin mevduat ve Eurobond talepleri önemli bir değişiklik göstermemiştir. Ancak 2007 yılında mevduat büyüklüğünün portföydeki payı 2003 yılına göre, %17,7'den %5,6'ya gerilemiştir. Bunun nedeni, yurt dışında çalışan Türk vatandaşlarının, TCMB'de açtıkları kredi mektuplu döviz tevdiat hesapları (KMDTH) ve süper döviz hesaplarına uygulanan faiz oranının, 2003 yılından bu yana sürekli düşürülmesidir. 2008 yılının son çeyreğinde ise, bu finansal varlıklara uygulanan faiz oranındaki artış, bu payı aynı yıl %14'e yükseltmiştir.

3. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSAL KESİMİN PORTFÖY TERCİHLERİ VE FİNANSAL ARAÇ YAPISI

Ülkemizde finans sektörünün büyüklüğü açısından, bankacılık kesimi %85-90 oranında bir paya sahiptir. Bu, bankacılık kesiminin, finans sektörünün simgesi olduğunun göstergesidir. Bu kesimdeki büyüme, bilanço büyüklüğünün GSMH'ye oranının artması ile belirlenmektedir. 2007 yılında, bir önceki yıla göre, %15 büyüyen finans sektörünün toplam aktif büyüklüğü 539,3 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bu aktiflerin %88'i bankaların, %4,4'ü Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının, %3,1'i Sigorta Şirketlerinin, %1,7'si Finansal Kiralama Şirketlerinin, %0,9'u Faktoring Şirketlerinin sahip olduğu büyüklüklere (TCMB, www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/finist/finistikrar2006.php;27/01/2008). Bu durum, Türkiye'de fon akımlarının önemli bir bölümünün bankacılık kesimi üzerinden yapıldığını göstermektedir.

Bankacılık kesiminin aktif toplamının GSMH içerisindeki payının 1988-2008 yılları arasındaki gelişimine şekil 1'de yer verilmiştir. Buna göre, dönem boyunca bu oran ortalama %57 düzeyindedir. 2002 yılından sonra, yeni finansal türev araçlarının ortaya çıkmasıyla birlikte, bu oran azalmaya başlamış olmasına rağmen; banka dışı finansal kuruluşların önemli bir bölümünün bankaların iştiraki olmasından dolayı, finans sektöründe bankalar ağırlıklarını sürdürmüştür.

Şekil 1 : Bankacılık Kesiminin Toplam Aktiflerinin GSMH'deki Payı (%)



Kaynak: TBB, Yıllara Göre (1988-2006) Bankalarımız Kitabı, <http://www.tbb.org.tr/v12/...asp>; TBB, Yıllara Göre (2007-2008) Bankalarımız Kitabı, <http://www.tbb.org.tr/turkce/kitap.../...asp>

Finansal serbestleşme ile artan bu oran tek başına bir anlam ifade etmemektedir. Finansal genişlemenin etkinliği ve ekonomiye olumlu katkısı, finans sektörünün aracılığı ile toplanan fonların yatırımlara dönüşüm oranı ile ölçülmektedir. Bu noktada, 1980 sonrası bankacılık kesiminin topladığı fonlar artmış olsa da, banka kredileri artmamış ve yatırımların GSMH içerisindeki payı azalmıştır. Bunun anlamı finansal genişlemenin etkinsizliğidir.

Avrupa Birliği üye ülkelerinde finans sektörü ortalama olarak ulusal gelirlerinin yaklaşık üç katı büyüklüğündedir. Bu büyüklüğe göre Türkiye değerlendirildiğinde, benzer bir yapılanma söz konusudur. Tablo 2'de, 1988-2008 yılları arasında Türkiye'de bankacılık kesiminin aktif büyüklüğü ve "Bilanço Dışı İşlemleri" dikkate alınmıştır. Buna göre, söz konusu dönemde aktif büyüklüğünün yaklaşık iki katı büyüklüğünde bilanço dışı işlem söz edilebilir. Bu, nakit hareketi yaratan ve bu nedenle likidite riskini ortaya çıkaran işlemlerdir.

