

banka ve EKONOMİK yorumlar

AYLIK DERGİ • AĞUSTOS 1989 • YIL: 26 • SAYI: 8 • 2000 LİRA (KDV DAHİL)

Okurlara Mektup / 3

Ekonomik Göstergeler (İç) / 4

EKONOMİK YORUMLAR / 5

Dr. Öztin Akgüç

Prof. Dr. Erdoğan Alkin

Prof. Dr. Tansu Çiller

Prof. Dr. Baran Tuncer

Doç. Dr. T. Güngör Uras

Hisse Senedi Riski ve Verimi
ile Bir Portföy Modeli / 27

Prof. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş

Borçluların Mahmurluğu
(Dış Basından) / 41

Doç. Dr. Nilşen Altıntaş

Ekonomik Göstergeler (Dış) / 44

Sermaye Piyasası / 45

Yrd. Doç. Dr. Mehmet Bolak

Ayın Ekonomik Olayları / 51

Dr. Yıldırım Kılıç

Teminatlı Krediler / 59

Muzaffer Tuzcu

Yeni Yayınlar / 63

M. Tarık Yaşar

Dünyadaki ekonomik oluşumların ve IMF
ile Dünya Bankası'nın Türkiye'nin
politikaları üzerine etkisi.
Dış borç ve yabancı
sermaye sorunu.

ÇELİK HALAT

EN BÜYÜK ÜRETİCİ
OLMANIN
SORUMLULUĞUNU
TAŞIYOR.



ÇOKDEMETLİ HALAT
MONOTORON
ÖNGERİLİMLİ BETON TELİ
YAYLIK TEL
GALVANİZLİ TEL ve
LASTİK TELİ

Öncü oluşumuzu bize duyduğunuz güvene borçluyuz.



ÇELİK HALAT
ve
TEL SANAYİ A.Ş.

Kabataş, Setüstü No 27 80040-İstanbul

Tel: (1) 152 45 00 (4 hat) Tlx. 24230 celha tr Fax: (1) 149 89 22

DÜNYANIN TANIDIĞI TÜRK BANKASI DIŞBANK



Modern bankacılık yönetimi,
çağdaş bankacılık sistemleri,
dünya ticaret ve finans merkezleriyle
kurulmuş güçlü işbirliği...

Dış ticaretiniz, dış bankacılık
işlemleriniz ve tasarruflarınız için..

Yarının olanaklarından bugün
vararlanın

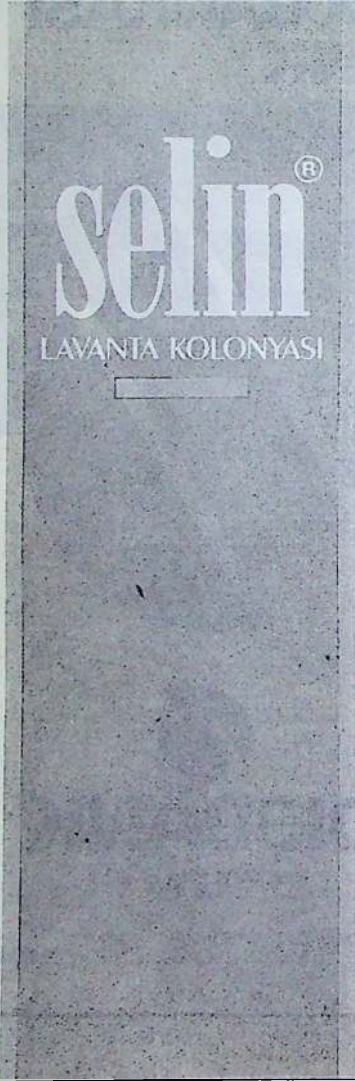


DIŞBANK

BANKACILIKTA ENERJİ

Genel Müdürlük . Yıldız Posta Cad. 54 80280 Gayrettepe - İstanbul P.K. 131 80692 Beşiktaş - İstanbul
Telgraf : Dişbankum - İstanbul Telex 27992 tdtb tr - 27951 disp tr Teleleax : (18) 938007 diso tr Telefax : 172 52 78-79
Telefon : 174 42 80 (20 Hat) 175 40 25 (10 Hat) 172 52 93 (7 Hat)

Selin'den yeni bir kolonya



Evet..!
Selin Lavanta



Doğanın Saf Damlası

banka ve ekonomik yorumlar

Aylık Dergi

Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş.
Adına İmtiyaz Sahibi

KEMAL KURDAŞ
Yazı İşleri Müdürü
DR. ÖZTİN AKGÜÇ
Danışma Kurulu

Prof. Dr. Asaf Savaş Akat • Prof. Dr. Erdoğan Alkin • Dr. Orhan Altan • Prof. Dr. Osman Fikret Arkun • Prof. Dr. Mustafa A. Aysan • Dr. Metin Berk • Prof. Dr. Ünal Bozkurt • Prof. Dr. Kenan Bulutoğlu • Prof. Dr. Nasuhi Bursal • Ege Carsen • Haluk Ceyhan • Prof. Dr. Lâtif Çakıcı • Mehmet Gün Çalıska • Şinasi Çelikkol • Özer U. Çiller • Bülend Çorapçı • Ahmet Demirel • Zeki Döşluoğlu • Necdet Durakbaşı • A. Aydın Dündar • Kaya Erdem • Tarhan Erdem • Oktay Ersoy • Prof. Dr. Cumhur Ferman • Prof. Dr. Atilla Gönenli • Prof. Dr. Emre Gönensay • Prof. Dr. Zeyyat Hatiboğlu • Erhan Işıl • Prof. Dr. Haluk A. Kabaaloğlu • Prof. Dr. Müh. Kemal Kafalı • Adnan Başer Kafaçoğlu • Y. Doç. Dr. Ahmet S. Kalın • A. Nazif Keyman • Prof. Dr. Yıldırım Kılıç • Prof. Dr. Tamer Koçel • Prof. Dr. Kemal Kurtuluş • Nuh Kuşçulu • Prof. Dr. Erol Manısalı • Prof. Dr. Orhan Morgül • Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu • Ziya Nebioğlu • Ergin Neng • Rahmi Önen • Prof. Dr. İsmail Özasan • M. Celâlettin Özgen • Ertan Özgür • Tuncay Özilhan • Selâhattin Özmen • Prof. Dr. Ergun Özsunay • Doç. Dr. Merih Paya • Prof. Dr. Reha Poroy • Prof. Dr. Dündar Sağlam • Halit Soydan • Prof. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş • Osman N. Torun • Prof. Dr. Kemal Tosun • Fikret M. Tuncer • Nezih Tunçsiper • Prof. Dr. Gül G. Turan • Doç. Dr. Şeref Türen • Doç. Dr. T. Güngör Uras • İbrahim Ülkem • Dr. Cüneyt Ülsever • A. Doğan Yalın • Y. Doç. Dr. Göksel Yücel • Doç. Dr. Ahmet Yüksel

Basım-Yayın Danışmanı
M. Tarık Yaşa

**OKURLARA
MEKTUP**



Sevgili Okurlarımız,

Bu sayının «Ekonomik Yorumlar» bölümünde, «Dünyadaki Ekonomik Oluşumların ve IMF ile Dünya Bankası'nın Türkiye'nin Ekonomik Politikaları Üzerine Etkisi» ele alınmaktadır. «Açık Oturum»a katılan değerli konuşmacılarımız, ayrıca, «Dış Borç ve Yabancı Sermaye Sorunları» üzerinde durmakta, «Türkiye'nin ekonomik durumu dışarıdan nasıl görünüyor?» sorusunu cevaplandırmaktadırlar. Toplantıda bunların yanı sıra, Avrupa'da 1992 yılı sonunda oluşacak «Tek Pazar»a ülkemizin uyum şansının ne olabileceğini ortaya koyuyorlar. Tartışma konuları hakkında bu kısa açıklama ile yetiniyor, «Tek Pazar» hakkında bir konuşmacımızın sözlerinden kısa bir alıntı sunuyoruz :

«Tek Pazar'ın ileri bir hedefi var. O da bir Avrupa siyasi ve sosyal birliği. Biz aslında bu birliğe sadece ekonomik olarak ticaretle ortak olmayız. Tabii Türk solunun Doğu ülkelerinde ne olup bittiğini bilmesi kadar, Türk muhafazakârlarının da Avrupa'nın ortak değerlerini iyi yorumlaması lâzım. Değer yargıları bizden farklı ülkeler, bu birliği oluşturacak. Eğer üye olmak istiyorsak, sol kanadımızla, muhafazakâr kanadımızla bu dünyada olup bitenleri ve özellikle Avrupa'nın ortak değerlerini iyi gözlememiz lâzım. Sadece ticaretle yahut savunmayla biz bu batı Birliği'nin tam üyesi olamayız.»

Öte yandan Dergi'nin bu sayısında, Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Sayın Prof. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş'ın «Hisse Senedi Riski ve Verimi ile Bir Portföy Modeli» başlıklı ilginç keçeğini umduğumuz bir inceleme yer almaktadır. Bu yazıyı okumanızı özellikle salık veriyor, Dergi'de yer alan diğer yazıları da her zaman olduğu gibi ilginç bulacağınızı ümit ediyoruz.

Saygılarımızla,

AYLIK DERGİ AĞUSTOS 1989 YIL: 26 SAYI: 8 2000 LİRA (KDV DAHİL)

İDARE YERİ : Binbirdirek Mahallesi, Suterazsı Sokak No. 6 Kat 2; Sultanahmet - İstanbul • TELEFON : 526 34 11 • YAZIŞMA : P.K. 769; Karaköy - İstanbul • AÇIKLAMA : Dergi'de çıkan yazılar kaynak göstermek koşuluyla alınabilir • KDV DAHİL YILLIK ABONE : 24.000.— TL; ÖĞRENCİLERE : 12.000.— TL. • İLAN FİYATLARI : Arka Kapak 500.000.— TL, Ön Kapak İçi 300.000.— TL, Arka Kapak İçi 250.000.— TL, Tam Sayfa (Ekonomik Yorumlar bölümü öncesi ve içi) 200.000.— TL, Tam Sayfa 175.000.— TL, Yarım Sayfa 100.000.— TL, Çeyrek Sayfa 50.000.— TL, Renk Farkı 100.000 TL. • NOT : İlan fiyatlarına % 10 oranında KDV ilave edilecektir • BANKA HESAP NUMARALARI (İstanbul): Akbank Türbe Şubesi 43, İş Bankası Türbe Şubesi 15410, Ziraat Bankası Beyoğlu Şubesi 768 • DİZGİ: TERTİP - BASKI: Met/Er Matbaası, Telefon : 526 28 90 • CİLT : ŞEMA, Telefon : 556 31 09 • BASKI TARİHİ : 25 Ağustos 1989 • SAYISI : 6000

ekonomik göstergeler

	1987	1988	1989		
			Mart	Nisan	Mayıs
T.C. MERKEZ BANKASI					
Döviz ve Altın Mevcudu (milyon \$)	2998.5	3689.3	3314.6	3685.0	3541.1
Banknot Miktarı (milyar TL.)	3018.3	4485.1	4994.6	5285.9	5541.1
T.C. Merkez Bankası Kredileri (milyar TL.)	3438.7	5142.3	5469.3	5355.7	5513.4
Hazineye Kısa Vadeli Avans (milyar TL.)	1406.6	2081.9	2172.7	2154.1	2177.0
BANKALAR (milyar TL.)					
Toplam Mevduat	18565.1	28972.4	29112.6	29774.4	
Ticari Kuruluşlar Mevduatı	5179.0	6528.8	5307.3	5316.4	
Tasarruf Mevduatı	6929.2	12711.3	14231.4	14815.4	
Vadesiz Tasarruf Mevduatı	1512.1	1878.7	1753.4	1717.9	
Vadeli Tasarruf Mevduatı	5417.1	10382.6	12477.9	13097.5	
Mevduat Sertifikası	1392.1	1251.1	1508.3	1605.2	
Resmi Kuruluş Mevduatı	2237.3	1485.8	1537.0	1548.1	
Bankalar Mevduatı	2035.8	3263.2	2292.8	1942.9	
Diğer Kuruluşlar Mevduatı	791.6	3732.1	4235.9	4546.4	
Döviz Tevdiatı	5598.1	9411.3	9838.4	10216.8	
Toplam Krediler	18709.6	27750.7	27432.2	29047.3	
Tarım	2758.6	4498.1	4521.9	4650.7	
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	2312.7	3967.9	4162.5	4166.6	
Mesleki (Küçük Esnaf ve Sanatkâr)	686.1	931.6	1003.2	1038.0	
Gayrimenkul (İpotek Karşılığı)	1539.1	2426.7	2487.4	2545.5	
Denizcilik	59.7	91.4	92.5	103.3	
Ticari, Sınai, Sair	11353.1	15834.9	15164.7	16542.6	
PARA ARZI (milyar TL.)	6593.0	11243.3	10590.1	11613.3	11903.0
FİYATLAR (DİE Toptan Eşya 1981 = 100, Tüketici 1978 — 1979 = 100)					
Toptan Eşya Fiyatları İndeksi (Genel)	751.9	1274.2	1476.0	1543.0	1601.1
Tarım (Genel)	654.0	1073.9	1331.3	1364.0	1372.4
İmalat Sanayii (Genel)	755.0	1345.5	1515.2	1600.8	1676.1
Tüketici Fiyatları (Türkiye)	2767.2	4848.3	5469.2	5666.5	5809.4
Tüketici Fiyatları (İstanbul)	3194.4	5636.8	6261.3	6459.7	6736.0
DIŞ ÖDEMELER (milyon \$)					
Dışalım (CIF)	14163.1	14339.7	3317.4	4592.6	5770.6
Dışsatım (FOB)	10190.0	11662.1	2830.0	3812.0	4514.4
İşçi Dövizleri	2021.0	1755.0	505.0	647.0	

Notlar: (1) TCMB altın ve döviz mevcuduna, altın stokunun yeniden değerlendirilmesinden doğan değer artışları dahildir. (2) TCMB kredilerine, borç tahkimleri (konsolide edilen krediler) dahil değildir. (3) Sosyal güvenlik kurumları mevduatı, Ekim 1988'den itibaren, Resmî Kuruluşlar Mevduatı'ndan Diğer Kuruluşlar Mevduatı grubuna alınmıştır. (4) Banka kredilerine, Türkiye İhracat Kredi Bankası (Eximbank, eski DYB) kredileri dahildir. (5) Bankalar Şubat ve Mart 1989 itibariyledir. (6) Para arzı (M₁) dar tanımlıdır.

ekonomik yorumlar

AÇIK OTURUM

Dünyadaki ekonomik oluşumlar • Dış borç ve yabancı sermaye sorunu • Türkiye'nin ekonomik durumuna dış âlemin bakışı •

KATILANLAR :

- **Prof. Dr. Erdoğan ALKİN**
Öğretim Üyesi
İ.Ü. İktisat Fakültesi
- **Prof. Dr. Tansu ÇİLLER**
Öğretim Üyesi
Boğaziçi Üniversitesi
- **Prof. Dr. Baran TUNCER**
Baş İktisatçı
Doğu Afrika Bölümü
Dünya Bankası
- **Doç. Dr. T. Güngör URAS**
İktisatçı - Yazar

YÖNETEN :

- **Dr. Öztin AKGÜÇ**
Öğretim Üyesi
İ.Ü. İşletme Fakültesi

AKGÜÇ — Efendim, toplantıya hoş geldiniz. Bugünkü toplantımızda dünyadaki dış ekonomik oluşumlar ve bu oluşumların Türkiye'ye etkileri konusunu tartışacağız. Dilerseniz şöyle bir gündem içerisinde tartışmayı götürelim. Tabii bunlar kısıtlı değil, tartışmanın gelişimi içerisinde yeni konular da eklenebilir. Türkiye'nin dış borç sorunu, Brady Planı, önümüzdeki yıllarda üçüncü dünya ülkelerinin dış borç sorunu nasıl bir çözüme ulaşabilir, dilerseniz önce bunu konuşalım. İkinci olarak IMF'in ve Dünya

Bankası'nın gerek dünyada ve gerek Türkiye politikaları üzerindeki etkinliği üzerinde duralım. Üçüncüsü, Türkiye'deki son gelişmeler dünyada nasıl görülüyor, nasıl değerlendiriliyor, bu konudaki görüşlerinizi alalım. Dördüncü konu, yabancı sermaye sorunu, yabancı sermayeye ilişkin son yıllardaki gelişmeler. Türkiye açısından yabancı sermayenin potansiyeli nedir? Son konu olarak da 1992 sonunda oluşacak Tek Pazar'a Türkiye'nin uyum şansı nedir? Dilerseniz bu sıra içinde konuları tartışalım.

Evet, Sayın Tuncer ilk önce sizden başlayalım. Özellikle üçüncü dünya ülkelerinin dış borç sorunlarının çözümü konusunda gelişmeler ne yönde? Brady Planı'nın esasları nelerdir? Bu plan Türkiye'yi nasıl etkileyebilir? Dilerseniz önce bu konudan başlayalım, buyrun Sayın Tuncer.

türkiye, gerek borç yapısı gerek dışarıdaki görünümü bakımından dış borç krizi ile karşı karşıya olan bir ülke değildir; dış borç olayına borçlanan ülkenin iç dinamiği açısından değil, uluslararası ekonomi açısından bakmak gerekir

TUNCER — Biliyorsunuz, dış borç konusunda son aylarda çok önemli gelişmeler oldu. Son aylarda diyorum çünkü daha önce dış borç konusunun çözümü konusunda ortaya atılan bir takım yaklaşımların geçerli olmayacağı ve soruna çözüm getiremeyeceği anlaşıldıktan sonra, daha önce ortaya atılmakla birlikte ABD Hükümetinin onayından geçmediği için uygulamaya konamayan bir takım yaklaşımlar şimdi geçerli olmaya başladı. Dış borç konusunda bütün gelişmekte olan ülkeleri aynı gruba sokmak mümkün değil. Bunların içerisinde bir grup ülke var, örneğin

Afrika'daki ülkeler, onların dış borç sorunu, Latin Amerika ülkelerinin ve hatta Türkiye'nin dış borç sorunundan oldukça farklı. En büyük fark da bu birinci grup ülkelerin dış borçlarının çok büyük bir kısmının doğrudan doğruya ikili olarak (bilateral anlaşmalarla) devletlerden yapılmış olması veyahut da uluslararası kuruluşlardan sağlanan borçlar olması. Oysa Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi bir grup başka ülkede ise bu borçlar daha çok ticari borçlar niteliğindedir. Fakat her ikisinin de ortak bir özelliği var. Dış borç konusunda bir anlamda affetme söz konusu olmaz ise her iki grup ülkenin de dış borç sorununu çözemeyeceği artık herkes tarafından anlaşıldı. Bildiğiniz gibi Brady Planı çerçevesi içerisinde Meksika'dan başlamak üzere -ki bunu diğer ülkelerin izleyeceğinden şüphe etmemek lazım- ticari borçlar yeni borçlarla değiştirilmeye başlandı. Bu yeni borçlar eskisinden daha düşük düzeyde bir borç, yani bir anlamda borcun bir kısmının affı veya silinmesi. Buna karşılık alacaklı ticari bankaların Dünya Bankası'nın garantisizle bu borçlarını azalmış da olsa kısmen de olsa tahsil etme olanakları ortaya çıktı.

Fakir ülkeler yönünden ise çözüm biraz daha farklı olacak. Avrupa ülkeleri bu konuda başı çekiyorlar. dış borçları erteleme hatta af da söz konusu. Türkiye, böyle bir ortamda hangi gruba giriyor, nereye uyuyor? Çok kısa da olsa değinmekte yarar var. Gördüğüm kadarıyla Brady Planı çerçevesi içinde dış borç krizi ile karşı karşıya kalan ülkelerin öncelikle ele alınmaları söz konusu. Onun için Meksika başı çekti. Büyük bir olasılıkla Filipinler onu izleyecek. Oysa Türkiye, gerek borç yapısı gerek dışarıdaki görünümü itibarıyla şu anda dış borç krizi ile karşı karşıya olan bir ülke değil. Bu nedenle ben Türkiye'nin çok kısa bir dönemde bu

Yayına Hazırlayan
Dr. Targan Ünal

çeşit bir uygulamadan yararlanabileceğini sanmıyorum. Brady Planı'nın uygulama sırası nereye kadar gider bilemiyorum ama birinci aşamada zannediyorum ki dış borcu uzun yıllardan beri kriz haline düşmüş ülkeler ele alınacaktır. Türkiye, büyük bir olasılıkla, bu aşamada doğrudan doğruya müracaat bakımından şanslı bir ülke olmayacaktır. Kaldı ki, Türkiye için bu müracaatı anlamlı ve yararlı görmüyorum.

AKGÜÇ — Evet, VI ncı Plân'ın yıllara ilişkin önümüzdeki projeksiyonları gerçekleşirse Türkiye'nin dış borç ödemedeki bir sorunla karşılaşmayacağı gözüküyor. Eğer Plânlama Teşkilâtının yaptığı projeksiyonlar geçerli ise. Çünkü Türkiye, önümüzdeki yıllarda cari işlemlerinde fazla verecek bir ülke olarak gözüküyor ki bu fazla 1994'de aşağı yukarı yılda 2 milyar doları geçecek. Türkiye, bu projeksiyon çerçevesinde bir gelişme gösterebilirse önümüzdeki dönemde bir borç ödeme krizi ile karşılaşmayacaktır. Tabii burada önemli olan bu projeksiyonun ne ölçüde geçerli olduğu. Bu konuda sizin görüşlerinizde de alalım sayın Uras.

URAS — Borç ödeme sorunu olarak gözüküyor dediğinizde sadece borcu ödeyecek döviz bulup bulamamanın sorun olarak görünmediği noktasından hareket ediyorsunuz. Siz sonuçta o döviz buluyorsunuz ama bu dövizin Türk ekonomisine, Türkiye'nin sosyal yapısına, Türkiye'nin geleceğine çok büyük bir menfi etkisi oluyor. Çünkü, her sene borç servisi olarak bulunduğunuz o 7 milyar dolar dövizin karşılığı Türk parasını bulmak için para basıyorsunuz. Bu parayı basarak bir taraftan eğitimi kısıyorsunuz, sağlığı kısıyorsunuz, insanların normal, insanca yaşama şartlarını ortadan kaldıracak herşeyi yapıyorsunuz. Onun üstüne de parayı basıp enflasyonu yapıyorsunuz ve bu-

nu zorla ödüyorsunuz. Konunun bu yönünü düşünmüyor musunuz, yoksa sadece döviz öderiz mi diyorsunuz?

Bazı şeylere de dikkatinizi çekmek istiyorum. Bu sene bazı anormal gelişmeler var. Geçen seneye kadar % 40 olan borç servisi oranı, yani yıllık dış borç anapara ve faizlerinin ihracat gelirine oranı, bu sene % 50'ye çıkmış, bir kere bu çok önemli bir oran. İkincisi bu sene bir ayda 1 milyar dolar borç servisi yerine getirmişiz. Burada bir rekor kırmışız, biz rekorlara koşuyoruz. Acaba bu rekorların Türkiye'yi yıkan, yıpratın yönleri yok mu? Bu dış borçları bir yerde safça mı ödünüz? Çünkü, başkaları bunu ödemeyelim, moratoryuma gidelim şeklinde çeşitli yollara başvuruyorlar.

AKGÜÇ — Sayın Tuncer daha iyi bilirler; şu nedenler galiba dış borç sorununun ekonomik gündemde ilk sıraya yükselmesinde etkili oldu. Birincisi, gelişmekte olan ülkeler dış borçlarına kaynak ayırabilmek için yatırım harcamalarını kısmak zorunda kaldılar. Bu da tabii, uzun sürede bu ülkelerin gelişme hızları üzerinde olumsuz etki yaptı. İkincisi, bu ülkeler borç ödeyeceğiz diye iç dengelelerini sarstılar, iç dengelerini kurama tehlikesi ile karşılaştılar. Örneğin Brezilya, cari işlemlerinde denge sağladı, belki dış ticaretinde fazla verdi ama iç dengeyi hiç bir zaman kuramadı. O nedenle borç meselesinin gündeme gelmesinde sadece döviz olarak borç ödemedeki güçlükler değil, demin Sayın Uras'ın da belirttiği gibi borç ödeyen ülkelerin iç ekonomilerinde karşılaştıkları sorunlar, güçlükler de bunda rol oynadı.

TUNCER — İzin verirseniz bir noktaya değinmek istiyorum, söylediklerinize belki tamamlayıcı olabilir. Olaya sadece borçlu ülkeler açısından bakmak doğru değil. Biliyorsunuz, dış borç sorunu başta Amerika

olmak üzere büyük ülke ekonomilerini de sarsıyor. Gelişmekte olan ülkeler dış borçlarını ödemeye zorlan-dıkları ithal kapasiteleri oldukça düşüyor. Bu ithal kapasitesinin düşmesi sonucu A.B.D.'nin ve diğer gelişmiş ülkelerin mallarına olan ithal talepleri çok ciddi olarak azalıyor. Dolayısıyla dış borç olayına yalnız borçlanan ülkelerin iç dinamiği açısından değil, aynı zamanda uluslararası ekonomi açısından da bakmak lazım. Tabii bunun beraberinde bir çok ticari bankanın dramı, kârlılığının olumsuz etkilenmesi gibi sorunlar var. Eklemek istediğim şu: Olay çok yönlüdür, sadece Arjantin'in veya bir başka ülkenin iç ekonomisinin olayı değildir, dış borç sorunu dünya ekonomisini sarsan bir olaydır. Tabii siyasal yönüne hiç değinmiyorum.

borçlu gelişmekte olan ülkelerin büyümelerindeki daralmalar, alacaklı gelişmiş ülkelerin cari işlemler dengesini olumsuz etkilemektedir; aslında borçların ödenmemesi, her iki tarafın da son derece işine gelmektedir

AKGÜÇ — Benim vurgulamak istediğim dış borç sorunu gündemde ise sadece döviz olarak ödenmesinde ki sorunlar yönünden değil, iç ekonomiye yansımalarının getirmiş olduğu sorunlar yönündendir. Gelir dağılımının bozulması, büyüme hızının yavaşlaması, kamu yatırımlarının

gerilemesi ve bilhassa Sayın Uras'ın da vurguladığı eğitim, sağlık harcamalarındaki kısıntılar, sorunun alevlenmesine neden oluyor. Yoksa sadece döviz olarak ödeme meselesi değil.

ÇİLLER — Sayın Akgüç, isterse-niz hem Sayın Uras'ın, hem Sayın Tuncer'in bıraktığı yerden devam edeyim. Bu borç erteleme olayı, bir takım ülkeler borç ödemedi zorlanıyor bunlara yardım edelim anlayışı ile birdenbire ortaya atılmış bir olay değil. Şöyle ki, şu anda en yüksek borçlu ülke A.B.D. ve en büyük transferi yapan ülke de Japonya. Eğer bunları dışlarsak, borçlu kalkınmakta olan veya geri kalmış ülkeler, borç veren Batı dünyasına aşağı yukarı her yıl 33 milyar dolar transfer ediyor. Borçlu gelişmekte veya geri kalmış ülkelere alacaklı gelişmiş ülkelere her yıl 33 milyar dolarlık bir transfer var, yani gelir aktarması var.

