

BANKA VE

EKONOMİK YORUMLAR

AYLIK DERGI • MAYIS 1993 • YIL: 30 • SAYI: 5 • 15.000 TL (KDV DAHİL)

Okudara Mektup / 3

Ekonomik Göstergeler (İç) / 4

EKONOMİK YORUMLAR / 5

Yavuz Canevi

Müslüm Demirbilek

Prof. Dr. Atilla Gönenli

Prof. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş

Sermaye Piyasası / 33

Doç. Dr. Mehmet Bolak

Dünya Ekonomisi / 41

Doç. Dr. Nevzat Saygılıoğlu

Dünya Çelik Sanayii

Zor Durumda / 45

Turhan Onur

Dış Basından / 49

Doç. Dr. Nilsen Altıntaş

Ekonomik Göstergeler (Dış) / 52

Stagfasyona Karşı Genişletici

Maliye Politikalarının

Başarı Koşulları / 53

Emre Akin

Ekonomik Kalkınma

Ajansları / 57

Neşe Kumral

Ayın Ekonomik Olayları / 61

Dr. Yıldırım Kılıç

1993 İLKBAHARINDA
TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASI
VE BORSA'DAKİ SON
GELİŞMELER

YENİLEDİNİZ Mİ?

**HAYIR...
ESKİTEMEDİK.**

Dinarsu yıllardır bizimle yaşıyor... **Dinarsu** bize yumuşaklığı, konforu yıllarca yaşatıyor... **Dinarsu**'nun yüzü hep gülüyor, yıpranmıyor, yaşlanmıyor...

Dinarsu "Nayabı Seviyor"

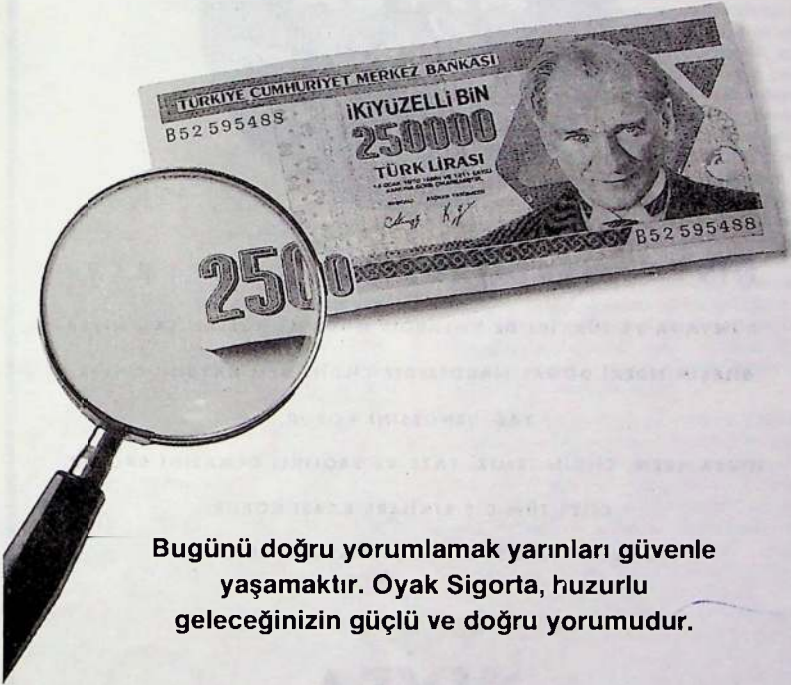


Bugünlerde duvardan duvara halı dünyasının en gözde halısı **Favori**'dir. **Favori Dinarsu**'nundur. Keşfedin!




dinarsu
HALI

DOĞRU YORUM... GÜVENLİ YARIN



Bugünü doğru yorumlamak yarınları güvenle yaşamaktır. Oyak Sigorta, huzurlu geleceğinizin güçlü ve doğru yorumudur.

OYAK SİGORTA



NIVEA, CİLDİNİZE ÖZEN GÖSTERİR!

**DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE YILLARDIR GÜVENLE KULLANILAN NIVEA,
BİLEŞİMİNDEKİ DOĞAL MADDELERLE CİLDİN NEM KAYBINI ÖNLER,
YAĞ DENGESİNİ KORUR.**

**NIVEA KREM, CİLDİN TEMİZ, TAZE VE SAĞLIKLI OLMASINI SAĞLAR,
CİLDİ TÜM DIŞ ETKİLERE KARŞI KORUR.**

CANLI, PÜRÜZSÜZ VE SAĞLIKLI BİR CİLT İÇİN!

NIVEA
Creme

"Ailenizin Kremi"

banka ve ekonomik yorumlar

Aylık Dergi

Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş.

Adına İmtiyaz Sahibi
BÜLEND ÇORAPÇI

Yazı İşleri Müdürü
DR. ÖZTİN AKGÜÇ

Danışma Kurulu

Prof. Dr. Asaf Savaş Akat ● Dr. Öztin Akgüç ●
Prof. Dr. Erdoğan Alkin ● Prof. Dr. Güven Alpay ●
Dr. Orhan Altan ● Prof. Dr. Osman Fikret Arkun ●
Prof. Dr. Mustafa A. Aysan ● Prof. Dr. Ömer Faruk
Batırel ● Dr. Metin Berk ● Prof. Dr. Ünal Bozkurt
● Prof. Dr. Kenan Bulutoğlu ● Prof. Dr. Nasuhi
Bursal ● Ege Cansen ● Halûk Ceyhan ● Prof. Dr.
Lâtif Çakıcı ● Mehmet Gün Çalıka ● Şinasi Çelik-
kol ● Özer U. Çiller ● Bülend Çorapçı ● Ahmet
Demirel ● Zeki Döşlüoğlu ● Necdet Durakbaşı ●
A. Aydın Dündar ● Kaya Erdem ● Tarhan Erdem
● Oktay Ersoy ● Prof. Dr. Cumhur Ferman ●
Prof. Dr. Atilla Gönenli ● Prof. Dr. Emre Gönensay
● Doç. Dr. Seyfettin Gürsel ● Prof. Dr. Zeyyat Hali-
boğlu ● Erhan Işıl ● Prof. Dr. Halûk A. Kabaaliğ-
lu ● Prof. Dr. Müh. Kemal Kafalı ● Adnan Başer
Kafaoğlu ● Y. Doç. Dr. Ahmet S. Kalın ● A. Nazif
Keyman ● Prof. Dr. Yıldırım Kalkış ● Prof. Dr. Ta-
mer Koçel ● Kemal Kurdaş ● Prof. Dr. Kemal Kur-
tuluş ● Nuh Kuşçulu ● Prof. Dr. Erol Manisalı ●
Prof. Dr. Orhan Morgil ● Prof. Dr. Erdoğan Moroğ-
lu ● Ziya Nebioğlu ● Ergin Neng ● Rahmi Önen
● Prof. Dr. İsmail Özasan ● M. Celâlettin Özgen
● Ertan Özgür ● Tuncay Özilhan ● Selâhattin Öz-
men ● 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 To-
sun ● Fikret M. Tuncer ● Nezih Tunçşiper ● Prof.
Dr. Gül G. Turan ● Doç. Dr. Şeref Türen ● Doç.
Dr. T. Güngör Uras ● İbrahim Ülkem ● Dr. Cü-
neyt Ülsever ● A. Doğan Yalın ● M. Tanık Yaşa ●
Doç. Dr. Göksele Yücel ● Prof. Dr. Ahmet Yüksel

Yazı Kurulu

DR. ÖZTİN AKGÜÇ
DOÇ. DR. SEYFETTİN GÜRSEL
DOÇ. DR. MERİH PAYA
PROF. DR. DÜNDAR SAĞLAM
DOÇ. DR. T. GÜNGÖR URAS

Basım-Yayın Danışmanı
M. TARIK YAŞA

OKURLARA MEKTUP

Sevgili Okurlarımız,

Sırası geldikçe yineliyoruz. «Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi» okurları kadar yazarları bakımından da şanslı bir yayın organıdır. Dergi'nin yazarlarından önemli bir bölümü, aynı zamanda okurlardır. Dergi'ye ekonomi ve bankacılıkla ilgili konularda çok sayıda yazı gönderilmektedir. Bu yazılar sıraya konulmakta, ilgili uzmanların görüşleri alındıktan sonra yayınlanmaktadır. Ancak, Dergi'nin sayfa sayısı sınırlanmış olduğundan, gönderilen yazılardan bir bölümünü, uygun buldukları halde, yayını için uzun süre bekletmek zorunda kalıyor ve bundan üzüntü duyuyoruz. Öncelikle, tüm yazarlarımıza ve bu arada ülkemizin değişik yörelerindeki üniversitelerde öğretim üyesi ya da araştırma görevlisi olan genç bilim adamlarımıza, Dergi'ye yazı göndererek gösterdikleri yakın ilgi için teşekkür ederiz. Yazarlarımıza birkaç noktayı yeniden hatırlatmak istiyoruz: Lütfen, güncel konuları işleyiniz, yazı boyunu kısa tutunuz ve tekrarlardan kaçınız. Dergi sayfalarına sığmayacak büyüklükteki tabloları, çizelgeleri, şema ve çizimleri elden geldiğince yazı ile ifade ediniz. Böylece yazınızın kısa sürede yayınlanması için elverişli ortamı yaratmış olursunuz. Özel araştırma ve incelemelere öncelik verildiğini de göz önünde tutunuz.

Bu sayının «Ekonomik Yorumlar» bölümünde «1993 İlkbaharında Türkiye'de Sermaye Piyasası ve Borsa'daki Son Gelişmeler» üzerinde durulmaktadır. «Açık Oturum»a katılan ve konunun uzmanı olan değerli konuşmacılarımız, önce ekonominin genel dengelerini gözden geçiriyorlar, daha sonra sermaye piyasası ve Borsa ile ilgili görüşlerini açıklıyorlar. Borsa'yı olumlu ya da olumsuz yönde etkileyen etmenler nelerdir? Bir süre önce Meclis'te kabul edilerek yürürlüğe giren ve 1981 yılında çıkarılmış olan Sermaye Piyasası Kanunu'nu günümüzün ihtiyaçlarına cevap verecek biçimde değiştiren yasa ne gibi yenilikler getiriyor? Bu soruların cevaplarını iç sayfalarımızda bulacaksınız. Her zaman olduğu gibi, Dergi'de yer alan diğer yazıları da okumanızı salık veriyoruz. Onları ilginç bulacağınızı umuyoruz. Ayrıca, o yazıları okumak için ayıracağınız zamanın boşuna geçmediğini de göreceksiniz.

Saygılarımızla,

Ekonomik Göstergeler (İç)

Mayıs/1993

	1990	1991	1992		1993
			Kasım	Aralık	
T.C. MERKEZ BANKASI					
Döviz ve Altın Mevcudu (milyon \$)	7524.0	6626.0	7155.0	7564.0	7861.0
Banknot Miktarı (milyar TL)	14265.4	21288.5	34780.4	36838.1	36580.8
T.C. Merkez Bankası Kredileri (milyar TL)	7641.2	22976.1	38054.1	51528.3	54949.8
Hazineye Kısa Vadeli Avans (milyar TL)	3064.1	13605.4	27276.7	30983.1	33150.2
BANKALAR (milyar TL)					
Toplam Mevduat	72779.8	114526.6	165908.8	192987.5	
Ticari Kuruluşlar Mevduatı	14597.4	21615.3	26777.7	36247.5	
Tasarruf Mevduatı	32569.3	57307.2	86222.0	90906.0	
Vadesiz Tasarruf Mevduatı	5268.0	7293.6	10462.9	12173.6	
Vadeli Tasarruf Mevduatı	27301.3	50013.6	75759.1	78732.4	
Mevduat Serifikası	2381.9	3389.7	3762.1	3708.7	
Resmî Kuruluş Mevduatı	3519.4	3151.3	7577.2	6612.9	
Bankalar Mevduatı	6837.6	8281.6	12114.2	20433.0	
Diğer Kuruluşlar Mevduatı	12874.2	20781.6	29455.5	35079.4	
Döviz Tevdiatı	22538.0	54083.5	109975.8	112501.5	
Toplam Krediler	80034.2	130749.0	200008.0	231532.1	
Tarım	12823.1	18116.1	25415.1	39221.8	
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	8319.8	13579.7	21070.6	22692.4	
Mesleki (Küçük Esnaf ve Sanatkâr)	2477.4	3470.0	5326.9	5354.0	
Gayrimenkul	5094.4	8524.84	12722.6	16515.5	
Denizcilik	107.7	120.67	165.7	66.6	
Turizm	1209.4	1928.64	2113.3	2431.5	
Diğer İhtisas Kredileri	238.7	269.97	66.5	186.1	
Ticari, Sınal, Sair	49763.6	84739.46	133137.1	145064.1	
PARA ARZI (milyar TL)	29763.6	43395.06	65636.0	81493.0	71081.0
FIYATLAR (DİE Toplan Eşya 1981 = 100, Tüketici Fiyatları 1987 = 100)					
Toplan Eşya Fiyatları İndeksi (Genel)	3524.4	805.0	1254.1	1299.3	1364.8
Tarım (Genel)	2992.5	795.0	1125.0	1186.6	1279.6
İmalat Sanayi (Genel)	3244.5	807.8	1279.9	1320.0	1365.9
Tüketici Fiyatları (Türkiye)	559.2	957.0	1546.0	1588.3	1672.3
Tüketici Fiyatları (İstanbul)	550.4	934.2	1470.0	1525.0	1592.5
DİŞ ÖDEMELER (milyon \$)					
Dışalım (CIF)	22302.3	21038.3	20273.5	22871.5	1793.1
Dışsatım (FOB)	12959.5	13597.9	13221.1	14715.4	1273.8
İşçi Dövizleri	3426.0	2819.0	2700.0	3008.0	216.0

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) Banka kredileri aynı 1989 yılı sonu itibarıyla değiştirilmiştir. (4) Para arzı (M₁) dar tanımlıdır. (5) Toplan eşya fiyatları, 1991 Ocak ayından itibaren «1987=100» olarak verilmektedir.

Ekonomik Yorumlar

AÇIK OTURUM

1993 İlbaharında Türkiye'de Sermaye Piyasası ve Borsa'daki Son Gelişmeler

GÖNENLİ — 1993 senesi baharında Türkiye'de sermaye piyasası ve Menkul Kıymetler Borsası'ndaki gelişmeleri gözden geçirmek için bir araya gelmiş bulunuyoruz. Amacımız; ülkemizde son yıllarda yaşadığımız ekonomik gelişmeyi göz önünde bulundurarak ve uluslararası pazara olan yakınlığımızı veya yavaş yavaş entegre oluşumuzu dikkate alarak, Türkiye'nin bu dönemde katettiği mesafeyi değerlendirmek ve bunun Türkiye'deki finansal pazarlara ve sermaye piyasasına yansımaları gözden geçirmektir. Bunun yanında Menkul Kıymetler Borsası'ndaki son günlerin gösterdiği hızlı gelişmeleri tartışmak için bir araya toplanmış bulunuyoruz.

Toplantımızda önce ekonominin genel dengesini gözden geçirmek suretiyle bunun Türkiye'deki tasarruf dengesi veya açığına yahut da fonların kaynak kullanımına olan etkisini Sayın Canevi'den rica edelim. Buyurun Sayın Canevi.

KATILANLAR:

- Yavuz CANEVİ
- Müslüm DEMİRBİLEK
- Prof. Dr. M. Şükrü TEKBAŞ

YÖNETEN:

- Prof. Dr. Atilla GÖNENLİ

son 10 yılda türkiye'de mali piyasalara derinlik kazandırmak için yapılan düzenlemeler; uygulanan faiz politikası ile kamu kesimi borçlanma gereğinin % 6'lardan % 12'lere çıkması, mali piyasaları olumsuz etkiliyor

CANEVİ — Mademki ilk sözü bana verdiniz, ben en azından iki cümle ile bugünkü mali piyasalara nasıl geldiğimizi ve bunun temelinde yatan reformları hatırlatmak istiyorum. Bildiğiniz gibi 1980'li yılların başında Türkiye önemli bir yapısal değişim geçirdi. Ve bu yapısal değişimin bir ayağı mali piyasalardaki reform hareketi idi. Diğer ayakları, ticaret politikamızdaki reformlar, fiyat politikamızdaki reformlar ve tabii idari yapıımızdaki ve karar alma mekanizmasındaki reformlardır. Böyle-

ce bir hatırlatma yapmaya çalışıyorum; ama burada en önemli ayağın, dediğim gibi, 1983'lerden itibaren özellikle serbest faiz piyasasıyla başlayan ve hemen arkasından da bazı kurumsal yapılaşmaya yol açan yeni Bankalar Kanunu'nun ortaya atılması, mevduat sigorta tonunun kurulması, Merkez Bankası ve Interbank piyasasının yaratılması, döviz piyasasının yaratılması, Sermaye Piyasası Kurulu'nun kurulması ve hepimizin hatırlayacağı gibi nihayet İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın yeniden canlandırılması; Osmanlı dönemine kadar giden bir tarihi olan borsamızın yeniden canlandırılması.

Bütün bu hareketlerin sonunda amaç, Türkiye'de mali piyasalara derinlik kazandırmaktır. Bugün geldiğimiz nokta nedir? Süratle özellemeye çalışsam, bugün bunun iki temel göstergesi vardır. Bir tanesi, geniş para arzının -bizde özellikle döviz tevdiat hesaplarını da içeren geniş para arzının- GSMH'ya oranı; bu oran % 15'lerden 1991 yılında % 26'lara gelmiştir. 1992 rakamını bilemiyorum. İkinci temel göstergesi de finansal varlıkların GSMH'ya oranı. Burada aldığımız mesafenin ne olduğuna baktığımızda 1980-1981 yıllarında GSMH'ya oranlandığında % 27 - % 28 olan finansal varlıklar stoku -aklımıza gelebilecek her türlü finansal varlıkların toplam stoku - 1990 yılında % 54 civarında bir rakama ulaşmıştır. Bu oranın 1991-1992'de % 60'a yaklaştığını tahmin ediyorum. Herhalde bir yerden kesin rakam bulunabilir. Burada önemli bir mesafe aldığımızı çok açık olarak görüyoruz. Ama yine bir mukayese yapmak açısından söylemek gerekirse, bizim hemen önümüz-

de olan gelişmiş, sanayileşmiş ülkeler veya «Kaplanlar» dediğimiz ülkelerde bu oranın, yani mali varlıkların GSMH'ya oranının % 100'ün üstüne çıktığını hatırlatmakta da yarar vardır. Demek ki burada daha önemli bir boşluk ve alınacak bir mesafe de vardır. Parasallaşma ve mali varlıkların GSMH içindeki ağırlığı bir tarafta % 55 - % 60, diğer tarafta % 100'ü aşan bir oranda.

GÖNENLİ — Geniş anlamda para arzı nedir? 1980'de neydi?

CANEVİ — O % 26 - % 27 şu anda, benim hesaplarıma göre. 1980'de yine benim hesaplamalarıma göre % 10 - % 15 civarında idi. Tabii tam rakamları verebilirsek isabetli olur.

TEKBAŞ — Rakamları ben verebilirim. M_2 'nin Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla (GSYİH)'ya oranı 1980'de % 22 iken, 1987'de % 27'ye, 1990'da % 29'a yükselmiş; döviz tevdiat hesabını da içeren para arzı M_{2x} 'in GSYİH'ya oranı ($M_{2x}/GSYİH$) 1980'de gene % 22 iken, 1987'de % 34 ve 1990'da % 36 olmuş. Önemli gelişme döviz tevdiat hesabı alanında olmuş. Bu önemli gelişmeye rağmen, ekonomisi benzer gelişmişlik durumunda olan ülkelere kıyasla bu oranlarla ölçülen finansal gelişmişlik Türkiye'de hâlâ geri. Bu alanda başka rakamlar vermek de mümkün.

CANEVİ — Vakit kaybetmemek için o rakamları sonra alalım. Verdiğimiz bu rakamlara bir anlam vermesi açısından da Türk mali sisteminin en büyük özelliklerinden bir tanesinin, kamu sektörünün bu sektördeki ağırlığını da vurgulamakta yarar var. Dolayısıyla orada bu makro büyüklüklerin bizi na-



AÇIK OTURUMA KATILANLAR: Yukarıdaki fotoğrafta soldan sağa doğru; **Müslüm Demirebilek** (Bumerang Yatırım ve Menkul Değerler A.Ş. Yönetim Kurulu Başkanı – Borsa Aracı Kurumları Yöneticileri Derneği Başkanı), **Prof. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş** (İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Öğretim Üyesi), **Prof. Dr. Atilla Gönenli** (İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Öğretim Üyesi) ve **Yavuz Canevi** (Avrupa – Türk Yatırım Bankası A.Ş. Yürütme Kurulu Başkanı ve Murahhas Azası); «1993 İlkbaharında Türkiye’de Sermaye Piyasası ve Borsa’daki Son Gelişmeler» konulu toplantıda bir arada görülmüyorlar.

sil etkilediğini göreceğiz. Orada da yine vereceğim rakam, 1980–1985 arasında kamu sektörü borçlanma gereği dediğimiz PSBR’nin GSMH’ya oranı ortalama % 6 iken, 1986–1990 arasında bu dönemin ortalaması olarak % 7.1 olmuş, 1991–1992 yıllarında % 12’leri telaffuz etmeye başlamışız. Dolayısıyla burada kamu sektörünün borçlanma ihtiyacı nedeniyle bu sektörde, bu piyasalarda bir baskı yarattığının da en güzel işareti bu gelişmedir. Bir taraftan sistem derinleşmeye giderken, derinliğin gerisindeki asıl etkenin de kamu sektörü olduğunu böylece görüyoruz. Aslında sistem kendi içinde, serbest kanalları içerisinde de yürüyemiyor. Burada bir yönlendirme, baskı içerisinde bir gelişme var. Aslında bu çok da sağlıklı bir gelişme değil. Bunun bir an önce –biraz sonra tartışmalarımızda bu konuya belki de eğileceğiz– da-

ha rahat bir genişleme potansiyeline ulaşmasında yarar görüyorum.

Bu söylediğim çerçeve içerisinde Türkiye’de sermaye piyasalarını ve Borsa’yı etkileyen en önemli faktörü de bence bu şekilde ortaya çıkarmış oluyoruz. O da Türkiye’deki faiz politikası ile kamu sektörü borçlanma gereği arasındaki bire bir ilişki, bu piyasaları doğrudan etkiliyor. Devlet daha çok borçlanma ihtiyacı duyduğu için kendi borç kâğıtlarına fazla faiz veriyor. Kendi borçlanma kâğıtlarına fazla faiz verdiği için, sermaye piyasasında, Borsa’da hareket gören, alış verişi konusu olan kâğıtlardaki faizler bir ölçüde devlet kâğıtlarını kendilerine nirengi noktası olarak aldıkları için de, ya bu kâğıtlar onunla rekabet edemiyor, eden kâğıtlar da özel sektör için çok cazip kâğıtlar olma niteliğini yitiriyor. Bu konuyu da altını çizerek ortaya koyduktan sonra, müsa-

ade ederseniz konuyu biraz daha spesifik alanlara getirebiliriz.

TEKBAŞ — Ben bir noktaya daha işaret etmek istiyorum. Bizim sisteminizin özelliklerinden bahsederken, önemli bir olay da sistemin direkt fon transferine, yani bankacılık sistemine dayanması. Bunun alternatifi ise menkul kıymet yoluyla sermaye piyasasına dayalı olarak fon temin edilmesidir. İhtisaslaşmış finansal kurum sayısı hâlâ çok dar olduğu için sistemde bankacılık hâkim.

GÖNENLİ — Sayın Tekbaş, bunu biraz daha açar mısınız?

TEKBAŞ — Açayım. Bizim sistemimizde fon ihtiyacı içinde olan kurumlar fonu bankacılık sisteminden temin ediyorlar. Bu Kara Avrupa'sında, Almanya'da, Japonya'daki hâkim sistem. Anglosakson modelinde ise, bir menkul kıymet karşılığı sermaye piyasasından fon temin etme olayı var. İşte bizde de 1980'li yılların sonunda ve günümüzde menkul kıymete dayalı bir fon transferi ortaya çıkmaya başladı. Bankacılık dışında sermaye piyasasında gerek hisse senedi, gerek tahvil veya finansman bonusu olarak bir fon temini ortaya çıktı. Ayrıca, borsada hisse senedi işlem gören şirket sayısı da oldukça arttı.