Bilanço dışı işlemleri oluşturan alt kalemler; garanti ve kefaletler (teminat mektupları), taahhütler ve türev finansal araçlardır. Alt kalemlerin simgeledikleri riskler aynı zamanda, bilanço dışı riski de oluşturur. Buna göre, garanti ve kefaletlerin riski bunlar karşılığında alınan teminatların değerindeki düşüşe, taahhütlerinki faiz riskine ve türev finansal araçları ise faiz ve döviz riskine karşılık gelmektedir. 2001 yılından sonra hesap planları değiştiğinden, nazım hesaplar kapsamında gösterilen bilanço dışı yükümlülükler söz konusu alt kalemler açısından değerlendirilmiştir.

Tablo 2. Bankacılık Kesiminin Aktif Büyüklüğü ve Bilanço Dışı Yükümlülükleri

YILLAR/TL	AKTİF	BİLANÇO DIŞI YÜKÜMLÜLÜKLER	GARANTİ VE KEFALETLER	Teminat Mektupları	TAAHHÜTLER	TÜREV FİNANSAL ARAÇLAR
1988	68.354,93	136.221,33				
1989	109.051,25	188.375,48				
1990	170.274,16	322.017,61				
1991	295.840,66	537.767,46				
1992	553.928,64	1.008.669,40				
1993	1.047.987,67	2.260.859,23				
1994	2.018.938,01	4.004.784,63				
1995	4.102.383,60	9.485.027,09				
1996	8.959.111,00	21.149.510,00				
1997	19.378.544,00	51.221.224,00				
1998	36.827.949,00	103.171.635,00				
1999	72.120.858,00	210.458.257,00				
2000	104.088.037,00	383.628.139,00				
2001	169.221.332,00	87.175.440,00				
2002	212.675.488,23	99.273.325,84	44.834.701,41	31.874.666,41	29.014.756,00	25.423.868,43
2003	249.749.772,97	134.452.133,09	46.646.527,78	32.124.412,33	53.525.746,84	34.279.858,47
2004	306.451.565,00	179.726.043,00	55.712.048,00	38.662.551,00	85.040.456,00	38.973.539,00
2005	484.857.262,00	264.638.616,00	77.019.710,00	54.731.505,00	81.493.635,00	106.125.271,00
2006	484.857.262,00	264.638.616,00	77.019.710,00	54.731.505,00	81.493.635,00	106.125.271,00
2007	561.171.879,35	367.538.265,00	83.958.432,00	60.142.558,00	125.663.247,00	157.916.586,00
2008/6	633.003.390,00	470.030.821,00	102.246.114,00	68.750.758,00	139.644.752,00	228.139.955,00

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği, Veri Sorgulama Sistemi (1988-2008), www.tbb.org.tr/bbts/default.aspx

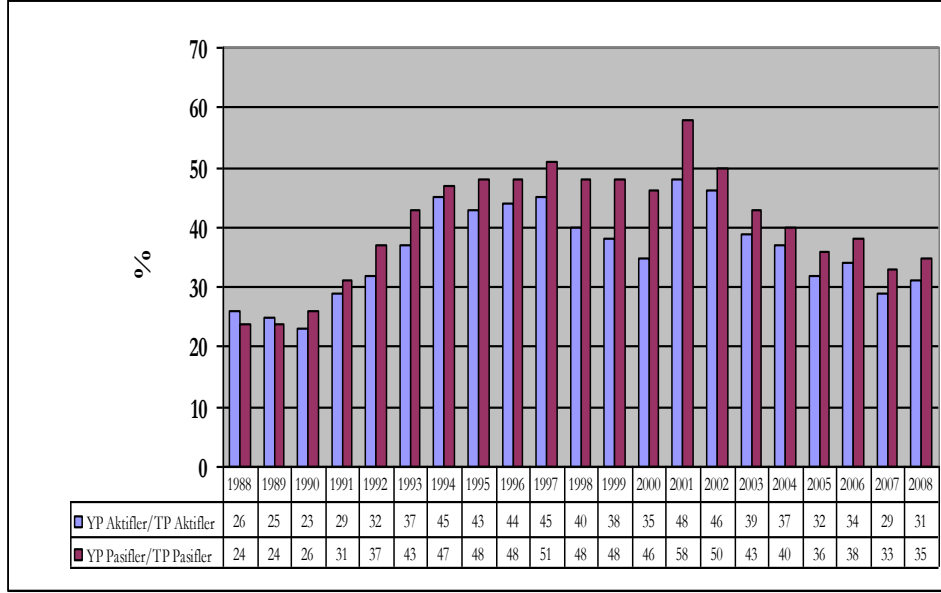
Tablo 2'ye göre, bankacılık kesimini sadece aktif büyüklüğü açısından değerlendirmek yetersizdir. Aktif büyüklüğü ile birlikte bilanço dışı yükümlülüklerinde değerlendirilmesi gerekir. Buna göre, 1988-2000 döneminde, bankacılık kesiminde, aktif büyüklüğünün yaklaşık iki katı kadar finansal risk mevcuttur. Bu dönem sonrası, yeniden yapılandırma kapsamında, bu riskler açısından olumlu gelişmeler söz konusudur. Ancak, son dönemde, özellikle türev finansal araçların ve taahhütlerin payındaki artış ile bu yükümlülüklerin tekrar artış eğilimi gösterdiği söylenebilir.