Ancak son zamanlarda bu konuda yapılan bazı çalışmalar var, onlardan biri birkaç ay önce Fred Bercten tarafından ortaya atıldı. Fred Bercten bu transferin aslında transfer olan ülke için olumlu olmadığını gösterdi. Şöyle ki, yapılan projeksiyonlara göre Amerika'nın cari işlemlerinde fazla verdikçe kendi ticaret açığında bazı kayıplara yol açıyor. Bu, aynı zamanda büyüme için de geçerli. Eğer borçlanmış ülkeler büyümelerinde % 1'lik bir daralmaya giderlerse Amerika'nın cari işlemler açığı bundan 11 milyar dolar olumsuz etkileniyor. Eğer büyüme hızındaki düşüş gelişmekte olan ülkelere değil de A.B.D.'de olursa, cari işlemler açığını aşağı yukarı kapatıyor. A.B.D.'nin büyüme hızında her % 1'lik bir azalma, cari işlemler açığında 15 milyar dolarlık bir iyileşmeye neden oluyor. Fred Bercten'in Avrupa ülkeleri için yaptığı çalışmayı da gördüm, aşağı yukarı benzer esneklik projeksiyon-

ları bu ülkeler için de geçerli. Latin Amerika ülkelerini de içeren yeni endüstrileşmiş ülkeler dedikleri ülkelerin büyümelerindeki daralmaları, alacaklı gelişmiş ülkelerin doğrudan doğruya cari işlemler dengesini olumsuz etkiliyor. Transferi yapan borçlu ülkeler de, transferi alan gelişmiş ülkeler de bu olaydan olumsuz etkileniyor. Demek ki, aslında borçları ödememe olayı, her iki tarafın da son derece işine gelen bir olay. Borçlanmış olan ülkeler, Meksika ve Filipinler'den sonra Brezilya, Arjantin de bunu isteyecekler, talep edecekler. Brezilya 120 milyar dolar ile aşağı yukarı başı çekiyor, Arjantin 60 milyar dolar ile arkadan geliyor. Filipinler'in borcu çok daha ufak ama daha acil sorunları var. Ama olay gerçekte «İşte bunlara yardım edelim, artık çıkmazda olan bu ülkelere bir şeyler yapmazsak, bu ülkelerin ekonomileri batacak.» olayı değil. Alacaklı gelişmiş ülkelerin, borçlu ülkelere bu yardımı; «Bu kolaylığı yapmazsak ve bu ülkelerin büyüme hızları düşerse bizim cari işlemler dengemiz bundan doğrudan olumsuz etkilenecek. Borç affı veya kısmen silinmesinin maliyeti alacağı tümüyle tahsil etmeden daha az olabilir.» hesabıdır. Bir kere biz olayı, olayda alacaklı ülkelerin çıkar hesaplarını çok açık seçik görelim. Dolayısıyla ben ana para ödemelerindeki gecikmeleri veya ertelemeleri bütün ülkelerin gündeminde görüyorum. Bu eğer bir paket içinde sunulabilirse Türkiye için de geçerli olabilir ama bugün için değil.

Bugün için Türkiye'nin aşağı yukarı kısa vadeli borçları toplam borçları içersinde resmi rakamlara bakıldığında % 21 civarında görülüyor. Aslında kısa süreli borçların payı % 21'in çok üstünde, % 33 civarında. Orta vadeli borçların şartları incelendiğinde, bu borçlardan kısa vadeliyle yakın olan bölümleri olduğu görülmüyor. Kısa vadeli borçların boyutu-

nun % 20'ler civarında kalmadığı, bunun daha büyük olduğu görülüyor. Şu anda Türkiye, kısa vadeli borçlarından dolayı cambazın ipte yürümesi misali yürümekte. İçeride ekonomik olarak, politik olarak istikrar yok.

Uluslararası banka çevrelerinde de önemli rahatsızlıklar var. Kısa vadeli borç vermek istiyorlar. Şu aşamada borçları zaten uzun vadeye çevirmek istediğinde, niyetinde de değil. Hatta mümkün olduğu kadar bu işi kısa vadeli götürmek niyetindedir. Böyle bir ortamda bir aksatma, Türkiye'nin kısa vadeli borçlarını hemen gündeme getirir ve Türkiye'yi doğrudan doğruya sarsar. Sayın Uras'a katılıyorum ben, böyle bir olayı Türkiye, dış borç krizine girdiği için değil, bir istikrar paketinin gereği olduğu için isteyecektir zaman içersinde. Ama bunu şu anda gündeme getirmek, hiç telâffuz etmemek, hatta herhangi bir seçim gündeminin maddeleri arasına sokmamak gerekir.

URAS — Sayın Çiller, anlattığınız bu olasılıklar içinde Türkiye'nin kısa dönemde, önümüzdeki 2-3 sene içersinde dış borç konusundaki çizgisi ne olabilir? Bu olasılıklara göre önümüzdeki birkaç senede size göre ne yapılabilir, Türkiye en akıllı bir biçimde bu durumdan nasıl çıkarabilir?

ÇİLLER — Türkiye'de çok kısa vadede yapılacak şey, borç ertelemesi olayını hiç gündeme getirmemektir. Çünkü bunun kısa vadeli borçlara olan etkisi acilen, hemen hissedilir ve Türkiye şu anda bunu kaldıramaz. Türkiye'de uzun vadede hakikaten döviz sıkıntısı var mı, yok mu? Plânlamaların projeksiyonları doğru mu, değil mi? Bunları irdeleyip ondan sonra altı aylık, sekiz aylık, bir yıllık dönemler içinde ne yapılabileceğini değerlendirmek gerekir.

önümüzdeki dönemde Türkiye'de ihracattaki düşme ithalattaki düşmeden daha hızlı olacaktır; döviz kuru oynamaya başlayınca, döviz konusundaki bugünkü kısmi bolluk, giderek kıtlığa dönüşecektir

URAS — Döviz sıkıntısı konusunda plâna bakmak yerine ben gerçeğe bakmayı tercih ediyorum. Şöyle ki, önümüzdeki dönemde Türkiye'de ithalattaki düşmeden daha hızlı ihracatta düşme olacağı kanısındayım, bu birincisi. İkincisi, bu durgunluk nedeni ile bugüne kadar muhafaza edilebilen ve henüz kontrol altında tutulabilen gerçek dışı döviz kuru politikası baskısını yıl sonunda hissettirip döviz kuru oynamaya başlayınca, işçi dövizlerinin yasal yollarla gelişti anormal yollara kayacak ve herhalde döviz konusundaki bugünkü rahatsızlık önümüzdeki dönemde yaşanmayacak. Sayın Çiller, buna göre varsayımınız ne olacak?

ÇİLLER — Şimdi, ben de bu varsayımı söyleyecektim. Projeksiyonlar hep aynı sonucu vermiyor. Benim yaptığım projeksiyonlarda cari işlemler açığının bir milyar dolar civarında sürdüğünü görüyorum. Bu varsayımlar içinde ihracattaki gelişmenin duracağı da var ki haklısınız burada. Turizm gelirlerinde de çok daha optimist olmama rağmen bir duraklama belirlendi. Türkiye'de ithalatın belirli bölümlerinde bu yıl, fiyat dü-

şüşleri nedeniyle Türkiye'ye aşağı yukarı 2.3 milyar dolarlık bir gelir aktarması gündemde. Bazı ithal mallarında özellikle hammadde ve petrolde bir fiyat düşmesi gündeme gelebilir. Hatta bunu bu yıl bir transfer olarak alabiliriz. Fakat bütün bunlara rağmen, bugünkü durumun gerçekten devam edebileceğini göremiyorum. Böyle bir ortamda Türkiye döviz sıkıntısına girecektir.

Sizin de belirttiğiniz gibi Sayın Uras, bu oyun dört perdelik bir oyun ve biz oyunun üçüncü perdesindeyiz diye düşünüyoruz. Gerçekten 1985'ten itibaren günümüze gelmiş olan dış borçlar, iç borçları beslemiştir. Hele hele Hazine'ye aktarılmasından sonra anaparaların kur farkları için borçlanmaya gidilmesi, bazen iç borçlanmanın yarısına varan boyutlara ulaşmış ve hatta bazı yıllar bunu dahi geçmiştir. Dolayısıyla Türkiye'deki iç ve dış borçlar sorun olmuştur. Niçin sorun olmuştur? Bunun için iç ve dış borç faizlerinin büyümeye olan oranına bakmak gerekir. Burada büyümenin üzerinde bir faiz yükünün oluştuğunu görüyoruz. Şu andaki tahminler iç ve dış borç faiz yükünün, milli gelirin % 10'unu aştığını gösteriyor, oysa bizim büyümemiz nüfus artış hızının da çok aşağısında. Bu yıl, büyüme hızı % 4 mü, % 3 mü olacağını, bunun hesabı içindeyiz. Üstelik bu söylediklerim nüfus artışını içermeyen rakamlar, net büyüme değil. Dolayısıyla Türkiye'nin asıl sorunu ana paraları erteleyebilir miyiz, erteleyemez miyiz değildir. Türkiye'nin ana sorunu faiz ödemeleridir.

Türkiye bu faizleri nasıl ödeyecek? Eğer, Türkiye'nin gündeminde iki şey olursa, bir takım dış borç ödemelerinin ertelenmesi de gündeme getirilebilir. Bunlardan birincisi, mutlak bir iktisadi istikrar programının gündeme gelmesidir. İç borçların nasıl halledilebileceği, iç borç faizlerinin Türkiye'ye olan yüklerinin nasıl

çözüleceği ve iç borç faizlerinin bütçeye olan yüklerinin nasıl çözülebileceği bu istikrar programının bir faktörü veya önemli bir maddesi olacaktır. Bu istikrar paketi dış denge ile iç dengiyi bir arada ele alan bir yaklaşımı içerecektir. Bu istikrar paketinde para politikalarından daha öncelikli olarak ele alınacak politikalar gündeme gelecektir. Çünkü şu aşamada para politikası etkin olmaz? Her şeyin ötesinde Türkiye'de para tanımını değiştirmiştir. Para tanımının değişmesi, dövizlerin ve döviz mevduatının mevduat içerisindeki payının çok yükselmiş olmasından kaynaklanmaktadır. Sadece dış açılmış bir ekonomi olduğunuz için, iç ve dış sermaye hareketleri olduğu için değil, aynı zamanda para arzını da doğrudan etkileyemediğimiz için para politikası etkin olamaz. Bir istikrar paketi hangi ortamda dile getirilmelidir, bu da ikinci faktördür. Politik bir istikrarın sağlandığı bir ortamda iktisadi istikrarı sağlayacak paket gündeme getirildikten sonradır ki Türkiye, belki Paris Klübü'nün kapısını çalarak, bir takım şeyleri telafuz etmeden, yani bir dış konsolidasyona gidiyoruz demeden bazı istekleri masaya getirir ve bunu da elde eder. Anaparaların ertelenmesi mutlaka gündemdedir ve Türkiye için de olur ama, Türkiye'nin sorunu ana para taksitlerinin ertelenmesi değildir.

AKGÜÇ — Sayın Alkin, sizin bu konudaki görüşünüz nedir? Türkiye'nin dış borçlarının özel bir yapısı var. Bunu da gözardı edemeyiz. Bizim dış borç yapımızı Latin Amerika ülkelerinden farklı. Bizim borçlarımızın içerisinde ticaret bankalarına olan borçların görece önemi az. İkili anlaşmalarla devletten devlete olan borçlar Dünya Bankası gibi Uluslararası Finans Kurumlarına, Dresdner Bankası aracılığıyla Almanya'da ça-

lışan işçilerimize olan borçlarımız, yurt dışında yerleşik kişilerin açmış oldukları döviz tevdiat hesapları, bizim dış borçlarımız içinde önemli yer tutuyor. Yani Latin Amerika'dan farklı bir borç yapısına sahibiz. O bakımdan dışı yaklaşımlar bize tam uygun değildir. Meselenin bu yönünü de dikkate alarak bir değerlendirme yapabilir miyiz?

gelişmekte olan ülkelerin dış borçları toplamı 1,3 trilyon dolardır; yeni istikrar paketlerini uygulamaya koysalar ve büyümeye itilseler bile anılan ülkeler bu borcu ödeyemezler

ALKİN — O çok önemli. Bir ke-re ABD'yi bir tarafa koyarsak, gelişmekte olan ülkelerin dış borçları toplamı 1.3 trilyon dolar. Biz iktisatçıyız, biliyoruz ki hiçbir hesapla hiçbir dönemde bu parayı geri ödemenin imkânı yok. Yani bu ülkeleri ne kadar büyümeye itseniz de, ne kadar istikrar paketi sunsanız da, dış ticaretin liberasyonunda ne kadar anlayışlı davranırsanız da, bu ülkeler ne kadar mucize gösterirlerse gösterebilirler 1.3 trilyonu ödeyemezler.

AKGÜÇ — Bankacılık deyimiyile bunun bir kısmı batacak yahut donuk kredi diyebilir miyiz? Çürük olacak, değersiz olacak...

ALKİN — 1.3 trilyonun aşırı davranıp tamamını silelim diyen de var, üçte birini silelim diyen de var. Sayın Tuncer, orada güzel bir noktaya temas etti. Meksika'nın konumu bam-

başka. Meksika bir kere ABD'nin komşusu ve Orta Amerika'daki ihtilalin de komşusu. ABD'nin politik olarak bu olaya büyük alerji duyduğunu biliyoruz. Arjantin ve Brezilya'nın da durumu dış borç açısından en az Meksika kadar kritik ama Arjantin ve Brezilya'dan önce Meksika'nın imdadına koşuldu. Meksika'nın ayrı politik bir konumu var. Türkiye bir kere bu konumdan çok uzak, bunu bilmemiz lazım. Türkiye, demin Sayın Tuncer'in de belirttiği gibi dış borç ertelemesinde, silinmesinde bazı öncelikler varsa, Türkiye bunların hiç birinin içinde değil. Türkiye yardım açısından da öncelikli ülkeler açısından da önde yer almıyor. Bu sadece bizim borçlarımızın servisini zamanında yapan bir ülke görünümü taşıyamızdan doğmuyor, ayrıca politik olarak da Türkiye'nin önemli bir önceliği yok. Ancak, Türkiye dış borç sorununa bir başka yoldan yaklaşabilir. Diyebilir ki, «Ben ciddi bir istikrar paketi yürürlüğe koymak üzereyim. 1987'de iyice hızlanmayı başlatan enflasyonun kontrolden çıktığını görmekteyim. Ayrıca ben kontrolsüz enflasyonla yaşayan bir Latin ülkesi ekonomisi haline gelmek istemiyorum.» Bunun için onlardan farklı olarak ister bugünkü iktidar olsun, ister çok ağır bir sorumluluk yüklenerek gelecek bir başka iktidar olsun bir ciddi istikrar paketini yürürlüğe koymak istediğinde, bu istikrar paketi içerisinde erteleme lafını telaffuz etmeden «Dış borç konusu benim için son derece önemlidir. Çünkü ben borç ödemek için döviz kazanmak üzere oldukça önemli miktarda para basmak zorunda kalıyorum.» diyebilir. Tabii bunun için sadece istikrar paketini onların önüne sunmak gerekmez. Sayın Tuncer, uluslararası en önemli kurum olan Dünya Bankası'nda çalışıyor. IMF de onun kardeşi. Oradaki uzmanların meseleye her ülkenin kendi iç dertle-

ri ile fazla ilgilenmeden baktığını da gayet iyi bilir. Onlar öncelikle kanıt isteyeceklerdir. Türkiye'de iç dengeyi bozan ve enflasyonu hızlandıran olaylar içerisinde dış borç ödeme gayreti hangi oranda yer alıyor? Bu oranın önemli olduğunu, Sayın Çiller'in yaptığı ve yayınladığı bir çalışmadan gayet iyi biliyoruz. Bu gerekçeyi, bir Latin Amerika ülkesinin enflasyonunun gerekçesi kadar ciddi olarak ileri sürebiliriz. Bugün, uluslararası ortamdaki kanı, Latin Amerika ülkelerindeki enflasyonun baş sorumlusunun aşırı dış borç ödeme gayreti olduğunu şaklında. Bizim için öyle bir kanı henüz uyanmış değil. Boyutlarımız, politik konularımız farklı ama böyle bir kanının henüz yaygın olduğunu söyleyemeyiz. Bu aşırı dış borç ödeme gayreti sonucu enflasyonun kontrolde çıktığı söylenen ülkeler arasında Türkiye'nin adı bile geçmiyor.

AKGÜÇ — Sayın Alkin, bir şey söyleyebilir miyim? IMF ve Dünya Bankası bunu göremedi ama 1980'de biz galiba bunu gördük. İç denge ile dış dengenin eşanlı kurulmasının çok zor olduğunu, dış dengeyi sağlamayı çalışırken iç dengenin daha da bozulacağını.

ALKİN — Ama onlar göremez, 180 tane memleketi inceliyorlar.

AKGÜÇ — Makro dengelere, ekonominin genel denge hesaplarına baktığınız zaman bu gözüküyor. Dış denge ve iç dengenin birlikte aynı anda sağlanmasının ne kadar ağır yükler getirdiği.

ALKİN — İşte onları ikna etmek lazım. Onlar da süper insanlar değil. Yani bizim kadar ülke ayrıntısını bilemezler. 180 tane ülkenin tek tek dertini aynı anda görebilsinler, mümkün değil. Bizim onları ikna etmemiz lazım. Mesela bize soru sor-

salar, şimdi ne cevap vereceğiz. Son sekiz aydır bir döviz sorunu yoksa, Türkiye'nin kurları aşırı yükselttiğinden dolayı mı? Hayır. İhracata, döviz kazandırıcı işlemlere aşırı teşvik verdiğimizden mi? O da hayır. Yani uluslararası kuruluşlara bu gerekçeyle gidemiyoruz. Biz borçlarımızı sadıkane ödüyörüz ama bakın ne fedakârlıklar yapıyoruz. İhracatı, döviz kazandırıcı işlemleri uyaralım diye kurları aşırı yükseltiyoruz. Ayrıca da masa altından ek teşvikler veriyoruz. Adamlar bakacaklar böyle bir şey yok. Kurlar aksine yapay görünümde yavaş yükseliyor. Ayrıca vergi iadesini sıfırladık, öbür tarafta ihracat teşvik önlemleri neredeyse sıfırlandı. Etkili olmayan bazı teşvikler veriyoruz ama, birçok ihracatçıların onları aldıkları da yok.

AKGÜÇ — Ama demin Sayın Çiller de, Sayın Uras da değindi. Önemli olan dövizin ödenmesi değil o döviz ödeyebilmek için yaptığınız fedakârlık son derece ağır.

ALKİN — Ama o fedakârlığı uluslararası uzmana anlatmak için bir takım gerekçeler lâzım. Bizim önlerine getireceğimiz tek şey, basit olarak, «Bu dış borç ödemeleri yüzünden aşırı para basıyoruz.» demek olacak.

ÇİLLER — Gerçekten de basıyoruz. Eğer dış borcu 1987 başı düzeyinde tutabilseydik, yaptığımız tahminlere göre enflasyon, bugünkü enflasyon hızının aşağı yukarı % 30'u düzeyinde olurdu. Enflasyon dış borç nedeniyle oluyor. Dış borç olduğu zaman bir kere toplam harcamalar büyüyor, bütçede bir harcama fazlalığı oluyor, bütçe açık veriyor, açık verildikçe onu ya dış borç, ya da iç borç veya emisyonla kapiyorsunuz. Dış borç olduğu zaman iç borç da yükseliyor, dolayısıyla ondan kaçınıyorsunuz. İç borca yüklenmek istemediğinizde de emisyonla yükleniyorsunuz.

Bütün bunlar, hepsine bir anda baktığınızda enflasyon nedeni oluyor.

ALKİN — Bize akıllı bir teknisyen şöyle bir soru sorsa: «1980'den sonra ihracata dönük bir politika güttünüz. Ya ihracat 11 milyar dolar olacağına sizin sanayicileriniz Kore'liler gibi atak olsaydı da ihracatınız 15 milyar dolara yükselseydi, şimdi ne yapacaktınız?» Olur mu olur. Bu sefer de aşırı ihracat yaptık, ondan enflasyon oldu mu diyeceksiniz. İkna için uluslararası finans kurumlarına çok sağlam gerekçelerle gitmek lâzım. Çünkü bu, Arjantin'in, Brezilya'nın 15 defa girdiği enflasyon bunalımına benzemiyor. Onlarda hep dış borç gayretinden dolayı para basıldığını görüyoruz. Bizdeki enflasyonun bunun yanında başka nedenleri de var.

ÇİLLER — Öyle bir durumumuz olsa mutlaka bir fazla vermemiz lâzım ki enflasyon olsun.

ALKİN — Biz tamı tamı bir sene yalnız geçen yıl cari işlemler fazlası verdik. Bir de şuna ikna etmek lâzım, büyüme ve yatırımlar aşırı dış borç ödeme gayretinden yavaşladı. Bir kere bu yavaşlamaya dış çevrelerin çok üzülmediğini zannetmiyorum. Büyüme hızımız % 3.4'e düştüğüne, Dünya Bankası'nın, IMF'nin ve büyük uluslararası banka yöneticilerinin çok fazla üzülmediğini zannetmiyorum. Tabii % 5'i tercih ederlerdi. Ama bundan sonra biz yıllık % 4.5-5 büyüme hızı ile yürür de, bunu yavaş diye sızlanarak önlerine böyle bir gerekçeyle gidecek olursak onlar bu gerekçe kabul etmezler. Çünkü onlara göre biz % 4.5-5'den yukarı bir büyüme hızı için ekonomiyi zorlamalıyız. Dış borçları erteleme veya silme konusunda henüz daha elimizde onları ikna edecek gerekçeler yok gibime geliyor.

Bir de işin dış itibar konusu var. Birincisi, Sayın Çiller'in söylediği gi-

bi kısa vadeli borçlar. Eğer bugün kısa vadeli borçlarımız çok az olsaydı, 4-5 milyar dolar dolayında olsaydı biz bununla oynayabilirdik. Fakat zaten sırat köprüsünde gidiyoruz. Kısa vadeli borçlarda aynen bıçak sırtı dengede gidiyoruz. Borcu borçla ödeme konusu var orada. En ufak bir itibar sarsılmasıyla mesela çeşitli resmi bankalarımızın yurt dışındaki orta vadeli tahvil satışlarına bir sekte gelse, kısa vadeli borçlarda gereksiz bir sıkıntı içine gireriz, bu birincisi.

İkincisi, dış politika sorunlarımız. Ortak Pazar tam üyeliğine başvurmuşuz ve tam bu sırada borçlarımızı ödeyemiyoruz diye gideceğiz. Son derece aleyhimize bir not ve Brüksel bunu gayet güzel kullanır. AT'ye gireriz, girmeyiz ayrı bir olay ama Brüksel'in bunu aleyhimize kullanacağı açık. Diyecek ki; «Ortak Pazar'a aday ülkeler arasında Türkiye'den başka böyle borç ertelemesini talep eden ülke olmadı, Türkiye kanıtladı ki kesinlikle bu topluluk içine giremez.» Üçüncüsü, yabancı sermaye konusu. Yabancı sermayede Türkiye'ye doğru biraz bir hareket var. Eğer böyle bir taleple açık açık gidecek olursak, önemli ölçüde yabancı sermaye girişini sekteye uğratarız.

AKGÜÇ — Sayın Alkin, ben o konuya katılmıyorum. Biz bu yabancı sermaye konusunu abartıyoruz. Bakıyoruz bu yılın ilk dört ayında giren yabancı sermaye 79 milyon dolar. Bundan kâr transferlerini, sermaye

◆ Bir neden göstermeden ani karar verirsiniz, kararınız belki doğru olabilir; ancak, göstereceğiniz neden mutlaka yanlıştır.

Lord Wansfield

çıkışlarını düşersek, net giriş ihmal edilebilir boyutta.

ALKİN — İzin talebine bakmak lazım. O da önemli bir eğilim. Nihayet bir de bizim stratejik sorunumuz var, onu da unutmayalım. Bu da son derece kritik bir konu. Bulgaristan'la sorunumuz var, bir Güney sorunumuz var, bir Yunanistan'la sorunlarımız var.

türkiye yalnız kalmıs
bir ülke görünümündedir;
stratejik sorunların
ötesinde dış
politikamız hatalıdır;
oysa en başarılı
yanımızın dış politika
olduğu söylenir durur

URAS — Sayın Alkin, Türkiye'nin bazı sorunlarını acaba biz mi yaratıyoruz? Son zamanlarda öyle bir noktaya gelindi ki, bütün dünya sanki bize düşman. O duruma geldik.

ALKİN — Değil, şöyle ki Meksika'nın stratejik sorunu ile bizimki bir değil.

URAS — Peki ama biz bunun bilincinde değiliz. Komşularımızla ilişkilerimize bakalım. Bulgaristan, Yunanistan, İran, Irak, Suriye bize düşman. Aşağı inelim Kıbrıs Rum Cumhuriyeti bize düşman. Yukarı bakalım Rusya ezeli düşman. Avrupa'ya geçelim, bütün Avrupa bize düşman. Amerika'ya gidelim, Bush da bizi sevmiyor. Dünya'da biz niye böyle tek kaldık?

ALKİN — Abartıyorsunuz.

URAS — Hayır, abartmıyorum.

ALKİN — Şimdi şöyle düşünelim. Bugün ne Arjantin'in, ne Brezilya'nın

ve ne de Meksika'nın bizimki gibi bir stratejik sorunu var.

URAS — Sayın Alkin, ben size bir stratejik sorununuz var demiyorum. Stratejik sorununuzun ötesinde dış politikamızda bir hata var. Türkiye, yıllardır çok başarısız bir dış politika yürütüyor. Buna karşılık, Türkiye'de bunu hiç kimse bilmediği için de «En başarılı yanımız Allah'a şükür dış politikadır.» deyip duruyoruz. Halbuki dış politikamız belki en başarısız yanımız. İşte durum meydanda.

ALKİN — Olabilir, ama açık borç erteleme talebi bizi yaralar. Ben aynen Sayın Çiller gibi son olarak şunu söylüyorum. Eğer belli bir süre sonra büyük devletler ve uluslararası kuruluşlar tarafından hiç öncelik listesi yapmadan, bütün borçlu ülkeleri genel bir plân içerisinde alan herhangi bir borç erteleme programı oluşturulursa, Türkiye'nin de bunun içinde yer alması hatta başvuruda bulunması gerektiği kanaatindeyim. Ama bu aşamada ülkelere göre öncelik yapıldığı bir yardım planı yahut bir borç erteleme planı çerçevesinde, Türkiye'nin yer almasının son derece tehlikeli ve sakıncalı olacağı kanısındayım.