GÖNENLİ — Ben onu şöyle addedim. Kamunun ağır borçlanma talebi karşısında, Sayın Canevi'nin söylediği gibi, fonlar ve yaratılan tasarruflar kamuya doğru kayıyor. Onlar daha yüksek de faiz veriyor, bu şartlar altında bizim bir borsa faaliyetimiz var ama, Borsa'da hisse senedi pazarında ancak çok iyi kâğıtlar bu yüksek faiz oluşmasına

direnebiliyor. Diğerleri maalesef istediğini, aradığını bulamıyor ve Borsa'da bir ters tepki yapıyor. Ben daha çok öyle anladım.

CANEVİ — Sayın Tekbaş'ın ortaya koymak istediği temel kavram önemli. Müsaade ederseniz ben onu rakamla destekleyeyim. Biraz önce mali varlıkların GSMH'ya oranını verdik. Onu ikiye ayırarak verdim. Sermaye piyasası enstrümanlarından oluşan mali varlıkların GSMH'ya oranı 1980'de % 4.7 imiş. 1991-1992'de % 12.6 olmuş. Bankacılık sektörünün mali enstrümanları dediğimiz mali varlıkları ise 1980'de % 16'dan 1992'de % 27'ye yükselmiş. Dolayısıyla Türk mali sisteminde daima bankacılık sektörü ağırlıklı olmuş. Bu mali araçlar nedir? Mevduat, kredi, banka mevduat sertifikası; bunlar bahsettiğimiz varlıklar. Dolayısıyla sermaye piyasası araçları dediğimiz hisse senedi, finansman bonusu, tahvil ve saire gibi kâğıtlar daima azınlıkta kalmışlar. Aslında sağlıklı mali piyasalarda, biraz önce bahsettiğimiz gelişmiş ülkelerdeki piyasalarda bu rasyolar, bu oranlar tamamen tersine dönmüştür.

DEMİRBİLEK — Ama bizdeki artış da oldukça yüksek. % 4.7'den % 12.6'ya çıkmış.

CANEVİ — Tabii. Üstelik içinde bulunduğumuz bütün olumsuz şartlara rağmen. Devletin baskısı, piyasayı kısıtlaması ve boğması (crowding out) etkilerine rağmen Türkiye'de sermaye piyasası ve borsa hareketi hakikaten momentun (hız) kazanmıştır. Bizim tek dezavantajımız bu arada —sadece bizi değil bütün dünyayı etkilemiştir— Körfez

krizi gibi bir hareketin tam en güzel noktasında bizi yakalamış olması. Bu krizden ancak son bir iki ayda çıkar duruma gelmiş olmamız. Aslında bu da sevindirici bir haberdir.

GÖNENLİ — Bir de şöyle diyeyim. Ben bu söylediklerinize katılıyorum ama, üstüne basılmasını istediğimiz nokta şuydu: Türkiye’de eğer kamunun borçlanma gereksinmesi bu kadar olmasa idi, Borsa’da veyahut da şirketlerin finansal varlıklarının alınıp satılmasında daha büyük bir gelişme görülebilirdik.

üç aylık hazine bonusu faizinin % 100'lere çıktığı bir ortamda borsa'nın gelişmesi ve özel kesim şirketlerinin tahvil çıkararak kamu kâğıtları ile rekabet edebilmeleri mümkün değildir; sonuçta özel kesime gidebilecek fonlar doğrudan doğruya kamuya yönelmektedir

TEKBAŞ — Tabii, doğru. Eğer kamunun bu kadar borçlanması olmasa idi özel sektör kâğıtları daha iyi rekabet şansına sahip olurdu. Devletin bu alanda büyük avantajı, hatta tekeli var. Bireysel yatırımcılar için kamu kâğıtlarında vergi de yok. Ayrıca, kamu istediği faizi empoze edebiliyor. Faiz tırmanışı da kamu kâğıtlarıyla başladı. Yakın bir tarihte yıllık efektif üç aylık Hazine bonosunun faizi % 100'e gelmişti. Böyle bir ortamda borsanın gelişmesi veya

özel sektör şirketlerinin tahvil çıkararak kamu kâğıtları ile rekabet etmesi mümkün değil. Bunun sonucunda özel sektöre gidebilecek olan bütün fonlar direkt olarak kamuya gidiyor, crowding out ortaya çıkıyor. Ama faizlerdeki bir düşme borsanın cazibesini arttırdı. Ayrıca, özel sektör borçlanma araçlarına da bir imkân sağladı.

GÖNENLİ — Bence bu nokta çok önemli.

CANEVİ — Tabii. Borsacı olarak Sayın Demirbilek acaba ne diyecek?

DEMİRBİLEK — Kamunun borçlanma gereğinin yüksek olmasının uzun süre sermaye piyasamızı etkilediği açıkça biliniyor. Borçlanma gereğinin yanında izlenen faiz politikası da önemli. Biz yıllarca kamunun borçlanma gereği sonucu çıkan yüksek faiz olayını yaşadık. Reel faiz çok yüksek bir noktada idi. Bir yandan da döviz kurları üzerinde Merkez Bankası'nın baskısı kurlarda yüksek oranlı artışa yol açmadı, diğer yandan reel faiz yüksek kaldı. Böylece kamudan önemli ölçüde kaynak transferi yapıldı. Kamu kâğıtlarına yatırım yapmak, yabancı yatırımcılar için de çok cazip oldu. 1992 yılı şirket bilançoları incelendiğinde, muazzam bir tasarruf hacminin olduğu açıkça görülüyor. Türkiye'nin tasarruf hacmi çok büyüdü. Bunu fert bazında görmek mümkün değil ama, borsa şirketlerinin bilançoları bunu bağırarak söylüyor. Bir borsa şirketinin bir trilyon liralık Hazine bonusu var. Demek ki tasarrufların önemli bir bölümü kamu kâğıtlarına kaymış.

1993 yılında Borsa'yı harekete geçiren iki tane temel neden var. Bir tanesi talep yönü değişmeye başladı. Kurum-

sal talebe doğru bir kayış oldu. Fakat bundan daha önemlisi faiz operasyonudur.

GÖNENLİ — Bu faiz operasyonu üzerinde bir parça duralım. Bu enteresan bir noktadır. Bunu mümkün olduğu kadar açalım isterseniz. Siz başka bir noktaya değindiniz. Türkiye’de reel faizler çok yüksektir, dediniz. Hele yabancı fonlar, yabancı paralar için bu akıl almaz oranlarda gözüküyor. Bugün % 70’lere varan oranlarda Türk kamu kâğıtlarına yatırım yapıyor.



PROF. DR. ATİLLÂ GÖNENLİ

Kurdaki oynamalar son üç ay için % 10’larda, hatta daha bile aşağıda. Yılbaşından bugüne kadar oynama % 9.5-% 10’dur, örneğin mark’da. Bu durumda markların gelip kısa vadeli devlet kâğıtlarına yatması lazım. Devlet niye bunu böyle yapıyor? Devlet dış borsalardan kısa vadeli çok küçük faiz-

lerle borçlanıp hiç değilse aynı para üzerinden geriye ödemiyor. Demek ki bir noktada döviz fazlamız var. Bu noktada siz Merkez Bankası’nın tutumu üzerine ne diyorsunuz?

CANEVİ — Aslında en tehlikeli noktaya değindiniz. Devletin iç para ihtiyacı için, yani maaş ödemek için, istisnâ yapmak için ihtiyacı olan parayı yabancı para olarak borçlanmasının mutlaka çok kontrollü bir hududu olması lazım. Çünkü bu paraların bir yerde tekrar dövize çevrilip döviz olarak ödemesi söz konusu; hele kısa vadeli borçlandığınız zaman. Eğer ekonomi döviz yaratamıyorsa, o takdirde bu parayı geriye öderken şimdi yapmadığınızı yapmak zorunda kalacaksınız. Merkez Bankası’nda para basıp, Türk Lirası yaratıp onunla döviz alıp geriye ödeyeceksiniz. Onun için bu çok tehlikeli bir oyundur.

GÖNENLİ — Ama bugün bunu başka şekilde oynuyorlar.

CANEVİ — Dünyanın her tarafında bugün bir olgu daha var. Bu, sermaye piyasaları arasındaki kısa vadeli fon akışı. İşte bu entegrasyon dediğimiz olgunun sonucunda, dünyada yabancı sermaye hareketinin önemli bir kısmı portföy yatırımı haline dönüşmüştür. Yani bir sabah uyanıyorsunuz, bakıyorsunuz ki borsanızdaki şirketin hissedarları değişmiş. Biraz mübalâğalı konuşuyorum ama, adam New York’tan verdiği talimatla bunu gerçekleştirebiliyor. Bizim mevduatımızda en azından Yabancı Sermaye Dairesi’nden müsaade alıp kaydettirmesi lazım, % 10’un üzerinde bir hisseyi. Ama bu, pratik olarak mümkün olabiliyor. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ötesinde bu tür borsalarda dövizle hareket bir faksla, bir telefon

veya telaks talimatıyla olabilir. Bu hâle gelmiştir dünya. Böyle bir durumda, elbette faiz arbitrajı imkânı verdiğiniz zaman, döviz arbitrajı imkânı verdiğiniz zaman, yani sizin biraz evvel söylediğiniz gibi dışarıdaki faiz ile içerideki faiz arasında böyle reel fark olduğu zaman, adam derhal talimatı veriyor. «Bana 10 milyon mark'lık hisse senedi alın.» veya «Bana 10 milyon mark'lık devlet tahvili alın.», «Sabit faizli finansman bonusu alın.» diyor. Aradan üç gün geçince de «Satın, döviz transfer edin.» diyor. Bu hareketlere açık olmanız lazım. Bu, sistemin esnekliğini koruyabildiğiniz sürece doğru bir harekettir; ama devlet, masraflarını karşılamak için böyle bir kaynağa devamlı güvenemez.

GÖNENLİ — Bence devletin kur politikasını gözden geçirmesi gerekir. Batı'da kur yönetimini pazar belirliyor. Bizde de pazarın etkisi olmakla beraber, dolaylı olarak kamu otoritesinin etkisi de görülüyor. Özellikle son zamanlarda pazardan sapma artmakta. Bu nedenle de bu konuda kaygılıyız. Bu gidiş böyle devam ederse, yarın öbür gün başımıza iş açılabilir.

TEKBAŞ — Türkiye'deki enflasyon oranında döviz değer kazanmıyor, diyorsunuz. Bunun da bilinçli olarak yapılmış bir tercih olması gerekir. Aksi halde, bugün zaten yüksek enflasyon nedeniyle ekonomide birçok alanda fiyatlar dolar üzerinden belirlenmiş. TL'na bir güvensizlik var. Bugün Türkiye'de döviz tevdiat hesabı Türk Lirası mevduat hesabını aşmıştır. Bu arada önemli bir nokta da, dövizin değer kazanması, TL'nin getiri imkânından düşüktür. Yani bugün Türk Lirası Hazine bonusu yolu ile yıllık % 80 - % 90,

hatta bir ara % 100 gelir elde ederken, dövizde gelir imkânı 1993 yılının ilk üç ayında % 10 oldu. Geçen yıl döviz ortalama % 50 civarında değer kazandı.

GÖNENLİ — O zaman millet ne diye dövize bağlı mevduat tutuyor?

TEKBAŞ — Bugün bankacılık sisteminde de döviz ile borçlanıp, Türk Lirası'na çevirip, TL kredi kullandırma çok yaygın. Biraz önce Sayın Canevi'nin de söylediği gibi, bankacılık sistemi veya ekonomi için bir risk var. Böyle bir sistem Türk ekonomisinde mevcut, ama bu yapılmış bir politika tercihi.

CANEVİ — Aslında sorulan soru bence çok ilginç. Burada bir çelişkiyi de ortaya koymamız lazım. Şimdi tasarruf sahibine baktığımız zaman, Sayın Tekbaş'ın söylediği gibi, bugün hakikaten devlet, kamu bankaları dahil, bankacılık sistemindeki döviz tevdiat hesaplarının oranı, TL mevduat oranına eşit veya biraz aşmış durumda. Yani tasarrufçunun tercihi döviz olmuş. Ama biraz önce söylediği gibi, dövizin devalüasyon oranı, enflasyon oranından da düşük. Şimdi adamlar bunu bile bile götürüyorlar paralarını dövize yatırıyorlar. Bunların saiki farklı. Öbür taraftan bu arbitraj imkânını gören, kısa vadeli fon hareketine hâkim olan kimseler ise tam tersini yapıyor. Ne yapıyor? Dışarıdan döviz getiriyor, TL'na çeviriyor, TL olarak kredi veriyor veya kullanıyor, vakti geldiği zaman da parayı tekrar dövize çeviriyor. Burada ilginç bir durum var. Benim gördüğüm kadarı, birincisi psikolojik. Tasarruf erbabının davranışı tamamen psikolojik. Çünkü ekonomideki belirsizlik, güvensizlikler, onu bir yerde kendisini güvenceye almaya zorluyor. «Döviz dövizdir. % 30 da olsa hiç

olmazsa değer kazanır, ama enflasyon kadar kazanmayabilir. Fakat yarın öbür gün bir kararname ile, değişik bir gelişme ile en azından climdeki TL enstrümanları gibi benim başıma belâ olmaz.» diyerek bu yolu tercih ediyor. Fakat hakiki piyasayı takip eden profesyoneller, riski hesaplayabilen kişiler ise bunun tam tersini yapıyorlar. Bu bence çok önemli bir çelişki.

GÖNENLİ — Ben öyle zannediyorum ki, 1990'da devalüasyon çok düşük oranlarda tutuldu. 1991'de de küçük tutuldu. 1992'de % 80'lere vardı. Bu yıl yine küçültülüyor. Bu manipülasyon bir yerde devam etti. Bu düşük tutulan kur daha sonra tekrar ayarlanmaya çalışacaktır. Belki bir yatırımcı, tasarruf erbabı uzun vadeli tutuyor parasını. O diyor ki; «Nasil olsa ben bunu bir iki sene sonra kapatırım.» Türk parasında belirsizlik var. Küçük yatırımcı geliyor Borsa'ya, bir yerde aldanıyor. Bu konuya da geleceğiz. Adam biniyor trenc, tren gidecek diye, gitmeyiveriyor. Ortada yakalanan ve şikâyetçi olan o oluyor. Biraz evvel değinildi. Bu kur ve faiz politikası ile devlet içeride borçlanıyor. Dışarıdaki büyük tasarruf erbabı; Alman, Fransız veya İngiliz gelip de Türkiye'ye oyunu bundan istifade edecek şekilde oynuyorsa; devlet böyle durduğu yerde yüksek faiz ödüyor demektir. Diyelim ki 3 aylık bir dönem için 100 lirayı alıyor, buna 25 lira faiz ödüyor, parayı 125 lira olarak geri ödüyor. Bunun karşılığı 20 mark olsa, 3 ayda 2 mark faiz verecekti, eder 22 mark, geriye ödeyeceği para. Devalüasyon % 10 olarak tutulunca bu 125 lira 22 marktan fazla oluyor. 23 mark, 24 mark oluyor. Yani devlet 24 mark ödemiş oluyor 22 mark yerine.

DEMİRBİLEK — Sayın Canevi çok doğru söylüyor. Bütün dünyada entegrasyon dönemi yaşadık. Sıcak para gidecek yer arıyor. Risk seven bir para bütün dünyayı tarıyor. Bizde borsanın ilk patlaması 1990'larda oldu. Bunda sıcak paranın rolü büyük. Bu para 1992'de özellikle kamu kâğıtlarına yöneldi. Tabii bunda faiz politikasının etkisi de çok büyük. Reel faiz bu kadar yüksek olabilir miydi? Alınabilecek bazı tedbirler var mıydı? Enflasyon ve faiz politikalarında beklenti olayı da çok önemli. Yanlış beklentilerin yaratılmaması şart. Uygulanan politikalarda kararlılık şart. Ekonomi yönetiminde koordinasyon şart. Enflasyon ve faizlerin düşürülmesinde önemli fırsatlar yakalayıp harcadık. 1993 başında bu havayı yeniden yakaladık ve faiz operasyonu yapıldı. Burada büyük bir koordinasyon görüyoruz. Büyük bir anlayış birliği var ve kararlı bir şekilde bazı tedbirler alınıyor. Faizlerin vade yapısı değiştiriliyor. Bankacılık sektörünün tazyiki ile kısa vadeli kâğıtların faiz oranları önemli ölçüde düşüyor. Geçmişte de bu fırsat yakalanabilirdi. Ama kamu kâğıtlarının faizleri diğer araçların üstünde oldu. Halbuki bunlar ters bir konumda olmak durumunda idi. Bir defa kamu garantisini var. İkincisi, her türlü vergiden muaf kâğıtlar bunlar. Birçok avantaja sahipler. Faiz politikasını gözden geçirmekle birlikte sıcak parayı ürkütmemek lâzım. Sıcak para mutlaka gelecek, arbitraj olacak. Borsa'ya gelecek, kamu kâğıdına gelecek, hisse senedine gelecek.

GÖNENLİ — Tabii ama, marjlar çok yüksek.

merkez bankası, maliye ve hazine sacayağı arasındaki koordinasyon eksikliği, reel faiz ve arbitraj imkânlarının artmasına yol açıyor; merkez bankası marjı daraltmaya kalkarsa, TL'den kaçış hızlanır; kamu açıklarını azaltma yanında kamu gelirlerini vergi alma ve özelleştirme yoluyla arttırmaya ağırlık verilmelidir

CANEVİ — Bence burada bir konuyu açıklığa kavuşturmada yarar var. Belki içinde bulunduğumuz reel faiz ve arbitraj imkânlarının biraz fazla ve insanın gözüne gözüne gelmesinin nedeni maalesef bizim kendi içimizdeki koordinasyonun eksikliği. Yani burada Merkez Bankası, Maliye ve Hazine sacayağının koordinasyonu. Eğer hakikaten Merkez Bankası'nın para programı ile yola çıkıp, Maliye Bakanlığı'nın bütçe politikası ile olayın boyutlarını ve kamu sektörünü borçlanma gereğini kontrol altına alıp, sonra da nakit yönetimi açısından Hazine de işin gereğini yapmaya kalkabilse, ki bunun yapıldığı dönemler olmuştur, o zaman bu üzerinde durulan marjların bu kadar açık olması gerekmezdi. Fakat Merkez Bankası'nın şu aşamada uyguladığı politikayı da bence fazla yermemek lazım. Eğer Merkez Bankası devalüasyon politikasını enflasyon oranına yaklaştırmaya kalksa, o zaman kimse elinde Türk Lirası

tutmaz. Türk Lirası'ndan tamamen bir kaçış başlar. Bu «currency substitution» dediğimiz para ikamesi olayı devreye girer, ikinci bir para piyasada dolaşır ki, bugünkü ortamda dahi, bildiğiniz gibi, insanlar döviz tevdiat hesaplarına yatırım yapmaya başladılar. Dolayısıyla Merkez Bankası bu marjı biraz daha daraltmaya kalkarsa, Türk Lirası'ndan kaçış süratlenir.



YAVUZ CANEVİ

Bunun çözümü, Merkez Bankası'nı makası açmaya zorlamakla değil, öbür iki ayağı Merkez Bankası'nın yanına çekip, oturup bu işi koordine etmektir. Para, maliye ve nakit yönetimi politikalarını birlikte götürmektir. Şu anda her biri biraz «Her koyun kendi bacağından asılır.» yaklaşımı içindedir.

GÖNENLİ — Bu konuyu bilmiyorum daha ne kadar devam ettirmek istiyoruz ama, onu da ortaya koyalım, ya-

vaş yavaş sermaye piyasasına konsantre olacak isek, ben şu soruyu sorup bağlamak istiyorum. Devlet bütçeye koyduğu 50 trilyon TL'lik açığın 40 küsur trilyon TL'lik bölümünü şu anda tüketmiş vaziyette. Rakamlarda biraz yanılabilirim ama, daha yılın dördüncü ayında-yız, bu tempo ile gidilirse önümüzdeki 7-8 ay içinde gereksinme çok büyük ölçülerde gelecek. Belki kamu mallarına yapılacak zamlarla -ki hâlâ yapılmadı- bir ölçüde açık kapatılabilir. Ama onların da yapılıp yapılmayacağı konusunda kesin bir şey söylenmiyor; yavaş yavaş tek tük örneklerini görüyoruz ama, onlar da böyle geciktirilirse bütçe açığı giderek artacaktır. Sonuçta çok büyük ölçülerde, mega ölçülerde bir bütçe açığı ile karşılaşacağız. Bunun getirdiği borçlanma gereksinmesi, bunun finansmanı ve bunun sermaye piyasasına etkisi konusunda, yani negatif tarafta neler görüyorsunuz?

CANEVİ — Bunu daha önce toplantımızın konusuna girerken söyledik. Devletin aşırı borçlanma gereği, devletin faizi yüksek tutmasına yol açıyor. Devletin devlet enstrümanlarında faizi yüksek tutması, sermaye piyasasının enstrümanlarıyla getiri yönünden ters orantılı olduğu için, onların cazibesini düşürüyor, dolayısıyla Borsa'daki hareketi baskı altında tutuyor. Bunun böyle olması gayet doğal. Ama umuyoruz ki, KİT fiyat ayarlamaları bir şekilde -seçim yılı olmasına rağmen- telâfi edilecek. Tabii bütçemizin birinci üç ayından itibaren gelir toplama dönemi de başlar. Bunu da kabul etmek lazım. Birinci çeyrek fazla anlamlı olamaz bütçe açığı açısından, pek gösterge kabul edilemez gibi geliyor bana. Ama önemli

olan burada, KİT açıkları ve harcama politikasında bir gevşeme olmamasıdır. Olduğu takdirde, Sayın Gönönlü'nin söylediği gibi, sermaye piyasasına doğrudan doğruya negatif bir etkisi beklenir.

TEKBAŞ — Belki şunu eklemek mümkün olabilir. Ekonominin performansı ile sermaye piyasasının performansı doğal olarak ilişkilidir. Zaten bunu Körfez krizi akabinde Türkiye'de yaşadık. Borsa da o dönemde bundan büyük ölçüde olumsuz yönde etkilendi. Ama burada şüphesiz koordinasyon ve plan-program önemli. Gitmek istediğimiz hedefi çok iyi ortaya koymamız ve oraya ulaşmak için bir strateji belirlememiz gerekir. Kamu açıklarını azaltmanın yanında kamu gelirlerini arttırmaya belki ağırlık vermek lazım. Bugün kamu vergi tahsil edemiyor. Sonuçta kamunun harcaması gelirini aşıyor. Ayrıca, kamunun özelleştirme yoluyla bir gelir elde etmesi mümkün. Burada da özelleştirmenin yine Borsa'nın veya sermaye piyasasının performansından etkilenmesi ortaya çıkıyor. Bunlar birbirleriyle son derece bağlantılı olaylar.

GÖNÖNLÜ — Bence isterseniz onu bir başlık yapalım. Yani Borsa'nın özelleştirmeye olumlu etkileri, iyi örnekleri, kötü örnekleri diye. Onu ayrıca bir paragraf altında incelemeye çalışalım, bugünkü konuşmamız içerisinde. Fakat bu olayın ekonomiye bağlı olduğu muhakkak, aksini söyleyemeyiz. 1993 senesi için bu noktaya kadar görüşmelerimizin ortaya koyduğu sonuç, kamu açıklarındaki beklenen artış ve gelişmelerin sermaye piyasamız üzerinde olumsuz etkileri olacağı kanaatindeyiz. Değil mi?