Ülkemizde 32 sayılı karar ile, ulusal paranın tam konvertibl hale gelmesini sağlayan ve kambiyo rejiminin serbestleşmesine yönelik uygulamalar, bankaların DTH açmalarına ve uluslararası piyasalarda döviz pozisyonu tutmalarına izin vermiştir. Bu nedenle, ekonomide bir para ikamesiⁱⁱⁱ süreci başlamıştır. Bu açıdan, 1980 sonrası dönemde, banka bilançolarında hem aktif, hem de pasif kalemler içerisinde döviz cinsinden finansal araçların payı artmıştır. Pasifler içerisinde finansal yükümlülüklerin payı, bankaların faiz farklılığından yararlanmak amacıyla uluslararası finansal piyasalardan sağladıkları kredilerin ve DTH'lerin artması nedeniyle yükselmiştir. Bununla birlikte, türev ürünlere dayalı bilanço dışı işlemlerde de artış söz konusudur. Bu araçların yükümlülük doğuranları yurt içine doğru bir kredi, yurt dışına doğru bir varlık genişlemesi şeklindedir^{iv}. Aktif büyüklüğü içerisinde finansal varlıkların payının artmasının nedeni ise, banka taşınır değer cüzdanlarında yabancı para cinsinden taşınır değerlerin ve bankalar arası işlemlerde yabancı para cinsinden işlemlerin ağırlık kazanmasıdır.

Dönem boyunca toplam mevduatın yarısı DTH'lere yönelmiştir. Ayrıca, bankaların uluslararası finansal piyasalardan borçlanmalarındaki artış, yabancı para cinsinden yükümlülüklerini yükseltmiştir. Bu durum, bankacılık kesiminin döviz açık pozisyonunu yükselterek, bankaları kur riskine karşı önemli ölçüde kırılgan hale getirmiştir. Şekil 2'de, bankacılık kesiminin bilançosunda yabancı para cinsinden büyüklüklerin (finansal araçların) payına yer verilmiştir. Yabancı para cinsinden büyüklüklerin aktif ve pasifteki artışı, bankaları denge döviz kurundaki değişimlere karşı aşırı duyarlı hale getirmektedir.

Şekil 2'ye göre, 1988-1994 döneminde, düzenli ve sürekli artan yabancı para cinsinden aktif ve pasiflerin bilançodaki payları, 1994, 1997 ve 2001 krizleri ile birlikte önemli oranda yükselmiştir. Bu dönemde, ekonomik istikrarsızlık nedeniyle ulusal paraya yönelik güven bunalımı, ulusal para cinsinden varlık ve yükümlülükleri olumsuz etkileyerek; bu kesimin bilanço yapısını yabancı para cinsinden büyüklüklerin payının arttığı bir yapıya dönüştürmüştür.

Şekil 2: Bankacılık Kesimi Bilançosunda Yabancı Para Cinsinden Büyüklüklerin Payı (%)