AKGÜÇ — Ben bir yerde şunu söylüyorum. Borcu silelim yahut ödemeyelim gibi böyle çok radikal, köktenci taleplerle ortaya çıkmak mümkün değil. Ama şu yapılabilir. Türkiye, ağır koşullarla borçlanıyor. Türkiye'nin ödemiş olduğu faiz oranları bence yüksek. Bugün Yunanistan'la da, Portekiz'le de mukayese etseniz yüksek. Eğer Türkiye'nin bir kredi değerliliği varsa ve eğer Türkiye borçlarını muntazam ödüyorsa en azından faizin, bu riski de karşılayacak kadar indirilmesi lazım. Yani ben niye bir takım ekleriyle, komisyonlarıyla LIBOR + % 2-2.5 ödeyeyim? Falzi LIBOR + % 1'e indirtirim.

ALKİN — Ticari kredi alırken başka türlü davranamazsınız ki. Şimdi ikili anlaşmalarla oldukça düşük faizlerle kredi alıyoruz. Yani devletten devlete verilen veya uluslararası kuruluşlardan aldığımız kredilerin faizi o kadar ağır değil.

AKGÜÇ — İkili anlaşmalara da devletin biraz müdahale etmesi lazım.

ALKİN — Ediyor, oldukça iyi müdahale ediyor. Çatır çatır pazarlık ediyor ama konsensus diye bir şey var. Bir Ortak Pazar ülkesi bankasından bir ihracat kredisi aldığınız zaman konsensus neyse onu vereceksiniz. Adam da ondan daha aşağısını uygularsa Brüksel müdahale ediyor. Bu, LIBOR + % 2 ise onu vermeye mecbursunuz.

URAS — Sayın Alkin, işte buna katılmıyorum. Son zamanlarda bazı bankalar aracılığı ile borçlanmaya başladık. Bu bankalar yeni tabiri ile Merchant Bank'lar (Tacir Bankalar). Dikkat ederseniz son zamanlarda basında, falan devlet bankası yurt dışından şu kadar borçlandı, filan devlet bankası şu kadar kredi anlaşması imzaladı şeklinde haberler çıkmaya başladı. Bu anlaşmaların arkasında Türkiye ile şu veya bu şekilde ilişkisi olan bir Merchant Bank'ın komisyonculuğu var. Kredi şartlarına baktığınız zaman bu anlaşmaların, ciddi ve bütünlük taşıyan bir borç politikası ile bağdaşmayacak yanırları yok. Bu kredi anlaşmalarının serseri mayın tipi anlaşmalar olduğunu görüyorsunuz. Bu anlaşmalarla para cinsinin seçimi ve LIBOR + komisyon oranları çok kötüdür. Banka isimleri olduğu için şimdi vermek istemiyorum; fakat son zamanlarda bunlar çok yaygınlaşmaya başladı. Eskiden dediğiniz gibi Türk Hazinesi borçlanma politikalarında bir bütünlük arardı. Krediyi doğrudan aracısız ve komisyoncusuz alırdık. İkincisi, bunların belli

bir LIBOR artışı vardı, belli bir ödeme planı vardı. Şimdi bütün bunlar ortadan kalktı. Ben bunu da bir tehlikeli gelişme olarak dikkatinize sunmak istiyorum.

AKGÜÇ — Burasını gayet açık olarak destekleyeyim. Son yıllarda borçların, 1988'e kadar hızla artmasında Türkiye'nin çok yanlış borçlanma politikasının da katkısı vardır. Borçların hızlı artmasında kur farkları da rol oynamıştır. Çünkü dolar ve diğer paralar arasında parite iyi tahmin edilememiştir. Ağır koşullarda borçlanılmıştır. Bir de bu koşullar arasında açıkça telâffuz edilmeyen Sayın Uras'ın çok haklı olarak vurguladığı komisyon oranı vardır ki bu da maliyeti büyük ölçüde artırmaktadır. Türkiye'nin bu dış borç çıkarmasında yahut sorunun ağırlaşmasında çok kötü yürütülen bir dış borçlanma politikasının uygulamasının da katkısı olmuştur.

ALKİN — Tabii riski azaltmak için hedging işlemleri falan yapılmıyor.

önceleri biz türkiye'ye yabancı bankaların gelmesini destekledik; onların bize bir şeyler öğreteceğini sanırdık; sayıları yirmiye aşan bu bankalar halen türkiye'ye para satışına aracılık yapmakta ve komisyonculuktan büyük para kazanmaktadırlar

URAS — Bu vesile ile bir konuya daha temas etmek istiyorum. Biz, Türkiye'ye yabancı bankaların gelmesini

büyük şevkle destekledik. Sayın Özal'ın Plânlamada Müsteşarken «Bir American-Express, bir Citibank Türkiye'ye gelse, o zaman Türkiye kurtulur.» diye bir temennisi vardı. Başbakanlığı döneminde yirmiye yakın yabancı banka Türkiye'ye geldi. Biz o zamanlar hep ümit ettik ki, bu yabancı bankalar Türkiye'ye gelecek ve bize bankacılığı öğretecekler. Son zamanlarda dikkat ederseniz bu bankalardan hiç birinin sesi çıkmıyor. Ama hepsi hayatından çok memnun. Çünkü, bu bankaların hepsi şu anda Türkiye'ye para satışına aracılık yapmakta, Türkiye'de komisyonculuk yapmakta ve bundan büyük paralar kazanmaktadırlar. Bu bankalar daha çok, Kamu İktisadi Teşekküllerine, Kamu Bankalarına ve hatta Hazineye aracılıktan çok büyük komisyonlar almaktadırlar. Doğru mu, Sayın Akgüç.

AKGÜÇ — Zaten Merchant Bank'ın esas fonksiyonu budur. Alınacak kredilere aracılık yapmaktır, konsorsiyumlar oluşturmaktır.

ALKİN — İtalya'da da, Fransa'da da Amerikan bankaları aracılık yapıyor.

URAS — Müsade ederseniz bir noktaya gelmek istiyorum. Şimdi biz burada dış borçlarımızın derdini düşünmüyoruz. Dikkat ederseniz biz içerde Türkiye'nin derdine daha fazla düşmüşüz, dışarıdakilerde aynı telaşı görmüyoruz. Neden, çünkü dışardakiler Türkiye'nin borç servisini zamanında yerine getirip getirmediğine bakıyorlar. «Bunu yerine getirdiği müddetçe Türkiye'de işler iyi gidiyor.» diyorlar. Çünkü onların baktığı göstergeler şunlar: Türkiye borcunu ödüyor mu, ödemiyor mu? Cari işlemler dengesi iyi mi, değil mi? Onun dışında Türkiye'de enflasyon olmuş, Türk ekonomisinde durgunluk olmuş, bu onları fazla ilgilendirmiyor. Ne-

den? Çünkü, Türkiye'nin dış ilişkilerinde borç verenler, muhatap değışti. Plânlı dönemin başlarında, Devlet Plânlama Teşkilâtı İktisadi Plânlama Dairesi Başkan'ıyken Sayın Tuncer'in karşısında bir konsorsiyum vardı. Bu konsorsiyum istediğiniz borca sadece nasıl ödeyeceksiniz diye bakmaz, bu borcun Türk ekonomisinde meydana getirebileceği etkileri de inceledi. Ayrıca, «Nerede kullanacaksınız?» diye sorar ve sonra «Kullanacağın yer uygun mu (feasible) değil mi?» diye in ince ayrıntılarına kadar bakardı. Sayın Tuncer'in, bakan olduğu dönemlerde bu sefer konsorsiyumun yerine başka kâhyalar çıktı. Bu kâhyalar da IMF ve Dünya Bankasıydı. Bu kâhyalar da hiç olmazsa makro seviyede, «Bu borcu öderken politikalarınız nelerdir? Getirin plânınıza, programınıza bakalım.» derlerdi. 1970'lerde dış kredilendirme projeden plâna, programa geçme oldu. Fakat sonra 1980'lerde bir aşama daha geldi. Şimdi dış borç konusunda Ticaret bankaları muhatap oluyor.

Sayın Tuncer Amerika'da bulunuyorlar, Washington'da oturuyorlar. Acaba Sayın Tuncer, bu oluşum içinde Türkiye Washington'dan nasıl görünüyor? Biz içeriden böyle görüyoruz da Washington maliyecisi ile hükümeti ile Türkiye'ye nasıl bakıyor?

TUNCER — Bu sorunuza cevap vermeye çalışırken deminki konumuzun devamı biçiminde sunmaya çalışayım. Bir kere öyle görünüyor ki ülkeler, kuruluşlar hatta insanlar bir değerinin deneyiminden yararlanamıyorlar. Eğer Latin Amerika ülkelerinin borçlanma kalıbına ve geçmişteki olaylara bakacak olursak, Türkiye'ye karşı tutumun bundan çok farklı bir olay olmadığını görürüz. Bir ülke, dış borcunu ödediği sürece, özellikle ticaret bankaları bu ülkelere para vermeye devam ediyorlar. Dolayısıyla

ben Türkiye için de aynı olayı görüyorum. İmparatorun üzerinde elbise yok diye açıkça söyleninceye kadar herkesin gördüğü çıplaklığı konuşmaması misali Türkiye için de söz konusu. Şu aşamada ticaret bankaları, aracı bankalar ve diğer finans kaynakları Türkiye'ye iyi müşteri gözüyle bakıyorlar ve hâlâ da Latin Amerika deneyimine geleceğe yönelik çok sağlıklı projeksiyonlar ve tahminler yapmıyorlar. O bakımdan biz kredi bulduğumuz sürece, «İşte herkes bizim plânımıza, programımıza bayılıyor, biz kredi almaya devam edelim.» şeklinde düşünüyoruz. Onlar da biz krediyi ödediğimiz sürece krediyi vermeye devam ediyorlar. Fakat ödemenin bir yerinde bir aksaklık olduğu zaman çok ciddi sorunlar üst üste geliyor, yığılıyor. İşte bunu sizin bana doğrudan doğruya yönelttiğiniz soruyla birleştirmeye çalışayım.

Biliyorsunuz, 1980'lerde Türkiye'de uygulamaya başlanan politikalar, hem uluslararası finans kurumlarının hem de Batı'daki diğer finans kuruluşlarının onayını gördü. Türkiye'de, ihracat artışı, dış borç ödemedeki devamlılık şeklinde görülen ilk sonuçlar, Türkiye'yi bir anda gözde ülke haline getirdi ve çok iyi bildiğiniz gibi Türkiye deneyi bir başarı örneği olarak gösterile geldi. Bu arada Türkiye, hem ticaret bankalarının hem de uluslararası kuruluşların iyi müşterisi oldu. Dünya Bankası bakımından Türkiye, en iyi müşterilerden bir tanesi. Çok hızlı bir şekilde kredi alıyor ve öyle gözüküyor ki Dünya Bankası da gayet memnun bir şekilde bunları vermeye devam ediyor. Çünkü, bankanın kaynaklarını plase etmesi lâzım. Gayet tabii ki şunu da söylemek mümkün. Özellikle son yıllarda dışarıda teknisyen düzeyinde başlayan bir takım endişeler ve sorular, biraz daha fazla ağırlık taşımaya başladı. En başta Türkiye'de ekonomik istikrarın hiç bir zaman gerçek-

leştirilmemiş olması, bu kurumlar-
da ciddi olarak bir takım soruların
sorulmasına ve endişelerin yeşermesi-
ne sebep oldu.

Yalnız deminki konuşmaya bir
konuda ben de bir ilâve yapmak isti-
yorum. Türkiye'de 1980'de veya 1984'
de görülen bazı aksaklıkların dışa-
rıdan gözükmediği görüşüne katılmı-
yorum ben. Eğer iyi bir teknisyense-
niz her şey açık seçik gözüküyor. Eğer
bankaların veya benzeri kuruluşların
teknik düzeydeki raporlarına bakar-
sanız onlarda da bu gelişmeler gö-
rülüyor. Ben arada büyük bir fark
görmüyorum. Türkiye'deki teknisyen-
ler de, oradaki teknisyenler de o den-
genin böyle gitmesi için şunların yap-
ılması lâzım diyorlar. Olmadığı za-
man da dış finansman kurumları bun-
ları göremedi demek pek geçerli değil.

AKGÜÇ — Zaten ekonomiyi bi-
len yanlışları görür. Aksini söyleme-
mek lâzım.

TUNCER — Kaldı ki, uluslararası
finans kuruluşlarınınca 180 ülkeye bir
anda bakılmıyor. Her ülkenin sorum-
lusu birkaç iktisatçı, yeteneklerine gö-
re birinci elden değerlendirmelerini
yapıyorlar. Hatta zaman zaman Tür-
kiye'de yapamadığımızdan da çok ay-
rıntılara iniyorlar. Türk ekonomisi-
nin nabızı teknisyenler tarafından
çok iyi tutuluyor.

ALKİN — Bir tek sorum var Sa-
yın Tuncer. Peki niye Latin Amerika
ülkeleri başlarını belaya soktular? De-
mek ki ya teknisyenler iyi göremedi-
ler yahut ta teknisyenlerin iyi görüp
verdikleri ikazı bu uluslararası ku-
rumların ve finans çevrelerinin yük-
sek düzeyde yöneticileri görmezden
geldiler veya anlamadılar.

TUNCER — İşte ben de aynı şe-
yi söylüyorum. Diyorum ki teknik dü-
zeyde görülmesine rağmen birçok so-
runa, diğer deneylere rağmen her ku-

ruluş, her finansör, her banka, olaya
kendi ölçeğinde kendi açısından bakı-
yor ve çok kısa dönemde parası ge-
riye döndüğü sürece veya ödeneceği-
ni beklediği sürece kredi vermeye de-
vam ediyor.

Şüphesiz Türkiye ile ilgili göz-
lemlerde önemli değişiklik olmakla
birlikte, yani «Bu uygulanmakta olan
politikalar Türkiye'yi bir yere götür-
ür mü, götürmez mi diye çok ciddi
sorular sormakla birlikte, uluslararası
kuruluşlar için özellikle çok yukarı
düzeyde birdenbire rota değiştiri-
mek o kadar kolay olmuyor. Şimdi
gördüğüm kadarıyla «Sizin ciddi bir
enflasyon sorunuz var. Bunu çözer-
seniz diğer işler yoluna girer.» ha-
vası içerisinde. Tabii buna bir de
potansiyel istikrarsızlık eklenecek,
öyle gözüküyor. Çünkü Türkiye'deki
politik gelişmeler Batı'da ciddi olarak
endişeyle izleniyor.

ALKİN — Bu çok önemli bir
nokta.

enflasyon ve politik
istikrarsızlık türkiye'nin
gündemindeki en önemli
sorunlar olarak
gözüküyor; bu sorunlar
çözüme kavuşmadığı
sürece, uluslararası
kuruluşların türkiye'ye
karşı tutumu «bekle
gör» havası içinde
sürüp gidecektir

TUNCER — Her ikisi, enflasyon
ve politik istikrarsızlık Türkiye'nin
gündeminde en önemli sorunlar ola-
rak gözüküyor. Zannediyorum ki önü-

müzdeki aylarda ve yıllarda bu istikrarsızlık sorunu belli bir berraklığa ve çözüme kavuşmadığı sürece, uluslararası kuruluşlar düzeyinde Türkiye'ye olan bu tutum bir ölçüde «bekle gör», bir miktar «hemen bir şey yapmayalım» havası içinde devam edecektir ve bundan Türkiye etkilenecektir. Bunu çok ciddi olarak düşünüyorum. Özetle söylemek gerekirse benim algıladığım kadarıyla, dış dünyada gerek Türk ekonomisinin fakat daha önemlisi Türkiye'de siyasal gelişmelerin bir yerde krize gidebileceği endişesi hâkim olmakta. Çok açık söylenirse dahi bunu raporlarda, bazı gazete makalelerinde görmek mümkün. Bir takım beyanlarda görmek mümkün. Wall Street'ten başlayarak bir takım gazetelerde de görmek mümkün. Kısacası, Türkiye'nin bazı ekonomik ve politik sorunlarını artık görmeye başlıyorlar. Fakat bu süreçler çok çabuk işlemiyor. Özellikle Türkiye bakımından sadece ekonomi alanındaki yönelime değil, aynı zamanda ekonomiyi yönetenlere karşı da bir büyük kredi açılmış. Batıda ve bu kredi büyük ölçüde yenmiş olsa dahi bundan da çok kolay çark edilemiyor.

Özellikle şunun için çark edilemiyor, kredi açılan kişilerin yerine gelebilecek olan alternatifler henüz göz doldurmuyor. Rahatlıkla «Türkiye'de alternatif nedir?» sorusu dışarıda da ciddi olarak soruluyor ve her şeye rağmen bugünkü yönetimin dışarıya yakın olan bir tarafı devam ediyor. Biliyorsunuz geçen yıl içinde en az iki, üç heyet Türkiye'den Washington'a geldi. Evet bir çok şey yanlış olmuştur ama bundan sonra doğrusunu yapacağız şeklinde, bu heyetler, dış finans çevrelerini ikna etmeye çalıştı. Ondan sonra bir heyet daha geldi ve biz daha doğrusunu yapacağız, dedi. Özellikle siyasal krizin yoğunlaşması halinde Batı'nın Türki-

ye'ye karşı tutumu değişebilir kanısındayım.

ALKİN — Bir cümle daha ilave edeyim. Sayın Tuncer son derece haklı. Önümüzdeki sekiz ay boyunca enflasyon hep % 65 dolayında gitsin, tabii bu çok önemli bir istikrarsızlık unsuru. Ama siyasal bir istikrarsızlık çıksın önümüzdeki sonbaharda, siyasal istikrarsızlık, enflasyonun hep % 65 gitmesinden doğan ekonomik istikrarsızlıktan çok daha vahim, Batı'nın Türkiye'ye bakışı açısından. % 100'lerin üstüne uzanmayan enflasyon bu yüksek düzeyinde de gitsin, Türkiye'ye gene kuşkulu bakarlarsın ama Türkiye'de iç politikada bir kitlenme olsun, bir siyasal istikrarsızlığa girelim, bu onları daha fazla etkiler.

AKGÜÇ — Türkiye'de siyasal bir istikrarsızlık var. Aslında bunu çözmek lazım. Bunu dünya da görüyor, biz de görüyoruz. Bugünkü hükümetin manevra sahaları son derece daralmıştır. Arkasında halk desteği olmadan, kamuoyu desteği olmadan sorunlara çözüm getirilemez. Zaman kaybedilir.

ALKİN — Onu Batı anlamıyor. ANAP, % 21.75 mahalli seçimlerde almış da % 35'den aşağı düşmüş, dünya basınına baktığınızda o kadar vurguladıkları yok. Bizim kabahatimiz cumhurbaşkanı seçimini çok abartıyoruz. Onların daha çok önem verdiği konu bu.

AKGÜÇ — Batı da, benim görebildiğim kadarıyla, bu hükümetin çok uzun ömürlü olamayacağını aşağı yukarı kabul etmiş gibi. Ancak, bugünkü en iyi alternatif onlar için Özal'dır. Türkiye açısından değil de Batılı finans, hattâ politik çevrelerin, ilişkileri açısından düşünüldüğünde en iyi alternatif Özal'dır. Çünkü yeni gelebilecek bir hükümetin ne gibi so-

runlar doğurabileceği gerek politik açıdan gerek ekonomik açısından kendileri için bir kaygı kaynağıdır.

TUNCER — Oy konusunda dediğiniz çok haklı. Tabii Türkiye’de kimin ne oy aldığı belki ekonomik bazda büyük bir ilgi uyandırmıyor ama siyasal bazda çok büyük yankılar uyandırıyor. Galiba her düzeyde ortaya çıkan sorun da şu. Çok uzun süren bir istikrar politikası uygulamasında Türkiye’de reel gelirlerin, özellikle ücretlerin olağanüstü düşmüş olması, bundan sonraki istikrar politikalarının başarı şansını çok büyük ölçüde azaltıyor ve bu gerçek her çevrede görülüyor. Bundan sonra bahsettiğiniz istikrar paketi, beraberinde reel ücretleri nereye kadar düşürecek-tir? Reel ücretlerin düşürülmesi söz konusu değil ise o istikrar paketinin başarılı olacağı konusunda nasıl bir garanti vardır? Bu birinci, çok önemli.

İkincisi de galiba, daha yoğun bir biçimde istihdam ve gelir dağılımı konuları başta teknik düzeyden başlamak üzere yukarılara doğru yansıyor. Dolayısıyla, Türkiye’deki bu siyasal sonucun, mutlaka gelir dağılımı ile, eşitsizlik ile ilgisi var, bir ekonomik nedeni var. Zannediyorum ki bu sorular daha yoğun bir şekilde gündeme geliyor.

ÇİLLER — Burada bir şey ilave etmek mümkün olabilir mi Sayın Tuncer? Şöyle ki, Sayın Tuncer’e gerçekten katılıyorum. Söyledikleri Türkiye’nin uzun yıllardan beri hem şanslı tarafı, hem de şanssız tarafıdır. Türkiye’de istikrar paketinin muvaffak olması için üç önemli olgu dikkati çekiyor. Bunlardan ikisini Türkiye çok iyi yaptı. Üçüncüsünde bir miktar aksadı. Birincisi şu, bu tip istikrar paketlerinde Türkiye’de de Latin Amerika’da da reel ücretlerin devamlı düşmesi gerekiyor. İstikrar

için reel ücretlerde bir düşüş sağlamak lazım. Latin Amerika’da bunu bazı ülkeler sağladı bazıları sağlayamadı. Türkiye, birkaç ay öncesine kadar sürekli olarak bunu sağladı, reel ücretleri düşürdü.

İkincisi reel ve efektif kurların sürekli düşmesi lazım. Türkiye, büyük sıçramadan sonra bunu her yıl başardı. Üçüncüsünü de Türkiye, ancak 1985’e kadar yaptı. Sayın Akgüç daha iyi bilirler, bütçe açığını devamlı küçültme olayında Türkiye 1985’den itibaren aksamaya başladı.

AKGÜÇ — 1984’den itibaren, Sayın Özal’dan sonra bütçe açıkları büyümeye başladı.

ÇİLLER — Türkiye, bu olguları önemli ölçüde başardı ama bunun çok büyük bir maliyeti oldu. Latin Amerika ülkeleri bunun bir kısmını yapamadılar. Türkiye, bunun aşağı yukarı ikisini devamlı götürdü.

Halen yeni bir istikrar paketinde bunlar aranıyorsa eğer, ben tamamen farklı bir yaklaşımla düşünüyorum ki Türkiye artık bunları yapamaz. Yani artık ücretleri bu kadar uzun bir süre düşürmeyi başardıktan sonra bunun devam ettirilmesine yönelik bir istikrar paketini Türkiye masaya getiremez. Ama bence önemli bir gelişme de var burada. Bence Dünya Bankası’nın yaklaşımında da artık bir farklılık var. Yani insan faktörü gibi birtakım faktörler Dünya Bankası paketlerinde, farklı bir biçimde ortaya çıkmaya başladı, öncelik kazanmaya başladı. Böyle bir yaklaşım bence Türkiye’nin çok büyük bir şanssızlığını, şanslı gibi gözüken şanssızlığını göstermekte. Türkiye’nin ücret artışlarını devamlı düşürmeyi başarmasını bir yerde beklenti haline getirmemesi gerektiğini ve istikrar paketinin diğer unsurlarına yönelmesi gerektiğini düşünüyorum. Türkiye, yeni istikrar paketlerinde

artık ücretleri ele almayacaktır, ele almaması gerekir. Ücretlerdeki düşüşe dayalı istikrar programlarını artık Türkiye kaldıramaz diye düşünüyorum.

Ama bu arada şunu da ifade etmek istiyorum. Türkiye son yıllarda dış borçları, gerçekten Batı'nın belli bir daralmaya girdiği ve özellikle alt-yapı ile uğraşan firmaların çok zor olduğu durumlarda, bu firmalar kanalı ile bankaları aracı ederek buldu. «İşte size ihale, aldınız bu ihaleyi. Şimdi gidin bunun kredisini de bulun.» dendi. Bu kredilerin bulunmasında Merchant Bank'lar da aracı oldu.

Yeni istikrar paketleri için iki kaynak vardır: vergi vermeyenlerin vergilendirilmesi ve dışarıya transfer edilen borç faizlerinin bir miktar aşağıya çekilmesi

AKGÜÇ — Yeni istikrar paketleri için kaynak bence iki yönden bulunacak. Birincisi Türkiye'de hemen hemen hiç vergi vermeyen bir kesim var. O kesim kesinlikle vergilendirilecek.

URAS — Sayın Akgüç, Türkiye'de vergi vermeyen, bilmem ne ağa, bilmem ne bey, bilmem ne klübü yöneticisi sayın bilmem ne, bunlar zaten vergilerini vermemişler. Rant paylaşımında en büyük payları almışlar. Şimdi bunları nasıl vergilendireceksiniz? Bunun için tek yol var, varlık vergisi ya da servet vergisi. Bunu da Türkiye'de yapamayacağınıza göre

normal yollarla siz bu adamları artık bundan sonra ömrübillah vergileyemezsiniz, helal edeceksiniz.

AKGÜÇ — Bundan sonraki kısım için uygulanabilir Sayın Uras. Halen Türkiye'de bir takım rantlar var ki, bunlara belli bir servet vergisi uygulamak mümkün.

URAS — Türkiye'de servet vergisini kim uygulayabilir? Bir sol parti bile uygulayabilir mi?

AKGÜÇ — Ciddi olarak bu işlerin üzerine gidecekseniz eğer, uygulayacaksınız. Halktan yetki alırsanız uygulayacaksınız tabii.

URAS — Türkiye'de bu yetkiyi alacak politik bir güç görüyor musunuz?

AKGÜÇ — Evet, sorunu çözmek istiyorsanız bunu yapacaksınız. İkincisi de dışarıya transfer ettiğiniz 3 milyar dolardan fazla bir faizli bir miktar aşağı çekeceksiniz. Başka çaresi var mı bunun? Milli gelirin bir kısmını siz hâlâ dışarıya transfer ediyorsanız, faiz artı bir de cari işlemler dengesi fazlası vereceğim diye dışarıya kaynak transfer ediyorsanız, hiçbir zaman ücretleri dediğiniz düzeylere çıkarmanız mümkün olamaz. Başka bir çare var mı, kaynak belli zaten.

ÇİLLER — Artı bir şey daha var. İç borç konsolidasyonu, yani bankalarla karşı karşıya gelme olayı.

AKGÜÇ — Ben en kolay onun çözülebileceği kanısındayım. Çünkü, Türkiye'de piyasa payının % 55-60'ı devlet bankalarınındır. İş Bankası'nı da devlet bankası olarak kabul ederseniz, demek ki % 80'ine zaten siz hâkimsiniz. Onların ve Hazine'nin başına doğru dürüst yönetecek birini getirdiğiniz zaman bu işin halledilebileceği kanısındayım. Merkez Bankası, banka müdürleri ve Hazine bunu halledebilir ama, tabii bunların çözüm-

leri bilmesi lâzım. Bence meselenin en kolay yönü bu. Vergi meselesinde eski bir hesap uzmanı olarak iyimserim, çözülebileceği kanısındayım. En zor yönü şu aşamada yurt dışı ilişkilerde dış yükü hafifletebilme meselesidir.