Şimdi de gelelim sermaye piyasası-bugününe. Son yıllar itibarıyla yasal yeni bir düzenleme yapıldı. Bu düzenlemeye bağlı olarak bir iki yeni adım atıldı. 1991 senesinde Menkul Kıymetler Borsası'nı hareketle geçirdik. Varlığa dayalı menkul kıymet uygulamamız var. Repo ve ters repo piyasası diye bir piyasa da bundan birkaç ay önce faaliyete başladı. Orada rakamlar pek o kadar büyük gözükmemekle beraber, bu konuda piyasaya giren, uygulamanın içinde olan arkadaşlarımızın ekleyecekleri olursa yararlı olur. Bu gelişmeleri nasıl yaptık, ne yaptık?

borsa'da işlem gören hisse senedi sayısı 40'tan 150'ye, menkul kıymetlerin GSMH'ya oranı 1982'de % 6.5 iken 1992'de % 27.5'e yükseldi; sermaye piyasası kanunu günün ihtiyaçlarına cevap verecek biçimde yeniden düzenlendi; yeni araçlar ve yatırım kurumları getirildi; tasarrufları repo yerine yatırım fonu katılma belgesinde değerlendirme yolu açıldı

Hatırlıyorum bir önceki toplantımızda Sayın Tekbaş, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Başkanı olarak «Bazı yeni konular üzerinde çalışıyoruz.» demişti. Herhalde o günlerde başlayan ve devam eden çalışmalar var. Ayrıca Meclis'ten çıkan bir yasa var. Yeni Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı'nın ve yeni

Hükümet'in getirmiş olduğu yeni uygulamalar da vardır. Şimdi elimizde biraz daha gelişmiş bir altyapı var. Bunları özetleyebilir miyiz? Bu konunun mimarlarından birisi olarak Sayın Tekbaş bizi aydınlatabilir mi? 1991, 1992 yıllarında Sermaye Piyasası Kurulu neler yaptı? Buyurun Sayın Tekbaş.

TEKBAŞ — Biraz önce Türk mali sisteminin belli özelliklerinden söz etmiştik. 1980'li yıllarda gerçekten Türk sermaye piyasasında övgü ile karşılanacak gelişmeler oldu. Sermaye piyasasının ekonominin içindeki yeri büyük bir gelişme gösterdi. 1982'de menkul kıymetlerin GSMH'ya oranı % 6.5 iken bu rakam 1992'de % 27.5'e yükseldi. Hisse senetlerinin piyasa fiyatları ile ifade edilmesi halinde veya basit bir şekilde Borsa'da işlem gören hisse senetlerinin değeri dikkate alındığında, bu oran 1992'de % 35'e yükselir. Borsa'da işlem gören hisse senedi sayısı 40'tan 150'ye yükseldi. Borsa'da günlük işlem hacmi 1 trilyon TL'ya yaklaştı. Sermaye piyasası istihdam yaratan, ekonomiye dinamizm veren bir sektör haline geldi.

Bu gelişmelerin yanında Türk sermaye piyasası 1981 yılında çıkarılmış olan bir kanunla yürütülmekte idi. O günün ihtiyaçlarına göre hazırlanmış olan kanun 1980'li yıllarda bütün dünyada sermaye piyasalarının önemli gelişmeler olurken ve Türk ekonomisinin ihtiyaçları giderek gelişirken, bu ihtiyaçlara cevap veremez bir hale gelmişti. Bu nedenle kanunun günün ihtiyaçlarına uygun bir hale getirilmesi gerekiyordu. Nitekim bu yöndeki çalışmalara 1988 yılında Kurul Başkanı olduktan hemen sonra başladık ve 1989 yılının

başında tamamlayarak Hükümet'e gönderdik. Hükümet de Meclis'e sevketti. Tasarı iki komisyondan geçti; ancak, erken seçime gidilmesiyle kadük olduk. Bunun üzerine tasarıyı yeniden ele aldık ve bazı küçük değişikliklerle yeni Hükümet'e verdik. Tasarı kısa sürede Meclis'e geldi ve geçen yıl Meclis'den geçerek yasallaştı. Böylece 1981 yılında çıkarılmış olan kanunun 1990'lı yılların ihtiyaçlarına uygun hale getirilmesi gerçekleşti. Bu yeni kanun neler getirdi?

Başlıklar halinde, yeni kanun, oydan yoksun hisse senedi, varlığa dayalı menkul kıymet gibi yeni araçlar, gayrimenkul yatırım fonu ve ortaklığı, risk sermayesi fonu gibi yeni kolektif yatırım kurumları getirdi. Sisteme etkinlik kazandırıcı nitelikte repo düzenlendi. İzin sisteminden kayıt sistemine geçildi. Sermaye piyasasında kurum bazında düzenlemeden faaliyet bazında düzenlemeye geçildi ve portföy işletmeciliği, yatırım danışmanlığı gibi yeni faaliyet alanları getirildi. Yatırımcının korunması ve kamunun aydınlatılması amacıyla, finansal raporlama alanında ara finansal tabloların da düzenlenmesi dahil yeni düzenlemeler getirildi, underwriting veya aracılıkta satın alma tahhüdü kapsamı genişletildi. Vadeli işlem (futures ve option) sistemimize dahil edildi. Bunlar için ve ayrıca altın için borsa ve piyasalar kurulması imkânı sağlandı. Açığa satış (short selling), menkul kıymet ödünç alma ve verme, kredili menkul kıymet işlemi sistemimize dahil edildi. Ayrıca, yeni araçlar ve müeyyidelerle ilgili olarak başta içerdikleri öğrenimlerin ticareti (Insider Trading) ve fiyat manipülasyonu olmak üzere

sermaye piyasasında düzeni bozucu ve fiyatları etkileyici bazı fiiller tanımlandı ve müeyyide getirildi.

GÖNENLİ — Ben rahatlatmak için söze gireyim. Araçlar ve kurumların ayrımına isterseniz girmeyelim. Sizin açıklamanızdan da anladığım kadarı ile bunlar biraz da geniş tutuldu. Geniş bir araç ve kurum yaratımına gidildi. Onlara girmeyelim de, mesela kurumsal yatırımcıların piyasaya gelmesi için ne yapıldı?

TEKBAŞ — Kurumsal yatırımcıların piyasaya gelmesi, hem Sermaye Piyasası Kanunu ile hem de vergi kanunlarıyla ilgili. Sermaye Piyasası Kanunu'nda bu tür kurumlar tanımlanıyor, kurumun nasıl kurulacağı belirtiliyor, kısaca bu kurumların faaliyetlerine ilişkin esaslar yer alıyor. Menkul kıymet yatırım fonu ve yatırım ortaklığı, eski kanunda sadece menkul kıymetlere yatırım yapabiliirdi ve fonlar sadece bankalar tarafından kurulabiliirdi. Yeni sistemde bu bankacılık dışına da çıkarıldı. Bankalar dışında başka kurumlar da, sigorta şirketleri ve aracı kurumlar da yatırım fonu kurabiliirdiler. Bunların yatırım yapacağı araçlar sadece menkul kıymet iken genişletilerek altın ve gayrimenkul gibi araçlar da dahil edildi.

GÖNENLİ — Yatırım ortaklıklarında ne oldu?

TEKBAŞ — Yatırım ortaklıklarında da yine altın ve gayrimenkule yatırım yapma imkânı sağlandı. Yatırım fonunda önemli değişiklik oldu. Onu sadece bankalar yapabiliyordu, şimdi onu sigorta şirketleri ve aracı kurumlar da kurabilir.

GÖNENLİ — Peki bunların yönetimi, fon yönetimi nasıl oluyor?

TEKBAŞ — Dünyada hiçbir yerde olmayan çakar çatışması Türkiye’de mevcut idi. Banka, yatırım fonunu kuruyor, yönetiyor ve yatırım fonundaki araçları saklıyor. Bu üç hizmeti de banka veriyordu. Bu, Türkiye’de bazı sorunlar yaratmıştı. Şimdi öncelikle saklamayı bunun dışına çıkarıp, başka bir kuruma verme yoluna gittik. Bugün hisse senetleri için Borsa’da bir saklama kurumu var.



PROF. DR. MEHMET ŞÜKRÜ TEKBAŞ

Ayrıca, bu kanunun çok önemli bir yeniliği kurum bazında düzenleme yerine faaliyet bazında düzenlemeye geçmesidir. Buradaki özellik faaliyetlerin tanımlanmasıdır. Sermaye piyasasında faaliyet olarak portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı, saklama hizmeti verme sistemimize eklendi. A ve B tipi

aracı kurum kavramı kaldırılarak aracılık kavramı genişletildi. Sadece portföy yönetimi hizmeti vermek, yatırım danışmanlığı yapmak üzere de kurumlar oluşabilir. Yatırım fonları da bu kurumların hizmetlerinden faydalanabilir. Bu ilerde genişletilip bütün sisteme hizmet verecek hale getirilecek. Ayrıca, hisse senedi dışındaki araçlarda bankalar da başka bankalara saklama hizmeti veriyor.

Bunun dışında, bizim düşüncemiz yatırım fonlarını ikiye ayırıp bunları gerçek anlamda yatırım amacını gerçekleştirecek kurumlar haline dönüştürmektir. Niye gerçek anlamda yatırım fonu diyoruz? Bu yatırım fonları vadesiz mevduatın bir alternatifi olarak ortaya çıktı. Yatırım sadece Hazine bonosuna veya başka kamu kâğıdına, özel sektöre tahvil ve finansman bonosuna yapıyor. Fonların ortalama % 70’i Hazine bonosunda olunca, iş yatırım olmaktan çıkıyor. Vadesiz mevduat % 10 getiri sağlarken, yatırım fonu katılma belgesi daha yüksek bir verim sağlıyor. Bir dönemde bankerlere cuma günü yatırıp pazartesi günü çekme alışkanlığı da vardı. Yatırım fonu da bu düşünceye hizmet eder hale gelmiş. Tabii bunun bireysel yatırımcı için vergiden muaf olması da önemli bir avantajdı. Bunu gerçek yatırıma dönüştürmek daha uzun vadeli araçları koymak veya hisse senedi koymakla mümkün. O nedenle yatırım fonlarını ikiye ayırıp, birini mevcut yatırım fonu olarak devam ettirme, diğerini gerçek anlamda yatırım yapmak isteyenlerin rağbet edecekleri bir yatırım fonu olarak oluşturma düşüncesi ortaya çıktı. Bunun için de aklımıza makul gelen model hiç olmazsa % 25 oranında hisse senedini portföyünde bulun-

dursun düşüncesi idi. Bu şekilde vergi kanununda yapılan bir değişiklik ile yatırım fonları ikiye ayrılmış oldu. Yatırım fonunun portföyünde % 25 oranında hisse senedi var ise, yatırım fonlarına sağlanmış olan vergi avantajından faydalanabilecekler. Diğeri ise bu vergi avantajından yoksun kalacak. Ama şunu da hemen söyleyeyim; sonuçta, bu yılın sonunda yatırım fonlarının büyük bir kısmı, belki de hepsi vergi avantajından yararlanmak için, portföylerinde % 25 oranında hisse bulundurma yoluna gidecekler.

CANEVİ — Zaten amaç da odur.

TEKBAŞ — Evet. Bu arada benim gördüğüm kadarıyla çok önemli bir gelişme de şu: Fon fazlalarını değerlendirmek isteyen kurumlar, artık repo yerine fonlarının bir kısmını yatırım fonu katılma belgesine yönlendirecekler. Bu, bankalar için de geçerli. Bankalar geçmiş dönemlerde kârlarının büyük bir kısmını repodan veya kamu kâğıtlarından sağlarken, getirilmiş olan asgari Kurumlar Vergisi, onları artık Hazine bonosundan yani devlet kâğıdından yatırım fonu katılma belgesine yönlendirecek.

GÖNENLİ — Böylece devlet borçlanırken daha geniş bir grupla karşı karşıya gelip daha rahat bir faaliyet alanı bulabilecek.

TEKBAŞ — Ancak, portföyün % 75'i hisse senedinin dışındaki araçtır.

GÖNENLİ — Buyurun Sayın Demirbilek. Bu konuda ilave etmek istediğiniz noktalar varsa alalım. Yani kurumsal yatırımcılar konusunda.

DEMİRBİLEK — Önce Sermaye Piyasası Kanunu'nun genel çerçevesi

ile ilgili birkaç söz söylemek istiyorum. 1988 yılında Sayın Tekbaş, Sermaye Piyasası Kurulu Başkanlığıyla ilk icraat olarak Sermaye Piyasası Kanunu'nun değişmesi gerektiğini söyledi. Zaten bu bir ihtiyaç haline gelmişti. 1980'lerde çıkan Sermaye Piyasası Kanunu'nun bir özelliği vardı. Bankerlik olaylarının hemen arkasından çıktığı için çok eksik bir yapısı vardı. Sadece birinci piyasayı düzenledi. Çünkü Türkiye'de sermaye piyasasının gelişeceğine olan inanç da o tarihlerde pek fazla değildi. Reformlar Borsayı bu noktaya getirdi.

yeni yasanın iki eksikliği var: biri, öz düzenleme denilen sistemin ihmal edilmiş, piyasaya ve piyasayı düzenleyici örgütlere ilişkin imkânların ertelenmiş olması; diğeri, sermaye piyasası kurulu'nun siyasal iktidarın tercihlerine bağlı hale gelmesi

Yeni çıkan Sermaye Piyasası Kanunu çok şey getirdi diyoruz. Aslında çok güzel bir çerçeve çizdi. Her şey imkân dahiline girdi. Bütün kurumlar, araçlar ve gelişmiş sermaye piyasalarında ne varsa onun Türkiye'de olma imkânını getirdi. Ama esas olan uygulamadır. O noktaya geleceğim. Kurumsal yatırımcı cephesine geleceğim. Bence kanunun iki eksikliği var. Bir tanesi, öz düzenleme dediğimiz sistem biraz ihmal edildi. Yani kurumlaşma dediğimiz, piyasaya ve

piyasayı düzenleyici örgütlere ilişkin imkânlar ertelendi. Bu oldukça önemli. Bir de kanun çerçeve çizdiği için düzenleme, sonuçta bir icra organının, Sermaye Piyasası Kurulu'nun, siyasi iktidarın tercihlerine bağlı hale geliyor. Sistem bunu gerektiriyor. Ama bu zorunlu da, Anglosakson sistemini tercih etmişiz.



MÜSLÜM DEMİRBİLEK

Bakıyoruz, bazı araçlar çıktı, ben bunları ihmal ediyorum. Bu kurumsal yatırımcı meselesi çok önemli. Biz daha önce yaptığımız toplantıda söze «Neden Borsa birden hızla yükseldi, sonra niye düştü?» noktasından başlamışız. Bu arz ve talep dengesizliğinden kaynaklanmış. Önce bir talep patlaması var. Üstelik küçük yatırımcıdan kaynaklanıyor. Fakat arz eksikliği var. Sonra bir arz baskısı doğuyor. Modelde eksik olan kurumsal yatırımcı. Bunu hep söylüyorduk. Sonradan yatırım fonları ve

yatırım ortaklıkları ve sigorta şirketlerine ilişkin düzenlemeler yapıldı. Şimdi teşvik sistemi getirildi. Bir zorlama yoluna gidilmedi. Ve yatırım fonları ikiye ayrıldı. Bir tanesine «A Tipi» dendi, bir tanesine de «B Tipi» dendi. Esasen B Tipi dediğimiz yatırım fonları, Sayın Tekbaş'ın da dediği gibi, vadesiz mevduatın alternatifi olarak doğmuştur. Bunlara yatırım fonu demek bile zor, çünkü işin içinde risk yoktur. Tabii bunları birden bire yok saymak mümkün olmadığı için ikili bir ayırım yapmış. Aslında B Tipi fonlara yatırım fonu demek mümkün değil. Ve nitekim şimdi kendileri bunu yok ediyorlar, A Tipi fona dönüşüyorlar. A Tipi yatırım fonlarına getirilen teşviki, yatırım fonunun kendisine gelen bir teşvik olarak algılamak lazım. Yatırım fonunun portföy işletmeciliğinden doğan kazanç açısından vergi istisnası tanındı.

İkincisi, çok önemli bir olay, tüzel kişilerin katılma belgeleri talep etmesi halinde % 50 olan vergi oranları, biraz uzun süren bir uğraşından sonra % 10'lara düşürüldü. B Tipi dediğimiz fonlarda ise vergi oranı % 41.5'te bırakıldı. % 10 stopaj tepeden alıyorsunuz, bir de katılma belgesi geliri, tüzel kişi elde ederse % 35 ilave stopaj oluyor ve sonuç % 41.5. Bu, piyasada önemli bir hareket unsuru olacak. Kurumlar birden % 41.5 vergi stopajı ile karşı karşıya kaldılar. Hatta zarar eden kuruluşlar bile, bu stopajı kesinti yoluyla ödemek zorunda. Başlangıçta bankalar tarafından tepkiyle karşılanan bu gelişme, doğan talep sonucunda bugün meगा fon denilen fonların kurulması sonucunu doğurdu. Bu piyasanın daha da büyümesi lazım. Bu piyasanın alternati-

fi olan repo piyasasını da ederek büyümesi lazım. Büyük rakamlara ulaşması lazım.

GÖNENLİ — Ne kadar büyük bir rakama ulaşabilir, sizin tahmininize göre?

DEMİRBİLEK — Rakamları tahayyül etmek mümkün değil ama repo piyasasının hacmine yaklaşması gerek.

GÖNENLİ — Bunları konuşalım.

CANEVİ — Geçen hafta beraber olduğumuz bir toplantıda reponun günlük iş hacminin aşağı yukarı bir trilyon lira olduğu söylendi. 100-110 milyon dolar kadar.

GÖNENLİ — Bir trilyon 300 milyon lira civarında.

DEMİRBİLEK — Tabii bu fonlar başlangıçta belki de vadeli mevduat veya vadesiz mevduatın alternatifi olarak düşünülecek. Bunun işaretleri var. Yani iyi bir fon yönetimi olacak ama, bankacılık kesiminde bunu reel faizle karşılaştırma mantığı yine devam edecek. Şimdilik fiyatlar öyle talebe bağlı olarak patlamıyor. Ama zaman içerisinde yatırım fonlarının bazılarının yatırımcıya çok büyük getiri sağladığı görülecek.

CANEVİ — Yüzde 25'ten dolayı.

DEMİRBİLEK — Tabii. Yüzde 25 rakamı yukarıya çıkabilir, aşağıya inebilir. Ama önemli olan yönetimin iyi olması. A Tipi fonların bizim bireysel portföy yönetiminde yatırımcıya sağlayacağımız getirilerle yarışması gerekiyor. Yani burada meseleyi sadece «Bir mevduat alternatifidir.» olarak algılamak şart. Zaman içerisinde bu fonların performansları görüldükçe küçük

yatırımcı, kurumlar ve sigorta şirketleri bu fonlara kayacaktır. Sigorta şirketleri bu fonların kuruluşunda da önderlik edecektir. Bu da Türk sermaye piyasasının büyümesi demektir, başlangıçta tartıştığımız kamunun borçlanma gereğinin düşmesi demektir, özelleştirmeyi başarmak demektir.

CANEVİ — Sigorta şirketleriyle ilgili olarak bir soru sorabilir miyim? Bu A Tipi yatırım fonlarından sigorta şirketleri almak yetkisine sahip mi? Veya hut da imkânı var mı?

DEMİRBİLEK — Şu anda imkân içerisinde. Yalnız sigorta mevzuatının da bir gözden geçirilmesi lazım. Fon kurma ile ilgili olarak bazı şikâyetler duyduk. Paralel olarak sigorta mevzuatının da bir daha gözden geçirilmesi şart diye düşünüyorum.

GÖNENLİ — Zamandan kazanmak amacıyla, kurumsal yatırımcılara ilave etmek istediğiniz çok önemli bir nokta varsa ilave edelim. Sayın Tekbaş, geçen toplantımızda bazı rakamlar vermiştiniz. O açıdan soruyorum. Örneğin, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin alan şirket sayısı. Bu gibi rakamları verirsek son zamanlarda şirketlerin halka açılmasında ciddi bir gelişme var mı yok mu belki bir ipucu olabilir.

TEKBAŞ — Halka açılmayı bir anlamlı bir olay olarak değil de bir süreç olarak değerlendirmek lâzım. Şu anda bazı şirketlerin hazırlıklarını duyuyoruz. Belki de piyasada daha makul fiyatların oluşmasını, talebin artmasını bekliyorlar.

GÖNENLİ — Belki piyasada fiyatlar bir parça düşük.

TEKBAŞ — Fiyatların daha da yükselmesini bekleyen kuruluşlar da var.

GÖNENLİ — Yani Borsa kotuna alınan şirketlerin sayısı pek önemli oranda artmamış, değil mi? 1991'de 1000 iken şimdi 1200 kadar. Yani 200 tane yeni şirket gelmiş Borsa'ya.

TEKBAŞ — O rakam çok önemli değildir. Borsa'da işlem gören şirket sayısı daha önemlidir. Bugün bunun sayısı 150'dir.

GÖNENLİ — Borsa'da işlem gören şirket sayısında da büyük bir artış yok. Belki orada seçici olup yavaş yavaş bazı ufak tefekleri atıp daha büyükleri almak suretiyle, yani işlem hacminin, Borsa'da işlem gören şirketlerin kapitalizasyon değerindeki büyüme önemli olabilir. Ama bir de şu var. Halka açılma olayının teşviki açısından ve bunun benimsenmesi açısından acaba neler oluyor?

İlgili mevzuata bağlı olmak ve sermaye piyasası kurulu'nun denetimi altına girmek gibi getireceği yükler olduğu için halka açılma kolay bir olay değildir; gerçekten bir fon ihtiyacı varsa ve şirketin büyümesi gerekli ise halka açılmalıdır

TEKBAŞ — Orada benim söyleyebileceğim şudur: Halka açılma dünyanın her yerinde kolay bir olay değildir. Amerika'daki formaliteler Türkiye'de-

kinden çok daha karmaşıktır, çok daha zahmetlidir ve uzun zaman alır. Bütün mesele buraya şirket sahiplerinin, yani ortakların kendilerini değerlendirme yapması gerekir. Eğer gerçekten fon ihtiyacı varsa ve büyümesi gerekiyorsa, -ki Türk şirketlerinin en önemli sorunu fon bulmak ve büyümek - o zaman en makul yol halka açılmaktır. Doğal olarak halka açılmanın getireceği birtakım yükler vardır. O da ilgili mevzuata tabi olmak ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun denetimi altına girmektir. Bazı firmalar bundan çekiniyorlar.

GÖNENLİ — Şu anda pazarı düşük buluyorlar.

TEKBAŞ — Fiyatın kısmen etkisi olabilir. Bu bir anlık bir olay değildir hazırlanmak gerekir. Kendi içinde hazırlanacak, bir yatırım kuruluşu bulacak; banka veya aracı kuruluş.

CANEVİ — Son iki senedir sermaye piyasasında açıkça görülen, bir küçülme olayı var.

DEMİRBILEK — Bu konuda biz bir kriz yaşadık. Borsa'da talebin canlı olmadığı dönemlerde şirketler halka açılmıyorlar. Talebin canlı olduğu dönemlerde büyük açılma oldu. 1993 canlılığı ile birlikte şirketlerde halka açılmaya ilgi başladı. Sayın Tekbaş'a katılıyorum. Şu konu çok önemli. Halka açılmanın kolaylaştırılması değil, halka açılmanın teşvik edilmesi, ancak kamuyu aydınlatmaya önem verilmesi gerekiyor. Önemli olan sermaye piyasasının alt yapısı tamamlandığı, bütün kurumlarıyla var olduğu zaman, çok iyi denetimden geçmiş, «underwriter» dediğimiz kuruluşlar tarafından incelenmiş, kamuyu aydınlatma ilkelerine göre bütün

normları oluşturulmuş, bağımsız denetimden geçmiş şirketlerin doğru fiyatlarla ve doğru zamanda halka açılmasıdır. Bugün bir izin mekanizması yok. Tamamen bir kayda alma sistemi var. Üzerinde durduğumuz konulardan birisi tam underwriting olayı idi. Şirketler bu ortam içinde rahatlıkla halka açılabilirler, ama sağlam gerekçelere dayanmak zorundadırlar. Halka açılmış şirketlerin sermaye artırımları konusunda da aynı problemle karşı karşıyayız.

TEKBAŞ — Bu tabii şirket açısından değil de, yatırımcı, tasarruf sahibi açısından bir güvence oluyor.

GÖNENLİ — Güven noktasına geçelim ama, halka açılmada bir başka nokta var. Bazı şirketlerimiz New York Borsası'nda falan hisselerini satmaya kalktılar. Basına böyle haberler yansıdı. Yani dış borsalara gitme meselesi. Bu konuda, bir de tabii bazı aracı kurumlar dış borsalardan yatırım yapma konusunda öncü yahut da yardımcı oluyorlar. Bu konuda bir iki görüş varsa alabilir miyim? Tartışma ortamı var da, bu enteresan bir konu çünkü.