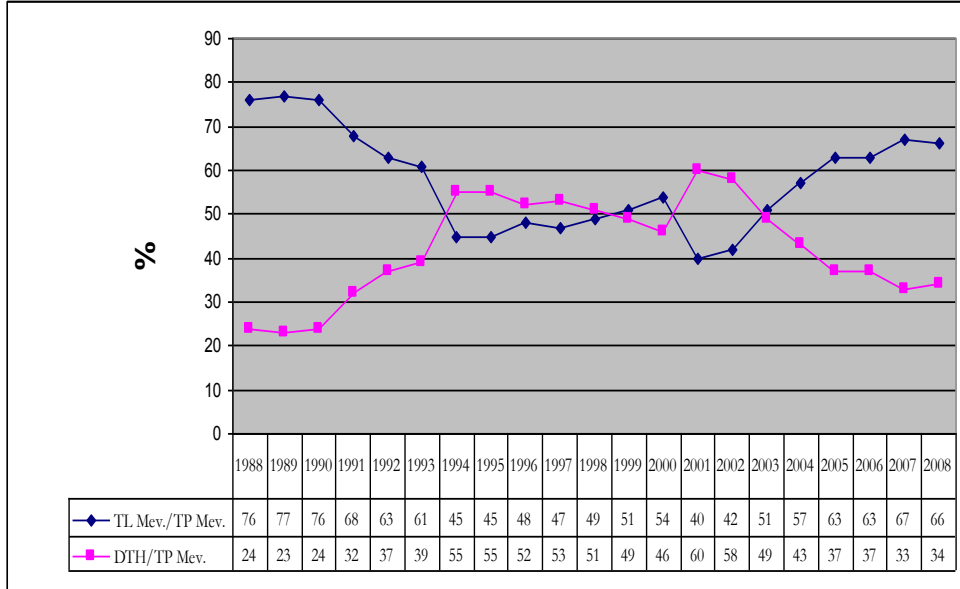


Kaynak: TBB, Yıllara Göre (1988-2007) Bankalarımız Kitapları kullanılarak tarafımızca oluşturulmuştur.

2001 yılından sonra uygulanan istikrar önlemleri ile söz konusu süreç tersine çevrilmiştir. Bu dönemde, özellikle ulusal paranın değerinin istikrarlı bir seyir izlemesi, yurt içi yerleşiklerin portföy tercihlerini ulusal para cinsinden finansal varlıklara yönlendirmesine neden olmuştur. Yabancı para cinsinden mevduatlar ise, aynı dönemde, daha az artmış; bankacılık kesiminin de yabancı para cinsinden finansal varlık ve yükümlülük (kredileri ve likit varlıkları) talepleri, ulusal para cinsinden finansal araçlara yönelmiştir.

Şekil 3'de ise, bankacılık kesiminin TL cinsinden mevduatlarının ve DTH'lerinin, toplam mevduattaki paylarına yer verilmiştir. Buna göre, dönemin başında toplam mevduat içerisindeki payı oldukça düşük seyreden DTH'ler, dönem içinde kambiyo rejiminin serbestleştirilmesine yönelik uygulanan kararlar sonucunda artmaya başlamıştır.

Şekil 3: Bankacılık Kesiminin TL Cinsinden Mevduatları ve DTH'lerinin Toplam Mevduat İçerisindeki Payı (%)



Kaynak: TCMB verileri (<http://evds.tcmb.gov.tr>) ve TBB, Yıllara Göre (1988-2008) Bankalarımız Kitapları kullanılarak tarafımızca hesaplanmıştır.

1994 kriziyle birlikte, devalüe edilen TL'ye duyulan güvenin sarsılması, DTH'lerin payının, TL cinsinden mevduatların payının üzerinde seyretmesini sağlamıştır. Bu dönemde, TL cinsinden mevduatların, toplam mevduatlar içerisindeki payı %45 iken, DTH'lerin payı %55'e kadar yükselmiştir. Bu dönem, aynı zamanda, ülke ekonomisi açısından para ikamesi olgusu ile tanışıldığı dönemdir.

1998 yılında yaşanan Rusya krizine kadar payı azalan DTH, 2000 yılı sonunda ve 2001 yılı başında yaşanan finansal krizler sonucu, ulusal paranın devalüe edilmesi nedeniyle, büyük bir sıçrama yaparak, bu dönemde yaklaşık %60'lık bir paya sahip olmuştur. Kriz döneminde TL'ye yönelik güven sorunu, geleceğe yönelik beklentilerin olumsuz seyri ve bunların sonucunda döviz kurunda görülen dalgalanmalar, TL cinsinden mevduat talebini DTH'lere kaydırmıştır. Sonuçta DTH'lerin payı artarken, TL cinsinden mevduatların payı azalmıştır. TL cinsinden mevduat talebini artırmak amacıyla, DTH'lere uygulanan gelir vergisi stopaj oranı, TL cinsinden mevduatlara uygulanan stopaj oranına göre daha yüksek tutulmuştur (TCMB, www.tcmb.gov.tr/research/parapol/ppr2001.html, 22/01/2008).