TUNCER — Sayın Akgüç, vergi konusunu vergici olarak çok önemli görüyorsunuz ama, olaya başka bir yerden baktığınızda, harcama yönünden baktığınız zaman olaya, ben bu konuda giderek daha şüpheli oluyorum. Türkiye'deki vergileri ne kadar artırırsanız artırırsanız o gelirleri harcayacak kadar yer var. Siyasal bakımdan o kadar korkunç bir araç ki elinizdeki, bununla başka insanları zengin etmek mümkün, bununla başka insanlara pay ayırmak mümkün, bununla kamu kesimini büyütme mümkün. Dünyanın tüm ülkelerinde görüldüğü gibi vergi gelirleri, tasarruf aracı olarak kullanılmıyor. Şüphesiz sosyal adalet yönünden söyledikleriniz çok doğru olmakla beraber, vergi gelirleri ile yapılacak tasarruf konusundaki iyimserliğinize katılmıyorum.

AKGÜÇ — Hayır, ben tasarruf demiyorum. Vergi gelirleri ile gelir dağılımını düzeltme imkânı üzerinde duruyorum. Tabii bunun bir de harcama yönü var. Bu harcama yönünü de çözmek zorundayız. Kamu kesiminde çalışanların, memur olsun, işçi olsun ücret meselelerini çözmek zorundayız.

TUNCER — Buna rağmen istikrar konusunda büyük bir problemimiz var.

AKGÜÇ — İşte onun da kaynağını bu kesime varlıklı kesimden aktaracaksınız ve/veya dışarıdan aktaracaksınız. Başka bir çözüm yok ki.

URAS — Sayın Tuncer, gördüğünüz gibi biz Türkiye'de kendi içimizde duvarları kapatmışız, kendi derdi-

mizle uğraşıyoruz. Halbuki dışarıda yepyeni bir dünya oluşuyor. O dünya içinde herkes kendi yerini buluyor. Mesela Amerika ile Rusya anlaşılıyor ve dünyada dengeler değişiyor. Avrupa'da ise «1992 Hedefi» diyorlar. Halbuki biz kendi içimizde kalmışız. Kaldığımız bir yana dışarıya çıkmayalım diye kota koyuyorlar, vize koyuyorlar, bizi büsbütün kümese tıkmaya çalışıyorlar. Biz bu kümeden hiç dışarıya çıkamayacak mıyız Sayın Tuncer? Dışarıdan Türkiye nasıl gözüküyor Sayın Tuncer?

TUNCER — Sorunuzu çarpıcı bir biçimde ortaya koymanızın nedenini anlıyorum. Ama Türkiye kümesin biraz dışına çıktı gibi geliyor bana. Hatta biraz fazla dışına çıktı. Çıktıdan kastım Türkiye, dış dünya ilişkileri bakımından 8-10 sene içerisinde bir hayli mesafe almış durumda. Bir kısmı sağlıklı da olsa çok önemli alışverişlerin içine girmiş durumda. Yani sorduğunuz sorunun cevabı çok kolay değil. Şunun için değil, dünyada bahsettiğiniz gibi özellikle Doğu Bloku ülkelerinde, Çin'de hatta bir ölçüde Batı ülkelerinde önemli değişimler oluyor. Ben, Türkiye'ye bunların bir hayli yavaş yansıdığı kanısındayım. Dışa açılmak başka bir olay, bu dış gelişmelerden etkilenmek başka bir olay. Örneğin beklenir ki, Doğu Bloku'ndaki gelişmelerden Türk solu etkilenmiş olsun. Ben hâlâ onu göremiyorum. Hâlâ Türkiye'de sol iktidara soyunmuş gözüküyor partiler, 1970'lerin ve hatta 1960'ların sloganlarından ve yaklaşımlarından çok kurtulabilmiş değil. Hâlâ daha devlet öncülüğünde bir takım şeylerin yapılması gibi, sanayide merkezîyetçi yöntemler gibi konular gündemde. Böyle sürdüğü sürece galiba, sol partiler kendi geleceğini de çok ciddi olarak etkiliyorlar. Bana bunu doğrudan sormadınız ama olayın bir yönü de bu. Türkiye en azından siyasal ör-

göllenme düzeyinde ve siyasi fikir düzeyinde dışarıdan çok çabuk etkilenmiyor. Ekonomi alanında, teşebs alanında etkilendiği kadar çabuk etkilenmiyor. Türk mteşebbisli son 8 - 10 yılda çok önemli bir süreçten geçti. Olumlu veya olumsuz yanlarıyla dışa arşı çok daha açıldı ve dışarıdaki eğilimleri çok rahat takip eder hale geldi. Fırsat verildiğinde yeni gelişmelere hızla ayak uydurabiliyor.

Örneğin bir bilgisayar devrimi benim bekleyişlerimin çok ötesinde bir hızla oluyor ve bunu çok mutluluk verici görüyorum. Okullardan bireylere kadar çok ciddi olarak bilgisayar devriminin içine girilmiş durumda. Bu dışa açılmanın bir ölçütüdür. Ama nedense sosyal ve siyasi görüş bakımından aynı kıvraklığı göremiyoruz. İstiyorum ki ben, biraz gecikmeyle de olsa Türkiye'de bir kamuoyu oluşun ve bu, bir şekilde Türkiye'nin i dünyasına yansısın. Yoksa Türkiye dışında bir yeni dünya kuruluyor yaklaşımı biraz bana abartılı-mı geldi. Bu tabii sizln sorunu ortaya koyuş biğiminiz. Çok yeni dünyalar kurulmuyor bir yerde. Doğu Bloku lkelerinde, merkezi plnlama-da büyük evrimler var ama Türkiye'nin bundan ekonomik düzeyde etkilenmesi çok yakın değil.

AKGÜÇ — Sanıyorum ki zorunluluklar A.B.D. ve Sovyet Rusya'yı yaklaşmaya itti. Amerika'nın sürekli olarak dış borçlanması, askerli harcamaların büyük bir yük getirmesi, Sovyet Rusya'nın da yine askerli harcamalar nedeniyle halkın refah seviyesini yükseltmemesi, galiba ekonomik zorunluluk bir yerde bu iki ülkeyi anlaşmaya zorladı. Bu yaklaşımın bir nedeni iki tarafın ekonomik sorunlarında yatıyor.

TUNCER — Bu yaklaşımın ötesinde, Doğu'daki gelişmelerle Batı'da-

ki gelişmeleri kıyaslamak doğru değil. Doğu'da büyük bir devrim oluyor. Belki asrımızın en büyük devrimlerinden bir tanesi oluşmakta. Sadece Sovyetler Birliği'nde değil, diğer Doğu Bloku lkelerinde de.

Gzleminize tamamen katılıyorum. Her iki ülkenin ekonomik koşulları ikisini bir araya, birbirine yaklaşmaya zorladı. Ama daha önemli olan bence ekonomik alanda olan devrim... Bu değişim Batı'da Doğu'da olduğu kadar önemli değil tabii.

türkiye dışarıdan nasıl gözüküyor?
dünyadaki gelişmeler karşısında türkiye'nin tutumu ne olmalıdır?
türkiye 1992'ye, «tek pazar»a hazır mıdır?

AKGÜÇ — Bir de isterseniz, herkes gibi 1992'yi konuşalım. 1992 sonuna hazır mıyız, Sayın iller? Tek Pazar'a hazırlıklı mıyız?

ÇİLLER — Bütün dünya buna hazır mı? nce bunu sormak lâzım. Amerika bu konudaki kuşkularını dile getiriyor. 1992 yılı için Türkiye'nin faydalanabileceği bir olay var. Türkiye bunu becerebilir mi bilmiyorum ama becermeye çalışmalı en azından. 1992'ye kadar Avrupa'ya ve Avrupa'ya bağlı ye olmuş bir takım ülkelere yabancı sermaye akacak. Bunun için müthiş önlemler alınmıyor. Amerika da bu önlemlerin içerisinde.

Bütün bu oluşum içerisinde Türkiye bir başkan avantaja daha sahip. Altyapı yatırımlarında son derece yanlış politikalarla dışarıya borlanılmasına rağmen, marjinal hasıla sermaye oranları buğun Türkiye'de özellikle yabancı sermayeye hitab ede-

cek alanlarda son derece yüksek. Sermaye hasıla oranı açısından yabancı sermaye için doğal olarak cazip bir ortam var. Bu birincisi. İkincisi, 1992'ye girmeden önce AT'dan alabileceği bir yeşil ışık kanalıyla, Türkiye'nin «Gelecekte AT'a da girebiliriz.» şeklinde bir izlenim, bir imaj oluşturmaya da mümkün. Burada bu yeşil ışığı verecek ve bu baskıyı yapabilecek ülkeler arasında Amerika da bulunuyor. Ben de katılıyorum, dışarıdaki konjonktür halen birkaç nedenle Özal'ın lehinedir. Bir takım arkadaşlar bunu dile getirdiler. Ama ben bunu bir kez daha ifade edeyim.

Söyle ki, dış ülkeler diğer politik parti örgütlerini böylesine kendilerine yatkın ve kolay bulmuyorlar. «Bu ilişki bu kadar kolay giderken,» burada kolayın altını çiziyorum ama, açmıyorum, «bunu zorlaştırmamızın bir anlamı yok.» diyorlar.

İkincisi de bu bir örgüt meselesidir. Dışarıdan bu krediyi sağlamış olan firmalar, bankalar ve bir takım kişiler bir örgütün parçalarıdır, bunlar kenetlenmişlerdir. Bunları bir anda yok etmek, desteği yok etmek mümkün değil. Dolayısıyla bütün bunlar geçerli.

Ama bütün bunlara rağmen is-



tekrar yani içindeki destek o kadar önemli bir olay ki, dış destek netice itibarıyla içindeki destek olduğu müdehale devam ediyor. Şu andaki politik istikrarsızlık Özal'a olan desteğe rağmen, Amerika'yı ve AT'ı bir takım yeşil ışıklar yakmaktan alıkoymuyor. «Sizi bilmem kaç yıl sonra üyelğe kabul ediyoruz.» şeklinde açık bir taahhüt değil ama bir takım süreçlerini toplayarak, bir takım süreçlerin işlemlerine müsaade ederek bu yeşil ışığı yakmaları mümkün. Ancak bütün bu desteğe rağmen yakmıyorlar. Bu çok hassas bir nokta diye düşünüyorum. Türkiye bir politik istikrar programında bunu sağlayabilir diye düşünüyorum. 1992'ye kadar Türkiye'nin iyi kullanılırsa lehine işleyebileceği çok büyük bir avantajı var. Türkiye AT'dan yeşil ışık alabilirse, Türkiye'ye önemli yabancı sermaye akışı olabilir. Buna kısaca dikkat çektim.

AKGÜÇ — Sayın Alkin, sizin ekleyeceğiniz bir şey var mı?

ALKİN — Çok kısa olarak söyleyeyim. Tabii 1992 sonu Tek Pazarı'nın ileri bir hedefi var. O da, bir Avrupa siyasal ve sosyal birliği. Orada Sayın Tuncer önemli bir noktaya parmak bastı. Biz aslında bu birliğe sadece ekonomik olarak ticaretle ortak olamayız. Tabii Türk solunun Doğu ülkelerinde ne olup bittiğini bilmesi kadar, Türk muhafazakârlarının da Avrupa'nın ortak değerlerini iyi yorumlaması lazım. Yabancı basın geliyor, bunların çoğu ekonomist. Ekonomiden çok bize toplumsal, siyasal sorular soruyorlar. Sordukları, tutuklu solcular, gazete sansürü, film sansürü. Arkadan lâfı dolandırıp gayet nazik ve diplomatik bir üslup ile kendi ülkelerindeki sokaktaki adamın Türkiye hakkında yanlış izlenimler edindiğini söylüyorlar. Anlaşıyor ki, izlenimlerin çoğu aslında ekonomiden, ticaretten, Türk ekonomisindeki en-

flasyondan falan kaynaklanmıyor. Başta bu ortak değerlere uyup uymadığımızı bakıyorlar. İş kanunlarını soruyorlar. Tabii son derece önemli, gene Sayın Tuncer'in söylediği gibi, istihdam ve gelir dağılımı, serbest emek dolaşımı onları bir miktar tedirgin ediyor. Olayların arkasında bir miktar gelir dağılımı bozukluğu ve bir işsizlik sorununun yattığını düşünüyorlar. Bence 1993'e ve onun ilerisine sadece ekonomi ve ticaret olarak bakmamamız lazım. Yalnız ekonomisi, ticareti bizden daha güçlü olan ülkeler bu siyasal birliğe, toplumsal birliğe üye olamayacak. Değer yargıları bizden farklı ülkeler, bu birliği oluşturacak. Eğer üye olmak istiyor-sak sol kanadımızla, muhafazakâr kanadımızla bu dünyada olup bitenleri ve özellikle Avrupa'nın ortak değerlerini iyi gözlememiz lazım. Sadece ticaretle yahut savunmayla biz bu Batı Birliği'nin tam üyesi olamayız, bu mümkün değil. Muhafazakârlarımızın da bu gerçeği idrak etmesi gerekiyor. Kendi dertlerimizi mazeret olarak göstererek artık Avrupa'daki sokaktaki adamı ikna edemeyiz. Üstelik de oradaki demokrasiyi çok iyi anlayamadığımızdan hâlâ hükümetlerin vereceği kararlarla bu işi çözebileceğini zannediyoruz. Oradaki hükümetler o ile geliyorlar, halkın oyu ile geliyorlar. Onun için halkın oyu na ve kanaatine son derece saygılılar, zorunlu olarak saygılılar. Onun için bizim önce Avrupa'daki sokaktaki adamın Türkiye hakkındaki izlenimlerini, imajını değiştirmemiz lazım. Verdiğimiz imajı değiştirmek mecburiyetindeyiz.

AKGÜÇ — Toplantıya katıldığınız için hepinize teşekkür ederim.

Dergi'nin Notu: Yukarıda sunulan «Açık Oturum», 31 Temmuz 1989 tarihinde yapılmıştır.

VECDİ ÜNAY

**BANKALARCA
DIŞ TİCARETİN
FİNANSE EDİLMESİ
USULLERİ**

Bankaları, bankacıları, bankacılık eğitimi gören gençleri, ithalat ve ihracat işleriyle uğraşan firmaları yakından ilgilendiren kaynak kitap

410 sayfa (büyük boy) - 11.000.- TL (KDV dahil)

İsteme Adresi:

Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş.
Binbirdirek Mah., Suterazisi Sokak No. 6/2
Sultanahmet - İstanbul
Telefon: 526 34 11

Not: Kitabı almak isteyenler, bedelini,
Ziraat Bankası Beyoğlu Şubesi'ndeki 768,
İş Bankası Türbe Şubesi'ndeki 15410,
Yapı Kredi Çemberlitaş Şubesi'ndeki 2269-9,
Akbank Türbe Şubesi'ndeki 443 no.lu hesaplarımızdan birisine,
"kitap bedeli olduğunu belirterek" havale etmeli,
ad ve adreslerini tarafımıza bildirmelidirler.
Ödemeli postalama yapılamamaktadır.

Hisse Senedi Riski ve Verimi ile Bir Portföy Modeli

PROF. DR. MEHMET ŞÜKRÜ TEKBAŞ
(Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı)

YATIRIM çok basit ve aynı zamanda çok karmaşık bir olaydır. Hisse senetlerine yatırımın basit olduğunu ileri süren bir yazar, hisse fiyatlarının sadece iki yöne gidebileceğini ve bunların aşağı ve yukarı yönde olduklarını yazmaktadır (1). Bu açıdan hisse senedine yatırım, parası olan herkesin yapabileceği kadar basittir.

Hisse senedine yatırımın başarısını ve yatırımcıların tercihlerini belirleyen faktörler verim ve risktir.

Bu çalışmada önce hisse senetlerinin verim ve riskleri üzerinde durulacak ve daha sonra birden fazla hisse senedinin bir arada bulunmasından ortaya çıkan bir portföy oluşturulması ele alınacaktır. Bu konular, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Birinci Kesimi'nde işlem gören 40 hisse senedinin Şubat 1986 - Aralık 1988 tarihleri dönemine ait kapanış fiyatları üzerinden izlenecektir.

HİSSE SENEDİ VERİMİ

Hisse senedi verimi, genellikle elde tutma verimi olarak bilinir. Bu verim, hisse senedinin elde tutulduğu süre içinde hissenin değer kazanmasından ve elde edilen kâr payından oluşur. r , hisse senedi verimini, P_t , t dönemindeki hisse senedi fiyatını, diğer bir deyişle dönem sonu fiyatı veya satış fiyatını, P_{t-1} , $t-1$ dönemindeki hisse senedi fiyatını, diğer bir deyişle dönem başı fiyatı veya alış fiyatını, D , elde tutulan süre içinde elde edilen kâr payını gösterdiğine göre, hisse senedi verimi:

$$r = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{D}{P_{t-1}}$$

formülüyle hesaplanır. Burada, birinci bölüm hisse senedinin değer kazanmasından, ikinci bölüm elde edilen kârpayından doğan verimi göstermektedir.

(1) Andrew Tobias; The Only Investment You'll Ever Need, New York, Harcourt Brace Jovanovich, 1978, s. 68.

1987 yılı başında bir adet Bağfaş hisse senedini 3.875.— TL'ye alan, yıl sonunda bunu 15.400.— TL'ye satan ve yıl içinde bu hisseye 550.— TL kâr payı alan bir yatırımcının verimi

$$r = \% 311.61$$

olmaktadır.

Şirketin yıl içinde bedelli ve bedelsiz sermaye artırımına gitmesi halinde, hisse senedi verimi şu formül yardımıyla hesaplanabilmektedir (²).

$$r = \frac{n_{es} \cdot P_{es} + n_{ys} \cdot P_{ys} - P_{eo} + D - n_b \cdot 1000}{P_{eo}}$$

Burada, n_{es} , dönem sonunda sahip olunan eski hisse senedi sayısını, P_{es} , eski hissenin dönem sonu fiyatını, n_{ys} , dönem sonunda sahip olunan yeni hisse sayısını, P_{ys} , yeni hissenin dönem sonu fiyatını, P_{eo} , eski hissenin dönem başı fiyatını, D , dönem içinde elde edilen kârpayını, n_b , sermaye artırımında bedel karşılığı verilen hisse sayısını göstermektedir.

1987 yılı başında 30.750.— TL değerinde bir adet Akçimento hisse senedine sahip olan bir yatırımcı, yıl içinde şirketin bu hisseye 2.350.— TL kâr payı dağıtması ve ikisi bedelli, ikisi bedelsiz olmak üzere sermayesini dört katı artırması üzerine yıl sonunda değeri 23.500.— TL olan bir adet eski ve değerleri 22.900.— TL olan dört adet yeni hisseye sahip olması sonucunda, % 275,45 oranında verim elde etmiş olmaktadır.

$$r = \frac{23500 + (4 \times 22900) - 30750 + 2350 - (2 \times 1000)}{30750}$$

$$r = \% 275,45$$

Çeşitli hisse senetlerinin 1986, 1987 ve 1988 yılı verimleri «Ek 1»de verilmektedir. Ayrıca sözkonusu yıllık verimler dışında Şubat 1986 - Aralık 1988 dönemini kapsayan 35 aya ait ortalama aylık verim ve bunların standart sapması «Ek 2»de yer almaktadır. Verimlerin standart sapması, bu hisse senetlerinin riskini, diğer bir deyişle verimlerdeki istikrarı ortaya koymaktadır.

HİSSE SENEDİ RİSKİ

Hisse senedine yatırım yapan bir kişinin karşılaşılabileceği risk, beklediği verimi elde edememesidir. Böyle bir durumun diğer bir deyişle riskin ortaya çıkması iki genel faktörle açıklanmaktadır. Bunlardan biri bütün hisse senetlerinin verimini veya fiyatını etkileyen sistematik risk, diğeri de bir sektöre veya firmaya özgü olan sistematik olmayan risktir.

Sistematik risk, toplam riskin, pazarda bütün menkul değerlerin getirisini aynı anda etkileyen kısmıdır. Ekonomik, politik ve sosyal değişiklikler sistematik riskin kaynağını oluştururlar. Bunların etkisi bütün menkul değerlerin fiyatlarına yansır. Ekonominin durunluğa girmesi ve şirket kârlarının düşmesi, hisse se-

(²) M. Şükrü TEKBAŞ, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Ocak 1987, s. 47-53.

nedi fiyatlarını düşürür. Yapılan çalışmalar, hisse senedi fiyatlarındaki değişikliğin önemli bir kısmının pazar endeksiyle açıklanabildiğini, başka bir deyişle sistematik riskten kaynaklandığını göstermiştir⁽³⁾.

Endüstri için temel malları üreten (kauçuk, demir-çelik) firmalar, borç/öz sermaye oranı yüksek olan firmalar ile yüksek teknoloji kullanan küçük firmaların sistematik riskleri yüksektir. Bu tür firmaların satışları, kârları ve hisse senetlerinin fiyatları ekonomik konjonktüre yakından bağlıdır.

Toplam riskin, firmaya ve işkoluna özgü olan kısmı ise sistematik olmayan risktir. Tüketici tercihleri, yöneticilerinin becerileri, işçi grevleri, yeni buluşlar, reklam kampanyaları, şirketlerin getirilerindeki değişikliğin sistematik olmayan kısmını oluştururlar. Bu risk türü firmaları ayrı ayrı etkilediği ve pazardaki genel gelişmelerden bağımsız olduğu için firma bazında tek tek tahmin edilir. Dayanıklı tüketim malı üreten firmaların risklerinin büyük bir bölümü bu risk grubuna girer.

RİSKİN KAYNAKLARI

1 — Sistematik Risk :

a) **Pazar Riski** : Yatırımcıların beklentilerindeki değişmeden kaynaklanan ve hisse senetlerinin büyük bir bölümünün getirisinde değişkenliğe yol açan riske pazar riski denir. Yatırımcıların beklentilerindeki değişmelere ise politik, ekonomik veya sosyal olaylar neden olabilir. Bu arada, pazar psikolojisi de etkili olabilir; düşmekte olan hisse senedi fiyatlarını kartopu etkisiyle daha da düşürebilir. Bunun tersi bir durumda, satın alma paniği de, hisse fiyatlarını kısa süre içinde önemli ölçüde artırabilir. Fiyatların daha yükseleceği endişesiyle enflasyonist dönemde paradan kaçır gibi, talepteki artış fiyatları körükleyerek yükseltir. Ülkemizde bu durum, çeşitli dönemlerde altın konusunda yaşanmaktadır. Ancak, yatırımcılar bu ikinci durumu bir risk olarak dikkate almazlar.

Bu risk türüne bazı örnekler vermek mümkündür : 1929'da başlayan buhran ile bütün dünyada hisse fiyatları önemli ölçüde düşmüştü. Bu arada Türkiye'de 1975 - 76 ve 1982 - 83 dönemleri hisse senedi pazarı için hareketli dönemler iken, 1979 - 80 durgunluğun hâkim olduğu yıllar olmuştur. Ayrıca 1987 yılının Mayıs - Ağustos dönemi hisse senedi fiyatları başdöndürücü hızda artmış iken bunu izleyen aylarda bütün hisselerin fiyatı aynı hızda gerilemiştir.

b) **Faiz Oranı Riski** : Bu, yatırımcının hisse senedine yaptığı yatırımın veriminin, faiz oranlarındaki bir artış sonucunda azalması riskidir. Genel olarak, hisse senedi verimi, faiz oranları ile ters ilişkilidir. Faiz oranlarındaki bir artış, hisse senedi fiyatları üzerinde olumsuz etkide bulunur. Bu durum, hisse senetlerinden tahvil gibi sabit gelirli menkul değerlere bir kaymaya yol açacağından ortaya çıkar.

(3) M. Bulume bu oranı % 30 ve B. F. King % 50 olarak bulmuşlardır.

c) **Enflasyon Riski** : Bu da, yatırımın reel verimini etkileyeceğinden önemli bir risk türüdür.

2 — Sistematik Olmayan Risk :

a) **İş riski** : Bu risk, işletmenin faaliyet alanındaki olumsuz gelişmeler sonucunda, beklenen düzeyin altında kâr elde edilmesi olasılığı olarak tanımlanabilir. Bu risk, genel olarak, firmanın faaliyet kârlılığındaki değişimlerle ölçülür.

İş riskinin dışsal ve içsel olmak üzere iki kısmı vardır. Dışsal iş riski, firmanın kontrolü dışında faaliyet koşullarının değişmesi ile ortaya çıkar. Enerji krizi bu türe bir örnektir.

İçsel iş riski ise firmanın yönetiminde, ürün farklılaştırmada, varlık kullanımında sağlanan etkinlik sonucunda ortaya çıkar.

b) **Finansal risk** : Bu risk türü firmanın dış kaynak fon kullanımına bağlı olarak doğar. Finansal kaldıraç firmanın dış kaynak fonları için ödeyeceği faizi kazanamaması ve özkaynak fonları öz sermaye için kalacak net kârda dalgalanmadır. Faiz oranı, firmanın kârlılığının altında kaldığı sürece borçlanmak cazip iken, bunun tersi durumunda, firma zarar edecek veya öz sermayenin farklılığı çok düşük olacaktır.

c) **İşkolu Riski** : İşkolu riski, içsel ve dışsal iş riskinin bileşimi kabul edilir. Belli bir işkolunda yer alan firmaları etkileyen bazı faktörler, bu işkolu dışındaki firmalar üzerinde etkili olmayabilir.

PORTFÖY KURMA

Etkin portföy kurma konusunda yöneticilerin farklı görüş ve tercihleri olmakla birlikte, modern portföy teorisi çerçevesi içinde, uygun bir yöntem burada ele alınacaktır. Bu yönetime⁽⁴⁾ göre, önce menkul değerlerin beklenen verimleri ile bir risk ölçüsü olan beta katsayıları arasındaki ilişkiyi ortaya koyan ve bir doğru olarak çizilen menkul değer pazar doğrusu (MDPD)⁽⁵⁾ çizilecektir. Pazarın dengede olması halinde, bütün gelişmeler doğru üzerinde yer alacağından, dengesizlik durumunda, gerçek değerine ulaşamamış hisseler bu doğrunun üstünde ve aşırı değerlenmiş hisseler altında yer alacaktır. İşte bu yönetime göre, portföy yöneticisi gerçek değerine ulaşamamış, diğer bir deyişle MDPD'nun üstünde yer alan menkul değerlerden bir portföy oluşturacaktır.

Bu yöntem bazı aşamalar sonucunda etkin bir portföy oluşturulmasına imkân yaratmaktadır.

(4) Mittra-Gassen; *Investment Analysis and Portfolio Management*, Harcourt Brace Jovanovich, New York, 1981. Bu yöntem Detroit Bank and Trust, Co. tarafından kullanılmaktadır.