CANEVİ — Ben böyle bir programı fiilen yürütmeye çalışan bir kuruluşu temsil ettiğim için, bu konuda bir iki laf etmek isterim şahsen. Ben inanyorum ki, Türkiye'deki bu son iki-üç senelik sermaye piyasasındaki durgunluk döneminde bazı şirketlerimizin, uluslararası standartta olduğuna inandığım bazı şirketlerimizin, bu boşluğu, Türkiye'deki piyasanın canlanmasını beklemeden Brüksel'de, Londra'da veya New York'da çok profesyonel bir finans kuruluşu aracılığı ile hisselerini

satma imkânı olduğuna inandığım için, son bir yıldır bu fikri satmaya çalıştım. Başarılı olduğumu söyleyemem. Ama bizim kanalımla değil belki, bir iki kanalla böyle bir yolu dencyen şirketlerimiz olmuştur. Bunun değişik yolları vardır. Aynı bizde olduğu gibi borsada hisse senedi ihracı şeklinde Amerika'da veya Avrupa'da birkaç tane dolaylı yollarını bulmuşlar. Bir banka araya giriyor, sizin kâğıtlarınızı garanti ediyor. Kendi kâğıdını sizin kâğıdınıza dayalı olarak pazarlıyor. Aynı şey ama, siz yeni bir isim, girmek istediğiniz piyasa yeni bir piyasa olduğu için, sizin önünüzde Amerika'da kalkan olarak bir banka görünüyor. Bunu bazı yabancı bankalar ve finans kuruluşları pazarlamaya çalıştılar. Bir iki tane örneği oldu. Fazla da üzerine gidilmedi ve zannediyorum oradaki kriz de böyle bir yaklaşımı etkiledi. Biz bugün, listemizdeki 4-5 tane Türk şirketine aynı teklifi yeniden götürüyoruz. Paris'te, Londra'da, Brüksel'de böyle bir işlemi yapabileceğimizi inanıyoruz.

GÖNENLİ — Buraya hemen bir noktayı da ilave edeyim, deminden beri konuşuyoruz, özelleştirmeyi de katar sak bunun için, yani kamu kuruluşlarını da dış piyasalara götürmeye çalışmıyor muyuz?

CANEVİ — Kaldı ki daha özelleştirmede bu yol denenmemiştir. Türkiye'nin önünde büyük imkânlar vardır ki, bir PTT örneği son zamanlarda biraz konuşulur gibi oldu, hepimiz «Ne zaman olacak?» diye heyecanlandık. PTT o kadar büyük bir portföy ki, iç piyasayı canlandırabileceği gibi, dış piyasada da Türkiye'nin ismini önemle taşıyabilecek bir kâğıttır.

GÖNENLİ — O konuda bizde de dışta ne gibi sorunlar görüyorsunuz? Yani bu konuda ne gibi adımlar atılmalı? Tabii kamu kuruluşlarının gidebilmesi için evvela kamu otoritesinin bu işi yapmaya niyetlenmesi lazım. Bir niyet izharı lazım. Aynı şekilde bizde özel şirketlerin de bir niyet izharı lazım. Özel şirketler, önderinde açık olan alternatiflerin bir kuruluş olarak kendilerine yansımına bakarlar. Güzel bir tablo çıkıyorsa giderler. Bir özel kuruluşu nasıl değerlendirebiliriz? Ne büyüklükte olması lazım? Ne olmak lazım? Bu konuda bir iki ipucu verir misiniz, Sayın Canevi? Yurt dışına adını atmak isteyen bir kuruluş neler yapmalı?

yurt dışına çıkmak isteyen bir şirketin, hesaplarının şeffaf ve tarafsız bir kuruluşça 3-4 yıldır denetlenmiş olması, fiyat/kazanç oranının ve sermaye rasyolarının uluslararası standartta olması, ayrıca da tüm ilgili mevzuatta bazı değişikliklerin yapılması gerekir

CANEVİ — Şimdi orada çok açık olmak lazım. Bir kere şirket hesaplarında şeffaflığın belli bir noktasına erişmiş olmak lazım. Bunun için de uluslararası bağımsız denetim kuruluşlarınca, son 3-4 senedir, uluslararası standartta denetim görmüş olmak lazım. Ek olarak yine de P/E Oranı (Fiyat/Kazanç Ora-

nı) dediğimiz oranların, sermaye rasyolarımızın uluslararası standartta olması lazım. Ben Türkiye'de böyle en az 10 şirket olduğuna inanıyorum. Grup değil, on tane tek tek şirket olduğuna inanıyorum. On diyorum, tabii daha çok olabilir. Bunların bu yola gitmelerini de şahsen tavsiye ve teşvik etmek istiyorum. Hatta öyle ki bu program eşanlı olarak da yapılabilir. Mesela, % 15 - % 20 oranında bir halka açılmanın % 10'unu içerde, % 5'ini dışarıda; veya % 5'i içerde, % 10'u dışarıda olarak bölünebiliriz. Böylece eşanlı olarak bu olayı pazarlayabiliyoruz. Hatta dışarıdakine biraz primli de satıyoruz. Çünkü döviz ve saire getirebileceği için. Yani bu yolun denenmesi lazım. Bunun için de zannediyorum bunun ters ayağı da mümkün. Dışarıdaki bir şirketin Türk Borsası'nda kote edilebilme imkânını da, yani bir IBM hisse senetlerinin İstanbul Borsası'nda satılması konusunun zannediyorum ön hazırlıkları yapılmıştır. Bu tür bir mevzuat değişikliği de getirilebilirse, o zaman işte entegrasyonu çift taraflı da yapmış oluyorsunuz. Bence bunlar önümüzdeki dönemde yapmamız gereken gelişmelerdir. Aslında ben sermaye piyasamızla, borsamızla ilgili mevzuatın ana hatlarının çok güzel çizildiği kanaatindeyim. Bunu bir kere daha söyledim. Yeni boyutlar kazandırmadan bunu bir kere hazmetmemiz lazım. Bunu bir konsolide etmemiz lazım. Ufak tefek ince ayar dediğimiz şeyler yapmamız lazım. Onlara da fırsat gelirse 3-4 madde halinde değineceğim.

DEMİRBİLEK — Bir ilave yapabilir miyim? Bunlar çok güzel fırsatlar tabii. Bahsedilen imkânlar sermaye piya-

samızdaki şirketler açısından hakikaten çok önemli. Burada ben iki konuya değinmek istiyorum. Borsamızın derinliğe kavuşması dediğimiz olay çok önemli. Unsurlardan bir tanesi bu. Bir de bağımsız olma ve şeffaflık dediğimiz olay var. Geçenlerde bir toplantıda da bahsettim. Aslında standartlar olarak meseleye yaklaştığımız zaman, bizim standartlarımız uluslararası standartlara çok yakın. Ancak, bunun hukuku gelişmiş. Yani bir şirket bilançosunda problem çıktığı zaman, bağımsız denetim kurumu bunu raporladığı veya raporlamadığı zaman, hâlâ bunun hangi prosedürü izleyeceği, ne tür yaptırımlarla karşılaşılacağı konusunda bilinç yok. Gerçek yatırımcılarımız gerekse yargılama hukukumuz yeterli düzeyde değil.

CANEVİ — Ticaret kanunumuzda, vergi kanunlarımızda ve icra iflas kanunumuzda paralel reformların, değişikliklerin yapılması lazım.

GÖNENLİ — Bu konuda bildiğiniz bir çalışma var mı?

TEKBAŞ — Ben 1988 yılında bunu önermiştim. O dönemde Sayın Canevi Hazine Müsteşarı idi. Sayın Yusuf Özal'ın başkanlığında böyle bir komisyon çalışması başladı. Sermaye Piyasası Kanunu, Türk Ticaret Kanunu, İcra İflas Kanunu ve Borçlar Kanunu'ndan bir tek Sermaye Piyasası Kanunu'nun yeniden ele alınması gerçekleşti. Diğerlerinin hepsi kaldı.

GÖNENLİ — Müsaade ederseniz burada bir nokta var. Bizde nedense Türk Ticaret Kanunu, İcra İflas Kanunu, Borçlar Kanunu gibi kanunlara dokunma konusunda büyük bir korku ve

telaş var. Sanki bunların bir tarafına dokunursanız dengeleri alt üst olacak, sonra içinden çıkılmayacak hatalar yapılacak diye hukukçularımız böyle bir katı tutum içindeler. Bunu yıkmamız da son derece zor olur. O kanunları büyük ölçüde Batı'dan almış olmamıza, Batı'daki bazı dengelerin de değişmiş olmasına rağmen bugün hâlâ biz aynı şeyleri savunuyoruz.

TEKBAŞ — Bazı ticaret hukukçularımız, ticaret kanununu dış meslektaşlarından daha iyi bildikleri ile öğünüyorlar. Onlar bile bazı değişiklikler yapmış, biz hâlâ orijinaline sahibiz.

CANEVİ — Aslında bu konu için ayrı bir toplantı yapılabilir.

TEKBAŞ — Kanunda getirilenlerle ilgili bir iki noktaya değinmek istiyorum. Bankaların sermaye piyasası içindeki konumlarında bir değişiklik oldu. Hisse senedi Borsa'da işlem gören bankalar eskiden tamamen Sermaye Piyasası Kanunu dışında kabul edilirdi. Şimdi belli durumlarda Sermaye Piyasası Kanunu'na tabiler. Tabii bunu bankaların Sermaye Piyasası Kurulu'nun denetimi altında olduğu anlamında almamak gerekir. Bankacılık konusunda denetim tamamen Hazine'nin ilgi alanına giren bir konu.

CANEVİ — Sayın Tekbaş bu konuda çok mücadele verdi.

TEKBAŞ — Yatırım fonu ve aracı kurum kurulmasında Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın yetkileri Sermaye Piyasası Kurulu'na geçti. Bunlar bir takım bürokratik formaliteler ama, kuruluşa izni Hazine, faaliyete geçmede izni Sermaye Piyasası Kurulu veriyor-

du. Altın ile ilgili önemli gelişmeler yer aldı. Bir altın borsası kurulması bu kanun ile ortaya çıktı.

GÖNENLİ — O önemli bir gelişme mi? Tasarruflarımız açısından ben önemli buluyorum bunu. Şu anda onun üzerinde bir hayli laf ediliyor. Biraz önce konuştuğumuz, Türkiye'deki genel yatırım ve tasarruf dengeleri açısından, altın borsası ne oluyor?

CANEVİ — O konunun yeteri kadar tartışıldığını zannetmiyorum. Onun için burada o konuya girsek çıkamayız. Aslında katlıyorum, tasarruf yönünden çok ağırlığı olan bir konudur. Ama bunun mobilize edilmesi açısından borsa nasıl bir araçtır? Bu konunun çok iyi tartışılması lazım. Zannediyorum önümüzdeki aylarda bu konuda İstanbul'da ilginç toplantılar düzenleniyor. Dünya çapında toplantılar düzenleniyor. Bana o konuda kültürümüz biraz daha artacakmış gibi geliyor.

TEKBAŞ — Bir de burada sermaye piyasasında suçlar ve güven ortamı var. Burada bir insider trading olayı sermaye piyasası mevzuatına girmiştir. Sermaye piyasası hukukumuzda manipülasyon, hile gibi birtakım kavramlar girmiştir. Tabii bunlar henüz uygulama imkânına kavuşmuş değildir. Bunu zaman gösterecek. Burada olaya hukukçuların yaklaşımı önem kazanacak. Ama burada önemli olan bir noktayı eklemek istiyorum. Sermaye piyasası ile ilgili güven meselesi veya mevzuat sadece Sermaye Piyasası Kanunu değildir. Türkiye'de henüz işletilmemiş olan bir Ceza Kanunu maddesi vardır. Yanılmıyorsa 358'inci maddedir. Bu 358'inci madde de Sermaye Piyasası Kanunu'

nun dışında olmasına rağmen sermaye piyasası ile ilgili birçok sorunu tek başına halledebilecek bir maddedir. Bir de arkasından gelen 359. madde vardır. Güven unsuruna dayalı birtakım konuları beraberinde getirmektedir. Herkes bütün sorunları Sermaye Piyasası Kurulu'nun çözmesini bekliyor. Aslında kendilerinin halledebileceği veya halletmesi gereken konular var. Burada önemli bir nokta da tabii basına düşen görevdir. Basının bu konuda bilgilendirilmesi gerekir. Çünkü bazı konularda basının bilerek veya bilmeyerek kamuoyunu yönlendirmesi söz konusudur.

GÖNENLİ — Ne yapsın basın mensupları? Bizim geçen seferki açık oturumumuzda, konunun içinde olmamıza rağmen, fiyat/kazanç oranlarını bile yüzde olarak çıkartmışız. Yani bu gibi konular bizim gözümüzden bile kaçıyor. Bunun gibi basında da birçok hata olabiliyor. Aslında birçok insan olayı bilmiyor. Tabii bunlar yavaş yavaş oturacak.

Biliyorsunuz Borsa'da şimdi tabana yayılıyor. Ama tabana yayılırken, bazı uç noktalarda bazı şirketlerimizde, hele belki bu kamudan yavaş yavaş özele geçen şirketlerde görmeye başlayacağız. İki özel grup, üç özel grup şirketin yönetimini ele geçirmek için büyük mücadeleyle giriyorlar. Bu mücadelenin tasarrufçu için olumlu yönleri var, olumsuz yönleri de olabilir. Sırasında kontrol öyle bir grubun eline geçebilir ki, ne yapacağı belli olmaz. Piyasada öyle isimler geçiyor ki, bunlardan biri böyle bir şirketi ele geçirse hâk ile yeksan eder. Dolayısıyla bu da işin bir menfi tarafıdır. Bu kontrol etme olayında en

son Rumeli Holding'in Çukurova Elektriği kontrol etme girişimi üzerine herkes bir şey söyledi. Hukukçu olmasak da bu olayların içindeyiz. Bu konuda sizler ne düşünüyorsunuz? Rumeli Holding'in temsil hakkını satın alma meselesi üzerinde.

CANEVİ — Zaten benim listemde de vardı. Vekâleten oy toplama konusu Sermaye Piyasası Kurulu tarafından bir ön incelemeye alınmış, bir düzenleme yapılması aşamasındayken bu olay patladı. Henüz düzenleme yapılmamıştı. Şahsen ben de hukukçu değilim. Ama bu tür olayların bir yerde te-amüle göre düzenlenmesi lazım. Şu anda düzenleme olmadığı için nasıl bir reaksiyon göstereceğimi açıkçası ben de bilmiyorum.

sermaye piyasasında şirket ele geçirme döneminin gündeme gelmiş olması, canlanmanın belirtisidir; ancak, gerekli normlar şu anda Türkiye'de olmadığı için vekâleten oy kullanma konusu ortadadır; yasa buna imkân sağlamış olmakla beraber ilgili tebliğin çıkarılmasında çok geç kalınmıştır

DEMİRBİLEK — Meseleye bor-sacı gözüyle bakarsak; bu, sermaye piyasamız açısından çok önemli bir aşamadır. Yani demek ki şirket ele geçirmeleri dönemi gündeme gelmiştir. Sermaye piyasasında şirket ele geçirme dö-

nemine geldiğimize göre, şirketlerimizin bir kısmı % 51'in üzerinde halka açılma başarısını göstermiştir. Doğal olarak şirket ele geçirmeleri, halka açılan şirketlerin çekirdek ortaklarının kontrol yükümlülüklerini birlikte getiriyor. Bu, sermaye piyasamızda canlılık demektir. Ortakların şirket hisselerine sahip çıkması demektir. Ancak, şirketlerde vekâleten oy kullanmaya ilişkin mevcut tartışmalara ben de aynı nedenlerle giremem. Bunun Batı'da normları var. O normlar şu anda Türkiye'de yok. Sermaye piyasamızda yaşadığımız sorunlar zaman içinde çözülecektir diye düşünürüm. Insider trading ile ilgili ilk tartışmaları hatırlarsanız, Türkiye'de çok faydalı bir fonksiyon olduğu, Borsa'nın gelişmesine katkıda bulunduğu söylenmişti. Bu olay biraz da ona benziyor. Her konu başlangıçta düzenlenmemiş olabilir. Ancak, belli önem noktasına geldiğimizde, en gelişmiş biçimiyle uygulaması yapılacaktır.

TEKBAŞ — Yeni kanun vekâleten oy kullanmaya imkân sağladı. Bir yıllık bir süre içerisinde ilgili tebliğin çıkarılması gerekirdi. Madem kanuna bu vekâleten oy kullanma olayı girmiş, bunun düzenlenmesi lâzımdı. Bunun gibi kanunda getirilmiş olup henüz tebliğleri çıkarılmamış çok konu var. İkinci olay, yaşanan bu durum sermaye piyasasının geliştiğini gösteriyor. Aslında sevindirici bir olay. Yalnız beni burada düşündürən şudur: Ortaya oy karşılığı bir para girmiştir. Paraya karşı değilim. Bir düzenleme olmadığı için bunun bir bedel karşılığı olup olmayacağı ortada değildi. Daha önemlisi bu grup eğer bu şirketin yönetimine talipse ortaklarına, oylarını topladığı kişilere, yönetime gel-

diği zaman ne yapacağını söylemesi gerekirdi. Bence eksik budur. «Ben yönetime geldiğimde şunu, şunu yapacağım.» diyebilmeliydi. Oyunu veren de bunu sorabilmeliydi. Burada sistemdeki bir eksiklik de şu...

GÖNENLİ — O onu demiyor. «Bana ötesini sorma 200 lira.» diyor.

TEKBAŞ — Sistemdeki eksiklik tir. Bu, düzenlenme olmamasından kaynaklanmaktadır.

GÖNENLİ — Ama bu yapılamaz hükümünü zannedersen burada bizler kabul etmiyoruz. Aslında bu böyle değil. Ya değer arttığı zaman ne oluyor? İki grup birbirine girdiği zaman kâğıdın değeri yukarı doğru gitmeye başlıyor. O zaman ne diyeceğiz? Ona kimse ses çıkarmıyor.

CANEVİ — Aslında teorik olarak halka açık fakat Borsa'da alışveriş konusu olmayan pek çok anonim şirket bu şekilde yönetiliyor. % 15 - % 20 hisseye sahip olan kişiler diğerlerinden vekâletli toplayıp o şirketleri yönetiyorlar. Bir sürü şirket var Türkiye'de böyle. Buna kimse hayır demedi, bugüne kadar. Bu şirketin özelliği Borsa'da alışveriş gördüğü için, çarşaf çarşaf gazetelerde ilan verildiği için herkes üzerine gitti. «Yasaktır, olur mu böyle şey.» dedi. Onun için buradaki düzenleme boşluğu çok açık bir şekilde ortaya çıktı.

GÖNENLİ — Burada fiyat telafuz edilmesi hukukçular tarafından son derece ters bir şekilde değiştirildi. Ben bu konuya hukukçu gözü ile değil de finansçı gözü ile bakıp bir türlü anlam biçemedim.

TEKBAŞ — Hukuki olarak değil de ahlaki açıdan değerlendiriyorum. Hukuki bir boşluk varsa o ayrı bir olay. Konunun ahlaki yönü var. Ama daha öncelisi şudur: Bu şirket bir grubun eline geçtikten sonra, bu şirkete ait hisse senetlerinin Borsa'da değeri düşmüştür. Sermaye Piyasası Kanunu'nu hazırlama safhasında ilgili konuyu çok tartışmıştık. Sonradan çıkarıldı. Batı'da bu şekilde el değiştirmede yaygın olan uygulama, şirketi ele geçiren grup bu hisseyi kaç liradan aldı ise, diğer ortaklardan da bir süre için o fiyata almak zorundadır. Yakın bir tarihe kadar Türkiye'de bu şekilde el değiştirmeler olmadığı için, ileride de olmayabilir görüşünden hareket edilerek, bu uygulama kanunun son şeklinde yer almadı. İşaret etmek istediğim bir nokta da, sermaye piyasası olayı sadece kanunun çıkarılması olayı değildir. Önemli olan uygulamadır. Bu arada kanunda öngörülmüş, ancak henüz tebliğleri çıkmamış olan çok sayıda konu da mevcuttur.

CANEVİ — Bu bağlamda madem ki burada bir boşluk var dedik, benim bir iki tane daha boşluk tespitim var. Bunlar detay olsa bile bu boşluk konusuna değineceğim. Şimdi tam sırası.

GÖNENLİ — Şirketlerde vekâletle oy kullanma ve yönetimi ele geçirme konusunda düzenlemeye ihtiyaç olduğu anlaşılıyor. Buyurun Sayın Cancvi, sizi dinleyelim. Dilerseniz artık son sözlerimizi söyleyelim ve toplantıyı böylece bağlayalım.

CANEVİ — Vekâletle oy kullanma konusu dedik. Açığa satış işlemleri düzenlenmekte. Bugün çok güncel bir

konudur. Kanuna girmiştir ama düzenleme henüz yapılmamıştır. Kredili menkul alım satımı bugün fiilen yapılmaktadır, kanunda vardır ama düzenleme yoktur. Hâlâ repo işlemleri nasıl bir zaman «de facto» yapılıyorsa bu da öyle yapılıyor. Bir de piyasanın gözetim sisteminin (supervision) hatta kuruluşların kendi kendini gözetlediği bir sistemle birlikte, sermaye piyasasının da ayrıca bir gözetim sisteminin oluşturulması lazım. Dediğim gibi «fine tuning», yani ince ayarlamalar bunlar.

fon yöneticilerinin yurt dışında düzenledikleri toplantılarda % 50 temettü dağıtma koşulu eleştirilmektedir; diğer bir sorun, türkiye'deki aşırı enflasyon yüzünden şirketlerin sürekli olarak sermaye artışına gitmek zorunda kalmalarıdır

Bir konu daha var. Bu, tartışmaya açık olabilir. Burada tartışma açmak için söylemiyorum. Burada sadece not edelim. Ben geçen hafta yurt dışındaydım. Türkiye ile ilgili yon yöneticileri ile toplantılarım oldu. Bana en çok ortaya attıkları konu, sermaye piyasasını kurarken getirdiğimiz % 50 temettü dağıtım şartını her gittiğim toplantıda tenkit ettiler. Dediler ki; «Bu yüzden biz fon kurduğumuz zaman fonun bünyesine aldığımız senetleri hep imalat ve sanayi sektöründen değil, hizmet ve dağıtım sektöründen seçiyoruz. Çünkü neden? İmalat ve sanayi sektöründe yatırı-

rım ihtiyacı devamlı doğuyor. Halbuki diğerlerinde yatırım ihtiyacı yok. % 50 kâr dağıtma mecburiyeti getirdiğiniz için diğer şirketler bize cazip gelmiyor.» Onların değeri, fiyat/kazanç oranı (P/E) daima düşük kalıyor. Bence bu konuyu yeniden gündeme getirip, çok iyi niyetle konulmuş bir maddedir çünkü, tekrar düzenlememiz lazım.

TEKBAŞ — Oradaki sorunlardan biri de, Türkiye'deki aşırı enflasyondan dolayı şirketlerin sürekli sermaye artışına gitmeleri, yabancı yatırımcıları zor durumda bırakıyor. Türkiye'ye ayırdığı belli bir fon var. Eğer bedelli arttırıma katılmaz ise, hakkını kaybedecektir. Onun için sürekli olarak bir hisseyi satıp likidite sağlayarak sermaye arttırımına katılma yoluna gidcektir.

CANEVİ — Orada eski sisteme dönmek lazım.

DEMİRBİLEK — Şunu söyleyebilirim. Bir defa Sayın Canevi çok güzel tespit etmişler. Ben geçenlerde bir toplantıda Sermaye Piyasası Kurulu'nun hazırlığını yaptığı konuların listesini gördüm. Orada eksik olduğu söylenen tebliğlerin sayısı 20'yi aşıyordu. Ama bir öncelikler meselesi var. Hakikaten bugün kurumsal yatırımcılara ilişkin düzenlemelerin devamının olması lâzım. Ama bunun dışında piyasanın mevzuatın önünde olduğu konular var. «Margin Trading» (Kâr Marjı Ticareti), «Short Selling» (Açığa Satış) dediğimiz olayların düzenlenmesi lâzım. Gözetim olayı çok önemli. Sermaye piyasası güvene dayanır. Piyasada iyi bir gözetim sisteminin olması, piyasada güvenin tesisi için zorunlu. Gözetim otomasyona da çok bağlı bir olay. Otomasyon ile gö-

zetimin yan yana olması şart. Sayın Tekbaş reformları sayarken, bir konuyu eksik bıraktı. Bence reformların en önemlisi sermaye piyasası faaliyetleri esasına göre kanunun çıkmış olması. Bugün portföy yatırımı dönemindeyiz.