Dönem boyunca TL cinsinden mevduatların payındaki görece azalış ve DTH'lerin payındaki artış, ekonomik karar birimlerinin TL cinsinden mevduatlara yönelik taleplerini azaltarak, bunun yerine, döviz cinsinden mevduat talep ettiklerinin

göstergesidir. Bu açıdan, DTH'lerin başlıca kaynağı yurt dışında çalışan işçilerin banka hesapları arasında transfer yaparak gönderdikleri yabancı para cinsinden büyüklüklerdir. Bu büyüklükler, kısa vadeli sermaye girişi olarak değerlendirilmekte, bankacılık kesiminin ve ülkenin kısa vadeli dış borçları arasında gösterilmektedir. TL mevduat gibi, yurt içi kredi genişlemesine kaynaklık eden DTH'lerin sürekliliği, ülkeden sermaye çıkışlarında bir kararlılık ögesidir (Kazgan,2006;209).

Ancak DTH'lerin gelişimi incelenirken, 1994 krizi ile gündeme gelen açık pozisyon sorunu da dikkate alınmalıdır. Bankacılık kesimi açısından, yabancı para cinsinden finansal araç stoğundaki artış, ekonomik kararsızlık ve enflasyon kaynaklıdır. Ancak, yabancı para cinsinden finansal varlıklar, ekonomik istikrarsızlık dönemlerinde özellikle yabancı para cinsinden borç büyüklüğüne karşın bir teminat olarak değerlendirilebilir. Yabancı para cinsinden finansal varlık talebi, ulusal para ve yabancı para arasındaki risk ve getiri farkına göre belirlenmektedir.

Finans sektörünü uluslararası piyasalarla bütünleştirme amacına yönelik olarak uygulamaya konulan 32 Sayılı Karar ile kısa vadeli dış borçlanma, kamu harcamaları iç borçlanma senetleri ile finanse edilmiş; bu ise bankacılık kesimine bir arbitraj olanağı yaratmıştır (BSB, www.bagimsizsosyalbilimciler.org/yazilar, 23/03/2008). Kamunun iç borçlanma gereği artarak sürdüğünden ve kamuya borç vermenin reel getirisi enflasyon oranı, faiz oranı ve döviz kuru artışları gibi temel makro büyüklüklere göre daha büyük olduğundan, 1990 yılı sonrasında bankacılık kesimi açısından bir açık pozisyon ortaya çıkmıştır.

1990 sonrası “yüksek faiz-düşük kur” uygulamasında, bankacılık kesimi, kamuya yabancı para cinsinden borç vererek, büyük bir getiri sağlamıştır. Ancak bu durum, bankalar açısından, geleceğe yönelik belirsizlik ile birlikte kur riskini de beraberinde getirmiş ve olağan dışı kur yükselmelerinde büyük zararla karşılaşmıştır.

1994 yılında ekonomide yaşanan olumsuz gelişmelere karşın, bankalar 1995 yılı ve sonrasında kambiyo zararlarının artması pahasına, yabancı para cinsinden kredilerini TL'ye dönüştürerek, faiz gelirlerini artırmışlardır. Dolayısıyla açık pozisyonda çalışmayı sürdürmüşlerdir. Bu durumun sürmesinin nedeni, 1994 krizi ile birlikte TL ve DTH'lere konulan sınırsız güvencedir. Bu açıdan ele alındığında, 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerini de bankacılık kesiminin izlediği bu uygulama tetiklemiştir. Çünkü DTH'ler toplam mevduatın yarıdan fazlasını oluşturduğundan, bankacılık kesiminin kur riski artmış, krize sürüklenen ekonomide en olumsuz etkiler bu kesime yansımıştır.

2003 yılı sonrasında, enflasyon oranının tek haneli rakamlara inmesi ve ekonomik istikrarın artması, finans sektörünün büyümesine yol açmıştır. Yaşanan finansal derinleşmeye ve oluşan güven ortamına bağlı olarak, karar birimlerinin TL cinsinden finansal varlıklara yönelik talepleri (özellikle TL