(5) Finansal Varlıkları Değerlendirme Maddi (CAPM) çerçevesi içinde, menkul değerlerin beklenen verimleri ile sistematik riskleri arasında doğrusal bir ilişki kabul eden Menkul Değer Pazar Doğrusu şu formülle elde edilebilir (burada r_f risksiz faiz oranını göstermektedir) :

$$r_i = r_f + (r_m - r_f) \beta_i$$

1 — Menkul Değerler (Hisse Senetleri) :

Pazarda işlem gören bütün hisse senetleri, portföyde yer alabileceği gibi, analiz kapsamına alınacak hisselerin belirlenmesi gerekir. Bu durumu, özellikle çok sayıda hisse senedinin yer aldığı ekonomilerde önem kazanır. Örneğin 20.000'den fazla hisse senedinin bulunduğu ABD'de, analiz kapsamına alınacak hisselerin daraltılması gerekir. Halen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda birinci kesimde 50 hisse senedi yer aldığı ve ikinci kesimde sürekli işlem gören hisse bulunmadığı için, bu durum ülkemizde bir sorun doğurmamaktadır. Analize dahil edilecek diğer bir deyişle aralarından seçim yapılacak hisse senetlerinin belirlenmesi portföy yöneticilerinin geliştirecekleri belli yöntemlere göre yapılabilir. Burada şirketlerin büyüklükleri geçmiş dönemlerdeki başarıları, içinde buldukları sektörler gibi yöntemler kullanılabilir.

Bu çalışmada İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Birinci Pazarı'nda işlem gören 40 hisse senedi dikkate alınmıştır (*).

2 — Beklenen Verim :

Bir hisse senedinin değerini, gelecekte sağlayacağı nakit akışlarının bugünkü değerinin oluşturduğu kabul edilmektedir.

$$BD = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

Burada D_t , kârpayları serisini, P_n , elde tutma dönemi sonundaki fiyatı, r , uyyun iskonto oranını temsil etmektedir.

Hisse senedi değerlemesinde, genellikle bu yöntem, kârpayı serisi ve elde tutma dönemi sonundaki fiyat belirlendikten sonra, bu nakit oluşlarını, hisse senedinin pazar fiyatı P_0 'a eşitleyen iç verim oranı i 'nin hesaplanması olarak kullanılmaktadır.

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{P_n}{(1+i)^n}$$

Bu gibi çalışmalarda beklenen verim olarak, genellikle gerçekleşmiş verimler kullanıldığından, burada da, çalışmanın ilk bölümünde hesaplaması yapılan gerçekleşmiş verimler (Ek 2) kullanılmıştır.

3 — Beta :

Portföy kurmada, ele alınan hisse senetlerinin Beta katsayıları gerekmektedir. Çalışmada «Ek 2»de yer alan Beta değerleri ele alınmıştır. Beta ile ilgili açıklama karakteristik doğru bölümünde yapılmaktadır.

(*) **Dergi'nin Notu** : Yukarıdaki yazı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetim Kurulu'nca verilen «bazı hisse senetlerinin işlem gördükleri pazarlar arasında değişiklikler yapma» kararından çok önce yazılmıştır.

4 — Menkul Değer Pazar Doğrusu :

Hisse senetlerinin beklenen verimleri ve Beta katsayıları hesaplandıktan sonra, menkul değer pazar doğrusunu çizmek üzere Beta katsayıları yatay, beklenen verimler dikey eksene olmak üzere bu değerler yerleştirilir. Portföye dahil edilecek hisse senetlerini tanımanın 1. aşamadaki sete dahil edilmesi, diğer bir deyişle ana kitle ile örnek kitlelerin aynı olması halinde, en küçük kareler yöntemi kullanılarak trend doğrusu çizilir. Bu trend doğrusu, menkul değer pazar doğrusudur :

5 — Karar Alanı :

En küçük kareler yöntemi ile çizilen trend doğrusu olan menkul değer pazar doğrusu portföye dahil edilecek hisse senetlerini belirleme kriteri olarak kullanılır. Bu doğrunun üstünde yer alanlar alınması gereken, altında yer alanlar ise satılması gereken hisselerdir. Portföy yöneticisi, belli bir risk grubundaki hisselerin sağlayacağı pazar veriminin üzerinde bir oranda portföy verimini sağlayabilmek için portföye dahil edilecek hisselerle uygulanmak üzere bu doğrunun üzerinde seyreden bir doğruyu tercih edebilir. Aynı şekilde, satılacak hisseler için de bu doğrunun altında yer alan bir doğruyu esas alabilir. Böylece menkul değer pazar doğrusunun belli bir oranda, örneğin % 1 veya % 5 altında ve üstünde olan bir alan içinde yer alan hisse senetleri portföyün dışında bırakılarak diğerleri portföye dahil edilmek veya portföyden satılmak için analize dahil edilebilir.

6 — Yatırımcının Kaynakları ve Risk Terchli :

Portföy yöneticisi için en önemli kararlardan biri, alacağı riskin boyutunu belirlemedir. Pazarın riski, diğer bir deyişle Beta katsayısı 1 olduğundan, portföy yöneticisi bunun üzerinde bir değere örneğin 1.1 veya 1.2 gibi belli bir değerde Beta katsayısına sahip olan bir portföy oluşturabilir.

7 — Portföy Kurma :

a) **Basit Yaklaşım :** Portföy yöneticisi, belirlediği Beta değerinden hareket ederek portföyün bu Beta'ya sahip olmasını isteyebilir. Örneğin, Beta katsayısı 1.1, olan bir portföy oluşturmaya karar veren bir portföy yöneticisi, satın alacağı hisse senetlerinin üstünde yer alan hisse senetlerinden tesadüfi olarak yapacağı seçimle portföyü oluşturabilir.

b) **Gelişmiş Yaklaşım :** Portföy yöneticisi, basit yöntemle yetinmeyip, daha iyi bir verim sağlayabilmek için bazı kantitatif yöntemler kullanabilir. Doğrusal programlama tekniği kullanarak portföy Beta'sının 1.1 olması kısıtlayıcı koşulu altında en yüksek verimi sağlayacak portföy bileşimi sağlanabilir. Ayrıca, yöneticinin tercihlerine göre, sektörlere yatırılacak tutarların belli oranları aşmaması veya belli sektörlerin tercih edilmesi gibi ek kısıtlar da getirilebilir.

8 — Karakteristik Doğru :

Sistematiik ve sistematiik olmayan riskin ölçülmesinde çok yararlanan bir

yöntem «Karakteristik Doğru»dur. Bu doğru, grafik olarak sözkonusu riskleri gösterir ve ayrıca bu hisse senedinin verimi ile pazarın verimi arasındaki ilişkiyi ortaya koyar. Bu yaklaşım «Pazar Modeli» olarak bilinir ve her menkul değer için uygulanır.

Pazar Modeli, bir hisse senedi ile pazarın verimi arasında doğrusal bir ilişki kabul eder ve bu, karakteristik doğru adı verilen bir regresyon eşitliği olarak ifade edilir.

$$r_i = \alpha_i + \beta_i r_m + \epsilon_i$$

Alfa (α) : Karakteristik doğrunun dikey eksenini kestiği nokta olup, pazar veriminin sıfır olduğu durumda i'inci hisse senedinin sağlayacağı verimi göstermektedir.

Beta (β) : Karakteristik doğru pazar verimine oranla, i'inci hisse senedi veriminin ortalama değişkenliğini ölçer, örneğin pazar verimi % 1 artarken, bu hisse senedinin veriminin ne kadar artacağını göstermektedir. Bu ilişki regresyon doğrusu, diğer bir deyişle karakteristik doğrunun eğimini ortaya koymaktır. Beta adı verilen bu eğim, Pazar verimine oranla hisse senedinin değişkenliğini göstermekte ve sistematik riskin bir ölçüsü kabul edilmektedir.

1'in altında Beta, hisse senedini pazar verimindeki değişmeden az etkilediğini, diğer bir deyişle pazardaki değişmeye olan duyarlılığın az olduğunu, 1'in üzerinde Beta ise pazardaki değişmeden büyük ölçüde etkilendiğini, diğer bir deyişle pazardaki değişmeye olan duyarlılığın yüksek olduğunu ifade etmektedir. Birinci gruptaki hisseler düşük riskli, ikinci gruptakiler ise yüksek riskli kabul edilirler. Beta,

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{\sigma_m^2}$$

formülü ile hesaplanmaktadır. $\text{Cov}(r_i, r_m)$, i'inci hisse senedinin verimi ile pazar verimi arasındaki kovaryansı, σ_m^2 pazar veriminin varyansını göstermektedir.

Bu formül ile hesaplanan Beta değerleri, şu yöntem ile düzeltilerek düzeltilmiş Beta (β_d) değerlerine ulaşılmıştır.

$$\beta_d = 0.34 + 0.66$$

İnceleme kapsamındaki hisse senetlerinin düzeltilmiş Beta değerleri «EK 2»de yer almaktadır.

Hata (ϵ) : Bu terim ise, gerçek verim ile karakteristik doğruya temsil edilen beklenen verim arasındaki fark olarak ortaya çıkan hatadır. Bu hata, hisse senedinin sistematik olmayan riskini oluşturmaktadır.

Akçimento'nun karakteristik doğrusu «EK 3»de yer almaktadır. Bu arada yatay ekseninde pazarın, diğer bir deyişle İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Birinci Kesimi'nde işlem gören 40 hisse senedinin ortalama aylık verimleri ve dikey ekseninde de Akçimento'nun aynı dönemlere ait verimi yer almaktadır. Şekilde en küçük kareler yöntemi ile çizilen regresyon doğrusu, diğer ifade ile

karakteristik doğru gözlemlenmektedir. Dikey eksen kesen nokta, α olup, pazarın sıfır verim sağladığı bir durumda Akçimento hissesinin sağlayacağı verimi göstermektedir. Bu değer, Akçimento için % 2.30'dur. Karakteristik doğrunun eğimi, Akçimento'nun sistematik riskini göstermekte olup, 0.986 değerindedir. Akçimento için çizilen bu karakteristik doğru diğer şirketlere ait hisse senetleri için de çizilebilir.

Bu hisse senetlerinin risk bileşimini görebilmek için karakteristik doğru ile ifade edilen verimin varyansını almak gerekecektir.

$$\text{Var}(r_i) = \text{Var}(\alpha_i) + \text{Var}(\beta_i r_m) + \text{Var}(\epsilon_i)$$

Bu rada, α_i , sabit bir sayı olduğundan varyansı sıfır olacaktır.

$$\text{Var}(r_i) = \text{Var}(\beta_i r_m) + \text{Var}(\epsilon_i)$$

Ayrıca $\text{Var}(\beta_i r_m) = \beta^2 \text{Var}(r_m)$ olduğundan,

$$\text{Var}(r_i) = \beta^2 \text{Var}(r_m) + \text{Var}(\epsilon_i)$$

olacaktır. Bu eşitlik,

$$\sigma_i^2 = \beta^2 \sigma_m^2 + \sigma_{\epsilon_i}^2 \text{ veya diğer bir deyişle}$$

Toplam risk = Sistematik Risk + Sistematik olmayan risk olduğundan Toplam risk içinde, iki risk grubunun payı

$$\frac{\text{Sistematik risk}}{\text{Toplam risk}} = \frac{\beta^2 \sigma_m^2}{\sigma_i^2} = \rho^2$$

$$\frac{\text{Sistematik olmayan risk}}{\text{Toplam risk}} = \frac{\sigma_{\epsilon_i}^2}{\sigma_i^2} = 1 - \rho^2$$

olmaktadır. Burada, ρ^2 , determinasyon katsayısını göstermektedir.

Çalışma kapsamındaki hisse senetlerinin Şubat 1986 - Haziran 1988 dönemini kapsayan süre içinde aylık verilerle hesaplanan ortalama verim, verimin standart sapması, alfa (α), beta (β), toplam risk (σ_i^2), toplam risk içinde sistematik olanın payı ve toplam risk içinde sistematik olmayanın payı «Ek 2»de verilmektedir. Görüldüğü gibi en yüksek aylık ortalama verim % 11.9 ile Çukurova Elektrik ve % 14.2 ile Akçimento'ya ve en düşük verim - % 1.6 ile Gübre Fabrikaları ve % 2.1 ile Polylen'e aittir. Verimin standart sapması ise % 52.8 ile Enka ve % 48.8 ile Nasaş'da en yüksek olup, % 18.0 ile Aymar ve Kartonsan'da en düşüktür.

Ayrıca, en yüksek α , % 6.39 ile Çukurova Elektrik'e ve en düşük - % 6.05 ile Gübre Fabrikaları'na ait bulunmaktadır. Pazarın verimi sıfır olduğunda Çukurova Elektrik'in verimi % 6.39 ve Gübre Fabrikalarının - % 6.05 olacaktır. En yüksek β 1.86 ile Anadolu Cam ve en düşük β da 0.61 ile Kordsa'ya aittir. Ancak düzeltme işlemi, bu değerleri 1'e yaklaştırdığından Anadolu Cam'ın düzeltilmiş değeri 1.57 ile Kordsa'nın da 0.74 olmaktadır.

Hisse senetlerinin pazar verimi ile aralarındaki determinasyon katsayıları (R^2) ise % 84.2 ile Rabak ve % 81.3 ile Döktaş'ta en yüksek olup, en düşük

değerler % 17.6 ile Enka ve % 18.2 ile Polylen'e ait bulunmaktadır. Bu değerler, pazar verimi ile bu hisse senetlerinin verimleri arasındaki ilişkiyi göstermektedir. «Ek 2»deki Tablo'da ayrıca α ve β değerlerinin standart hataları yer almaktadır.

Ayrıca, sözkonusu hisse senetlerinin toplam riskleri içinde, sistematik olan ve sistematik olmayan risklerin payı da Tablo'da izlenmektedir. Burada sistematik riskin payının ortalama % 53.9 ve sistematik olmayan riskin payının % 46.1 olduğu gözlemlenmektedir.

Çalışmada ele alınan model yardımıyla oluşturulan portföy «Ek 4»de yer almaktadır. Bu portföy, Menkul Değer Pazar Doğrusu (MDPD)'nin daha başka bir ifade ile satın al doğrusunun üstünde yer alan hisse senetlerinden oluşmaktadır.

Bunlar 1, 3, 5, 7, 8, 9, 10, 12, 14, 15, 18, 23, 24, 25, 27, 28, 33, 36, 37, 38, 40 numaralı hisselerdir. Diğer bir deyişle, portföyde yer alacak hisseler, Akçimento, Arçelik, Bağfaş, Çelik Halat, Çimsa, Çukurova Elektrik, Döktaş, Ege Bira, Enka, Ereğli Demir Çelik, Gübre Fabrikaları, Kav, Koç Holding, Koç Yatırım, Koruma Taim, Lassa, Otasan, Sarkuysan, T. Demir Döküm, T. İş Bankası ve T. Şişe Cam hisseleridir.

SONUÇ VE ÖZET

Bu çalışmada, önce, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 40 hisse senedinin, Borsa'nın faaliyete başladığı 1986 yılı başından itibaren 3 yıllık süre içinde risk ve verimlerini hesapladık. Riski sistematik ve sistematik olmayan risk olmak üzere ikiye ayırdıktan sonra sistematik riski Beta (β) katsayıları ile ölçtük. Hisse senetlerinin, pazar verimindeki değişmelere olan duyarlılığını gösteren katsayıları, yaklaşık 0.6 ile 1.8 arasında değişme göstermiştir.

Daha sonra bu bilgilerle, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 40 hisse senedinden bir portföy oluşturmaya çalışılmıştır. Menkul Değer Pazar Doğrusu çizerek, oluşturulan portföyde, hisse senetlerinin verimi ve riskleri (β değerleri) dikkate alınmıştır. Çok kullanışlı olan bu model yardımıyla ortaya çıkan portföyde Menkul Değer Pazar Doğrusu (MDPD)'nin üzerinde yer alan hisse senetleri bulunacaktır.

◆ Reklam olarak kullanılan her yardım, yardım olmaktan çıkar.

Hutton

◆ Herkes kaşık yapar ama, sapını ortalayamaz.

Türk Atasözü

◆ Büyük işler başarmak için, insanın hiç ölmeyecekmiş gibi yaşaması gereklidir.

La Rochefoucauld

◆ Ne atarsan aşına, o çıkar kaşığına.

Türk Atasözü

EK : 1
HİSSE SENEDLERİ VERİMİ

	1986	1987	1988
	(%)	(%)	(%)
AKÇİMENTO	131,89	275,45	- 56,26
ANADOLU CAM	40,72	429,01	- 51,19
ARÇELİK	166,78	217,84	- 22,66
AYMAR	31,55	265,81	- 21,77
BAĞFAŞ	126,56	311,61	- 32,79
BOLU ÇİMENTO	-14,32	91,25	- 14,80
ÇELİK HALAT	118,59	117,69	- 22,17
ÇİMSA	297,48	362,00	- 43,10
ÇUKUROVA ELEKTRİK	468,20	334,73	- 9,03
DÖKTAŞ	65,75	586,49	- 52,00
ECZACIBAŞI YATIRIM	29,11	282,88	- 48,10
EGE BİRACILIK	22,56	178,26	83,33
EGE GÜBRE	56,87	152,63	- 65,15
ENKA HOLDİNG	50,00	98,33	4,67
EREĞLİ DEMİR ÇELİK	58,60	268,40	36,00
GOOD-YEAR	-1,15	360,00	- 38,96
GÜBRE FABRİKALARI	43,08	191,91	- 100,00
GÜNEY BİRACILIK	16,15	178,70	6,90
HEKTAŞ	2,59	113,77	- 24,65
İZMİR DEMİR ÇELİK	95,28	214,19	- 38,42
İZOCAM	54,70	426,48	- 52,31
KARTONSAN	94,47	194,90	- 43,73
KAV	59,15	381,36	- 28,08
KOÇ HOLDİNG	82,84	363,26	- 55,05
KOÇ YATIRIM	113,92	333,26	- 47,26
KORDSA	104,17	368,42	- 50,46
KORUMA TARIM	122,54	227,94	- 12,09
LASSA	15,52	1.127,37	- 53,24
MAKİNA TAKİM	163,63	141,38	- 67,14
METAŞ	-29,88	317,39	- 56,62
NASAŞ	17,88	224,00	- 63,46
OLMUKSA	96,17	477,20	- 74,00
OTOSAN	21,28	672,00	- 23,98
POLYLEN	20,20	148,46	- 47,22
RABAK	128,54	228,32	- 32,64
SARKUYSAN	144,72	242,41	- 40,67
T.DEMİR DÖKÜM	148,76	426,72	- 46,26
T.İŞ BANKASI	164,87	73,71	- 43,67
T.SIEMENS	107,60	322,02	- 65,41
T.ŞİŞE CAM	23,40	458,50	- 43,51
ORTALAMA VERİM : 86,51		295,80	- 36,42

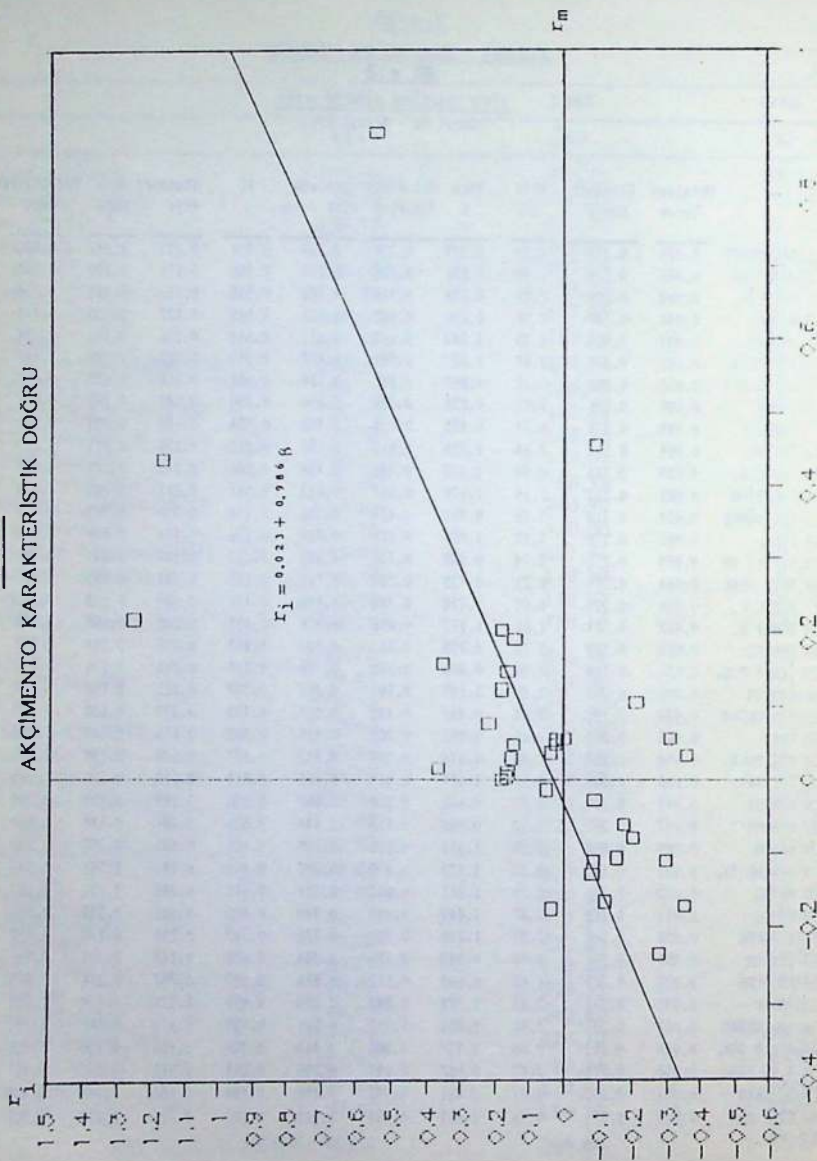
EK 2

HİSSE SENEDİNDE RİSK VE VERİM
(Subat 86 - Aralık 88)

	Dortalama Verim	Standart Sapma	Alfa (Z)	Beta B	Sst.Risk/ Top.Risk	Sst.ola Risk / Top. Risk	R2	Standart Alfa	Hata Beta	Düzeltilmiş Beta
1 ANÇİMENTO	0.079	0.351	2.39	0.979	0.331	0.669	0.331	0.295	0.242	0.986
2 ANAD.CAM	0.043	0.276	-2.50	1.856	0.786	0.214	0.786	0.131	0.108	1.565
3 ARÇELİK	0.068	0.218	2.51	0.754	0.510	0.490	0.510	0.157	0.129	0.838
4 AYMAR	0.044	0.180	0.06	0.656	0.565	0.435	0.565	0.122	0.100	0.773
5 BAĞFAŞ	0.087	0.328	1.30	1.294	0.663	0.337	0.663	0.196	0.161	1.194
6 BOLU ÇİM.	0.047	0.337	-2.47	1.257	0.593	0.407	0.593	0.221	0.180	1.169
7 ÇELİK HLT	0.053	0.201	0.71	0.807	0.686	0.314	0.686	0.116	0.095	0.873
8 ÇİMSA	0.080	0.291	3.02	0.835	0.350	0.650	0.350	0.242	0.198	0.891
9 ÇUK.ELK.	0.119	0.275	6.39	0.975	0.534	0.466	0.534	0.193	0.158	0.983
10 DOKTAŞ	0.084	0.310	0.64	1.356	0.813	0.187	0.813	0.138	0.113	1.235
11 ECZACIB.	0.055	0.311	-0.80	1.113	0.546	0.454	0.546	0.216	0.177	1.075
12 EGE BİRA	0.081	0.323	1.14	1.179	0.567	0.433	0.567	0.219	0.180	1.118
13 EGE GÜBRE	0.029	0.318	-2.76	0.991	0.414	0.586	0.414	0.250	0.205	0.994
14 ENKA	0.092	0.528	3.12	1.074	0.176	0.824	0.176	0.494	0.404	1.049
15 EREĞLİ DM	0.074	0.222	3.74	0.638	0.352	0.648	0.352	0.184	0.150	0.761
16 GOOD YEAR	0.044	0.284	0.21	0.735	0.285	0.715	0.285	0.247	0.203	0.825
17 GÜBRE F.	-0.016	0.229	-6.05	0.778	0.492	0.508	0.492	0.168	0.138	0.853
18 GÜNEY B.	0.077	0.314	1.60	1.072	0.496	0.504	0.495	0.230	0.188	1.048
19 HEKTAŞ	0.026	0.199	-1.72	0.755	0.613	0.387	0.613	0.127	0.104	0.838
20 İZMİR D.Ç.	0.036	0.346	-1.04	0.806	0.230	0.770	0.230	0.313	0.256	0.872
21 İZOCAM	0.052	0.263	-1.30	1.139	0.797	0.203	0.797	0.122	0.100	1.092
22 KARTONSAN	0.039	0.180	0.44	0.614	0.493	0.507	0.493	0.132	0.108	0.745
23 KAV	0.065	0.265	0.86	0.982	0.585	0.415	0.585	0.176	0.144	0.988
24 KOÇ HOLD.	0.050	0.213	1.44	0.616	0.357	0.643	0.357	0.176	0.144	0.746
25 KOÇ YAT.	0.068	0.303	-0.71	1.324	0.814	0.186	0.814	0.135	0.110	1.214
26 KOPDSA	0.042	0.223	0.78	0.608	0.318	0.682	0.318	0.189	0.155	0.741
27 KOPUMA T.	0.077	0.262	2.32	0.948	0.556	0.444	0.556	0.180	0.148	0.966
28 LASSA	0.089	0.330	1.29	1.338	0.701	0.299	0.701	0.186	0.152	1.223
29 MAKİNE İK.	0.022	0.337	-4.35	1.151	0.498	0.502	0.498	0.246	0.201	1.099
30 METAS	0.033	0.300	-3.29	1.163	0.641	0.359	0.641	0.185	0.151	1.107
31 NASAS	0.056	0.488	-4.87	1.842	0.605	0.395	0.605	0.316	0.259	1.556
32 OLMURSA	0.058	0.300	-1.39	1.270	0.765	0.235	0.765	0.150	0.122	1.178
33 OTOSAN	0.055	0.240	0.08	0.943	0.656	0.344	0.656	0.145	0.119	0.963
34 POLYLEN	0.021	0.319	-1.63	0.660	0.182	0.818	0.182	0.297	0.244	0.775
35 RARAK	0.053	0.311	-2.63	1.384	0.842	0.158	0.842	0.128	0.104	1.254
36 SARKUYSAN	0.072	0.201	2.45	0.836	0.739	0.261	0.739	0.106	0.087	0.892
37 DEMİR DOĞ.	0.060	0.253	0.66	0.937	0.584	0.416	0.584	0.168	0.138	0.958
38 T.İS BANK.	0.058	0.276	2.07	0.662	0.244	0.756	0.244	0.248	0.203	0.777
39 SİEMENS	0.032	0.250	-1.67	0.861	0.504	0.496	0.504	0.181	0.149	0.909
40 SİSE CAM	0.075	0.371	-0.96	1.482	0.681	0.319	0.681	0.216	0.177	1.318

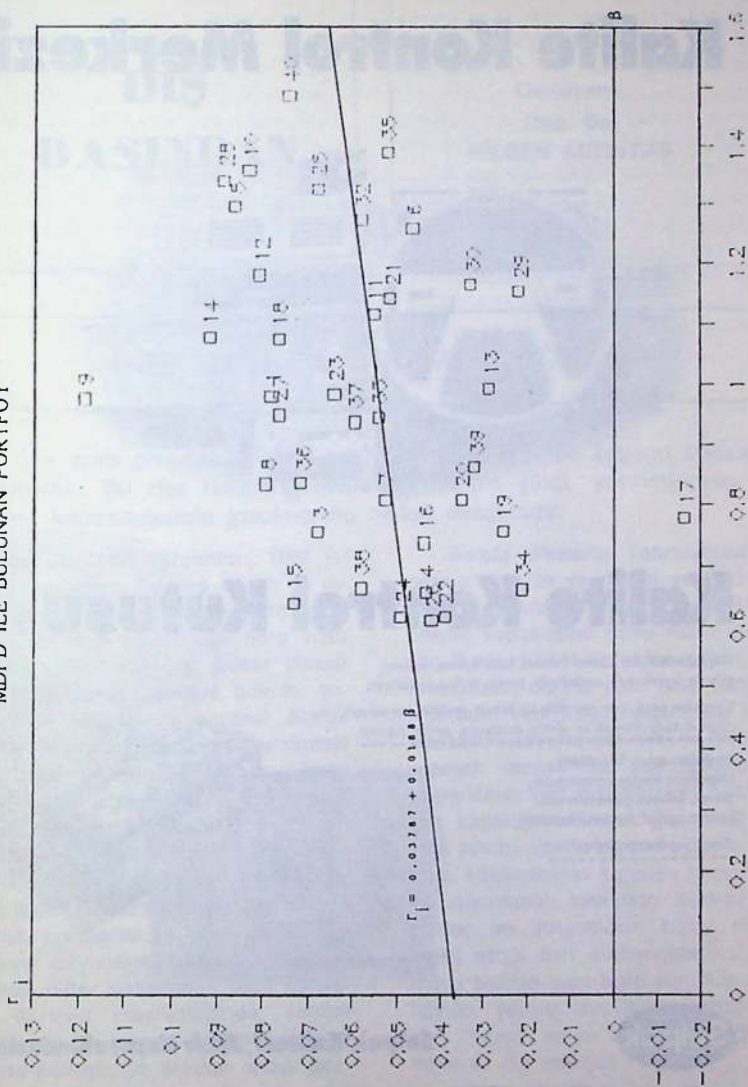
EK : 3

AKÇİMENTO KARAKTERİSTİK DOĞRU

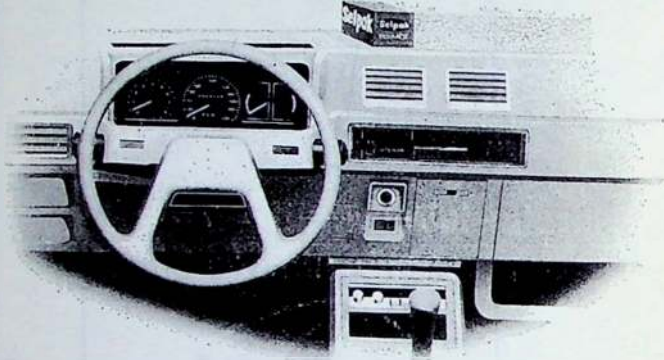


BK : 4

**İMKB HİSSE SENETLERİ İÇİN
MDPD İLE BULUNAN PORTFÖY**



Kalite Kontrol Merkezi



Kalite Kontrol Kutusu

Milyonlarca Kalite Kontrol Uzmanı, kalite kontrol testlerini, evlerde, işyerlerinde, arabalarda, her an titizlikle sürdürüyor.