TEKBAŞ — Kurum bazında düzenleme yerine faaliyet bazında düzenlemeye geçme.

DEMİRBİLEK — Portföy yönetimi dönemi başladı. Tabii bu portföy yönetimi sadece yatırım fonlarının yönetimi, yani kolektif portföy yönetimi değil, bireysel portföy yönetimlerini de içeriyor. Standartların oluşması gerekiyor güven açısından. Gözetim sisteminin çok kuvvetli olması lazım. Piyasa olarak biz bunu istiyoruz. % 50 temettü konusuna gelince... Şirketlerimiz halka açıklık oranı arttıkça temettü dağıtma isteklerinin olması gerekir. Zorlama ile değil. Şunu söyleyebilirim. % 50 temettü dağıtma zorunluluğunun devamında fayda vardır. Son bir araştırmada gördük ki şirketlerin büyük bölümü bedelli sermaye artırımı yolu ile temettüyü geri aldığı gibi yatırımcıdan ilave kaynak talep ediyor. Bununla birlikte, % 50 zorunluluk olmasına rağmen, % 50'nin üstünde temettü dağıtan, yani bunu bir zorlama olmadan yapan şirketler var. Borsamızda şu anda fiyat/kazanç oranları çok önemli. Temettü verimliliği çok önemli. Borsamızın derinlik kazandığı bu dönemde yatırımcı önce bu verime bakıyor. Ancak, zaman içerisinde ben de bu zorunluluğun kalkmasına katılıyorum. Belki de henüz zamanı gelmedi diye düşünüyorum. Bundan daha önemlisi sermaye artırımları. Yabancıların en çok üzerinde durdukları

konu da bu. Biz bir enflasyon ortamı içerisindeyiz. Doğal olarak sermayeler aşınıyor. Ama bunu bir alışkanlık haline getirip, temettüü geri alma aracı olarak kullanırsak, sıkıntı doğacağı aşık.

GÖNENLİ — Lütfen son sözlerimizi söyleyelim. Buyurun Sayın Tekbaş.

TEKBAŞ — Galiba konudan biraz uzaklaştık. Sermaye piyasasının mevcut durumunu, niye yükseldiği konularını bir kenara bıraktık. Şu var. Sermaye piyasasında öğrenme dönemi sona erdi. Belli bir gelişme gözlemledik. Haraketler daha sağlıklı. Ancak, Sayın Demirbilek'in işaret ettiği bir nokta var. Birçok şirket ortağına % 50 temettü vermiş ama, kat kat fazlasını sermaye artırımı yoluyla geri almış. Bizim patronlarımız – ki şirketlerimizin hepsi patron şirkettir, istisnaları çok azdır; patron banka olabilir, bir grup veya aile olabilir, ya da kamudur – hâlâ sermaye piyasasına çoğunlukla inanmıyorlar. İşte bu, verdiğinden daha fazlasını geri alma da sermaye piyasasına inanmamaktan kaynaklanıyor. Tasarruf sahibine güven vermiyorlar. Güven veren şirketlerin fiyatı kendiliğinden çıkıyor. Başarılı yönetimle çıkıyor, veya o inancı ve güveni kamuoyuna vermekle çıkıyor.

Finans literatüründe firma yönetiminin amacı, şirket hisse senedinin piyasa değerini maksimum kılmak olarak geçer. Yöneticilerin başarıları böyle ölçülür. Bu nedenle bütün kararlarında hisse senedinin değerini düşürmemeye gayret ederler. Bizde ise maalesef hisse senedinin değerinin yükselmesini isteyenler azınlıktadır.

Başarılı şirketlerde P/E oranı yüksektir, öbürlerinde düşüktür. Bir grubun veya patronun yaklaşımını yatırımcı değerlendiriyor. Ayrıca, bu P/E oranlarını da biz Türkiye'de genelde yanlış hesaplıyoruz. P/E oranı bir ay öncesine kadar 1991 yılının kârından hesaplanıyordu. Şimdi 1992 yılı faaliyet sonuçları ortaya çıktığı için 1992 yılı kârından hesaplanıyor. Aslında gelecek yılın kârı ile, yani 1993 yılının beklenen kârı ile hesaplanması lazım. Bu şekilde bakınca, 1992 yılı sonunda P/E 4-5 civarında idi. O nedenle Borsa'nın yükselmesi gerekiyordu. Nitekim fiyatlar da yükseldi.

GÖNENLİ — Ben o soruyu sorarak bu işi noktalamam. Ne diyorsunuz? Borsa yükselme trendini devam ettirecek mi? 1993 senesi içerisinde ulaşacağımız maksimum değer ne olacak? O rakamı söyleyebilir misiniz?

TEKBAŞ — Böyle bir rakamı kimse söyleyemez. Ben hiç söyleyemem. Ama şunu söyleyeyim. Biraz önce de ifade etmiştim, aramızda konuşurken, 1990 yılında Körfez krizi öncesinde Borsa kapitalizasyonu 28 milyar dolar idi. O tarihte Borsa'daki şirket sayısı 100'ü ancak geçmiş idi. Bugün çok yeni ve büyük kuruluşlar Borsa'ya gelmesince rağmen Borsa kapitalizasyonu yaklaşık 17 milyar dolardır. 1992 yılı sonunda 10 milyar doların altında idi. Hâlâ yer müsaittir. Ancak, bunun bir sınırı var. Her şeyden önce bunu Türk ekonomisi belirler. Ekonomideki istikrar, faiz oranları belirler. Bu yıl şirketlerin kârı ne olacaktır? Bu yıl ekonomi nasıl bir büyüme hızına gidecektir? Politika da bir belirsizlik var mı? Ekonomide darboğazlar var mı? Yaz ayları düşük

enflasyonla geçtikten sonra kamu zararları başlayacak mı? Eylül 1993'de Türkiye'de neler olabilir?

CANEVİ — O zaman bu sözünüzü bir rakamla noktalayayım; mukayeseli olarak. Borsa kapitalizasyonu dedik. Şimdi önümden bir tablo var. Tüm «Emerging Market» dediğimiz ülkelerin 1988-1989 kapitalizasyon rakamı GNP'lerine oranla % 20'dir. Gelişmiş ülkelerin borsa kapitalizasyonu % 65'tir. Yani üç misli daha fazla. Biraz daha mesafe var denildi ya, aslında üç misli daha büyüyebiliriz kapitalizasyon açısından. O bakımdan yeni şirketlerin de Borsa'ya girmesini teşvik edelim.

GÖNENLİ — Buyurun Sayın Demirebilek. Sizden bir mesaj var mı?

DEMİRBİLEK — 1992 yılı sonunda 1993 yılı için mesaj verirken tabii hep bu kurumsal yatırımcılar konusundaki gelişmeleri birinci plana almıştık. «1993, Borsa yılı olacak.» demiştik. Yıl bitmediğine göre bu devam ediyor demektir.

GÖNENLİ — Yalnız burada katıldığım bir olay var. Bir yandan tabii ekonominin genel dengeleri önemli ama, bir de sermaye piyasasının etkilerini çok iyi hesap etmemiz gerekir. Yani buna ilişkin karar üreten her kesimin, sermaye piyasasına çok dikkatli yaklaşmaları halinde, pek çok sorunumuzun da çaresinin bulunacağına inanıyorum. Bu arada 1993 yılı da devam ediyor. Toplantıya katıldığınız için hepimize teşekkürler.

Dergi'nin Notu: Yukarıda sunulan «Açık Oturum», 29 Nisan 1993 tarihinde yapılmıştır.

Sermaye, Garanti'dir:

2 Trilyon

(Tamamı ödenmiş)

1992'yi verimli bir çalışmayla tamamlayan Garanti, bu zorlu yılda, 1 trilyonun üzerinde kara ulaştı. Garanti hissedarları, bu kara'nın çok önemli bir bölümünü yine kendi bankalarına yatırmayı seçtiler: Garanti Bankası'nın (tamamı ödenmiş sermayesi, yüzde 62'lik artışla, 1,1 trilyondan 2 trilyona yükseldi!)

Sermaye yeterlilik kriterleri, hep uluslararası standartların üstünde bulunan Garanti Bankası, şimdi daha da güçlü bir yapıyla, önemli avantajlar sağlıyor:

- Sektör açısından: Daha geniş hacimde iş yapabileceği, ekonomiye daha büyük katkı.
- Müşteriler açısından: Daha büyük güven, daha yüksek hizmet kalitesi, daha çok olanak.
- Çalışanlar açısından: Daha sağlam ve daha fevrik edici bir ortam.

Garanti Bankası'nı siz de yakından tanımalısınız: Bankacılık sektörü için "hedef" sayılan noktaları, Garanti için "sonuç" olduğunu göreceksiniz:

16 Mart 1993 tarihindeki Olağan Genel Kurul Toplantısı'nda alınan karar gereği...



GARANTİ BANKASI

AKSIGORTA

EMEKLİLİK SİGORTASI İLE DE
FARKLIDIR...

akhayat Emeklilik Sigortası

AKHAYAT EMEKLİLİK SİGORTASI SİZE ŞU İMKANLARI SAĞLIYOR:

1 Sigorta süresi sonunda seçime bağlı olarak: EMEKLİLİK İKRAMİYESİ veya EMEKLİLİK AYLIĞI.

2 Ecel veya kaza ile vefat halinde varislere TOPLU ÖDEME.

AKHAYAT EMEKLİLİK SİGORTASI NEDEN FARKLIDIR?

- I. Çifte güvencelidir.
Sabancı Holding güvencesi
Sağlam yatırım güvencesi
- II. Kaynağı bilinen gelire göre % 95 kar paylıdır.
- III. Yalnız emeklilik sigortası değil, aynı zamanda HAYAT SİGORTASI'DIR.
Siz de; sigorta acentenizden herhangi bir emeklilik sigortası değil,

AKHAYAT EMEKLİLİK SİGORTASI POLİÇESİ isteyin.



AKSIGORTA bir H.Ö. SABANCI HOLDING kuruluşudur.

Sermaye Piyasası

Doç. Dr. MEHMET BOLAK

BORSA konusunda yapılan tahminlerin yanılma olasılığının ne kadar yüksek olduğu, hatta beklenenin tersinin gerçekleşme şansının daha fazla olduğu, bu ay yaşanan olaylarla bir kez daha ispatlanmıştır. Geçen ayki yazımızda, borsa indeksinin 5500-6000 puan arasında dalgalanma gösterebileceğini belirtmiş olmamıza karşın, Nisan ayında borsa tarihinin en büyük artışlarından biri yaşanmış, rekor üzerine rekorlar kırılmıştır. Siyasi hayatta yaşanan sürpriz gelişmeler ve politik belirsizlikler bile bu çıkışın hızını kesememiştir. Üç aylık bilançoların oldukça tatminkâr çıkmış olması, A tipi yatırım fonlarının kurulmaya başlanmış ve birçoğunun da müracaatının yapılmış olması, borsayı ateşleyen etkenler olmuştur. Öte yandan, yaklaşık 2.5 yıldır borsanın oldukça durgun bir seyir izlemiş olması ve yatırımcıların gözünde indeksin bulunması gereken yerin şimdiki çok üzerinde olması, yabancı yatırımcıların da son zamanlarda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na ilgilerinin yeniden yoğunlaşması, bir ay önce kimsenin tahmin edemeyeceği gelişmelerin yaşanmasına yardımcı olmuştur.

1 Nisan günü 6000 barajının aşıldığı borsada, 7 Nisan günü 834 milyar 162 milyon lira ile işlem hacmi rekoru kırılmış, bu rekorun ömrü iki gün sürmüştü ve 9 Nisan günü 910 milyar 903 milyon lira ile bu rekor yenilenmiştir. Yeni rekorun ömrü de 4 gün olmuş (iki seans) ve «13 Nisan 1993, Salı» günü 1 trilyon 289 milyar 68 milyon lira ile, işlem hacminde ilk defa trilyon barajının üzerine çıkmıştır. Bu arada 7000 indeks değerinin kuvvetli bir direnç oluşturacağı ve uzun süre bu barajın aşılamayacağı sanılırken, «16 Nisan 1993, Cuma» günü 400 puana yakın bir sıçramayla borsa indeksi 7341.37 puana yükselmiş, yatırımcılarda 10.000'lere doğru yolun açıldığı inancı uyanmıştır.

Bu büyük sıçramanın yaşandığı günün ertesinde, «17 Nisan 1993, Cumartesi»

günü Türkiye çok bir haberle sarsılmış, Cumhurbaşkanı Sayın Turgut Özal'ın ani vefatı yurt çapında derin bir üzüntüye yol açarken siyasi ortamı da bir hayli karıştırmış, kimin cumhurbaşkanı, kimin başbakan olacağı, koalisyonun devam edip etmeyeceği, erken seçim olup olmayacağı gibi konular Türkiye'nin gündeminde ön plana çıkmıştır.

Yaşanan bu çok gelişme ve gündem değişikliğinin borsa üzerindeki olumsuz etkisi beklenenden de şiddetli olmuş, 19 Nisan Pazartesi seansında borsa indeksi 767.23 puan gerileyerek 6574.14'e düşmüştür. Bu düşüş borsa indeksinin tarihinde yaşadığı en büyük «günlük düşüş»ü oluşturmuştur. Ertesi günkü seansta panik halindeki satışlarda düşüş devam etmiş, borsa indeksi 6000 puan civarına kadar gerilemiş, ancak seansın ortalarından itibaren yavaş yavaş alım taleplerinin gelmeye başlaması olayı tam tersine çevirmiş, bu sefer çok hızlı bir yükselişle indeks 1 saatten kısa bir süre içinde 600 puan yükselerek 6609.25'e ulaşmıştır. Takibeden günlerde indeks sürekli olarak yükselmeye devam etmiş, ayın son günlerinde 8000 puanı zorlamış, seans içinde bu değer in üzerine çıkmış, ancak 30 Nisan Cuma kapanış fiyatları itibariyle 7821.47 puanda kalmıştır. Yukarıda da değ inildiği gibi, yayınlanan 3 aylık bilançoların beklenenden iyi çıkması, ayın son günlerindeki hızlı tırmanışın en önemli nedeni olmuştur.

Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi İndeksi'ndeki artış oranı, borsanın genel performansından da yüksek olmuş, «30 Nisan 1993, Cuma» günü kapanış fiyatları itibariyle indeksteki aylık artış oranı % 51.60 olarak gerçekleşmiş, derginin indeksi 20.399.46 puana yükselmiştir. İndeks kapsamındaki hisselerden 4'ü ay içinde % 100'ün üzerinde kazanç sağlamış, Ege Gübre % 140.00, Yaşas % 116.95, Otosan % 114.81, Koç Holding % 112.59 prim yapmışlardır. Bunların dışında, % 80'in üzerinde prim yapan hisseler de Teletaş (% 97.87), Gübre Fabrikaları (% 95.40), Bağfaş (% 86.05), Ege Bira (% 82.93) ve Çelik Halat (% 81.44) şeklinde sıralanmışlardır. Brisa (% 18.95), Olmuksa (% 16.13), Kordsa (% 8.33) ve Çukurova Elektrik (% 4.71) ayın değer kaybeden 4 hissesi olurken, Akçimento'nun Nisan ayı kapanış fiyatı Mart ayı ile aynı olmuştur.

Dergi kapsamında bulunmayıp borsa indeksi kapsamında bulunan hisseler arasında % 100'ün üzerinde verim sağlayan tek hisse Garanti Bankası (% 101.29) olmuş, Yapı Kredi Bankası (% 75.44), Tofaş Oto Fabrikaları (% 69.23), Akbank (% 68.75), Erciyas Bira (% 62.26), Doğusan (% 54.72), Çimentaş (% 54.35) ve Ege Endüstri (% 52.00) % 50'nin üzerinde verim sağlamışlardır. Köytaş (% 23.95), Tüpraş (% 3.23), Vestel (% 2.50) ve Petkim (% 1.64) ise yatırımcılarına kaybettiren hisseler olmuşlardır. Sık sık hatırlattığımız üzere, aylık verimlerin hesabında dağıtılan kâr paylarının dikkate alınmamasının ay içinde kâr payı dağıtımı yapan şirketlerin verimlerinin düşük hesaplanmasına yol açtığını bir kez daha belirtmekte yarar vardır.

Nisan ayı içinde yapılan sermaye artırımlarında; Döktaş % 13.33 oranında bedelli, % 20 oranında bedelsiz artırımla ödenmiş sermayesini 75 milyar liradan 100

milyar liraya; Ereğli Demir Çelik % 100 bedelli, % 100 bedelsiz artırımla 768 milyar liradan 2 trilyon 304 milyon liraya; Koç Holding % 17.86 bedelli, % 25 bedelsiz artırımla 700 milyar liradan 1 trilyon liraya; Koç Yatırım % 33.33 bedelli, % 33.33 bedelsiz artırımla 72 milyar liradan 120 milyar liraya; Peg Profilo % 3.45 bedelli % 40 bedelsiz artırımla 290 milyar 640 milyon liradan 416 milyar 945 milyon liraya; Tekstilbank % 14 bedelli, % 6 bedelsiz artırımla 100 milyar liradan 120 milyar liraya; T. Garanti Bankası da % 54.54 bedelli, % 27.27 bedelsiz artırımla 1 trilyon 100 milyon liradan 2 trilyon liraya yükseltmişlerdir. «Tablo 1»de Nisan ayı dahil olmak üzere yılbaşından beri gerçekleştirilmiş olan ve henüz gerçekleşmediği halde ilan edilmiş bulunan sermaye artırımları verilmiştir. Tabloda Ödenmiş Sermaye «Ö.S.» olarak, Yeni Sermaye «Yeni Ser.» olarak kısaltılmıştır. Şirket adlarının yanında iki parantez arasında yer alan tek yıldız, gerçekleşmiş sermaye artırımlarını göstermektedir; iki yıldız ise, rüçhan haklarının kullanılmış olup, bedelsizi üzerinden işlem görmekte olduğunu ifade etmektedir.

Ay içinde Marmaris Martı Otel'de kayıtlı sermaye sistemi kabul edilmiş ve kayıtlı sermaye tavanı 120 milyar lira olarak belirlenmiştir. Kayıtlı sermaye sistemini kabul eden üç şirkette de kayıtlı sermaye tavanları, Emek Sigorta'da 300 milyar, İktisat Finansal Kiralama'da 250 milyar, Medya Holding'de 1 trilyon lira olarak kararlaştırılmıştır. Bu arada Borsa Yönetim Kurulu'nun 31.3.1993 tarihli toplantısında alınan karara göre, Borsa Yönetmeliği'nin 11. maddesine istinaden, sağlıklı bir piyasanın oluşmaması nedeniyle 1.4.1993 tarihli seanstan itibaren Profilo Telra A.Ş.'nin hisse senedi pazarı sürekli olarak kapatılmıştır.

«Tablo 2»de, dergimizin analizleri kapsamına alınmış bulunan 100 şirket için 1992 yılı net kârları, bir önceki yıla karşılaştırmalı olarak verilmiştir. Söz konusu 100 şirket, bankalar ve Adana Çimento haricinde İMKB İndeksi kapsamındaki 70 şirketi ve bunlara ilaveten 30 şirketi içermektedir. Nisan ayı sonuna kadar 1992 yılı bilançolarını borsaya göndermemiş olan Koruma Tarım, Mensucat Santral, Rabak ve Santral Holding için «Veri Yok» kaydı düşülmüştür.

Tabloda verisi bulunan 96 şirketten 12 tanesinin 1992 yılını zararla kapattığı görülmektedir. Aynı şirketler arasında, 1991 yılını zararla kapatanların sayısı 14 olmuştur. «Tablo 3»de zarar eden şirketlerin dökümü verilmiştir.

TABLO 3
Zarar Eden Şirketler

Her İki Yılda Zarar		1991 Kâr - 1992 Zarar		1991 Zarar - 1992 Kâr	
Denizli Cam	Pimaş	Abana E.	Kav	Çeşme Alt.	Pınar Su
Makina Takım	Sifaş	Afyon Çim.	Maret	Ege Gübre	Pınar Un
Petkim	Tezsan	Doğusan	Uşak Ser.	Kütahya Por.	Tire Kutsan
				Metaş	Yünsa

TABLO 1: 1993 YILI SERMAYE ARTIRIMLARI (Milyar TL)

Şirket	Ö.S.1992	Bedelli	%	Bedelsiz	%	Yeni Ser.
Abana Elek. (*)	6.000	1.500	25	6.000	100	13.500
Afyon Çim. (**)	2.500	9.500	380	3.000	120	15.000
Akai Tekstil	115.920	34.776	30	17.388	15	168.084
Aksa	230.175	149.614	65	34.526	15	414.315
Alarko Hol. (*)	48.000	-	-	144.000	300	192.000
Alarko San.	25.000	37.750	151	12.250	49	75.000
Altinyıldız	60.000	-	-	29.910	49,85	89.910
Arçelik	540.000	216.000	40	108.000	20	864.000
Aygaz	199.247	34.338	17,23	66.415	33,33	300.000
Banvit	6.500	8.125	125	4.875	75	19.500
Bolu Çim.	171.852	127.171	74	27.496	16	326.519
Çukurova El. (*)	300.000	150.000	50	-	-	450.000
Demirbank (*)	300.000	180.000	60	20.000	6,66	500.000
Dİtaş Doğan (*)	4.920	5.412	110	3.690	75	14.022
Döklaş (*)	75.000	10.000	13,33	15.000	20	100.000
Duran Olset (*)	5.600	-	-	5.600	100	11.200
Eczacıbaşı Yal.	75.600	22.680	30	22.680	30	120.960
Edip İplik (**)	34.000	2.040	6	14.960	44	51.000
Ege Gübre (*)	36.000	-	-	18.000	50	54.000
Emek Sigorta	76.500	7.650	10	45.900	60	130.050
Erdemir (*)	768.000	768.000	100	768.000	100	2.304.000
Finansbank (*)	200.000	160.000	80	40.000	20	400.000
İntema (*)	10.800	10.800	100	10.800	100	32.400
İzdaş	675.000	-	-	222.750	33	897.750
İzocam	60.000	30.000	50	15.000	25	105.000
Kav (*)	39.000	7.800	20	15.600	40	62.400
Koç Hol. (*)	700.000	125.000	17,86	175.000	25	1.000.000
Koç Yat. (*)	72.000	24.000	33,33	24.000	33,33	120.000
Kütahta Por. (**)	4.800	19.200	400	24.000	500	48.000
Makina Takım	16.650	13.320	80	8.325	50	38.295
Marbank	100.000	100.000	100	-	-	200.000
Marshall	61.200	24.480	40	36.720	60	122.400
Niğde Çim (*)	500	-	-	8.000	1.600	8.500
Parsan	48.000	38.400	80	33.600	70	120.000
Peg Profilo (*)	290.640	10.050	3,45	116.256	40	416.946
Petrol Ofisi	504.000	252.000	50	100.800	20	856.800
Polylen	54.000	13.440	24,89	7.560	14	75.000
Sarkuysan	37.800	18.900	50	18.900	50	75.000
Sİfaş	100.000	35.000	35	15.000	15	150.000
Soksa	2.700	15.660	580	8.640	320	27.000
Sun Elek. (*)	5.520	5.520	100	5.520	100	16.560
Tam Sigorta	5.500	39.100	710,91	5.400	98,18	50.000
Tekstilbank (**)	100.000	14.000	14	6.000	6	120.000
Tezsan	40.000	60.000	150	8.000	20	108.000
Tire Kulsan	29.328	-	-	29.328	100	58.656
Tütünbank	300.000	84.000	28	36.000	12	420.000
T. Demir Döküm	150.000	50.000	33,33	50.000	33,33	250.000
T. Dişbank (*)	200.000	125.000	62,50	75.000	37,50	400.000
T. Garanti B. (*)	1.100.000	600.000	54,54	300.000	27,27	2.000.000
T. Siemens	63.000	-	-	63.000	100	126.000
T. S. K. B.	300.000	60.000	20	60.000	20	420.000
Vakıf Yatırım	5.000	5.000	100	-	-	10.000
Vestel	391.500	74.385	19	93.960	24	559.845
Y. K. B.	1.000.000	400.000	40	400.000	40	1.800.000