cinsinden mevduatlara) artmıştır. Bunun sonucunda, finansal kriz dönemlerine damgasını vuran para ikamesi olgusu, ters para ikamesine dönüşmüştür. Bundan dolayı, TL cinsinden mevduatların toplam mevduat büyüklüğü içerisindeki payı artmış (2003 yılında %51 olan bu pay, 2005 yılında %63'e, 2008 yılında da %66'ya yükselmiştir); DTH'lerin payı ise azalmıştır (2003 yılında %49 olan bu pay, 2005 yılında %37'ye, 2008 yılında da %34'e düşmüştür). TL cinsinden mevduatların payını artıran bir diğer neden ise, tasfiye sürecinde olan Türkiye İmar Bankası A.Ş.'de tasarruf mevduatı bulunan mudilerin mevduatlarının önemli bir kısmının, 2004 yılı Ocak ayında, T.C. Ziraat Bankası A.Ş.'ye blokeli vadeli TL mevduat olarak yatırılmasıdır (TCMB, www.tcmb.gov.tr/research/yillik/05turkce/yraporxyeni.php, 25/01/2008).

Makro ekonomik istikrarın sağlanması ve düşen enflasyon oranı nedeniyle azalan finansal baskı, finans sektörünün aracılık fonksiyonunu artırmıştır. Bankacılık kesimine yönelik düzenlemeler, bankaların yeniden yapılandırılması, rekabet sürecindeki artış ve bankaların gözetim ve denetim sisteminin güçlendirilmesi de aracılık fonksiyona katkı sağlamıştır.

4. SONUÇ

Türkiye'de, 1980 sonrası dönemde, finans piyasalarındaki düzenlemeler ile ortaya çıkan gelişmeler, ülkenin dışa açılma süreci ile birlikte birçok ekonomik büyüklüğü de etkilemiştir. Bu değişim, ekonomik karar birimlerinin portföy tercihleri etkileyerek; portföylerin sadece ulusal para değil, aynı zamanda yabancı para cinsinden finansal araç büyüklüklerinden de oluşmasına neden olmuştur. Bu kapsamda uygulanan 32 sayılı karar ile, yurt içi ve yurt dışı yerleşiklerin yabancı para cinsinden ekonomik faaliyetleri üzerindeki kısıtlar ortadan kaldırılmıştır. Daha da önemlisi, bu karar, finansal sistemin bilanço yapısını ve sermaye akımlarının niteliğini değiştirmiştir.

Bu etkileşim süreci ekonomide denge döviz kurunun oluşumunu sadece parasal bir büyüklük olmaktan çıkarmış, finansal araçlara bağlı bir büyüklük haline getirmiştir. Hanehalkı ve firmalar portföy yapılarını risk algılamalarına ve geleceğe ilişkin beklentilerine göre şekillendirmektedir. Bu açıdan, portföy, sadece ulusal para cinsinden değil, aynı zamanda yabancı para cinsinden varlık ve yükümlülüklerden oluşmaktadır. Dolayısıyla, söz konusu karar birimlerinin portföyleri, denge döviz kurunun oluşumunu etkileyen önemli bir faktördür.

Ele alınan dönem boyunca ekonomi politikalarındaki değişime bağlı olarak uygulanan kur sistemi ile karar birimlerinin portföy tercihleri arasında da karşılıklı bir etkileşimden söz edilebilir. Çünkü sistem, karar birimlerinin yabancı para cinsinden tercihlerini belirlerken; aynı zamanda döviz kurunu da etkilemektedir. Özellikle yurt içi yerleşikler ve finans kesimi, 2001 sonrası dönemde yurt içi piyasalara yönelik olumlu gelişmelere bağlı olarak ulusal para cinsinden finansal varlık taleplerini artırmışlardır. Ulusal para talebindeki artış, döviz kurunun aşağı yönlü bir seyir izlemesine neden olmuştur. Ancak, döviz kurunun düşmesi ile

birlikte, özel kesimin yurt dışı borçlanma olanakları artmış, bu ise sektörün finansal risk düzeyini yükseltmiştir.

Bu açıdan, yaşanan bu süreçte, Türkiye üzerinde etkili olabilecek olumsuz öğelerin başında yükümlülük dolarizasyonu^v gelmektedir. Bu nedenle denge döviz kurunun belirlenmesinde en önemli değişkenlerden biri ekonomik karar birimlerinin portföylerinde yer alan yabancı para cinsinden yükümlülükleridir. Bu bağlamda ekonomik karar birimlerinin varlık-yükümlülük oranları denge döviz kuru değişiminin derecesini belirlemektedir.

SON NOTLAR

ⁱ Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS), Hazine Müsteşarlığı tarafından yurt içi piyasada ihraç edilen borçlanma senetleridir.