Uzmanlar, şimdi, kutu mendilde bir Selpak yeniliğini test ediyor:
Selpak Kutu Mendil'in, ikinci, koruyucu, şeffaf kapagi.

Vardıkları sonuç, hep alımlı...
Mendillerin lozdan korunmasının,
tek tek, kolayca çıkmasının sırrı,
burada... şeffaf, koruyucu kapakta!

Şimdi, yalnızca Selpak'la!



Selpak

Selpak Kalitesi, Sizin Kontrolünüzde

DIŞ BASINDAN

Derleyen :
Doç. Dr.
NİLSEN ALTINTAŞ

BORÇLULARIN MAHMURLUĞU (*)

AĞIR borç altındaki ülkeler kötü bir çember içinde kapana sıkıştırılmıştır. Bu dev borçları ödeme çabalarının yükü, yatırımlarının ve hizmet kapasitelerinin kısılmasına neden olmaktadır.

Bu ülkelerin yatırımları, 1982 yılından bu yana, geçmiş yıllara ve diğer ülkelere göre zayıflamaktadır. Yazıda yer alan tablo, ağır borç yükü altındaki ülkelerin (15 Baker ülkesi) hepsinde, fakat özellikle birinde, yatırımların GSYİH'nın yüzdesi olarak 1982-1988 yılları arasında, bir önceki altı yıla karşılaştırıldığında, nasıl önemli ölçüde düştüğünü göstermektedir. Bu oran Arjantin'de % 25'den % 15'e, Venezuela'da da % 33'den % 18'e düştü. Baker'in listesindeki ülkelere Kolombiya ise, bir istisna olarak borçlarını yeniden düzenleme ihtiyacı duymuyor. Borç problemi olmayan diğer gelişmekte olan ülkelerin durumu incelendiğinde, yatırım oranlarının yukarıda belirtilen dönem içinde belirgin bir şekilde arttığı gözleniyor.

Borçlu ülkelerin yatırımlarındaki düşme, sıra ile verimliliği ve ihracatı azaltıyor; bunlara bağlı olarak borç ödeme kapasiteleri daha fazla aşınıyor. Borç krizinin ardından gelen yatırımlardaki çökme çok fazla tartışılmaktadır. Yeni uluslararası borç kaynaklarının suyunu çekmesi ve yatırım yapmak amacı ile kullanılacak kaynakların yurt dışı borçları ödemek için kanalize edilmesi, genellikle bir mali şantaj olarak kınanmaktadır. Üstelik, hükümetlerin kargaşa korkusuyula harcamaları kısmakta isteksiz oldukları ve yatırımların kolay hedef teşkil ettiği ileri sürülmektedir. Bununla birlikte, ağır borç yükünün varlığında, yatırım teşvikinin azalması, çok önemli etkisi olmasına rağmen daha az ilgi çekmiştir.

«Borç Mahmurluğu» olarak adlandırılan bu etki, ülkeler borçlarını tamamen ödeyemez duruma geldik-

(*) The Economist, 20 Mayıs 1989.

lerinde ve o günkü ödemeler ülkenin ekonomik randımanına bağlı olmaya başladığında ortaya çıkar. Eğer ihracat, politika reformları veya yatırımların artması sonucu artarsa; bu durumda, borç ödeme olanaklarının genişlemesi nedeniyle, ülkenin kendisi yerine alacaklı daha kârlı olur. Bu da, ülkenin sabit sermaye yatırımlarından elde edeceği kazancını azaltır ve dolayısıyla, mali imkânlar olsa bile yatırımların teşviki zayıflar. Bir ülkenin bütün dış borçları hükümet tarafından askıya alınsa bile, borç tehdidinin gayri-teşvik edici etkisi özel yatırımlar üzerine akar: çünkü, kazançlarının büyük bölümünün yüksek borç geri ödemeleri ile yutulduğu dönemlerde, hükümetlerin hangi tür olursa olsun yatırımları teşvik etmek için gerekçeleri yoktur.

Bu gayri-teşvik edici etki, kredi verenlerin ülkenin borcunun bir kısmını af etmeleri ile, gerçekte ellerine geçen geri ödeme miktarının artabileceği, Laffer eğrisini oluşturacak kadar güçlü olabilir. Ülkenin ödenmemiş borçlarındaki azalma, yatırım teşviklerini arttırabilir; daha iyi tedbirlerin alınmasını sağlayabilir; ve de ihracat ile borç ödeme kapasitelerini destekleyebilir. Bu durumda borçların azaltılması, borçlu ve alacaklıyı daha iyi duruma getirir.

Alacaklı ülkeler, böyle olası bir gayri-teşvik edici etkiye daha az önem veriyorlar. Fakat, IMF'nin bazı başlangıç niteliğindeki incelemelerinde (**), borçlu ülkelerdeki yatırımların hızla düşmesini açıklamada bu etkinin önemli bir rol oynadığı sonucu-

na varılmıştır. İlk olarak, 1980'lerde, borçlu ülkelerin tüketim davranışlarının, borç-tehdidi hipotezi ile tutarlı olduğu Fund tarafından kanıtlanmıştır. Borçlular, dış mali kaynaklarının 1981'den sonra kurumasıyla borçlarını ödemek için ticari fazlalığa yönelmeye zorlanmışlardır. Dolayısıyla, iç talep üretime nazaran daraltılmıştır. Ancak, «15 Baker» ülkesinde, tüketim üretimin oranı olarak artarken, bu durum tamamen daha az yatırıma yanıtılmıştır.

Kanıtın ikinci bölümü, borç-tehdidi hipotezinin problemi, borcun gerçek büyüklüğünden ziyade, borç ödeme teşvikindeki gerilemeye bağlanması ile ortaya çıkıyor. Ödemeler verimliliğe bağlı olduğunda, ülkeler borçlarını tümüyle ödemedikleri zaman, yatırım teşviklerinde zayıflama oluşur. IMF'nin son zamanlarda borç problemi yaşanmış olduğunu belirttiği gelişmekte olan 73 ülkede, 1970'lerin sonlarında % 27 olan yatırım oranları geçtiğimiz yıl % 18'e düştü. Borç problemi olmayanlarda ise bu oran, gerçekte % 26'dan % 28'e yükseldi.

Bununla beraber, ikinci grup içindeki bazı ülkeler borçlanmıyorlar ve dolayısıyla özel sermaye kurduğunda etkilenmiyorlar. Eğer bunlar hesaba katılmazsa, özel borçlanma

◆ İyi politikacı birçok kimseye danışan, fakat gerektiğinde ve inandığında onların söylediklerinin zıddını yapacak kadar kendine güvenebilen adamdır.

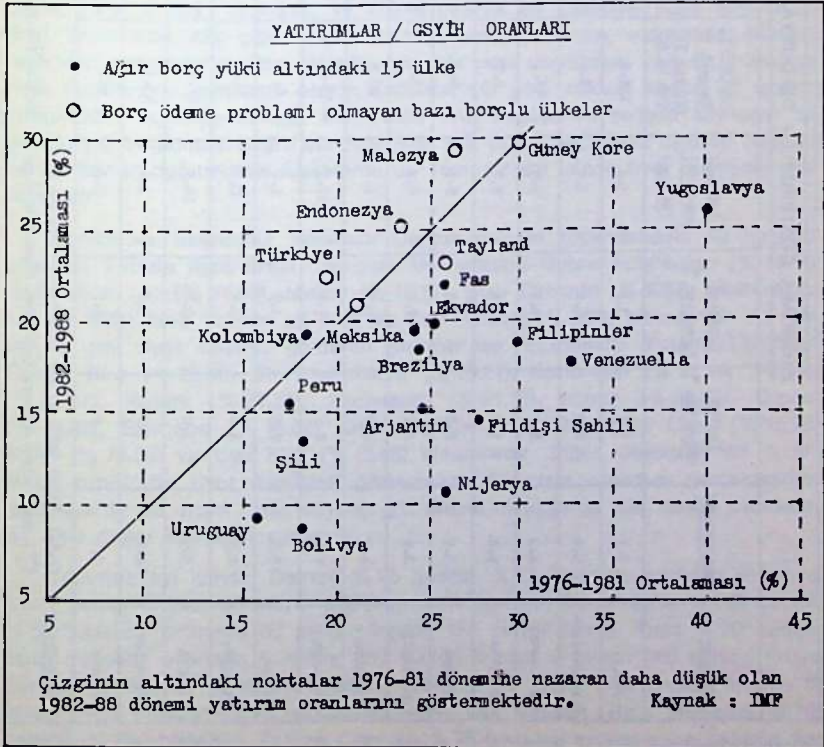
İsmet İnönü

(**) Investment and growth in heavily indebted countries. IMF World Economic Outlook 1989, supplementary note 1.

kaynaklarının kurumasından zarar gören, fakat borç ödeme şekilleri farklı olan bu iki grubu karşılaştırmak mümkün olur. 1970'lerin sonlarında, borç problemi yaşamamış olan borsa borçlularının yatırım oranlarında da % 29'dan % 26'ya doğru, az da olsa bir düşüş görülmüştür. Bu da borç-tehdidi teorisini destekleyerek, zayıf yatırımların genellikle borç ödeme problemine sahip ülkelerde olduğunu doğruluyor.

Bu konu üzerinde çok titiz bir incelemeye ivedilikle ihtiyaç duyulmaktadır. Burada soru, gelişmekte olan ülkelerin yatırımlarındaki azal-

manın, politikayı işin içine sokan yabancı sermayedeki sıkışıklıktan ziyade, borç-tehdidi nedeniyle mi ortaya çıktığıdır. Sorunun cevabı, ülkelerin daha fazla yararı, borçlarının azaltılması mı, yoksa yeni borçlanma ile mi sağlayacaklarını belirler. Eğer yatırımlardaki düşmeye yalnızca yabancı sermaye yokluğu neden oluyorsa, yeniden borçlanmadan borçların azaltılması yatırımlara az bir etki yapar. Fakat eğer yatırımların zayıflamasından kısmen borç-tehdidi sorumlu ise, borçların azaltılması yatırımlara, yeni yabancı paradan daha fazla destek vermelidir.



EKONOMİK GÖSTERGELER DİŞ DÜNYA (AĞUSTOS 1989)									
Ülkeler	GSMH/GSYİH •	Toplam Fiyatlar •	Üretimler Kamurlar •	İgizlilik Oranı (%) (Baş. San.)	Dış Ticaret Dengisi •• (Milyar \$) (San. 12 Ay)	Carli İhtisas Dengisi (Milyar \$) (San. 12 Ay)	Para		
							Para Piyasası 3 Aylık Avrık	Ticari Bankalar Kredi	3 Aylık Merdivat
A.B.D.	3.1	5.9	3.8	5.6	- 114.4	- 125.2	8.67	11.0	8.75
Australya	5.4	6.3	6.8	6.0	- 2.9	- 13.9	18.09	19.75	17.85
B. Almanya	4.2	2.9	3.7	7.9	76.1	53.8	7.00	8.50	6.37
Belçika	b.d.	7.8	5.4	9.3	- 0.2	3.8	8.50	10.75	8.15
Fransa	3.2	8.5	3.4	9.9	- 6.3	- 4.2	9.00	9.60	9.18
Hollanda	2.9	4.7	1.1	6.1	3.9	6.3	7.13	9.75	7.13
İngiltere	1.4	4.9	9.3	6.3	- 40.8	- 31.9	13.94	15.00	13.91
İspanya	b.d.	4.6	7.0	17.7	- 23.2	- 6.7	15.67	16.25	7.75
İsviç	2.9	9.5	3.9	1.0	4.1	- 2.9	11.97	12.50	11.67
İsviçre	2.9	4.6	3.6	0.5	- 6.2	5.5	7.06	8.50	6.88
İtalya	3.9	7.0	5.8	16.5	- 11.8	- 5.2	12.88	14.00	b.d.
Japonya	4.8	3.7	5.4	2.4	93.3	74.6	6.79	4.88	2.04
Kanada	3.9	2.8	4.7	7.3	6.1	- 10.1	12.20	13.50	12.15

Açıklamalar : (b.d.) Belli Değil ; (•) Yıllık Yüzde Değişim ;

(••) Avustralya, Fransa, İngiltere, Japonya ve Kanada

İthalat P.O.B., İhracat P.O.B. ; Diğerleri C.I.F / P.O.B.

Sermaye Piyasası

Yrd. Doç. Dr.
MEHMET BOLAK

UZUN süreli bir tırmanma eğiliminden sonra Borsa'da fiyatlar Temmuz ayında durgunluk ve düşük oranda da olsa bir gerileme yaşamıştır. Buna bağlı olarak, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi İndeksi, «28 Temmuz 1989, Cuma» günü kapanış fiyatları itibariyle 1554.78 puana düşmüştür. Bu rakam Haziran ayına göre % 10.91 oranında ve 190.46 puanlık bir azalmayı ifade etmektedir. Bazı firmalarda kâr payı dağıtımlarının başlamış olması, indeksteki düşüşün nedenleri arasındadır. Zira bilindiği gibi kâr payı dağıtılması halinde, hisse senedi fiyatlarında, yaklaşık olarak dağıtılan kâr payı miktarı kadar bir azalma olmaktadır. Bununla birlikte Borsa'daki fiyat düşüşlerini sadece kâr payı dağıtımlarına bağlamak doğru olmayacaktır. Kâr payını geçtiğimiz aylarda dağıtmış ya da henüz dağıtmamış hisselerde de Temmuz ayı içinde fiyat düşüşleri gözlenmiştir.

Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi İndeksi kapsamındaki 40 hissenin yalnızca 7'sinde fiyat artışı olmuştur. Bu hisseler, Gübre Fabrikaları (% 13.10), İş Bankası (B) (% 11.90), Metaş (% 10.87), Bolu Çimento (% 9.83), Makina Takım (% 8.82), Koç Yatırım (% 8.43) ve Koç Holding (% 3.09) hisseleridir. Ay içinde en çok fiyat düşüşü gösteren hisseler ise; Eczacıbaşı Yatırım (% 35.59), Güney Bira (% 25.98), Koruma Tarım (% 25.21), Kartonsan (% 22.14), Poliylen (% 21.57), Rabak (% 21.51), Akçimento (% 21.19), Nasaş (% 20.00), Otosan (% 19.89), Siemens (% 19.62), Demir Döküm (% 18.29), Şişe Cam (% 15.70), Brisa (% 15.63) ve Ege Bira (% 15.08) olmuşlardır. Diğer hisselerde de % 15'e varan oranlarda fiyat düşüşleri gözlenmiştir. Sermaye artırımını gerçekleştiren işletmelerde de artan hisse sayıları göz önüne alındığında bile, düşük oranlarda da olsa değer kayıpları vardır.

Temmuz ayı içinde, Döktaş % 25 bedelli, % 25 bedelsiz artırımla sermayesini 7 milyar liradan 10 milyar 500 milyon liraya, İzmir Demir Çelik % 142 bedelli, % 58 bedelsiz artırımla 50 milyar liradan 150 milyar liraya, Sifaş % 50 bedelli, % 50 bedelsiz artırımla 4 milyar 680 milyon liradan 9 milyar 360 milyon liraya, Santral Mensucat % 169.25 bedelsiz artırımla 21 milyar 950 milyon liradan 59 milyar 100 milyon liraya yükseltmişlerdir. Öte yandan, Bolu Çimento % 70C bedelli, % 250 bedelsiz, T. Şişe Cam ise % 75 bedelsiz artırım yapacaklarını ilan

emişler, Ege Bira'da kayıtlı sermaye tavanı 12 milyar 600 milyon liraya çıkarılmış, ödenmiş sermayenin de aynı miktara yükseltileceği ve % 200'e karşılık gelen bu artışın ortaklara bedelsiz dağıtılacağı açıklanmıştır. Söz konusu sermaye artırımlarının tarihleri henüz belirlenmemiştir. Kayıtlı sermaye sistemine geçmek için müracaata bulunan ve kayıtlı sermaye tavanının 12 milyar TL olacağı bildirilen Kav'da da yıl içinde sermaye artırımına gidileceği beklenmektedir.

Yukarıda da değinildiği gibi, işletmelerin kâr payı dağıtım işlemleri devam etmektedir. «Tablo 1»de Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi İndeksi kapsamındaki 40 işletme tarafından eski ve yeni hisselerle dağıtılan kâr payları toplamının vergi sonrası net kâra oranı geçen seneye karşılaştırmalı olarak yer almaktadır.

TABLO 1

Dağıtılan Kârın Vergi Sonrası Net Kâra Oranı

	87	88		87	88		87	88
Akcimento	46	72	Good-Year	54	56	Metaş	30	z
Anadolu Cam	74	75	Gübre Fab.	z	z	Nasaş	71	0
Arçelik	48	56	Güney Bira	81	74	Olmaksa	47	47
Aymar	67	74	Hektaş	67	61	Otosan	35	61
Bağfaş	51	70	İzm. D. Ç.	88	z	Polylen	54	66
Bolu Çimento	87	68	İzocam	62	74	Rabak	64	80
Çelik Halat	65	75	Kartonsan	74	83	Sarkuysan	50	49
Çimsa	47	47	Kav	58	47	Sifaş	53	67
Çukurova	65	77	Koç Hold.	48	49	D. Döküm	88	79
Döktaş	45	78	Koç Yat.	81	66	Siemens	39	42
Eczacıbaşı	62	63	Kordsa	48	49	İş Bankası	35	36
Ege Bira	80	57	K. Tarım	62	50	Şişe Cam	88	86
Ege Gübre	91	80	Brisa	47	70			
Erdemir	25	25	M. Takım	z	27	Ortalama	56.9	55.9

z: zarar

Ortalama değer, ağırlıksız aritmetik ortalama şeklinde hesaplanmıştır. Buna göre, işletmelerin bu yıl, geçen senekiyle hemen hemen aynı oranda kâr dağıttıkları anlaşılmaktadır. Zarar eden işletmeler hariç tutulduğunda, ağırlıksız aritmetik ortalama % 60.43 olarak hesaplanmaktadır. Geçen sene için aynı oran ise % 59.92'dir. Geçen sene zarardaki iki işletmeye karşılık bu sene zarar eden firma sayısı üç olup, Nasaş zarar etmediği halde kâr payı dağıtmama kararı almıştır. Gübre Fabrikaları, iki senedir üstüste zarar eden ve kâr dağıtmayan tek işletme olarak görülmektedir.

1988 yılı kârından, ortaklara en fazla pay dağıtan işletme Şişe Cam olmuş; onu, Kartonsan, Ege Gübre, Rabak ve Demir Döküm izlemiştir. 1988 yılının

kâr rekortmeni Erdemir, geçen yıl olduğu gibi yine kârından en az dağıtan işletme olmuştur. Yatırımcıları hayal kırıklığına uğratan diğer işletmeler ise, Makina Takım, İş Bankası ve Siemens olarak göze çarpmaktadır. Dikkati çeken ilginç bir nokta; elde ettiği kârın en azını dağıtan Erdemir'de hisse başına dağıtılan kâr 1750 TL olmuşken, elde ettiği kârın en fazlasını dağıtan Şişe Cam'da hisse başına dağıtılan kârın yalnızca 200 TL olmasıdır. Bu durum, iki işletmenin elde etmiş oldukları kârlar arasındaki büyük farktan kaynaklanmaktadır. Öte yandan, geçen yıl olduğu gibi bu yıl da işletmeler dağıttıkları kârların büyük bir bölümünü bedelli sermaye artırımlarıyla geri almakta, sonuçta âdetâ nakit yerine, hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtmış durumuna gelmektedirler.

Borsa Yönetim Kurulunca alınan bir kararla, bazı hisse senetlerinin işlem gördükleri pazarlar arasında değişiklik yapılmıştır. Buna göre, daha önce birinci pazarda işlem görmekte olan, Aymar, Çimentaş, Denizli Cam ve Makina Takım hisselerinin 10 Temmuz tarihinden itibaren ikinci pazarda; buna karşılık, Aiarko Holding, Maret, T.S.K.B. ve Yapı Kredi hisse senetlerinin de birinci pazarda işlem görmesi kararlaştırılmıştır. İkinci pazarda işlem görmesi kararlaştırılan hisselerden Aymar'da ay içinde (21 Temmuzdan itibaren) % 50 bedelli, % 16.66 bedelsiz sermaye artırımı yapılmış olmasına rağmen, o tarihten itibaren hiçbir işlem gerçekleşmemiş olduğundan, sermaye artırımının hisse fiyatı üzerindeki etkisi belirlenememiştir.

Ay içinde sermaye piyasasına ilişkin diğer bazı gelişmeleri aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür :

- Sermaye Piyasası Kurulu'nca yapılan açıklamaya göre, 1989 yılının ilk altı ayında 190 şirkete, 198 ihraç işlemi ile 910.5 milyar liralık menkul kıymet ihracı için izin verilmiştir. Geçen yılın aynı döneminde ise izin alan şirket sayısı 150, ihraç işlemi sayısı 158, ihraç edilen menkul kıymet tutarı 495.5 milyar lira olmuştu. Buna göre ihraç tutarındaki artış oranı % 83.75 olarak gerçekleşmiştir. İhraç edilen menkul kıymetlerin dağılımı ise aşağıdaki gibi olmuştur :

Hisse senedi	:	368.1 milyar TL
Finansman bonusu	:	292.2 » »
Tahvil	:	142.2 » »
Katılma belgesi	:	58.0 » »
Banka bonusu ve banka garantili bono	:	48.0 » »
K.Z.O.B.	:	2.0 » »
TOPLAM	:	910.5 milyar TL

- Türkiye, Federal Almanya piyasalarına 400 milyon mark tutarında yeni tahvil ihracına karar vermiştir. 21 Temmuzda Frankfurt'ta imzalanan anlaşmaya göre, Frankfurt Menkul Değerler Borsası'nda gerçekleşecek söz konusu tahvil ihracına Commerzbank aracılık edecektir.

- Şirketlerin finansman bonusu ihraçları devam etmektedir. Ayın önemli finansman bonusu ihraçları; Mobil Oil'in % 65 faizli, 180 gün vadeli, 10 milyar

liralık; Cumhuriyet Matbaacılık ve Gazetecilik'in % 71 faizli, 360 gün vadeli, 1.4 milyar liralık; Karat İç ve Dış Satım A.Ş.'nin % 70 faizli, 360 gün vadeli, 1 milyar liralık; Beymen'in % 70 faizli, 360 gün vadeli, 1 milyar liralık; Eternit Sanayi'nin % 72 faizli, 360 gün vadeli, 5 milyar liralık ve Sümerbank'ın % 67 faizli, 360 gün vadeli, 30 milyar liralık ihraçları olmuştur.

- Finansman bonusu yanında tahvil ihraçlarında da canlılık gözlenmektedir. Ayın önemli tahvil ihraçları, Ataköy Turizm Tesislerinin % 70 faizli, 2 yıl vadeli, 12 milyar liralık; Çukurova Sanayi'nin % 80 faizli, 2 yıl vadeli, 3,5 milyar liralık ihraçlarıdır.