TABLE 2: ŞİRKETLERİN NET KÂRI (Milyon TL)

	1992	1991	KBO		1992	1991	KBO		1992	1991	KBO
Abana Elek.	-8.929	1.484	-7.017	Good-Year	79.925	50.587	0.580	Pelkim	-580.640	-382.589	-0.518
Afyon Çim.	-1.267	2.916	-1.434	Gorb.İşil	678	131	4.176	Petrokent T.	5	9.331	-0.999
Akal Teks.	124.623	17.054	6.308	Gübre Fab.	4.369	4.666	-0.064	Petrol Of.	546.913	277.192	0.973
Akçimento	87.500	48.795	0.793	Güney Bira	37.686	32.373	0.164	Pınar El	10.168	10.383	-0.021
Aksa	499.396	208.786	1.392	Hektaş	11.931	3.254	2.667	Pınar Su	102	-305	1.334
Alarko H.	51.574	14.596	2.533	İkt. Finans.	26.786	12.108	1.212	Pınar Süt	8.895	2.913	2.054
Alarko S.	31.222	22.389	0.395	İntema	1.969	2.067	-0.047	Pınar Un	2.392	-176	14.591
Anadolu C.	16.847	30	560.567	İzmir D.Ç.	52.437	16.305	2.216	Pınar	-7.937	-3.378	-1.350
Arçelik	588.565	367.714	0.601	İzocam	50.780	42.259	0.202	Rabak		Veri Yok	
Aselsan	61.686	33.293	0.853	Kartonsan	48.428	22.012	1.200	Sabah Yay.	38.454	19.069	1.017
Aygaz	178.841	95.002	0.882	Kav	-7.863	722	-11.891	Santral H.		Veri Yok	
Bağlaş	103.047	44.738	1.303	Kelebek M.	9.444	6.646	0.421	Sarkusan	70.100	42.054	0.667
Bekoleknik	232.327	185.273	0.254	Kent Gıda	17.902	17.246	0.038	Silaş	-36.398	-10.873	-2.348
Bolu Çim.	55.787	32.534	0.715	Kepez El.	59.806	12.769	3.684	Sun Elektro	5.129	2.408	1.130
Brisa	104.490	12.060	7.664	Koç Hol.	445.676	346.596	0.286	Teletaş	63.091	47.303	0.334
Çanak. Çim.	39.204	3.248	11.070	Koç Yat.	106.253	61.693	0.722	Tezsan	-49.632	-22.294	-1.226
Çelik Hal.	22.875	9.319	1.455	Konya Çim.	70.060	31.817	1.202	Tire Kut.	18.988	-597	32.806
Çeşme Alt.	6.299	-7.172	1.878	Kordsa	59.393	73.987	-0.197	Tof. Oto F.	919.863	148.065	5.213
Çimentaş	102.010	29.546	2.453	Koruma T.				Toprak K.	18.198	12.689	0.434
Çimsa	101.528	37.249	1.726	Köytaş	552.000	1.724	-0.680	Trakya Cam	156.224	24.413	5.399
Çukurova	514.857	202.004	1.549	Kütahya P.	13.166	-1.058	13.444	Turcas	157.335	63.258	1.487
Denizli C.	-1.252	-4.938	0.746	Makina T.	-11.406	-5.801	-0.966	Tüpraş	474.376	482.768	-0.017
Deva Hol.	1.955	13.489	-0.855	Mardin Çim.	86.119	38.682	1.226	T. Döktüm	152.111	79.465	0.914
Doğusan	-4.916	2.686	-2.830	Maret	-2.775	10.377	-1.267	T. Siemens	23.661	14.827	0.596
Döktaş	63.764	34.476	0.850	Marm. Martı	5.502	2.273	1.421	T. Şişe Cam	83.461	42.538	0.962
Ecz. İlaç	103.069	138.858	-0.258	Marshall	53.315	16.874	2.160	T. Tuborg	48.136	13.459	2.576
Ecz. Yat.	38.368	16.414	1.338	Mensucat S.				Uşak Ser.	-3.050	2.326	-2.311
Ege Bira	220.582	96.459	1.287	Melaş	36.391	-26.380	2.379	Ünye Çim.	37.972	14.689	1.585
Ege End.	20.395	5.716	2.568	Migros	40.933	11.205	2.653	Vakıf F.K.	50.718	35.544	0.427
Ege Gübre	16.971	-6.029	3.815	Nel Hol.	1.026	284	2.613	Vestel	13.794	57.456	-0.760
Enka Hol.	24.030	17.108	0.405	Niğde Çim.	18.605	1.641	10.338	Yasaş	24.434	4.374	4.586
Erc. Bira	105.001	62.923	0.669	Olmuksa	11.008	4.378	1.514	Yünsa	36.186	-13.156	3.751
Erdemir	693.214	762.738	-0.091	Otosan	221.932	100.254	1.214				
Gentaş	1.735	1.991	-0.129	Peg Prof.	58.146	50.369	0.154	Ortalama			1.577

«Tablo 2»nin son sütununda, Kârlardaki Büyüme Oranı (KBO) verilmiştir. Bu oranın hesaplanmasında değişik bir yol izlenmiş, aşağıdaki formül kullanılmıştır:

$$KBO = \frac{KAR_{92} - KAR_{91}}{KAR_{91}} \quad (I) \quad | : \text{Mutlak Değer}$$

Böyle bir formül uygulanmasıyla, herhangi bir yıl veya her iki yılda da zarar eden şirketler için de kârdaki büyüme oranı (KBO) hesaplanabilmektedir. Örneğin her iki yılda da zarar etmekte birlikte, 1992 yılında zararı azalan bir şirket için KBO değeri pozitif (örneğin Denizli Cam), zararı artan bir şirket için KBO değeri negatif (örneğin Makina Takım) çıkmaktadır. Öte yandan zarardan kâra geçen bir şirket için KBO değeri pozitif (örneğin Çeşme Altinyunus), kârdan zarara düşen bir şirket içinde KBO değeri negatif (örneğin Abana Elektromekanik) hesaplanmaktadır.

Bu şekilde hesaplanan KBO ortalaması 1.577 (% 157.7) bulunmuş, ancak ortalama hesabına, aşırı değerlere sahip olan Abana Elektromekanik, Anadolu Cam, Kav ve Tire Kutsan dahil edilmemişlerdir. KBO ortalamasının % 157.7 olarak hesaplanması, 1992 yılında şirketlerin kârlarını enflasyon oranının oldukça üstünde arttırabildiklerini göstermektedir. Yine tablodan anlaşıldığı üzere 23 şirketin kârı 1991 yılına göre gerilemiştir. 1991 yılını çok düşük bir kârla kapattığı için 1992 yılı performansı olağüstü gözükten Anadolu Cam ve geçen yılki zararını yüksek bir kâra dönüştüren Tire Kutsan dışında, önemli ölçüde kâr artışı sağlayan şirketlerin başında, Çanakkale Çimento (% 1107), Niğde Çimento (% 1033.8), Brisa (% 766.4), Akal Tekstil (% 630.8), Trakya Cam (% 539.9), Tofaş Oto Fabrikaları (% 521.3), Yasaş (% 458.6) ve Gorbun Işıl (% 417.6) gelmektedir. Yatırımcıların bu gelişmelere değer verdikleri ve sözkonusu hisselerin fiyatlarında önemli artışlar olduğu gözlenebilmektedir.

Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi Hisse Senedi Fiyat İndeksi (Ocak 1974 = 100)

AYLAR	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Ocak	202.78	297.38	493.05	1711.69	714.75	6793.38	8224.39	12953.90	10382.15
Şubat	207.73	325.71	658.37	1465.45	822.11	7402.13	10950.59	9572.27	14056.56
Mart	214.77	316.36	619.21	1351.48	923.62	6957.24	9793.56	11006.98	13455.69
Nisan	207.07	305.68	613.09	917.93	1009.89	7054.56	8814.38	10128.12	20399.46
Mayıs	209.20	304.85	833.54	1005.71	1334.72	8438.48	7932.99	9067.92	
Haziran	210.89	306.66	1050.91	924.97	1745.24	7573.16	8275.36	12297.79	
Temmuz	213.75	323.22	1709.16	927.28	1554.78	10664.47	7533.47	11754.44	
Ağustos	218.60	360.80	2290.94	816.29	1716.64	10166.14	7950.10	11314.53	
Eylül	226.70	394.62	2015.20	881.71	2673.32	10907.66	6913.80	10310.15	
Ekim	238.27	384.48	1548.75	734.01	3486.07	10596.87	6835.47	9077.97	
Kasım	258.90	406.68	1374.18	777.53	3241.70	6955.17	10214.39	9344.20	
Aralık	261.35	438.99	1202.28	722.21	4940.99	6750.24	11048.39	9744.28	

Sıra No.	Kuruluşun Adı	Kayıtlı Sermaye (Milyon TL)	Çıkarılmış (Ödenmiş) Sermaye (Milyon TL)	Taksim Yılı Kâr (Net)			Dağıtılan Kâr Payı (%)			Piyasa Fiyatı (TL)			
				1989 (Milyon TL)	1990 (Milyon TL)	1991 (Milyon TL)	1989 (Net)	1990 (Net)	1991 (Net)	Nisan 1992	Şubat 1993	Mart 1993	Nisan 1993
1	AKÇİMENTO	150.000	84.656,3	2.504	34.959	48.795	6,60	25	30	3.300	7.000	6.500	6.500
2	ANADOLU CAM	250.000	84.000	6.573	9.177	30	29	26	-	1.800	1.350	1.250	1.275
3	ARÇELİK	2.000.000	540.000	54.400	187.666	367.714	100	165	143,60	17.000	8.300	7.500	11.750
4	BAĞFAŞ	200.000	200.000	22.450	21.113	44.738	40	50	15	1.500	1.625	2.150	4.000
5	BOLU ÇİMENTO	300.000	171.852	9.954	12.185	32.534	37	56,80	41,70	2.200	1.750	1.750	1.800
6	BRISA	607.500	151.875	43.705	21.024	12.060	44	12	6	2.600	6.300	7.400	6.000
7	ÇELİK HALAT	135.000	43.200	7.786	15.959	9.319	70	60	20	2.750	4.650	4.850	8.800
8	ÇİMSA	200.000	56.160	12.172	16.415	37.433	44	20	32	7.700	12.500	11.750	12.750
9	ÇUKUROVA ELEKTRİK	1.500.000	450.000	136.460	123.636	202.004	250	120	80	5.800	9.000	8.500	8.100
10	DOKTAŞ	250.000	100.000	3.023	19.120	34.476	27	70	56	7.700	11.750	11.250	11.750
11	ECZACIBAŞI YATIRIM	250.000	75.600	2.043	8.315	16.414	45	50	50	7.900	5.500	4.150	6.200
12	EGE BİRACILIK	315.000	100.800	14.090	46.146	96.459	80	130	500	130.000	45.500	41.000	75.000
13	EGE GÜBRE	54.000	54.000	(1.257)	(2.758)	(6.029)	-	-	-	550	1.250	1.250	3.000
14	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	2.500.000	2.304.000	451.914	430.977	762.738	50	30	40	2.950	3.300	2.800	1.400
15	GOOD-YEAR	360.000	79.130	4.135	(32.095)	50.587	15	-	25	9.600	12.250	11.500	13.500
16	GÜBRE FABRİKALARI	240.000	120.000	134	10.515	4.664	-	-	-	925	810	870	1.700
17	GÜNEY BİRACILIK	100.000	50.400	3.816	13.564	31.500	35	75	240	44.000	21.500	17.500	26.000
18	HEKTAŞ	200.000	50.000	3.330	7.119	5.492	60,80	71	19,15	950	1.625	1.675	2.500
19	İZMİR DEMİR ÇELİK	1.000.000	675.000	(12.896)	(31.223)	(16.305)	-	-	-	650	550	560	790
20	İZOCAM	150.000	60.000	7.680	17.242	42.259	85	82,50	87,50	17.250	15.500	11.750	12.250
21	KARTONSAN	108.000	108.000	10.061	21.950	22.012	30	35	20	1.900	2.850	2.900	4.650
22	KAV	62.400	62.400	8.961	8.458	722	75	64	12	3.650	2.025	2.750	3.500
23	KOÇ HOLDİNG	1.000.000	1.000.000	90.511	139.062	346.596	110	32,60	53,50	18.500	9.750	10.500	15.750
24	KOÇ YATIRIM	400.000	120.000	16.530	26.219	61.683	60	60	100	16.000	25.500	22.500	18.000
25	KORDSA	300.000	151.875	34.822	39.345	73.987	45	21	25	4.750	2.300	2.400	2.200
26	KORUMA TARIM	200.000	33.412,5	2.020	3.699	3.628	20	35	7,47	1.250	1.000	970	1.050
27	MAKİNA TAKİM	50.000	16.650	2.487	1.038	(5.801)	100	17	-	750	520	450	640
28	MARSHALL	180.000	61.200	6.279	17.762	16.875	60	83	42	-	7.400	7.300	9.750
29	MIGROS	100.000	20.000	-	1.946	11.205	-	16	37,50	-	58.000	55.000	80.000
30	OLMUKSA	100.000	77.000	2.502	214	4.371	16	-	4	1.200	1.700	1.550	1.300
31	OTOSAN	500.000	110.000	41.880	101.989	100.254	60	95	90	10.000	25.500	27.000	56.000
32	PINAR SÜT	24.300	24.300	2.568	909	2.913	53,80	7,50	9,74	1.650	2.800	3.400	5.800
33	RABAK	225.000	45.000	323	3.727	(5.639)	15	20	-	950	490	440	460
34	SARKUYSAN	200.000	37.800	22.595	29.187	42.054	150	200	70	8.900	16.000	17.750	23.000
35	TELETAŞ	250.000	200.000	21.177	29.366	47.303	55	27	75	11.750	3.150	2.350	4.650
36	TÜRK DEMİR DOKUM	1.000.000	100.000	11.178	31.730	79.465	30	50	65	12.750	13.250	12.500	14.500
37	TÜRK SİEMENS	300.000	21.000	23.572	19.542	24.769	90	50	75	19.000	16.500	16.250	19.500
38	T. İŞ BANKASI -B-	-	83.000	24.238	181.611	477.147	37,74	46,47	74	6.300	8.800	7.600	8.600
39	TÜRKİYE İŞİ VE CAM	3.000.000	698.649,8	17.559	29.837	42.538	15	20	10	2.200	1.550	1.375	1.400
40	YASAŞ	81.000	81.000	2.676	3.788	4.374	23,82	17,66	13	1.900	1.575	1.475	3.200

24 NEM

Denim
by
ordenim®



ORTA ANADOLU
TİCARET ve SANAYİ İŞLETMESİ TA.Ş.

Yapı Kredi Plaza Büyükdere Cad. C. Blok Kat 11 80820 Levent-İstanbul
Tel: (1) 279 88 79 9 Hattı Telex: 26749 Orna Tr Fax: (1) 268 30 70

Fabrika: P.K. 31 Kayseri Tel: (35) 362680 Telex: 48540 Fax: (35) 362685

Görüşler

Doç. Dr. NEVZAT SAYGILIOĞLU

Dünya Ekonomisi (*)

Genel Bakış

«**D**ÜNYA Ekonomisi Perspektifleri» ile ilgili olarak IMF'nin geçtiğimiz Eylül ayında yayınladığı rapor, ekonomideki son gelişmeleri global çerçevede ele almaktadır. Rapor, dünya geneli ve ülke grupları irdelemektedir.

Rapora göre, dünya genelinde iki olumlu gelişme gözlenmektedir. Bunlardan ilki, dünya üretim artışının 1992 yılında % 1'den 1993 yılında % 3'e yükselmesidir. İkincisi ise, enflasyon oranlarındaki yeni düşüş ve dünya ticaret artışındaki hızlanmadır. Dünya ticaret hacmindeki artışın, 1991 yılında % 2,55 iken, 1993 yılında % 6,75'e ulaşması beklenmektedir.

Ancak, bazı gelişmeler ise olumlu değildir. İşsizlik oranı ve kullanılmayan kapasitede yakın gelecek için duyarlı bir düşüş olmayacaktır.

Uluslararası konjonktürün zayıflığı-

na rağmen, çok sayıda kalkınma yolundaki ülkede önemli ekonomik büyüme kaydedilmiştir. Bu ülkelerde, yapısal reform ve makroekonomik denge programları çerçevesinde dikkate değer gelişmeler sağlanmıştır.

Gelişmiş Ülkeler

Gelişmiş ülkeler; 80'li yılların başından beri, fiyat istikrarını sağlamak, yatırım ve tasarruf oranlarını yükseltmek, kamu açıklarını azaltmak, istihdam yaratma ve kaynak kullanımı ile ilgili engelleri ortadan kaldırmak hedefleri doğrultusunda ekonomik politikalarını koruma çabalarını sürdürmüşlerdir.

Ancak, buna rağmen bu ülkeler, hedeflerine ulaşmada farklı sonuçlar elde etmişlerdir.

(*) IMF «Bülten»den tercüme edilmiştir (Kasım 1992).

- Enflasyona karşı mücadelede, özellikle büyükler, son 10 yılda büyük gelişmeler sağlamışlardır. Ancak, İtalya, Almanya, Yunanistan, Portekiz gibi bazı ülkelerde enflasyonun daha da düşürülmesi gerektiği raporda vurgulanmıştır.

- Bazı gelişmiş ülkelerde bütçe açıkları açık bir şekilde düşürüldüğü halde, bazılarında aşırı düzeyde kalmıştır.

Raporda; ticari engellerin aşılması, tarım ve sanayiye verilen sübvansiyonların indirilmesi, özellikle işsizlik oranının yüksek olduğu ülkelerde çalışma hayatının işleyişinin iyileştirilmesi çabalarının artırılması zorunluluğu üzerinde durulmuştur.

- Gelişmiş ülkelerde finans piyasalarının liberalizasyonu alanında önemli gelişmeler sağlanmıştır. Ancak, aşırı borçlanma ve menkul kıymet fiyatlarındaki savunulamaz artış risklerini azaltmak için, ulusal otoritelerin pazar üzerindeki gözetleme fonksiyonlarını daha da güçlendirmeleri gerekmektedir.

Bu zorluklar özellikle 80'li yılların sonlarına doğru başlamıştır. Halbuki enflasyon oranları, 1982'den 1986 yılına önemli bir azalmaya girmiştir. 1988 ve 1989 yıllarında para politikalarındaki katılaşma, büyümenin duraklaması veya gerileme ile açıklanmıştır. Öyle ki, 1990 yılında % 2,5 olan büyüme hızı, 1991'de % 0,5'e düşmüştür. Büyüme hızı, 1992 yılı için % 1.75 ve 1993 yılı için % 3 olarak IMF tarafından öngörülmektedir.

Almanya'da birleşmeden doğan

açık, enflasyonist baskı yaratmış ve Avrupa'da faiz oranlarını yükseltmiştir. Kuzey Amerika ve Japonya'da ise ekonomik aktivitenin dürtüsü ile faiz oranları dikkate değer ölçüde düşmüştür.

Buna paralel olarak uzun vadeli yüksek reel faiz oranlarının devam etmesi ve tüketiciler ile işletmelerin inanç kaybı, bu ülkelerde aktivitelerin frenlenmesine neden olmuştur.

Bu gelişmeler doğrultusunda anılan ülkelerin büyüme hızları konusunda IMF tarafından tahminler yapılmaktadır.

- ABD'de faiz oranları, ödemeler dengesi, işletmelerin uluslararası rekabeti açısından bakıldığında; büyüme hızı, 1992 yılında % 2 ve 1993 yılında % 3 olarak öngörülmektedir.

- Avrupa Topluluğu için büyüme hızı tahminleri, 1992 yılı için % 1.5 ve 1993 yılı için de % 2.25'dir. Ancak, bu gelişleme 1992'de % 10'a ulaşan işsizlik oranındaki yükselme riskini dikkate almayı zorunlu kılmaktadır. Diğer taraftan özellikle emek piyasasında, kamu sübvansiyonları alanında ve diğer konularda çok sayıda engeller, «Büyük Tek Pazar» ve liberalizasyonun oluşmasını olumsuz yönde etkilemektedir.

- Japonya'da milli gelir büyüme hızı, 1992 yılında % 2 iken, 1993'de % 3.75 olarak tahmin edilmektedir. Rapora göre; hükümetin aldığı kararlar ve ekonomik faaliyetleri geliştirme yönündeki teşvikler orta vadeli bütçe hedeflerinin gerçekleştirilmesine engel değildir. Dolayısıyla orta vadeli perspektifle

yıllık % 3.5 büyüme hızı ile Japonya çok şeyler vadetmektedir.

Kalkınma Yolundaki Ülkeler

Kalkınma yolundaki ülkelerin 1992 ve 1993 yıllarında % 6.25 bir kalkınma hızı gerçekleştirmeleri gerekmektedir. Bu perspektifi bozan durum, Güney Afrika'yı kırıp geçiren kuraklıktır. Diğer kalkınma yolundaki ülkeler ise; temel ürün fiyatlarındaki zayıflığa ve dünya talebindeki cansızlığa rağmen, ABD ve Japonya'daki kısa dönemli faiz oranlarının düşüklüğü ve borç servisinin etkilerinden yararlanmışlardır. Diğer taraftan Orta Doğu'daki yeniden inşa, bu bölgenin ekono-

milerde yatırımcıların inançlarındaki önemli gelişmeleri görmek gerekir.

Eski Plânlı Ekonomiler

Eski SSCB ve Doğu Avrupa ülkelerinde günümüzde cereyan eden ekonomik değişimler sürecinin ilk safhaları, 1991 yılında üretimin düşüşü olarak ortaya çıkmıştır. «İhtiyatlı bir iyimserlikle bakılsa ve üretimdeki düşünün bu ülkelerin birkaçında sona erebileceği düşünülebilse» bile, 1992 yılında yeni düşüşler tahmin edilmektedir.

Güdümlü sistemin aşılması olgunun kaçınılmaz olarak düzen bozulduğuna yol açması ve bunun yerini pazar gücünün alması, eski Karşılıklı Ekonomik Yardım Konseyi (CAEM) ülkeleri arasındaki ticaret hacminin daralması, yatırım malları stokunda düşüş, işgücü ve finans piyasalarındaki katılıklar ve finansman konusundaki zorluklar üretim düşüşünün asıl nedenleri arasında yer almaktadır.

ABD cari işlemler açığı, savaş ve resesyon nedeniyle 1991'de ciddi bir şekilde artmıştır. Bu açığın 1992'de azalması, bu faktörlerin hissedilmesini önlemiştir. Japonya'nın dönem cari işlemler fazlalığı, 1991'de GSYİH'nin % 2,25'ini oluşturmuş olup bu oranın 1992'de % 3'e ulaşması hedeflenmektedir. Almanya'da cari işlemler fazlalığının yerini, birleşme sonucu üretimin ihracat yerine iç pazara yönelmesi nedeniyle cari işlem açığı almıştır.

Tüm gelişme yolundaki ülkelerin cari işlemler açığı, 1990 yılında 14 mil-

yar dolar iken, çok hızla artarak 1991'de 78 milyar dolar olmuştur. Bu rakamın, 1992 yılında 52 milyar dolara düşmesi ve 1993'de de hafif bir artışla 53 milyar dolar olması beklenmektedir. Yapılan değerlendirmelere göre; Doğu Avrupa ülkelerinin cari işlemler açığı, 1991'de 6,5 milyar dolara ve 1992'de de 3 milyar dolara düşecektir.

Bütün bunlar, 15 eski Sovyet ülkesinin dış ticareti konusunda başka aydınlatıcı bilgi vermediğini göstermektedir. «Dünya Ekonomisi Perspektifleri» konulu rapor; ilk tahminlere göre, cari işlemler açığının 1992'de 15 milyar dolar, 1993'de de 20 milyar dolar olacağını ve bu ülkelerin mali dış yardım konusunda değerlendirileceklerini dile getirmektedir.

Rapora göre; Doğu Avrupa ülkelerinde mülkiyet statüsü ile ilgili belirsizlik, etkili bir mali sistemin yokluğu, idarecilik ve finansman teknikleri alanında yetişmiş elemanın olmayışı, büyük ve orta boy işletmelerin özelleştirilmesinin yavaş ve ağır işleyişine ilişkin belirsizliklere bir çözüm bulmak için yapacak çok iş bulunmaktadır. Kaldı ki; eski SSCB'den ayrılan ülkelerdeki mevcut işletmeler hâlâ reformun ilk evrelerinde bulunmaktadır.