ⁱⁱ Eurobondlar, Hazine'nin dış borçlanmada kullandığı dövizli bonolar olup, 1 seneden uzun vadeli tahvillerdir. Yabancı para cinsinden yurtdışında ihraç olan bu tahviller çoğunlukla Dolar ve Euro cinsinden değişik vadelerde piyasalara sunulmaktadır (Sterlin ve Yen cinsinden ihraç olanlarda bulunmaktadır). Eurobond temel olarak Dövizli Menkul Kıymet olması sebebiyle Dövizli-Dövize Endeksli Menkul Kıymet olarak adlandırılmıştır.

ⁱⁱⁱ Para ikamesi, özellikle ekonomik istikrarsızlık ve yüksek enflasyon dönemlerinde, ulusal paranın olası değer kayıplarından korunmak amacıyla, yurt içi yerleşikler tarafından yabancı bir para biriminin kullanılması veya yabancı para cinsinden finansal varlıkların talep edilmesidir. Bu olgu aynı zamanda yabancı para olarak ağırlıklı doların kullanılması nedeniyle "dolarizasyon" olarak da bilinmektedir. Bu tanıma ilişkin en önemli gösterge, bankacılık kesiminde yurt içi yerleşiklerin yabancı para cinsinden mevduatlarının, toplam mevduatlar içerisindeki payının yüksek bir orana (en az %40'ın üzerinde seyretmesi) sahip olmasıdır. Eğer ulusal paranın işlevinin (değer biriktirme, ödeme aracı olma ve hesap birimi olma) başka bir para birimi cinsinden gerçekleştirilmesi söz konusu ise buna da "tam para ikamesi" denilmektedir.

^{iv} 2001 yılından bu yana bu işlemler Bankalar Kanunu'na göre kredi kapsamında değerlendirilmeye başlanmıştır.

^v Portföyde yabancı para cinsinden borçların ya da yükümlülüklerin, yabancı para cinsinden varlıklara oranla daha büyük oranda yer almasıdır.

KAYNAKLAR

Bağımsız Sosyal Bilimciler-İktisat Grubu: Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler, www.bagimsizsosyalbilimciler.org/yazilar, (23.03.2008).

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) (2006), http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/1503Finansal_Piyasalar_Raporu_Mart_Haziran_2006.pdf, (13.03.2008)

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) (2006),
http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/1651BDDK_FPR_Aralik2006_27042007.pdf, (13.03.2008).

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) (2007),
http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/4816FPR-Aralik2007.pdf, (13.03.2008)

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) (2008),
http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/6320Finansal_Piyasalar_Raporu_Aralik_2008.pdf, (13.03.2008)

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) (2009),
http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/6943FPR_Haziran_2009.pdf, (13.03.2008)

Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) (2007), Mali Piyasalarda Gelişmeler,
<http://ekutup.dpt.gov.tr/mpg/2007/12.pdf> (11.02.2008), s.7-9.

KAZGAN, G. (2006), Tanzimattan 21.Yüzyıla Türkiye Ekonomisi, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul.

Türkiye Bankalar Birliği (TBB),
http://www.tbb.org.tr/tr/Banka_ve_Sektor_Bilgileri/Istatistiki_Coklu_Raporlar.aspx?Rid=464, (13.03.2008)

Türkiye Bankalar Birliği (TBB),
http://www.tbb.org.tr/tr/Banka_ve_Sektor_Bilgileri/Istatistiki_Raporlar.aspx, (13.03.2008)

Türkiye Bankalar Birliği (TBB),
http://www.tbb.org.tr/tr/Banka_ve_Sektor_Bilgileri/bbts.aspx, (13.03.2008)

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)(2006), Finansal İstikrar Raporu 2006, www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/finist/finistikrar2006.php (27.01.2008), s.8.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)(2001), Para Politikası Raporu, www.tcmb.gov.tr/research/parapol/ppr2001.html, (13.03.2008), ss.22-23.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)(2005), Yıllık Rapor 2005, www.tcmb.gov.tr/research/yillik/05turkce/yraporxyeni.php (25.01.2008), s.81

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)(2000), Yıllık Rapor 2000, www.tcmb.gov.tr/research/yillik/00turkce/yraporxyeni.php (25.01.2008), ss. 14-17.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)(2001), Yıllık Rapor 2001, www.tcmb.gov.tr/research/yillik/01turkce/yraporxyeni.php (25.01.2008), ss.15-17.