- Mayıs ve Haziran aylarından sonra, Temmuz ayında da Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı'nca yeni gelir ortaklığı senetleri çıkarılmıştır. 4 Temmuz günü satışa sunulan 50 milyar liralık ve 1 yıl vadeli C tertibi yeni gelir ortaklığı senetlerine, 1. Boğaziçi Köprüsü, Fatih Sultan Mehmet Köprüsü, Keban, Karakaya, Oymapınar, Altınkaya ve Köklüce baraj ve santrallerinin gelirinin % 2.4'ünün dağıtılacağı açıklanmıştır. Öte yandan ay içinde, Karakaya B ve C tertibi senetlerine 4. dönem gelir payı olarak % 33.08 oranında, Birinci Boğaziçi Köprüsü B tertibi senetlerine % 128.7 oranında, dövize indeksli Petkim A tertibi senetlerinden 100 dolarlıklara 8.552 TL, 100 marklıklara 2.748 TL ödeme yapılmıştır. Yine dövize indeksli Hasan Uğurlu Barajı A tertibi senetlerinden 100 marklık kúpürlere ise 31 Temmuz'da 4. dönem gelir payı olarak 6.661 TL ödenecektir.

- Yatırım fonlarındaki vergi muafiyetinin kaldırılmış olmasına rağmen, yeni yatırım fonları oluşturulmaya devam edilmektedir. Finansbank'ın oluşturduğu ikinci yatırım fonunun (Finansfon-2) katılma belgeleri 20 Temmuz günü satışa çıkarılmıştır. Böylece, yıl başından beri kurulan yeni fon sayısı 9'a yükselmiştir.



Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi Hisse Senedi Fiyat İndeksi

(Ocak 1974 = 100)

AYLAR	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Ocak	87.04	94.18	135.51	243.11	202.78	297.38	493.05	1711.69	714.75
Şubat	90.24	94.60	157.44	246.73	207.73	325.71	658.37	1465.45	822.11
Mart	91.76	97.99	165.21	249.65	214.77	316.36	619.21	1351.48	923.62
Nisan	90.37	101.49	152.04	235.43	207.07	305.68	613.09	917.93	1009.89
Mayıs	91.66	102.60	156.08	227.24	209.20	304.85	833.54	1005.71	1334.72
Haziran	91.83	106.38	176.25	220.66	210.89	306.66	1050.91	924.97	1745.24
Temmuz	97.63	106.22	176.40	207.07	213.75	323.22	1709.16	927.28	1554.78
Ağustos	98.53	113.08	186.42	204.24	218.60	360.80	2290.94	816.29	
Eylül	97.89	112.47	199.71	198.36	226.70	394.62	2015.20	881.71	
Ekim	97.35	115.27	212.63	200.20	238.27	384.48	1548.75	734.01	
Kasım	100.27	132.45	217.12	200.44	258.90	406.68	1374.18	777.53	
Aralık	94.18	133.33	242.03	202.10	261.35	438.99	1202.28	722.21	

Sıra No.	Kuruluşun Adı	Kayıtlı Sermaye (Milyon TL)	Çkarınmış (Ödemiş) Sermaye (Milyon TL)	Taksim Yılı Kârı				Dağıtılan Kâr Payı (%)			Piyasa Fiyatı (TL)		
				1986 (Milyon TL)	1987 (Milyon TL)	1988 (Milyon TL)	1986 (Net)	1987 (Net)	1988 (Net)	Temmuz 1988	Mayıs 1989	Haziran 1989	Temmuz 1989
1	AKCİMENTO	—	15.750	3.784	6.953	5.192	235	168	36	23.500	3.925	2.950	2.325
2	ANADOLU CAM	20.000	13.000	2.549	5.203	9.791	30	50	60	2.600	3.000	3.500	3.375
3	ARÇELİK	100.000	24.000	16.131	39.087	51.661	63	80	92	3.650	6.950	5.000	4.650
4	AYMAR	10.000	3.000	518	1.195	3.053	12	30	74	2.500	3.300	3.500	3.500
5	BAGFAŞ	—	40.000	7.005	9.313	27.734	55	85	40	2.400	2.475	3.425	3.075
6	BOLU CİMENTO	—	1.500	4.553	5.607	7.142	119,76	181,38	213,45	15.200	16.100	17.300	19.000
7	CELİK HALAT	27.000	10.800	3.729	7.558	10.574	60	100	100	3.975	4.050	4.150	3.925
8	CİMSA	—	10.600	7.791	13.667	18.176	175	200,87	82,60	16.000	7.700	4.200	3.825
9	ÇUKUROVA ELEKTRİK	90.000	30.000	32.189	61.939	111.166	100	200	250	17.200	14.800	17.200	15.100
10	DOKTAŞ	12.000	10.500	2.224	8.317	5.075	50	100	58,50	4.100	4.100	4.850	3.175
11	EZGACIBAŞI YATIRIM	3.000	2.400	421	771	1.713	30	40	45	1.175	2.300	2.950	1.900
12	EGE BIRAÇLIK	12.600	4.200	1.560	3.315	18.925	20	35	130	3.350	11.300	12.600	10.700
13	EGE GÜBRE	12.000	12.000	2.603	1.720	1.512	60	50	18	4.260	1.025	1.475	1.275
14	EREGİL DEMİR ÇELİK	40.000	38.400	41.097	119.616	435.558	23	55	175	3.950	16.900	29.000	25.000
15	GOOD YEAR	—	11.724	3.108	9.058	15.536	200	100	60	23.500	8.050	7.950	7.450
16	GÜBRE FABRİKALARI	30.000	30.000	1.048	Zarar	Zarar	43,35	—	—	1.050	850	640	950
17	GÜNEY BIRAÇLIK	4.200	4.200	1.041	3.365	6.730	11	35	65	2.175	5.650	6.350	4.700
18	HEKTAŞ	10.000	10.000	2.700	1.014	5.041	38,16	35	70	2.200	3.700	4.200	4.100
19	İZMİR DEMİR ÇELİK	150.000	150.000	1.774	2.173	5.041	15,95	26,66	—	940	920	850	750
20	İZOCAM	10.000	8.000	397	2.250	6.569	16,80	35	120	5.000	3.500	4.200	4.050
21	KARTONSAN	27.000	27.000	1.054	4.478	8.580	17,91	35	20	1.475	1.900	3.275	2.550
22	KAV	—	3.000	4.221	3.694	7.967	300	130	75	19.500	10.200	11.800	11.600
23	KOC HOLDİNG	100.000	35.000	10.696	15.504	41.329	45,60	32,50	60	3.250	4.975	4.050	4.175
24	KOC YATIRIM	20.000	16.000	2.622	2.826	7.385	39	35	50	2.200	1.800	2.075	2.250
25	KORDSA	—	22.500	11.116	24.507	44.283	110	96	56	8.550	5.500	4.750	4.250
26	KORUMA TARIM	6.000	7.425	2.169	5.239	14.105	30	66	111	3.400	3.600	5.950	4.450
27	BRİSA (LASSA)	150.000	67.500	11.236	23.102	49.639	32	63	103,20	15.000	3.125	4.000	3.375
28	MAKİNA TAKİM	3.000	1.500	101	Zarar	Zarar	—	—	5	1.325	1.250	1.700	1.850
29	METAŞ	75.000	15.000	352	4.194	Zarar	—	—	—	1.050	940	1.150	1.275
30	NASAŞ	70.000	30.000	1.218	2.850	205	15	30	—	1.450	1.100	1.375	1.100
31	OLMUKSA	—	11.000	2.625	6.684	9.722	22	45	35	7.100	3.400	3.800	3.675
32	OTOSAN	40.000	27.381	Zarar	24.346	55.685	—	26,60	—	2.500	3.250	4.000	3.525
33	POLYEN	—	4.500	3.300	2.549	3.825	25	20	30	2.575	1.800	2.650	2.000
34	RABAK	25.000	15.000	1.802	6.535	7.547	43	40	40	1.500	1.700	2.825	1.825
35	SARKUYSAN	30.000	7.560	3.132	5.158	11.020	60	75	90	2.650	3.900	5.450	5.150
36	SİFAŞ	—	9.360	2.534	6.155	8.885	8	100	100	4.400	6.500	6.500	3.100
37	TÜRK DEMİR DÖKÜM	50.000	20.000	11.801	12.131	13.880	106	83	44	3.100	3.100	4.100	3.350
38	TÜRK SİEMENS	—	10.500	5.728	7.313	15.542	106	101	68,50	18.600	5.450	4.600	3.900
39	T. İS. BANKASI «B»	—	30.000	35.207	62.246	121.414	34,60	38,38	46,08	1.600	1.650	2.100	2.350
40	TÜRKİYE İŞİ VE CAM	200.000	69.310,5	3.507	4.584	12.084	10	10	20	1.325	2.250	3.025	2.550



RENAULT 11...

“YASAMINIZDAKİ
YENİ HEYECAN!”



RENAULT-MAİS
MOTORLU ARAÇLAR İMAL VE SATIŞ A.Ş.

AYIN EKONOMİK OLAYLARI

DR. YILDIRIM KILKIŞ

Genel Manzara Olumsuzdur

ENFLASYON hızını artırmış, aurgunluk devam etmektedir. Bu gerçeği aylardır tekrarlıyoruz. Artık Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB) Başkanı da TÜSİAD'a ve büyük odaların bu yöndeki yakınmalarına katılmaktadır. Temmuz ayında Van'da yapılan TOBB Doğu Anadolu Başkanlar Toplantısı'naa belirtilen ortak görüş, ekonomik durgunluğun devam ettiği şeklinde olmuştur.

Kur politikasının ve teşviklerin yetersizliği, ihracatta arzu edilen gelişmeyi engellemektedir.

Devlet memurlarına ve işçilere yapılan zamların eridiği görülmektedir. Asgari Ücret Tespit Komisyonu çalışmalarını tamamlamış ve 1 Ağustos 1989'dan itibaren geçerli olmak üzere asgari ücret brüt 225.000.— TL olarak tespit etmiştir. Daha önce 126.000.— TL olan asgari ücretin % 78.8 oranında artırılması, sembolik kalmaya mahkumdur.

Emisyon, ücret zamlarının ödendiği dönemde artış göstermiştir. Bir ara 7 trilyon TL'yi geçen emisyonun, Temmuz ortalarında biraz gerilemekle beraber, tarımsal üretimin idrak edilmesiyle birlikte yeniden yükselmesi beklenmektedir.

Müteahhitlerin kamu kuruluşlarından alacakları çoğaldığı için, nakit sıkıntısı da artmaya devam etmektedir.

Açıklanan resmi rakamlara göre, gerek yeni yatırımların gerek tevsi yatırımlarının artış hızı yavaşlamıştır. Bu, ekonomideki olumsuz gidişi bir kez daha doğrulamaktadır.

Genel manzaranın beklentileri artırdığı gerçektir. Hükümet'in ekonomik zirve toplantısından ne gibi kararlar çıkacağı merak konusu olarak gündemdedir.

1989 Temmuz ayındaki başlıca ekonomik olayları şöylece özetleyerek beklentilerimizi sürdürüelim.

İHRACATLA İLGİLİ KONULAR

İhracatın geliştirilmesiyle ilgili beklentiler, 1989 Temmuz ayında, yeni İhracat Rejimi'nin yayınlanmasıyla kısmen gerçekleşmiştir. 1989 yılının ilk 4 ayında, geçen yılın aynı dönemine göre hemen hiçbir artış göstermeyen ihracatımızın, yıl sonuna kadar beklenen % 10 artışa ulaşmasını diliyoruz.

• **Yeni İhracat Rejimi ve Yönetmeliği:** 27 Temmuz 1989 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren İhracat Rejimi Kararı, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın yetkilerini genişletmiş ve yönetmeliği sadeleştirmiştir. Bu arada ihracatçı belgesi alınması için en az 2 milyon lira Gelir Vergisi ödemiş olması şartı da getirilmiştir. İhracat Rejimi Kararı, ihracat türlerini ve bunlara göre başvuru esaslarını yeniden düzenlemektedir. Buna göre, ihracı yasak mallar, müsaadeye bağlı mallar, geçici olarak ihraç edilecek mallar ve kayda bağlı ihraç edilecek mallar listeleri arasında bazı değişiklikler yapılmıştır. Yeni İhracat Rejimi'nin getirdiği önemli bir değişiklik, Dış Ticaret Sermaye Şirketleri'nin 100 milyon dolar ihracat sağlamaları halinde, bu kuruluşlara % 2 devlet primi ödemesiyle ilgilidir. Bu değişiklik, kuruluşları hayali ihracata itebileceği nedeniyle eleştiri konusu olmaktadır.

• **Değerli Eşyaların İhracatına İlişkin Tebliğ:** İhracatla ilgili diğer bir yenilik, 25.7.1989 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan bir tebliğde yer almaktadır. Bu tebliğde; dövizle ilgili işlem yapma görevi verilen yetkili müesseselerin, kıymetli maden ve taşlardan imal edilen değerli eşyaların ihracatında, ekspertiz işlemlerinin Darphane ve Damga Matbaası tarafından yapılacağı açıklanmaktadır.

• **Bazı Ürünlerin İhracatı Teşvik Ediliyor:** 18 Temmuz 1989 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan Para ve Kredi Kurulu Kararı ile (no. 89/25), porselenden ve seramikten mamul sofa ve mutfak eşyaları, el aletleri, kapı kilitleri, sıhhi tesisat armatürleri, ütü, saç kurutma makinesi, telefon cihazları, video, dondurma makineleri, iş makineleri, oto parçaları gibi birçok maddenin ihracatında ödenecek DFIF miktarları açıklanmıştır.

İTHALAT İLE İLGİLİ KONULAR

• **Bedelsiz ithalat ile ilgili 89/28 sayılı Tebliğ** 12.7.1989 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu tebliğ ile, Burgaristan'dan göçe zorlanan Türk soylu kişilerin getirecekleri nakil vasıtaları, mesleki alet, makine ve sair eşyanın gümrük vergisi resim ve harçlarından muaf olarak ithali ile ilgili esaslar açıklanmaktadır.

• **27 Temmuz 1989 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan İthalat Rejimi Kararı'na göre** birçok motorlu taşıt parçasının gümrük resimleri ile bunların ithalinden alınan fonlar değiştirilmiştir. Benzer uygulama, ayrıca, bazı demir-çelik ürünleriyle, ipek ipliği, un, nişasta, malt hülasesi, mobilyalar, bazı yabancı kaynaklı meyveler için de yapılmıştır.

• **1 Temmuz 1989 tarihli Resmi Gazete'de, ithalatta haksız rekabetin önlenmesi hakkında bir kanun** yayınlanmıştır. Yayınlanan kanunla; damping ve/veya sübvansiyona konu olan ithalata uygulanacak işlemler, alınacak idari, mali, ekonomik ve diğer önlemler, bu hususlarda bir kurul oluşturulması, bu kurulun görevlerine ilişkin usul ve esaslar düzenlenmiştir.

MALİ KONULAR

• **Fatura Kullanma Mecburiyeti 300 bin TL'ye Yükseltildi** : 18 Temmuz 1989 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan Bakanlar Kurulu Kararıyla, 213 sayılı Vergi Usul Kanunu'nda yer alan fatura kullanma mecburiyeti ile ilgili 100 bin TL'lik tavan, 300 TL'ye çıkarılmıştır. 1 Ağustos 1989'dan itibaren yürürlüğe giren bu karara göre, 300 bin TL'nin altındaki mal ve hizmet satışları yazarkasa fişi ile belgelenecektir.

• **Katma Değer Vergisi Mükellefiyetiyle İlgili Tebliğ** : 19 Temmuz 1989 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan Maliye ve Gümrük Bakanlığı'nın 18 no.lu Tebliği ile; yazarkasa kullanma yükümlülüğü olan KDV mükelleflerinin, aralarındaki alım satımlarda fatura düzenlemeleri, ayrıca 300 bin TL'nin altındaki satışlar için yazarkasa kullanmaları zorunlu kılınmıştır.

• **Peşin Vergi** : Firmaların cari yıl gelirlerinden alınmak üzere yürürlüğe konan ve geçmiş yıl performansına göre hesaplanarak tahsil edilen peşin vergiye karşı itirazların Maliye ve Gümrük Bakanlığı tarafından kabul edilmediği, ancak uygulamanın mükelleflere ağır mali yük getirmeyecek şekilde yeniden düzenleneceği, resmi beyanlardan anlaşılmaktadır. Hükümetin peşin vergiye ilişkin bu tutumuna karşılık, peşin vergi tahsilatının, tahakkuk miktarlarının % 30'unu aşmadığı anlaşılmaktadır.

• **Kurumlar Vergisi Kanunu'nda Değişiklikler** : 20 Haziran 1989 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan 3571 sayılı Kanun ile, 5422 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nda bazı değişiklikler yapılmıştır. 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu'nda da aynen kabul edilen bu değişiklikler şunlardır : (i) Türkiye'de münhasıran portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunan ve dar mükellefiyete tabi olan yatırım fonları; menkul kıymetler yatırım fonları addolunmuştur. (ii) Kurumlar Vergisi'nin 8inci maddesindeki kazanç istisnası; Kurumlar ve Gelir Vergileri tevkifatına tabi ve tahsil edilenlerden mahsup olunacaktır. (iii) Kooperatif gelirlerinin, Gelir Vergisi'ne göre tevkifata tabi tutulan gayrimenkul kira gelirlerinden ibaret olması halinde, bu kira gelirleri için beyanname verilmeyecektir.

• **3074 Sayılı Akaryakıt Tüketim Vergisi (ATV) Kanunu'nda Değişiklikler** : 3074 sayılı ATV Kanunu'nda ise başlıca şu değişiklikler yapılmıştır : (i) Rafineri şirketleri için verginin matrahi, kendi tüketimlerinde kullandıkları da dahil olmak üzere, verginin konusuna giren petrol ürünlerinin gümrüklü rafineri satış fiyatıdır. (ii) Verginin nispeti, süper ve normal benzin ile gazyağı ve motorin için % 70, kalorifer yakıtı ve sair fuel oil çeşitleri ile likit petrol gazı için % 40 olmuştur. (iii) Petrol ürünleri ithal edenler, ileride ödeyecekleri akaryakıt tüketim vergisi için alacakları banka teminat mektubunu ilgili gümrük idarelerine vermedikçe, gümrükleme yapılamayacaktır. (iv) İthal edilen ham petrolün Türkiye'deki rafinerilerde fason olarak rafine edilmesi sonucu elde edilen petrol ürünlerinin satışı dolayısıyla doğacak verginin ödenmesinde, ithalatçı ile rafineri şirketi müteselsilen sorumlu olacaklardır. (v) Akaryakıt tüketim vergisi hâsılatının çeşitli fonlara ve kuruluşlara dağıtımı yeniden düzenlenerek, Resmi Gazete'de açıklanmıştır.

• **Milli Korunma Suçlarının Affına, Teşkilat, Sermaye ve Fon Hesaplarının Tasfiyesine ve Bazı Yeni Hükümlerin İhdasına İlişkin Değişiklikler** : Buna göre; ithalatçılar, rafineri ve dağıtım şirketleri ile akaryakıt bayileri, ham petrol ve petrol ürünlerinin fiyatlarını tespit etmekte serbesttir. Bakanlar Kurulu, gerektiğinde ham petrol ve petrol ürünlerinin alım, satım ve dağıtımını ile ilgili esasları belirlemeye yetkili kılınmıştır. Akaryakıt fiyatlarında istikrarın sağlanması amacıyla, Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı emrinde T.C. Ziraat Bankası'nda bir «Akaryakıt İstikrar Fonu» teşkil edilmiştir. Öte yandan ham petrol ve petrol ürünlerinin alım ve satımına ilişkin fiyatlandırma esasları ve Akaryakıt İstikrar Fonu'nun işleyişi ile ilgili Bakanlar Kurulu Kararı 24.6.1989 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanmıştır. Aynı Resmi Gazete'de yayınlanan diğer bir Bakanlar Kurulu Kararı ile de, çeşitli petrol ürünlerinin gümrük resimleriyle bunların ithalatında uygulanacak fonlar açıklanmıştır.

• **Zorunlu Tasarruf ve Konut Edindirme Yardımı Rakamları Değiştirildi** : 1 Temmuz 1989 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan Bakanlar Kurulu Kararı ile yapılan yeni düzenlemeler şöyledir : Ücretle çalışanları tasarrufa teşvik için, çalışanın ücretinden yapılan % 3 kesinti, % 4'e, işverenden alınan % 5 katkı nispeti ise % 6'ya çıkarılmıştır. Konut edindirme yardımı olarak ücretlilere yapılacak yardımın süreleri ve aylık yardım miktarları şöyledir :

Yarımdan Yararlanma Süresi (Aylık)	1.1.1989 - 30.6.1989 Arasındaki Yardım Miktarları (TL)	1.7.1989'dan İtibaren Yardım Miktarları (TL)
İlk 6 aylık dönemde	5.000.—	10.000.—
2 nci 6 aylık dönemde	10.000.—	20.000.—
3 üncü 6 aylık dönemde	15.000.—	25.000.—
4 üncü 6 aylık dönemde	20.000.—	30.000.—
Kalan süreler için	25.000.—	40.000.—

BANKALARLA İLGİLİ KONULAR

• **Mevduat Faizleri Yükseliyor** : Bankalar, geçen yıl uygulanan yüksek mevduat faizleri dolayısıyla, bu yıl ödeyecekleri faizlerin toplam yükünü karşılayabilmek için, faiz oranlarını tekrar yükseltme eğilimine girmişlerdir. Yaklaşık 4 trilyon TL'na varan mevduat faizi vadelerini, mevduatı muhafaza etmek suretiyle azaltmak için, Garanti Bankası, Yapı ve Kredi Bankası, İktisat Bankası ve Akbank'ın yıllık mevduat faizini % 63'e çıkaracakları öğrenilmiştir.

• **TÖBANK'ın Özelleştirilmesi** : Türkiye Öğretmenler Bankası'nın kurtarılması amacıyla 1987'de hisse senetlerinin Emlak Bankası, Ziraat Bankası, Başak Sigorta, Güven Sigorta ile Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'na devredildiği hatırlanmaktadır. TÖBANK'ın kamulaştırılması demek olan bu devirden sonra, 17 Temmuz 1989 tarihinde bankanın % 97 sermayesi, Toplu Konut ve Kamu İdaresi'ne devredilmiş bulunmaktadır. 150 milyar TL sermayesi bulunan bankanın özelleş-

tilmesi amacıyla bu işlemin yapıldığı anlaşılmaktadır. Ancak, değer tespiti ve satışın gerçekleşmesi için özelleştirmenin gecikeceği de belirtilmektedir.

- **Tüketim Kredileri Gelişiyor :** Bazı bankaların ellerindeki mevduatı değerlendirebilmek için, bu yıl başından beri uygulamaya başladıkları tüketici kredilerinin ilgi gördüğü anlaşılmaktadır. Halen altı bankanın uyguladığı tüketici kredilerinin toplamı 327 milyara ulaşmıştır. Gelişen ilgi dolayısıyla başka bankaların da tüketici kredisi uygulamasına başlamaları beklenmektedir.

- **Bankaların Spot Kredi Uygulamaları :** Banka kredilerinin faizlerindeki yükseklik nedeniyle, ticari ve sınai kuruluşların spot krediye ağırlık verdikleri görülmektedir. Bankalar spot kredi taleplerini, yıllık % 50 - 65 faiz oranlarıyla, aylık kredi olarak plase etmekte, vadesiz mevduatı spot kredi olarak kullanmaktadırlar.

DiĞER KONULAR

- **ÇİTOSAN'ın Satışı Onaylandı :** Çimento ve Toprak Sanayii'ne ait 5 fabrikanın özelleştirme amacıyla Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi'ne devredildiği malumdur. Bunlar Söke, Balıkesir, Pınarhisar, Ankara ve Afyon çimento fabrikalarıdır. Bu fabrikaların % 51 hisselerinin Fransız Soci t  des Ciments Français şirketine satılması, 9 Mayıs 1989 tarihinde Yüksek Planlama Kurulu tarafından onaylanmıştır. 105 milyon dolar olan satış bedelinin 85 milyon doları peşin, 20 milyon doları satış sözleşmesinin imzalanmasından sonraki bir yıl içinde ödenecektir. Fransız şirketine satılan hisselerin en az % 40'ının, en geç 5 yıl içinde halka satılması öngörülmektedir.

- **Yatırımların Teşviki ve Yönlendirilmesi Tebliğinde Değişiklik :** 14 Haziran 1969 tarihli Resmî Gazete'de yayınlanan 89/9 sayılı Tebliğ'de; yatırım süresi biten ancak 89/1 sayılı Tebliğ ile yatırım süresi uzatılmayan teşvik belgesi sahibi yatırımcılara, 3 ay içinde müracaat etmeleri halinde, süre uzatım taleplerinin yeniden değerlendirileceği açıklanmaktadır.

- **İşyeri Açma ve Çalışma Ruhsatları Verilmesine Dair KHK'de Yapılacak Değişiklik ile İlgili Kanun :** 17 Haziran 1989 tarihli Resmî Gazete'de yayınlanan 3572 sayılı Kanun'la, sanayi, tarım ve diğer kesimlerde her türlü işletmelere işyeri açma ve çalışma ruhsatlarının verilmesi işlemleri basitleştirilmiş ve kolaylaştırılmıştır. Kanun kapsamına girmeyen işyerleri kanun metninde açıklanmış, ruhsat verilmesi işlemlerinde yetkili merciler belirlenmiştir.

- **Kooperatif Kurulması İşlemi Belirli İl Merkezlerinde Sonuçlandırılacak :** 23 Haziran 1989 tarihli Resmî Gazete'de yayınlanan Sanayi ve Ticaret Bakanlığı Tebliği ile tarımsal amaçlı kooperatiflerin kuruluş, intibak ve ana sözleşme değişiklikleri ile ilgili işlemlerin; Bakanlığın, tebliğe ilişkin illerdeki Bölge Müdürlüklerinde yapılması imkânı sağlanmıştır.