◆ Sevinçle üzüntü, aydınlıkla karanlık gibi arka arkaya gelirler.

Laurence Sterne

◆ Düşünmek kolaydır, yapmak zordur. Dünyada en güç olan şey de düşünülünü yapmaktır.

Goethe

Eski SSCB'den ayrılan ülkeler, fiyatların serbest bırakılması gibi önemli yapısal reformları seferber etmişlerdir; fakat kamu işletmeleri, ekonomik değişimlere elverişli bir ortam yaratma bakımından, katı bütçe engellerine ve piyasa kuralları olumsuzluklarına daha fazla tâbidir. Ayrıca Ruble alanı içinde etkili ve açık parasal ilişkilerin tanımı özellikle acil bir görevdir. Reform yolundaki ülkelerin gayretlerine, başarısızlık tehlikelerini sınırlandırmak ve geçiş maliyetini azaltmak için uluslararası topluluğun desteği «kaçınılmaz» olarak görülmektedir.

Görüşler

TURHAN ONUR

Dünya Çelik Sanayii Zor Durumda

1 1983-1984 çelik krizinde; Japonya teknolojisini 1960-1970'lerde geliştirmiş olduğu modern çelik fabrikaları ile normal ticari şartlarda kârlı çıkarken, ABD gönüllü ithalat kısıtlaması ve personel sayısını azaltarak, AT ise çelik sanayiinde üretimi bile merkezden yöneterek, işçi sayısını azaltarak ve ithalde miktar kısıtlamaları getirerek durumlarını koruyabildiler. Dünya, 1988-1989'da çelik piyasası ve sanayiinde göreceli bir iyileşme yaşadı. Ancak, Körfez krizi ile birlikte dünya çelik piyasasında yeniden bir talep daralması başladı. Gerçekte bunun tek sebebi Körfez krizi değildi. Diğer sebeplere kısaca değinelim:

Son 20 yıldır önce Güney Kore, daha sonra Tayvan, Güney Afrika, Brezilya, Hindistan, Meksika ve Türkiye; devlet desteği ile kurdukları genelde daha modern olan çelik sanayileriyle ABD, AT ve Japonya'ya rakip

olurken; teknolojik gelişmeler sonunda daha az yatırım, personel ve çevre sorunu ile «Mini Mil» tabir edilen elektrikli ark ocaklı küçük kapasiteli çelik tesisleri de entegre çelik tesisleri için ciddi rekabet ortamı yarattılar.

1991'den sonra Doğu bloku ülkelerinin serbest piyasa ekonomisine geçme gayretleri, öncelikle AT çelik sanayii için önemli sorun olmaya başladı. Çelik piyasasına ilave ürün süren bu yeni kaynaklara karşılık dünya çelik talebinde önemli bir artış sadece Kıta Çin'den gelmektedir. Kısacası dünya çelik talebi artmamaktadır.

1992'de bu ortamda ABD yeniden koruyucu tedbirlere başvururken, İtalyan devlet kuruluşu olan ILVA, Fransız devlet kuruluşu olan USINOR SACLOR, yeni özelleştirilen BRITISH STEEL ve Almanya'nın özel çelik fabrikaları önemli zararlara uğradılar. Ja-

pon çelik sanayii de 1992'de ilk defa zarardan kendini kurtaramadı ve Japon firmaları önemli üretim kısmına gittiler.

AT ham çelik üretiminde 1993'de 25-30 milyon ton azaltmaya giderken, çalışanlar sayısında da 100 bin civarında bir azaltma planlanmaktadır. Bu sayının yarısını oluşturan 50 bin işçi de Alman çelik sanayiindeki işinden olacaktır. İkinci Dünya Savaşı'ndan bu yana Almanya'da ilk defa işçi hareketlerine ve yürüyüşlerine şahit oluyoruz. Avrupa zor günlere gidiyor.

Çelik sanayii, AT ve üye ülke hükümetlerinde acil tedbirler istemektedir:

- AT, verimsiz oldukları için kapatılacak fabrikalara kapatılmalarında maddi destek sağlamalıdır.

- AT, işsiz kalan personelin maddi sıkıntılarını bir dereceye kadar karşılamalı ve onlara yeni iş imkânları yaratmak için gayret göstermelidir.

- AT ve üye ülke hükümetleri verimsiz çelik fabrikalarını suni olarak destekleyerek çalışmalarını devam ettirmemelidirler.

- Özellikle Doğu ülkelerinden yapılan çelik ithalatı ciddi bir şekilde kontrol altına alınmalı, ithalatta miktar sınırları daraltılmalıdır.

- Çelik sanayiinde bir tedbir olarak sonuç vermeyen asgari satış fiyatı uygulamasına gidilmemelidir.

- Çelik krizi serbest piyasa kurlarından ayrılmadan aşılmalı, bu süreçte tekelleşmeye mani olunmalıdır.

Batı bu tedbirlerle belirli bir sürede çelik krizinden çıkabilir. Türkiye olarak bu tedbirleri ve uygulamalarını yakından izlemeliyiz. Batı'da teknolojik gelişmeleri, yatırımları, sosyo-ekonomik tedbirlerin serbest piyasa kurları içinde uygulandığını göreceğiz. Bizim de, 1993'den itibaren çelik sanayimize Batılıların üzerinde koruma yapmamamız, verimli olmayan çelik fabrikalarımızın kapanmasını kabul etmemiz, kapanacak fabrikalar için alınacak geçici sosyo-ekonomik tedbirler için Dünya Bankası ve AT'den destek istememiz gerekir. Bu konuda önce ciddi bir etüd, daha sonra Batı'nın da destek vereceği uygulanabilecek bir plan hazırlayıp ciddiyetle uygulamalıyız.

AT'ye girmemiz, girmesek dahi uluslararası rekabette çalışabilmemiz için, çelik sanayimizi kendi ayakları üzerinde - Batılıların yaptığı destek kadar bir destekle- durabilecek duruma getirmeliyiz. Bu amaçla bazı fabrikaların kapatılmasına, diğerlerinin modernizasyonuna sınırlı bir destek vermeliyiz.

Yassı mamul üretiminde, Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.'nin «KAM» projesinin tamamlanmasını beklemeden, kapasitesini 6 milyon ton nihai mamule yükseltecek projesini uygulamaya sokacak yatırımlara başlayıp 2000 yılında tamamlamalıyız.

Karabük Demir Çelik Fabrikası'nı kapatırken, Iskenderun Demir ve Çelik Fabrikası'nı Batılı çelik sanayii teknolojisi ile modernize etmeliyiz.

Hem Türkiye Demir Çelik İşletmeleri hem de Ereğli Demir ve Çelik Fab-

rikaları'ndaki politik müdahaleye kesin olarak son vermeliyiz. Her iki kuruluşun özelleştirilmesinin en az 2000 yılına kadar mümkün olamayacağını kabul etmeliyiz. Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları'nı 1992'ye kadar Başbakanlar politik müdahaleden korudular. Bunun mümkün olduğunu 30 yıldır gösterdiler. Bundan sonra da her iki çelik kuruluşunu korumada başarılı sonuç alınabilir.

Elektrik ark ocaklı özel sektör kuruluşları daha az ama gerçekçi tedbirlerle uluslararası rekabette başarılı olabilirler. Cesaretle verimsiz olanları kapatmak, diğerlerini desteklemek gerekir.

Üzerinde durulması gereken diğer önemli bir nokta da şudur: Dünyadaki

bu çelik krizinden, AT kapılarının Doğu Bloku ülkelere kapatılması halinde ise daha az bir yoğunlukla Doğu Bloku ülkeleri çelik fabrikaları Türkiye'ye yöneleceklerdir. Bu çelik akımını yalnız fiyat ve kalite kontrolü ile önlemek mümkün olamaz. Fiyat kontrolü ile beraber miktar sınırlamasına mutlaka ihtiyaç vardır. Bu tedbirlerle özel kesimdeki Türk çelik üreticileri de inanmalı ve bu konuda hükümetlere destek vermelidirler.

Halen ithalde ve ihracatta özellikle uzun çelik ürünlerine verilen desteğin daha fazla devamına Batılılar göz yummayacaklardır. Bu sebeple yukarıda açıkladığım çalışmaları süratle yapmamız gereklidir.

Sayın Okurumuz,

1993 yılı abonemenizi yenilediniz, değil mi?

Teşekkür ederiz...

BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR (AYLIK DERGİ)

IDARE YERİ : Binbirdirek Mahallesi, Suterazisi Sokak No. 6 Kat 2; 34400 Sultanahmet - İstanbul • TELEFON :

518 17 32 • YAZIŞMA: P.K. 769; 80005 Karaköy - İstanbul • AÇIKLAMA : Dergi'deki yazılar kaynak göstermek

koşuluyla alınabilir • KDV DAHİL 1993 İÇİN YILLIK ABONE : 180.000 TL; ÖĞRENCİLERE : 90.000 TL •

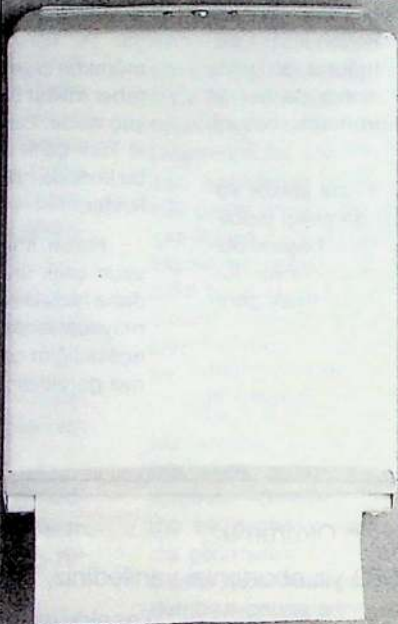
BANKA HESAP NUMARALARI (İstanbul): Akbank Türbe Şubesi 443-2, İş Bankası Cağaloğlu Şubesi 256319, Yapı

Kredi Çemberlitaş Şubesi 2269-9, Ziraat Bankası Beyoğlu Şubesi 768 • DİZGİ ve GRAFİK DÜZENLEME : Yazı-

evi, Telefon: 512 60 43 • BASKI ve CİLT : Çınar Ofset, Telefon: 527 54 92 • BASKI TARİHİ : 7 Haziran 1993

• GENEL DAĞITIM: YAYSAT •

İşyeri... Tam yeri!



Extra Marathon Havlu... Marathon Havlu!

Çok ekonomik

Marathon Havlular özel bir dispenser ile kullanıma sunuluyor. Islak elle havlu alınırken diğer yaprakların ıslanmasının önüne geçiliyor... savurganlık önleniyor. Islak ya da kuru... Marathon Havlular çok dayanıklı. Her kullanımda en fazla iki yaprak Marathon yeterli.

Çok sağlıklı

Her hareketle tek bir havlu atılmamış, sağlayan "multifold" katlama yöntemi Marathon Havlularda var. Başkalarınınca el sürülmemiş, temiz havlularla ulaşmanın en sağlıklı yolu.

Çok pratik

Özel dispenser ile Marathon Havlular şık dekoratif. Elektrikli kutlama makinesinin bakım, değişim, tekstil havluların yakama nakline sorunları ortadan kaldırıyor.

İPEKKAĞIT



Extra Marathon Havlu ya da Marathon Havlu! İşyenniz için en uygununu seçin. Dünyanın yararılandığı bu kolaylıktan siz de yararlanın... İşyennize ekonomik, sağlıklı, pratik Marathon temuzliğini kazandırmak için Girişim Pazarlama Kurumlar Müdürlüğü. (1) 274 27 00' aramanız yeterli olacaktır.

Dış Basından

Derleyen: Doç. Dr. NİLSEN ALTINTAŞ

Geleceği Yeniden Yazarken (*)

IMF nahif bir şekilde bütün büyük endüstriyel ekonomilerin 1993 sonunda toparlanacağını öngörmektedir. Eğer bu olursa hükümetler ne zaman frene basacaklardır? Bütün ekonomistler yakın zamanlardaki tahminlerindeki yanlışlarından dolayı utanmaktadırlar, IMF de bunlar arasındadır.

1991 sonunda IMF, endüstriyel dünyanın 1992 yılında % 2.8 büyüyeceğini tahmin etmiştir. Gerçekte büyüme % 1.5 olmuştur. Amerika'nın ekonomisi beklendiği gibi düzeliyor, Japonya ve Avrupa resesyona düşmüşlerdir.

1993'de ne olacaktır? IMF'nin ekonomistleri en son World Economic Outlook'da (Dünya Ekonomik Görüşü'nde) endüstriyel ekonomilerin büyümesindeki tahminlerini geçen Ekim'deki % 2.9'dan, % 1.7'ye düşürmüşlerdir. En önemli değişim B. Almanya'da olmuştur. Geçen Ekim ayında IMF, 1993 için büyümeyi % 2 olarak öngörmüştü, şimdi % 2'nin altında olacağını öngörmektedir. Avrupa'nın diğer geri kalan ülkelerinde bu sene içinde önemli bir büyüme olmayacaktır.

Japonya da hasta görünmektedir. IMF Japonya'nın bu sene büyümesini geçen senenin iddialı % 8'inden aşağıda bir değer olan % 3 olarak öngörmektedir. Bu bile fazla optimistik olabilir. The Economist tarafından toplanan, ekonomik tahmin yapanların panelinde, Japonya'daki büyüme her ay ortalama sadece % 0.8 olarak tahmin edilmektedir.

Sadece Amerika'daki genişleme toplam endüstriyel dünyanın daha da yavaşlamasına engel olabilir. IMF Amerika'nın GSYİH'sının bu sene ve gelecek sene % 3.2 oranında genişleyeceğini ve kısa süreli mali uyarıların gereksiz olduğunu ifa-

(*) The Economist, 1 Mayıs 1993.

de etmektedir. Bununla beraber World Economic Outlook'un yayınlanmasından üç gün sonra yeni rakkamlar Amerika'nın GSYİH'indeki büyümenin dördüncü dilim için 1993'ün ilk diliminde senelik % 4.7'den % 1.8'e düştüğünü göstermiştir. Bunun akabinde üç veya dört misli düşmenin olabileceği şeklindeki konuşmalar başlamıştır. Fakat birçok ekonomist bunun doğru olmayacağına inanmaktadır.

IMF bütün büyük ekonomilerin 1994 yılında % 2.9'luk büyüme ile toparlanacağını beklemektedir. Bununla beraber daha düşük bir rakkamın büyük bir risk olduğunu kabul etmektedir. Özellikle varlık fiyatlarındaki deflasyon ve finansal kırılganlığın talebi azaltması devam ederse ve Uruguay ticaret toplantısındaki görüşmeler sonuçsuz kalırsa bu risk artacaktır.

Bu karışıklıkları önlemek için IMF, hükümetlerin müşterek ekonomik politikalar uygulamalarını istemektedir. Önce Amerika'nın kısa süreli mali uyarıdan vazgeçmesini (Kongre bundan mutlu görünmektedir) ve daha sonra Bill Clinton'ın Şubat planında belirtilen orta vadeli bütçe kesintilerinin iki misli olmasını istemektedir. Bu durum uzun vadeli tahvil getirilerinin düşmesine sebep olacaktır. İkincisi, Japonya yakın zamanda açıkladığı mali desteği vermek zorundadır. Üçüncüsü, Almanya bütçe açığını keserek daha düşük faiz oranlarına imkân hazırlamalıdır. Bütün bu önerilerin hiçbiri yeni değildir. Bu, önerilerin değersiz olduğu anlamına gelmemektedir.

Birçok endüstriyel ekonomilerdeki enflasyonun 30 yıldan beri en düşük değere yakın olması iyi bir haberdir. IMF'nin görüşüne göre fiyat istikrarı şimdi sağlanabilir. American Federal Reserve'in Başkanı Allan Greenspan, fiyat istikrarını, ticaret ve ev eşyası kararlarında önemli bir etkisi olmayacak kadar küçük ortalama fiyat değişimleri olarak tarif etmiştir. Diğer bir deyimle tam sıfır olmayan enflasyon.

Resmi rakkamlar, tüketici fiyat enflasyonunu fazla gösterme eğilimindedir. Northwestern Üniversitesi'ndeki Robert Gordon'un çalışmasında, 1947-1983 yılları arasında, dayanıklı tüketim mallarının kalitesinin artırılmasında uygun olarak ayarlanmadığı için, Amerika'nın enflasyon oranı % 1.5-2 arasında yüksek tahmin edilmiştir. Bu fiyat kararlılığının, yıllık % 1-2'lik enflasyon oranı olarak tarifinin diğer bir göstergesidir.

Eğer IMF'nin 1994 için tahminleri doğru olursa, takip ettiği yirmibir endüstriyel ekonomiden ondördünün enflasyon oranları % 3 civarında veya altında olacaktır. Hükümetler bu düşük oranlara kilitlenebilecekler mi? Ekonomileri resesyonlardan çıkarmak, ekonominin sonradan fazla ısınmasını önlemek için frenlemek karardan daha kolaydır. Ekonomilerin hâlâ yavaş olduğu bir dönemde bu konuda düşünmek yanlış gibi görünmekle beraber, geçmişte toparlanan hükümetler uzun süre frene basmışlardır.

Amerika ve İngiltere'deki faiz oranlarının düşürülmesi düşünceleri, hatanın tek-

rar edileceğinin ne kadar kolay olduğunu göstermektedir. Her iki ekonomide de enflasyon henüz artmamıştır. Ancak hüner, indikatörlere bakarak enflasyon bir problem olmadan politikaları daraltmaktır. Parasal birikimler güvenilir olmaktan çıkmıştır. Emtea (mal) ve altın fiyatları gibi ölçümler ve verimlilik eğrisinin şekli birbirleriyle çelişen sinyaller vermektedir.

Allan Greenspan'ın enflasyonu düşürme niyeti şüpheyle karşılanamaz, ancak kendisi, D. Almanya'daki Merkez Bankası'nın politik bağımsızlığına sahip değildir. Amerika'yı resesyona ittiği gerekçesiyle hâlâ kritik edilmektedir. Eğer enflasyonun artışı gösteren resmi rakamlardan önce politikasını sıkılaştırırsa, güçlü bir politik saldıriya uğrayacaktır. Bu onun önceden davranmasını zorlaştırmaktadır.

Şayet merkez bankacılarının işleri, hükümetler, toparlanma başladığında bütçe açıklarını kapatırlarsa çok kolay olacaktır. Yedi büyük ekonominin (Japonya, Almanya, Amerika, Fransa, Kanada, İngiltere, İtalya) ortalama bütçe açıkları 1989'daki % 1.3'den 1993'de tahminen % 4.4'e çıkacaktır. Bu artışın yaklaşık yarısı harcama ve vergilerin resesyion üzerine olan otomatik etkisinden değil, yapısal açıklıklardaki artışlardandır. Hükümetlerin 1980'lerdeki bütçe açıklarını kapamadaki başarısızlıkları şimdi içinde buldukları karmaşanın bir sebebidir.

IMF TAHMİNLERİ

	Gerçek GSYİH (% Değişim)			Tüketici Fiyatları (% Artış)			Carl Hesap Dengesi (Milyar \$)		
	1992	1993	1994	1992	1993	1994	1992	1993	1994
	Amerika	2.1	3.2	3.2	3.0	3.0	3.1	-62	-101
Japonya	1.3	1.3	3.5	1.7	1.0	1.5	118	137	128
Batı Almanya	1.1	-2.0	1.2	4.0	3.8	2.1	-25*	-27*	-24*
Fransa	1.6	0.0	2.3	2.8	2.0	2.5	3	2	3
İtalya	0.9	0.3	1.9	5.5	5.7	5.2	-25	-16	-14
İngiltere	-0.5	1.4	3.1	3.7	2.1	4.0	-21	-26	-26
Kanada	0.9	3.2	4.4	1.5	2.3	2.0	-24	-19	-15
Endüstriyel Ülkeler	1.5	1.7	2.9	3.2	3.0	3.0	-38	-46	-72
Doğu Avrupa ve Eski Sovyetler Birliği	-15.5	-8.8	-1.6	776	416	50	bd	bd	bd
Gelişmekte olan Ülkeler	6.1	5.1	5.1	38.7	33.6	20.0	-78	-74	-76

(*) Bütün Almanya için

EKONOMİK GÖSTERGELER DIŞ DÜNYA (NİSAN 1993)

Ülkeler	GSMH/GSYİH *	Toplan Fiyatlar	Ücretler Kazançlar *	İşsizlik Oranı (%) (En Son)	Dış Ticaret Dengesi ** (Milyar \$) (Son 12 Ay)	Cari İşlem Dengesi (Milyar \$) (Son 12 Ay)	Faiz Oranları (%)		
							Para Piyasası (3 Aylık)	Ticari Bankalar	
								Kredi	3 Aylık Mevduat
A.B.D.	3.1	2.0	2.4	7.0	-87.8	-62.4	3.13	6.00	3.08
Avustralya	2.5	2.1	0.8	11.0	1.8	-10.0	5.25	9.50	5.25
B. Almanya	0.2	0.5	4.3	7.8	21.4	-25.3	7.95	10.50	7.95
Belçika	1.6	-0.2	5.0	9.1	-2.0	5.1	7.94	12.00	7.38
Fransa	0.8	-1.5	3.8	10.6	5.8	3.1	8.89	9.75	8.62
Hollanda	0.5	0.4	3.8	4.8	5.7	8.4	7.45	10.00	7.45
İngiltere	-0.1	3.7	4.8	10.5	-24.1	-20.7	6.00	7.00	5.94
İspanya	-0.2	1.8	7.9	16.6	-35.4	-24.0	13.23	13.75	8.00
İsveç	-3.6	4.1	4.4	7.1	6.2	-5.1	9.35	11.75	9.65
İsviçre	-0.9	0.2	7.4	4.9	0.5	15.5	5.38	7.38	4.88
İtalya	-0.3	4.0	2.4	10.0	-10.3	-26.6	11.44	12.63	b.d.
Japonya	0.2	-2.3	-4.7	2.3	134.4	121.4	3.20	4.00	3.00
Kanada	1.3	3.3	3.5	11.0	8.8	-23.7	4.97	6.00	4.50

Açıklamalar: (b.d.) = Belli Değil. **Kaynak:** The Economist, 24 - 30 Nisan 1993.

(*) Yıllık Yüzde Değişim.

(**) Avustralya, Fransa, İngiltere, Japonya ve Kanada için ithalat F.O.B., İhracat F.O.B.; Diğerleri için C.I.F / F.O.B.

Görüşler

EMRE ALKİN

Stagfasyona Karşı Genişletici Maliye Politikalarının Başarı Koşulları

BİR ülke ekonomisi için en istenmeyen olgu kuşkusuz enflasyondur. Fakat bazen enflasyon ile birlikte diğer bazı istenmeyen olgular da gerçekleşir ve sözkonusu ülke ekonomisini yönlendirenler, amacı kesin fakat gerçekleşmesi bazı koşullara bağlı kararlar almak zorunda kalırlar.

Bu yazıda ekonomiyi olumsuz yönde etkileyen olgulardan biri olan «Stagfasyon»dan kurtulmanın çaresini genişletici maliye politikalarında arayan ülkelerin, başarılı olması için gereken koşullar tartışılacaktır.

Bu konudaki teorik incelemelerin başlangıcı hayli eski olmakla birlikte, ekonomi biliminin bu olgu üzerine eğilmesi 1974 petrol kriziyle yaygınlaşmıştır. Söz konusu yıllarda birden hızlanan enflasyon, işsizlik ve durgunluğun da eklenmesiyle birçok ülkeyi iktisadi darboğazlara sokmuştur.

Günümüzde çoğu Batı ülkesinde yaşanan, özellikle İngiltere ve Alman ekonomilerini de etki altına alan

«Stagfasyon»dan kurtuluş yolları mevcuttur.

İlk akla gelen çare «Genişletici Maliye Politikası»dır. Genişletici maliye politikası, açık bütçe vererek kamu harcamalarını kamu gelirlerinden daha yukarıda tutup, ekonomiyi canlandırmayı hedefler. Bu hedef kısaca şöyle formüle edilebilir:

$$Y_1 = C + I + G$$

$$Y_2 = C + I + G + \Delta G$$

$$Y_2 > Y_1$$

Burada;

Y: Milli Geliri,

I: Yatırımları,

C: Tüketim Harcamalarını,

G: Kamu Harcamalarını

göstermektedir.