ZAMLAR DEVAM EDİYOR

1989 Haziran ayından sonra Temmuz ayının da yüksek fiyat artışlarına sahne olacağı beklenmekteydi. Ücretlere yapılan zamların, piyasaya yansımalarının da etkisiyle, toptan eşya fiyat indeksindeki artışın % 5 olarak gerçekleşmesi,

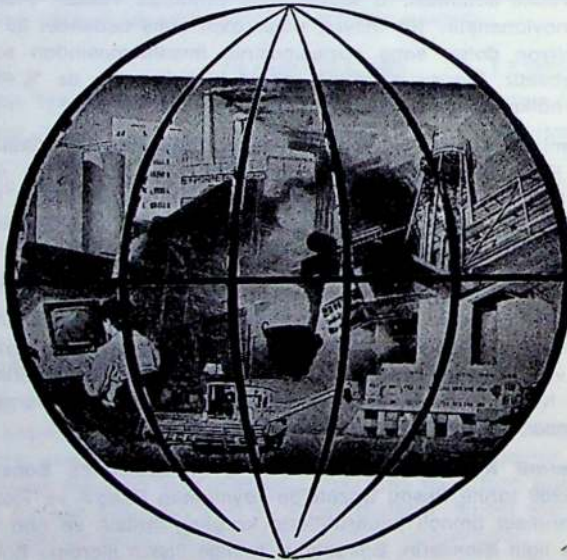
bu beklentiyi doğrulamıştır. Haziran ve Temmuz 1989 aylarında görülen başlıca zamları aşağıda özetliyoruz :

• Haziran Ayının Zamları :

— Şeker fiyatları 12 Haziran'dan itibaren % 32 ile % 50 arasında değişen oranlarda artırılmıştır. Şeker türlerinin 12.6.1989 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan ambalajsız toptan fiyatları (kg./TL olarak) şöyledir :

	Yeni (TL)	Eski (TL)	Artış (%)
Kristal (toz) şeker	790.—	600.—	31.67
Küp şeker (bez torbada)	1.160.—	775.—	49.6
Küp şeker (kutuda)	1.200.—	800.—	50.0
Rafine şeker	980.—	740.—	32.4

Ciddi ve istikrarlı yönlendirme, tasarrufun güvencesidir.



Türkbank, tasarrufun güvencesine
ve yönlendirilmesine
gösterdiği
özzen ve ciddiyetle, ülkesi ekonomisine
büyük katkıları sağlamaktadır.
Maddemiz, gururluyuz.

Daima güvenle,
daha mutlu geleceğe.

T TÜRKCİALETİBANKASI
TÜRKBANK

- Petrol fiyatlarının serbest bırakılması dolayısıyla 1 Temmuz 1989'dan itibaren akaryakıt fiyatları perakende olarak % 17 civarında artmış bulunmaktadır.
- Teneke, saç, sıcak rulo, levha gibi Erdemir ürünlerine yapılan zamlar % 8.8 ile % 14.7 arasında değişen oranlarda olmuştur.
- Zeytin Tarım Satış Kooperatifleri Birliği zeytin fiyatlarını, % 12 ile % 22 arasında değişen oranlarda artırmıştır.
- Haziran ayında fiyatları önemli artış gösteren bir mal grubu da «halı»dır. Çeşitli halı türlerinde yapılan zam oranları ortalama % 80'i bulmaktadır. Petrol ve şeker fiyatlarındaki artışlar, birçok malın nakliye maliyetlerini ve üretim giderlerini yükselterek, hayat pahalılığına olumsuz etkiler yapmıştır.

• Temmuz Ayının Zamları :

- Deniz Yolları İşletmesi, Marmara hattı yolcu ve otomobil taşıma ücretlerini bazı kalemlerde yüzde 100'e yakın artırmıştır. Yeni ve eski taşıma ücretleri şöyledir :

	Yeni (TL)	Eski (TL)
İstanbul - Bandırma (Yolcu)	10.000.—	5.000.—
İstanbul - Mudanya (Yolcu)	7.500.—	4.500.—
İstanbul - Bandırma (Otomobil)	40.000.—	25.000.—
İstanbul - Mudanya (Otomobil)	30.000.—	20.000.—

- İstanbul'da ekmek fiyatları 300.— TL'den 350.— TL'ye çıkarılmıştır.
- İstanbul'da şehir içi otobüs bileti 300.— TL'den 500.— TL'ye yükseltilmiş; minibüs ve dolmuş ücretleri % 30 ile % 40 arasında değişen oranlarda, taksi ücretleri ise % 43 oranında artırılmıştır.
- Tofaş ve Renault otomobillerine sırasıyla % 4.6 - % 6 ve % 5 - % 6 arasında değişen oranlarda zam yapılmıştır.
- Oto lastikleri % 9 oranında zam görmüştür.
- Akaryakıt fiyatları, 3 Ağustos 1989'dan itibaren TÜPRAŞ'ın fiyat ayarlaması dolayısıyla yeniden düzenlenmiş ve normal benzin % 7, fuel oil % 15 ucuzlamış, buna karşılık motorin ve gazyağı fiyatları artırılmıştır. TÜPRAŞ'ın rafineri fiyatları (TL/Litre) olarak şöyledir :

	Yeni Fiyat	Eski Fiyat
Normal Benzin	940.—	1007.—
Fuel Oil	354,93	417,399
Motorin	880.—	850.—
Gazyağı	1094.—	1053.—



dünün, bugünün, yarının
bankası



T.C. ZİRAAT
BANKASI

"Gücüne erişilmez,"

TEMİNATLI KREDİLER

MUZAFFER TUZCU

GİRİŞ

3182 sayılı Bankalar Yasası kredilerin onaylanma yetkisini, kredinin teminatlı olup olmamasına göre farklı organlara vermiş ve 44. maddede teminatlı, 45. maddede teminat-sız kredileri düzenlemiştir.

Teminatlı kredileri düzenleyen 44. madde :

— 50.000.000.— TL'na kadar olan kredilerin onaylanma yetkisini Genel Müdürlüğe ve Genel Müdürlüğün verdiği yetki içinde bölge ve şube müdürlüklerine;

— 500.000.000.— TL'na kadar olan kredilerin onaylanma yetkisini kredi komitesine; ve

— 500.000.000.— TL'ndan büyük kredilerde ise Banka Yönetim Kurulu'na yetki vermiştir.

Doğaldır ki, en yüksek krediyi açabilen yetkili organ daha düşük miktarlardaki kredilerin onaylanması-na yetkilidir.

Madde, kredilerin miktarına bağlı olarak onaylanacağı makamı bildirmekle beraber nelerin teminat sayılacağını belirtmemiş, bunu yanında yasanın diğer maddeleri ve ilgili tebliğler de teminat konusuna bir tanım getirmiştir.

Bununla beraber, 38. maddenin 5. fıkrasının c, d, f ve i bendlerinde

kredi-teminat ilişkisi gösterilmişse de, belirtmek istenen kredilerin teminatı olmayıp, genel ve bireysel kredi sınırına olumlu etki yapan teminatlar-dır.

Bend metinlerinden teminatların sadece bunlar olmayıp başka teminatların varlığının da kabul edildiği anlaşılmaktadır.

I - Teminat Kavramı

Kredi teminatları ile ilgili en geniş kapsam 87/11440 sayılı Kararname ile değişik 85/10128 sayılı «mülga» Kararname'de belirlenmiştir. Kararnamenin 2. maddesi (tahsili gecikmiş) kredinin teminatlı sayılabilmesinde teminat olarak; banka teminat mektubu, gayrimenkul ipoteği, gemi ipoteği, ticari işletme rehni, menkul rehni, borsada kote hisse senedi ve tahvil, gelir ortaklığı senedi rehni, kamu kuruluşlarından ve bankalardan doğmuş alacakların rehni veya temlikli veya T.C. Merkez Bankası'nca belirlenecek diğer teminatın bulunması gerektiğini belirtmiştir.

Kararname sadece maddi teminatı teminat olarak kabul etmiş, şahsi teminatı dikkate almamıştır.

Gayrimenkul ve gemi ipoteği ve ticari işletme rehni rehnin limiti, rehnin derecesi ve ekspertiz değerinin, menkul rehni de ekspertiz değerinin, hisse senedi ve tahvil rehni de borsada belirlenen değerini banka alacağını karşılayan kısmı dikkate alınacaktır. Teminat eksikliği olan risk teminatsız olarak değerlendirilecektir.

85/10128 sayılı Kararname'yi yürürlükten kaldıran 4.5.1988 tarih ve 88/12937 sayılı -kısaca- Karşılıklar Kararnamesi, teminat kavramını daha da daraltmış, teminat olarak sadece «nakit, hamiline yazılı mevduat

sertifikası, devlet iç borçlanma senedi, gelir ortaklığı senedi, borsaya kote edilmiş hisse senedi ve tahvil rehni» kabul edilmiştir.

Eski kararnamede olduğu gibi şahsi teminat burada da yer almamış, ayrıca çok sık rastlanan ipotek ve işletme rehni de teminat olarak kabul edilmemiştir.

Ancak, her iki kararnamede de belirtilen teminatların bu kararname uygulaması ile ilgili olduğu belirtile- rek teminat kavramının genelleştiril- mesi engellenmiştir.

Bu meydana kararnamede belir- tilen teminatlar sadece karşılık ayrıl- ması açısından sonuç doğuracak olup, Bankalar Yasası'nın -32. mad- desi hariç- diğer maddelerini etkile- meyecektir.

İ - Bazı Teminatların Teminat Niteliği

Yukarıda da belirtildiği üzere Karşılıklar Kararnamesi belirttiği teminatları sadece kendi uygulaması açısından zorunlu kılmış, 44. madde- de yer alan «teminatlı kredi» kavra- mına atıfta bulunmamıştır. Bu bağ- lamda bankalar, teamüle göre yer- leşmiş teminat anlayışlarını uygulama- maya devam edeceklerdir.

Uygulamada sık rastlanan temi- natlı kredi çeşidi; ipotek, işletme reh- ni ve kefalet karşılığı kredidir. (Yay- gın olarak bu teminatlar kullanıldı- ğından, diğer teminatlar incelemeye alınmamış olup hiç şüphesiz diğer teminatların da teminat kabul edilme- si için bazı hususlar mevcuttur.)

A. İpotek Karşılığı Kredi

İpotek karşılığı kredide, ipotek alınan gayrimenkul veya gemi kredi- nin teminatını oluşturmakta ve ipo- tek alınan iktisadi kıymet sigorta et-

tirilerek sigorta poliçesi bankaya dev- redilmektedir. Bu kredi işleminde :

— Sigorta şartı olmaksızın açıl- an kredi,

— Ekspertiz değerinin üzerinde bir değerle ipotek alınarak açılan kredi, veya

— Çok yüksek ekspertiz değeri olan bir gayrimenkul veya geminin çok küçük bir meblağ için çok dü- şük dereceden ipotek alınmak kay- dıyla açılan kredi gerçek anlamda tem- inatlı bir kredi midir?

B. İşletme Rehni Karşılığı Kredi

İşletme rehni karşılığı kredide, iş- letmeye tahsis edilmiş menkuller ve işletme adı ile ticaret unvanı Ticaret Sicili'ne tescil ile rehnedilmekte, bu değerler kredinin teminatını oluşturu- maktadır.

Uygulamada sık rastlanan bir uy- gulama, işletmenin işe yarar menkul- leri (bilgisayar, nakil vasıtaları, torna tezgâhi gibi), diğer menkuller rehne- dilmeden rehnedilmekte ve rehin sa- dece bunları kapsamaktadır. Bu tür bir rehin uygulamasında kredi ger- çek anlamda teminatlı bir kredi midir?

C. Kefalet Karşılığı Kredi

Kefalet karşılığı kredide esas olan krediyi kullanan ve kredinin geri öden- mesini garanti eden kişinin yanında ikinci bir kişinin taahhüdünün alın- masıdır.

Bu kredi uygulamasında, kolle- tif şirket ortağının ve komandite şir- kette komandite ortağın şirket borcu için kefil olması veya mal varlığı hak- kında yeterli bilgi olmayan kişinin ve- ya yeterli özvarlığı bulunmayan şirket kefaleti ile açılan kredi gerçek an- lamda teminatlı bir kredi midir?

Her üç sorunun cevabının da «Hayır.» olması gerekir. Çünkü :

— Sigorta olmaksızın alınan ipotegin teminat olma vasfı, gayrimenkul veya geminin hiç zarara maruz kalmayacağı varsayımı ile geçerlidir ki, bu varsayım yanlıştır. Geminin batma olasılığı ve gayrimenkulün yok olma olasılığı her zaman mevcuttur.

— Ekspertiz değerinin üzerinde ipotek alınması halinde, kredi kadar ipotek alınsa bile, kredinin ekspertiz değerini aşan kısmı teminatsız kalmaktadır.

— 100 milyar liralık bir fabrika üzerinde 50 milyon liralık kredi için 25. dereceden ipotek almak, teorik olarak kredinin teminatlı olması sonucunu doğursa bile, bu gayrimenkulün satılıp alacağın tahsil edilebilmesi pratik olarak oldukça güçtür.

— Ticari İşletme Rehni Kanunu, rehni geçerliliğini işletmeye tahsis edilmiş menkuller, işletme adı ve ticaret unvanının rehnedilmesi şartına bağlamıştır (Md. 3). Bu meyanda işletmeye dahil tüm taşınır değerler ve işletme adı ile ticaret unvanının rehnedilmemesi rehni hükümsüz kılacaktır.

— Kollektif şirket ortağının ve komandit şirkette komandite ortağın kefaletinin alınması, kredinin teminatı açısından hiçbir olumlu etki yapmamakta olup, takip hukukundan sonuç doğurmaktadır. Çünkü bu ortaklar zaten şirket borçlarından dolayı sınırsız sorumludurlar. Mal varlığı hakkında kesin bir bilgi olmayan kişilerin kefaletinin alınması yine kredinin teminatsız olması sonucunu gündeme getirecektir. Kefil hakkında takibe geçilip riskin karşılıksız kaldığının anlaşılması, teminat kavramıyla çelişmektedir. Bu kişilerin kefaletlerinin alınması kefaletin sadece kişisel yönü ile ilgilidir.

SONUÇ

Teminatlı krediler açısından han-gi teminatların teminat sayılacağı yasal bir düzenlemeye konu olmamış, genel kabul görmüş ilkeler doğrultusunda uygulama yönlendirilmiştir.

Karşılıklar kararnamelerinde teminatlar belirtilmiş olmakla beraber burada belirtilen teminatlar sadece bu kararnameler açısından geçerli kılınmıştır.

32. madde 5. fıkrası ise sadece genel ve bireysel (özel) kredi sınırı açısından olumlu sonuç doğuran teminatları düzenlemiştir.

Teminatların belirli bir esasa bağlanmaması nedeniyle bu niteliğine sahip olmayan bazı teminatlar teminat olarak kabul edilmiş, gerçek anlamda teminatsız olan kredi teminatlı kredi sayılmıştır.

Kredinin teminatlı olup olmadığının tespiti için :

— İpotek alınacak gayrimenkul veya geminin ekspertiz değeri ve -varsa üçüncü kişiler lehine olan ipotek miktarları- bankaya devir şartıyla sigorta yaptırılacağı.

— Kefil olacak kişilerin mal varlıkları ile -varsa üçüncü kişiler lehine vermiş olduğu- kefalet ve diğer taahhütleri gibi hususların kredi kararında belirtilmesi, zorunludur.

Bundan başka kefillere ait tapular ve ekspertiz raporlarının kredi dosyalarında bulunması ve rehin senetlerinde usulüne uygun olarak düzenlenmesi ile işletme rehinde tüm menkullerin rehne dahil edilmesi ve istihbarat çalışmalarında kefil olacak şirket özvarlığının genel kabul görmüş mali tahlil esasları dahilinde bulunup bulunmadığının dikkate alınması gerekir.

Turyağ, seçkin ürünleriyle yaşamınızda, yanınızda!

"Öncü" Turyağ'ın hepsi birbirinden kaliteli ürünleri, yaklaşık 70 yıldır yaşamımızın her anında, yanımızda. BIO TURSİL, BIO TURSİL OTOMATİK, PRİL, PRİL OTOMATİK ve DIXI gibi deterjanlardan çamaşır yumuşatıcısı VERNEL'e; YAYLA, YAYLA AYÇİÇEK, UFA gibi nebati margarin ve yağlardan endüstriyel yıkama maddelerine kadar tüm Turyağ ürünleri, çok çeşitli alanlarda güvenle kullanılıyor. Evlerde, otellerde, hastanelerde, bürolarda, fabrikalarda hep Turyağ var... Hep Turyağ gücü, Turyağ büyüklüğü, Turyağ güvencesi var.

70 yıllık geçmiş ile, "ilk"leri ve "ilke"leriyle güvendiğiniz Turyağ her zaman yaşamınızda, yanınızda.



TURYAĞ P.K. 171 İZMİR

Turyağ bir Henkel Grubu ve Yapı Kredi A.Ş. kuruluşudur

YENİ YAYINLAR

M. TARIK YAŞA

TÜRKİYE'NİN EKONOMİK YAPISININ ANALİZİ

EREN, Doç. Dr. Aslan: Biğlehan Basımevi, İzmir 1989, xvi + 268 sayfa (*).

«Muğla İlinde Halkın Tasarruf ve Tüketim Eğilimi» (**) konulu ilginç araştırmasından tanıdığımız Sayın Doç. Dr. Aslan Eren'in bu yeni yapıtında, Türkiye'nin ekonomik yapısı oldukça ayrıntılı biçimde incelenmektedir. Yazar, ele aldığı konuları olabildiğince basite indirgeyerek ve teorik bilgilerle destekleyerek sunmakta; böylece geniş bir kesimin kitabı rahatlıkla izleyebilmesine olanak sağlamaktadır. Kitabın bir özelliği de güncel konulara daha geniş yer verilmiş olmasıdır.

Yazar, kitabında, işlenen konular-

(*) Kitabı temin etmek isteyenler yazarına başvurmalıdır. Adres: Doç. Dr. Aslan Eren, İşletmecilik Yüksek Okulu, Muğla.

(**) Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Mayıs 1989, Sayı 5, sayfa 43-47.

la ilgili en yeni ve sağlam rakamlar vermeye özen göstermiş; genellikle subjektif değer yargılarına dayanan yorumlardan kaçınmıştır. İşlenen konuların altında, okurların kolaylıkla sağlayabilecekleri kaynaklar belirtilmiş, böylece yapıta ek bir boyut kazandırılmış, okur da araştırmada bulunmaya ve yorum yapmaya özendirilmiştir.

Yazar, ekonomiyi, «insan ihtiyaçlarının giderilmesinde ekonomik kaynakların yönetilmesi ilmi» olarak tanımladığı «Önsöz»de, «insan ihtiyaçlarının giderilmesi için, her şeyden önce, bu ihtiyaçları gidermeye yönelik mal ve hizmetlerin üretilmesi gerekmektedir. Bu nedenle ekonomik hayatın başlıca hedefi üretimdir. Bir başka deyişle, bir ülke ekonomisi her şeyden önce o ülkenin üretim düzeyine bağlıdır.» demektedir. Buradan hareketle, bir ülkenin üretim düzeyinin dört etkene bağlı olduğunu belirtmektedir: (i) Ülkenin doğa şartları ve kaynaklarının elverişliliği, (ii) Ülkenin nüfus durumu ve özellikle nüfus yapısı, (iii) Ekonomik kaynakların miktar ve yapısı, (iv) Ekonomik hayatın organizasyon durumu.

Dört ana bölümü içeren yapıt; «Kitaplar», «Makaleler», «Yıllıklar, Programlar ve Raporlar»dan oluşan geniş bir «Bibliyografya» ile son bulmaktadır.

Kitabın birinci bölümünde; Türkiye'nin doğa ve doğal kaynak, beşeri kaynak ve millî gelir açılarından genel durumu incelenmektedir. Bir başka deyişle, Türkiye'nin ekonomik yapısının incelendiği bu bölümde; ülkemizin coğrafi durumu, yüzey şekli ve iklim şartları; nüfusun tanımı ve yapısı, yurt içi ve yurt dışı istihdam, işsizlik ve bunlara ilişkin sorunlar; Tür-

kiye'nin milli geliri, hesaplama yöntemleri ve ilgili gelişmeler ile gelir dağılımı üzerinde durulmaktadır.

İkinci bölümde Türkiye ekonomisinin genel özellikleri verilmektedir. Bu arada ülkemizin gelişmişlik derecesi ve plan uygulamaları hakkında açıklamalarda bulunularak, Türkiye ekonomisinin «kamu sektörünün ekonomide geniş yer tuttuğu müdahaleci kapitalist düzene dayalı bir karma ekonomi» olduğu belirtilmekte, KİT'lerin özelleştirilmesi sorunu üzerinde durulup, Türkiye'nin enflasyoncu gelişme süreci içinde olduğu ileri sürülmektedir.

Üçüncü bölüm, Türkiye'de ekonomik politikanın gelişimine ayrılmıştır. Bu bölümde, cumhuriyetin kurulmasından bu yana Türk ekonomisinde uygulanan ekonomik politikalar (milli liberal kapitalizm, devletçilik, enflasyonist gelişme ve duraklama, planlı kalkınma) ana hatları ve uygulama sonuçlarıyla verilmektedir. Bu arada 24 Ocak istikrar önlemleri değerlendirilmekte, Türkiye'deki enflasyonun gelişimi anlatılmaktadır.

Dördüncü bölümde başlıca sektörlerin yapısı ve sorunları incelenmektedir. Bu arada başta tarım ve sanayi olmak üzere, inşaat, turizm, ulaştırma ve dış ticaret sektörleri ele alınmakta; bu sektörlerin Türk ekonomisi içindeki yerleri, karşı karşıya buldukları sorunlar belirtilmekte; bu sorunların çözüm yolları verilmektedir. Aynı bölümde, Türk dış ticaret sektörünün yapısı ve gelişmesi alt başlığı içinde ödemeler bilançosu, ithalat ve ihracat incelenmekte; yabancı sermaye üzerinde durulmaktadır.

Kitap, ekonomi ve işletme eğitimi görmekte olan üniversite ve yüksek okul öğrencileri ile Türkiye'nin

ekonomik yapısı hakkında genel bilgi edinmek isteyenler için yararlı bir kaynaktır. Kitabı okumalarını tüm okurlarımıza salık verir, yazarını bu değerli çalışması için kutlar, yöresel araştırmalarını sürdürmesini dileriz.

banka ve ekonomik yorumlar

Aylık Dergi

**Ciltlenmiş
eski sayıları :**

- Bankacılar
- İktisatçılar
- Yöneticiler

ve ilgili alanlarda
yüksek öğrenim gören

- Öğrenciler

için en yararlı kaynak.

(1989'da Fiyatlar)

(Mevcut Ciltler - KDV Dahil)

1965 yılı cildi : 4000.— TL

1966 yılı cildi : 4000.— TL

1967 yılı cildi : 4000.— TL

1987 yılı cildi : 9000.— TL

1988 yılı cildi : 15000.— TL

Önemli Not : (1) Öğrenciliğini belgeleyenlere % 50 indirim uygulanır. (2) Ödemeli postalama yapılmaz. (3) PTT ile gönderilmesini isteyenlerin cilt bedeline taahhütlü posta pulu karşılığı 1250.— TL ilave ederek önceden havalere çıkarmaları gerekmektedir.

İSTEME ADRESİ :

Binbirdirek Mahallesi
Suterazisi Sokak No. 6/2
Sultanahmet - İstanbul
Telefon : 526 34 11

Türk bankacılığında yeni bir boyut: Nixdorf teknolojisi.

Bütün dünyada ve Türkiye'de, hem teknoloji hem de iş dünyası için zaman boyutu giderek değer kazanıyor. Bilginin hızla işlenmesi, sonuçların hemen somutlaştırılması ve bunun mümkün olduğunca çok birime aynı zamanda yansıtılması...

Bu yüzden bankacılık çok yönlü bir alan: Ulusal ve uluslararası düzeyde uzmanlaşmayı gerektiriyor. Bir yandan günlük ve tekdüze, bir yandan da son derece karmaşık.

Bu zorlukların içinden çıkabilmek için, bütün dünyada birçok banka, Nixdorf'un Bütünsel Bankacılık Çözümü'ne başvuruyor. Özel olarak bankaların gereksinimlerini karşılamak için tasarlanmış bir donanım ve yazılım birleşimi; buna ek olarak hizmet ve eğitim... Nixdorf'u bütün dünyaya tanıtan ve tercih nedeni yapan özellikler gelişen Türk Bankacılığında da başarının yolunu çiziyor. Dostlarıyla ilişkileri her gün daha çok gelişen Türkiye'nin birçok önemli bankasında Nixdorf'un Bütünsel Çözümü'nden yararlanılıyor. Türkler ve Almanlar, aynı değeri, aynı zaman içinde aynı hızı ve çözümleri paylaşıyorlar.

Bankacılar, bütünsel haberleşme sistemlerinin bir parçası olarak işleyebilecek bilgisayar istiyor. Bilgisayara sahip olmak da yeterli değil. Bunun ötesinde o bilgisayar sisteminin arkasında deneyimi ve bilgisiyyle sürekli destek olacak bir kuruluş gerekiyor.

Nixdorf, donanım alanında modüler yapıya sahip. Teknolojinin gelişimine paralel olarak eski modül yenisiyle değiştirilebiliyor.

Aynı işlem, yazılımdaki gelişmeler için de geçerli.

Evet, Nixdorf bilgisayar hep genç kalır ve uzun bir süre donanım ve yazılım yatırımı korunmuş olur.

Avrupa bankalarının yarısından fazlası Nixdorf'la çalışıyor. Bütün dünyada 150.000'in üzerinde terminal, bankalarda hizmet vermeyi sürdürüyor.

Bütün bankacılar Nixdorf'u tanır.

Şimdi siz de tanıyosunuz.

Türk-Alman dostluğu geleceğe bakıyor.

NIXDORF
COMPUTER



Türkiye'de ilk defa kredili kredi kartı: Yapı Kredi VISA.

Bütün batı ülkeleri gibi,
Türkiye'de nihayet "kredi"si de olan,
gerçek bir kredi kartı var:
Yapı Kredi VISA.

Yapı Kredi VISA, sadece ödeme aracı
değildir. Harcamalarınızı bir imzayla
yaparsınız, isterseniz ödemenizin önemli
bir bölümünü ileri tarihlere bırakabilir,
Yapı Kredi'den **kredi** kullanırsınız.*

Hesabınızda yeterli para bulunmasa bile,
nakit ihtiyacınızı Yapı Kredi VISA ile
karşılarırsınız. Kredi limitiniz dahilinde,
her an nakit para çekebilirsiniz.**

Yapı Kredi VISA ile, Yapı Kredi'deki
vadesiz hesaplarınızı kullanabilir,
TELEBANKA'lardan **günde 24 saat**,
yılda 365 gün hizmet alırsınız.

Yapı Kredi VISA ile tüm bu ayrıcalıklara
ve dünyanın en çok kabul gören kredi
kartına sahip olursunuz.

Siz de Yapı Kredi'ye gelin.
Türkiye'nin ilk gerçek kredi kartını,
Yapı Kredi VISA'yı alın.
Bu avantajlardan ve Aktif Bankacılık
Çağı'nın daha birçok kolaylığından,
olanağında yararlanın.

Bugün "yeni bir hayat"a adım atın.

YAPI KREDİ
"hizmette sınır yoktur"

* Yurtiçi harcamalarınızda ekstreyi izleyen on gün içinde kredi kartı harcamalarınızın en az % 25'ini ödemek kaydıyla, borcunuzu ileri tarihlere erteleyebilirsiniz.

** 583 Yapı Kredi şubesi, 24 saat hizmet veren TELEBANKA'lar, dünyanın dört bir yan'ında VISA sistemine dahil 20.000 bankanın şubeleri ve VISA sistemine bağlı 30.000'i aşkın ATM'den (otomatik vezne) nakit çekebilirsiniz.