Eğer kamu harcamaları ΔG kadar artırılırsa, bir çarpan katsayısı ile aynen suya atılan bir taşın yarattığı dalgalara benzeyen bir etki oluşacak ve bu harcama artışı ekonomiyi «Tüketim ve Yatırım»ya yönleltecek, «Kullanı-

labilir Gelir» büyüyecektir. Böylece harcamalar, gelir yaratacak şekilde zincirleme hareket edecek ve stagflasyondan çıkılacaktır.

Tabii bu sürecin gerçekleşmesi, bazı ekonomik, politik ve fiziki şartlara bağlıdır.

Genişletici maliye politikası: uygulayan hükümetlerin en çok çekindikleri nokta, «Yüksek Enflasyon»la karşı karşıya kalmaktır.

Bilindiği gibi işsizlik ve enflasyon, Philips analizinde ters orantılı gözük-mektedir. Yani ampirik gerçek, işsizlik azalırken, enflasyonun artması şeklinde ortaya çıkmaktadır.

Diğer bir sorun ise, bu harcamaların finansmanının ne şekilde sağlanacağıdır. Bilinen iki türlü yaygın finansman yolu mevcuttur:

- 1 – İç borçlanma,
- 2 – Dış borçlanma.

Bu iki tür finansman yoluyla sağlanan kaynakların ne kadarının piyasaya enjekte edileceği önemli bir husustur. Bu husus ekonomiyi canlandıracak çarpan etkisinin sayısal değerini belirlemektedir.

Ayrıca, bütün bu süreç sırasında fiyat düzeyinin ne yönde değişeceği ayrı bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır. Fiyatların yükselmesi enflasyona, düşmesi ise daha da yoğun bir durgunluğa yol açacaktır. Stagflasyonun, arzın daralması veya artmaması durumunda belirdiği düşünülürse, fiyatların belirli bir seviyede tutulmasının zorunluğa ortaya çıkmaktadır. Çünkü, fiyatların sürekli düşme eğiliminde olduğu bir ekonomide, girişimciler arzı art-

tırma ya da yeni yatırım yapma kararı almazlar.

Böylece genişletici maliye politikasının, stagflasyondaki bir ekonomiyi canlandırması için gerekli koşullar ortaya çıkmaktadır. Bu koşulları «ekonomik», «fiziksel» ve «siyasal» olarak üç başlık altında toplayabiliriz:

Ekonomik Koşullar

1) Stagflasyon içindeki ülkenin hükümeti, harcamalar için sağladığı finansman kaynaklarını dikkatli ve optimal şekilde kullanmalıdır.

2) Sözkonusu ülkedeki bölgesel gelişmişlik veya sanayileşmişlik farkları, iyileşme sürecini olumsuz yönde etkileyecektir. Yazının başında verilmiş olan suya atılan taş örneği ele alırsa, az gelişmiş yörelerin uzunca bir süre bu etki dışında kalacağı açıktır.

3) Genişletici maliye politikası ile stagflasyondan kurtulmak isteyen ülkenin, gelişmiş veya en azından gelişmekte olan bir ülke konumunda olması şarttır.

4) Sözkonusu ülke halkının harcarma meyli ve tercihleri de önemlidir. Ekonomiye enjekte edilen ek kaynağın yatırımların finansmanında kullanılması, bir ölçüde tasarruf sahiplerinin tercihlerine bağlıdır. Stagflasyondan çıkma sürecinin işlemesi için tasarrufların yatırımlara fire vermeden kanalize edilmesi gerekmektedir. Bu arada para arzını arttırıp faizleri düşürürken «Likidite Tuzağı»na yakalanmamalıdır.

5) Talep artışını destekleyen hükümetler, doğal olarak teşvik edici bir vergi indirimi de uygulamalıdır. Ta-

bii, yine de devletin en önemli gelir kaynağı olan vergilerin, iyi bir organizasyonla ve denetimle kayba yol açmayacak şekilde toplanması lazımdır.

6) Kredi faizlerinin düşük olabilmesi için merkez bankalarının mevduat munzam karşılığı ve dispotibilite oranlarını, makul bir düzeyde tutması gerekmektedir. Böylece tasarruflar yatırımlara daha iyi kanalize edilebilir.

7) Devletin tutarlı bir yol izleyerek «Crowding Out» etkisi ile özel teşebbüsü safdışı etmemesi ve bu yoldan canlanma sürecini engellememesi gerekmektedir.

Fiziksel Koşullar

Bütün bu ekonomik koşullar bir yana, stagflasyondan kurtulmak amacıyla uygulanacak genişletici maliye politikalarının başarısının birtakım fiziksel şartlara bağlı olduğu da unutulmamalıdır. Bunlar da şöyle sıralanabilir:

1) Yüzölçümü büyük olan ülkelerin idari ve mali organizasyonları, küçük ülkelere nazaran daha karmaşık ve bürokratik olmaktadır. Bir örnek vermek istenirse, İskandinav ülkeleri ve Benelux ülkelerinin idari ve mali yapılanmaları, doğal kaynakları ve insan potansiyeli daha fazla olan büyük yüzölçümlü birçok ülkeden (Almanya, Fransa, İtalya vs. gibi) daha düzgündür. Dolayısıyla bu ülkelerde hükümetlerin iktisadi politikaları, diğerlerine göre daha kısa sürede ve daha yüksek düzeyde etkili olabilmektedir.

2) İktisadi ve mali politikaların başarısı aynı zamanda nüfusun yapısına ve niteliğine de bağlıdır. Nüfusun bü-

yük bir bölümünün kırsal kesimde bulunduğu ülkelerde, darboğazlardan kurtulmak için yapılan girişimlerin etkili önemli ölçüde sınırlanmaktadır.

Siyasal Koşullar

1) Ekonomide kamunun payının çok büyük olduğu ülkelerde, kamu iktisadi teşebbüslerinin yozlaşması, ülke kaynaklarını israf etmesi veya verimsiz kullanması; maliye politikasını olumsuz yönde etkilemektedir. Dolayısıyla, kamu kesiminin özellikle sanayi ve hizmet sektöründe rekabeti engelleyen değil, teşvik eden bir paya sahip olması, gerekli atılımların yapılabilmesi için önemli bir koşuldur.

2) Genişletici maliye politikasını uygulayan ülkenin yüzölçümü büyükse, federatif bir yapıyla idare edilmesi, maliye politikasının başarısı için bir ölçüde gereklidir. ABD, Almanya, Avustralya ve kısmen İngiltere bu yapıda olan ülkelerdir. Konfederasyon, başka bir deyişle eyaletlerle yönetilen ülkelerde, eyaletlerin kendilerine has coğrafi ve beşeri yapılarından doğan farklılıklar bu şekilde bertaraf edilmektedir.

Uygulanan iktisadi politikaların, merkezi bir siyasal yapılanmada veya örgütlenmede, bütün bölgelerde yeknesak etkiler yaratması mümkün değildir. Buna karşılık, özerk yerel yönetimlerin şekillendirdiği bir siyasal yapılanmada mutabık kalınan iktisat politikaları daha etkin işler.

Yukarıda açıklanan şartlara eleştiriler veya eklemeler yapılabilir. Ayrıca, siyasal, ekonomik, fiziksel ve sosyal koşulların birbirlerinden bağımsız olmayacakları da açıktır.

Hayallerinizin gerçeğe dönüşmesi için Akkredi yeterli...



...Çünkü Akkredi çok

kapsamlı, çok seçenekli.

Elektronik, beyaz eşya ya da mobilya... İster tatil için, ister çocukların okul takasileri için... Akkredi ile hayalini kurduğunuz her türlü ihtiyacınızı karşılamak şimdi çok kolay. Siz de Akbank'a gelin. Akkredi/İhtiyaç Kredisi'nin cazip seçenekleri ve uygun koşullarından yararlanın. Hayalleriniz "hayal" olarak kalmasın. **AKKREDİ İLE ÜÇ KREDİYİ AYNI ZAMANDA KULLANIN** Ödemeleriniz devam ederken, Akbank'ın diğer tüketici kredilerinden de yararlanabilirsiniz. Çünkü taşıt ve konut ihtiyacınızı karşılamak için

ödemelerinizin bit-

mesini beklemek zorunda

değilsiniz. Akkredi'yi aldığınız Akbank şubesine uğrayın, Akkredi'nin kapsadığı diğer kredilerden de aynı zamanda yararlanın. Talebiniz, en kısa zamanda cevaplanacaktır.

Kredi Miktarı (Milyon TL)	Aylık Takasit Tutarı			
	3 Ay Vadeli	6 Ay Vadeli	9 Ay Vadeli	12 Ay Vadeli
5	1.147.648,-	615.578,-	464.678,-	382.045,-
10	2.275.696,-	1.231.156,-	929.356,-	764.090,-
25	5.689.240,-	3.077.890,-	2.323.390,-	1.910.225,-
40	9.102.784,-	4.923.424,-	3.717.024,-	3.056.360,-
50	11.378.480,-	6.154.280,-	4.646.280,-	3.820.450,-

Vade : 3-12 ay arası 3 aylık devreler halindedir. Faiz : % 6,5 (Vergi ve fonlar ilave edilince % 7,215 olmaktadır.)



AKBANK

AKBANK
Güveninizin Efeffi

Görüşler

NEŞE KUMRAL

Ekonomik Kalkınma Ajansları

BÜTÜN modern ülkelerde, ekonomik ve sosyal açıdan bölgesel farklılıklar bulunmaktadır. Bu durum, demografik yapı, sahip olunan doğal kaynaklar, politik etkiler, girişimcilerin yetenekleri, bölge halkının yaratıcılığı, sermaye birikimi, bölgenin mallarına olan talep, iletişim ağı gibi birçok faktöre bağlı olarak ortaya çıkmaktadır.

Söz konusu farklılıklar, kutup ve çevre alanlar ayırımını ortaya çıkarmaktadır. Teknolojinin, sermayenin ve yatırımların yoğunlaştığı kutup alanlar ile tarımsal işgücü fazlasını absorbe eden, göç edenlere iş olanağı sağlayan ve merkeze gittikçe bağımlı hale gelen çevre alanlar arasındaki farklılıklar zamanla artmakta ve sonuçta nüfus merkezde yoğunlaşırken, çevrede azalmaktadır (1) [*].

[*] Dİpnotları, yazının sonundaki «Kaynaklar» bölümünde yer almaktadır.

Gelişmenin bölgeler arasında dengesiz dağılımı, ekonomik büyüme belli bir düzeye ulaştıktan sonra, kalkınma açısından engel oluşturmaya başlamaktadır. Bu nedenle söz konusu dengesiz dağılımı önleyecek radikal önlemlerin alınması zorunlu olmaktadır (2).

Devlet ya da merkezi birim, düşük faizle kredi, vergi muafiyeti gibi önlemlerle yatırımların dağılımını yönlendirebilmekte ya da bizzat kendisi ilgili bölgelere yatırım yaparak kaynak aktarımında bulunabilmektedir.

Ancak, devlet gibi tek bir kurumla bölgesel dengesizlikleri gidermeye çalışmak, sorunun çözümü için yetersiz kalmaktadır. Bu nedenle günümüzde devletin yanı sıra, ilgili bölgenin sorunlarını tanıyan ve sahip çıkan uzman kişilerden oluşan yerel birimler dünyanın birçok ülkesinde faaliyette bulun-

maktadır. Bölgesel politikanın amaçlarına ulaşmada önemli bir role sahip olan bu birimlere «Ekonomik Kalkınma Ajansları» (EKA) denilmektedir.

EKA'lar genel olarak, merkezi hükümetten bağımsız bir idari yapıda, sınırları çizilmiş bir bölgenin sosyo-ekonomik koşullarını geliştirip canlandırmak amacıyla kurulmuş ve faaliyetlerini tamamen veya kısmen kamunun finanse ettiği kurumlar olarak tanımlanmaktadır.

Ajansların hemen hepsinin bir yönetim kurulu bulunmaktadır. Bu kurullar genelde hükümet tarafından atanan ve yörenin ileri gelenlerinden ve/veya ajansı kuran kuruluşların temsilcilerinden oluşmaktadır. Görevi ajansın politikalarını oluşturmak ve yürütmektir. Harcamaları bakımından kamu idarelerine karşı sorumlu olmakta, politikalarının oluşturulması ve uygulanmasında kuruluş kanun ve mevzuatları çerçevesinde serbest bırakılmaktadır (3).

Ajanslar faaliyetleri açısından iki gruba ayrılmaktadır. Esas faaliyetleri bölgelerine dış yatırımcıları çekebilme, bir başka deyişle bölgelerini pazarlamak olan ajanslara «Küçük Ajans» denilmektedir. Avrupa'da kalkınma ajanslarının % 70'i küçük ajans niteliğindedir. Bu ajansların en az iki, en fazla ise elli kişilik personeli bulunmaktadır. Ajanslar bölgeye yatırım yapacak dış yatırımcılar için çeşitli olanaklar ve kolaylıklar sağlarken, potansiyel yerli ortaklar ile de tanıştırmaları üstlenmektedirler. Onların asıl rolü bölgelerini pazarlamak ve geliştirmektir (4).

«Çok Fonksiyonlu» denilen diğer tip ajanslar ise, bölgelerine yatırımcı çekme dışında, şehir alanlarının olduğu kadar kırsal alanların da kalkındırılması, bölgeye yeni yatırımcıları çekmek amacıyla, onlara kiralanmak ve satılmak üzere ev inşa etmek, işletmelere danışmanlık hizmetleri götürmek (potansiyel üretici ve tüketici listesi hazırlamak, yöneticilikle ilgili eğitim seminerleri düzenlemek gibi), kötü durumda olan ağır sanayi bölgelerinin iyileştirilmesi için faaliyetlerde bulunmak, işletmelere fon sağlamak, ender de olsa alt yapı çalışmalarını yapmak, bilim parkları, organize sanayi bölgeleri ve ofis kampüsleri kurmak gibi faaliyetlerde bulunmaktadır.

Ajanslar faaliyetlerini, genel bütçeden ve özel fonlardan aktarılan kaynaklarla finanse etmektedirler. Devlet ajanslara başlangıçta nakdi ve emlak şeklinde aynı sermaye de verebilmektedir. Ajanslar zamanla emlak ve portföylerinden gelir elde etmeye başlamaktadırlar. Ajanslar ayrıca sanayileşmeyi desteklemeyi amaçlayan çeşitli devlet fonlarından kredi/hibe alabilmektedirler.

Yukarıda kısaca açıklanmaya çalışılan kalkınma ajansları Avrupa'dan Uzak Doğu'ya ve Amerika'ya kadar dünyanın birçok ülkesinde yüzlerce sayıda bulunmaktadır. Artık günümüzde, kalkınma ajansı bulunmayan bölge dezavantajlı olarak görülmektedir.

Ülkemizde de GAP (Güneydoğu Anadolu Projesi) bölgesi için GAP İdaresi'ne bağlı olarak kurulmuş bir kalkınma ajansı faaliyete geçmek üzere

dir. Bu kalkınma ajansının en önemli işlevi, GAP ile bölgede yaratılacak üretim artışının en iyi şekilde değerlendirilmesini ve yaratılacak katma değer büyük ölçüde bölgede kalmasını sağlamaktır. Bu nedenle bölgeyi yurt içi ve yurt dışında tanıtarak yatırımcı gelmesini sağlayacak ve bölgede kurulan işletmelere faaliyetleri ile hemen her konuda danışmanlık yapacaktır (5).

Şimdilik sadece GAP bölgesinde yürütülen bu olumlu çalışmaların, bölgesel gelişmişlik açısından önemli farklılıklar gösteren ülkemizin diğer bölgelerinde de en kısa sürede başlatılması zorunludur. Diğer bölgelerde kurulacak kalkınma ajanslarının, GAP bölgesinde kurulan kalkınma ajansı gibi resmi bir kurum olması gerekmektedir. Bölgede faaliyet gösteren Ticaret Odası, Sanayi Odası gibi kuruluşlar bir araya gelerek ya da sadece biri anonim şirket statüsünde bir kalkınma ajansı kurabilir.

Bir başka alternatif de bölgenin gelişimi için faaliyet gösteren bir vakfın, kalkınma ajansına dönüştürülmesi olabilir. Sözü edilen bu örnekler yurt dışında görülen örneklerden sadece iki tanesidir. Bu konuda çok çeşitli örnekler vardır. Bu örneklerin incelenerek, ülkemiz için çeşitli kalkınma ajansı modelleri oluşturulmalı ve bunların faaliyete geçirilmesi en kısa sürede gerçekleştirilmelidir.

KAYNAKLAR

(1) MAWSON, J.; «Policy Review Section », Regional Studies, Vol: 23, No: 6, 1989, Great Britain, s. 2.

(2) ÇEZİK, A.; «Bölgesel Gelişme ve Kentleşme, Geçmiş Dönemlere İlişkin Bir İrdeleme», DPT Sosyal Planlama Dairesi Araştırma Şubesi, Yayın No: DPT/1638 - SPD/308, 1978, Ankara, s. 1.

(3) ARNOLD, L.; «Development Agencies and European Regional Financial Incentives: An Assessment», London, 1991, s. 6.

(4) Welsh Development Agency: Development Agencies Compared, Welsh, 1992, s. 5.

(5) T.C. Başbakanlık Güneydoğu Anadolu Projesi Bölge Kalkınma İdaresi Başkanlığı; «GAP Bölgesi Mevcut Durum Analizi ve Beklentiler», Ara Rapor, Türkiye Sınal Kalkınma Bankası A.Ş. ve Priva Danışmanlık Hizmetleri A.Ş., 1991, Ankara, s. 23.

banka ve ekonomik yorumlar

Aylık Dergi

●
Ciltlenmiş
eski sayıları:

●
1988 Yılı Cildi: 50.000 TL
1989 Yılı Cildi: 70.000 TL
1990 Yılı Cildi: 90.000 TL
1991 Yılı Cildi: 110.000 TL
1992 Yılı Cildi: 120.000 TL
(Öğrencilere % 50 indirim)

● İSTEME ADRESİ:

Binbirdirek Mahallesi
Suterazisi Sokak No. 6/2
Sultanahmet - İstanbul
Telefon: 518 17 32



**“BİRA”
BU KAPAĞIN
ALTINDADIR.**

Ayın Ekonomik Olayları

Dr. YILDIRIM KILKIŞ

1 1993 Nisan ve Mayıs ayının ilk yarısı, Türk ekonomisinin «duygusal dönem» diye niteleyebileceğimiz bir dönemi olmuştur. Bu durumun en önemli nedeni, hiç şüphesiz, Cumhurbaşkanı Turgut Özal'ın 17 Nisan 1993 günü vuku bulan ani ölümüdür.

Bu beklenmedik ölümün akla getirdiği ilk konu, ülkelerin bağımsızlıklarını elde ettikten sonra ekonomik kalkınma sorununa verdikleri önemle ilgilidir. Türkiye de, son 50 yıl boyunca, bütün ülkeleri etkileyen teknolojik gelişme nimetlerinden yararlanmaya önem vermiştir. Ülkemizin özellikle son 10 yıldan beri ekonomik gelişme ve kalkınma açısından bir yapı değişikliğine yönelmesi, merhum Turgut Özal döneminde başlamıştır.

Dışa açılmak, telekomünikasyon alanındaki gelişmeler, döviz ve kambiyo sorununun rahatlatılması, bankacılıkta çağdaşlaşma, elektrik kullanımının yaygınlaşması, otoyolların kullanıma girmesi, turistik tesislerde patlama gibi çok önemli yapılaşmalar; Turgut Özal'ın özellikle Başbakanlığı döneminde, bilinçli ve cesur girişimler sonucu gerçekleştirilmiştir.

Kalkınma ve gelişme yolunda, gelişmiş ülkelerle aramızdaki mesafenin, ancak bu ekonomik gelişmelerin, bilinçli ve atılgıncı bir ruhla devam etmesi halinde kapabileceğine inanıyorum.

Turgut Özal'ın ani ölümüyle birlikte demokrasinin kuralları işlemeye başlamış, Cumhurbaşkanlığına, deneyimli bir politikacı olan Süleyman Demirel 16 Mayıs 1993'te seçilmiştir. Böylece ülkemizde yeni bir döneme girilmiştir.

Bu dönemin ilginç bir olayı da, DYP – SHP Koalisyon Hükümeti'nin 500 günlük icraatını tamamlamasının da aynı tarihlere rastlamasıdır.

Koalisyon Hükümeti'nin 16 Mayıs 1993'e kadar Başbakanı olan Süleyman Demirel, 14 Nisan 1993 tarihinde kamuoyuna yaptığı açıklamada, iktidarları dönemindeki başarılarını şöyle özetlemiştir:

- Terörle mücadelede çok olumlu sonuçlar alınmıştır.
- Büyüme hızı binde 5'ten yüzde 5.9'a yükselmiştir.
- Sanayide üretim artışı % 2.6'dan % 5.1'e çıkmıştır.
- Özel tüketim artışı % 7.1'den % 10.6'ya yükselmiştir.
- Kamu borçlanma gereği'nin GSMH'ya oranı, % 16.3'ten % 11.3'e indirilmiştir.
- Fiyat artışları 1992 Mart ayında % 78.5'ten, 1993 Mart ayında % 58'e gerilemiştir.
- İşsizlik oranı % 8.3'ten % 7.8'e düşürülmüştür.

Rakamlarla konuşan bir Başbakan'a bir şey söylemek mümkün değildir. Ancak, evrensel olarak bilinen bir gerçek de, rakamlarla bazı doğru olmayanların da söylenebileceğidir.

Süleyman Demirel'in Cumhurbaşkanlığına seçilmesiyle boşalan Başbakanlık makamını kimin dolduracağı (bu satırların kaleme alındığı sırada) henüz belli değildir. Başbakanlığa Erdal İnönü vekâlet etmekle beraber, ekonomik faaliyetler bu nedenle beklemektedir. Piyasaların kararsız olduğu, mega projeler heyecanının durduğu, yatırım girişimlerinin ertelendiği, devlet çarkının âdeta durduğu bir dönemde olduğumuzu belirtmek gerekir.

1993 Haziran ayı ortasında Başbakan'ın kim olacağını belirmesi ve yeni Hükümet'in oluşturulması ile, bekleme döneminin sona ereceği ve ekonomik faaliyetlerin yeniden hızlanacağı anlaşılmaktadır.

Geçtiğimiz beklenti döneminin tespit edebildiğimiz başlıca ekonomik olayları ve bu arada birbirini izleyen fiyat artışları, aşağıda özet olarak verilmektedir:

Dış Ticaretle İlgili Olaylar

● İhracat Rejimi Kararı'nda Değişiklik:

3 Nisan 1993 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan İhracat Rejimi'ne Ek Karar ile 46 kalem malın gümrük vergisi ve fon tutarları yeniden düzenlenmiştir. Buna göre: Damızlık canlı hayvan ithalatı gümrük vergisi ve fondan muaf tutulmuştur. AET ve EFTA'dan ithal edilen bazı kimyasal maddelerin gümrük vergisi ve fonlarında indirim yapılmıştır. Gazete kâğıdı ithalinde fon düşürülmüştür.

• Dış Ticaret Dengesinde Gelişme:

Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE)'nin 1993 Şubat ayı göstergelerine göre, dış ticaret hadleri, geçen yılın aynı döneminin altında kalmıştır. 12 aylık dış ticaret endeksinde; ihracat miktar olarak % 2.6, fiyat olarak % 1.5 artmış; ithalat ise miktar olarak % 5 artarken, fiyatlar % 0.8 gerilemiştir.

Yatırımlar ve Teşviklerle İlgili Olaylar

- 1 Nisan 1993 tarihli Resmi Gazete'de; yatırımların, döviz kazandırıcı hizmetlerin ve işletmelerin teşviki ve yönlendirilmesine ilişkin besicilik işletme kredisi hakkında bir tebliğ yayınlanmıştır. 93/1 sıra no.lu Tebliğ'de, orman köylerine yönelik besicilik kredisi ile ilgili işlemler belirtilmektedir.

- Aynı Resmi Gazete'de, Türkiye Kalkınma Bankası'nın da iki tebliği yer almaktadır. Tebliğler şu hususlarla ilgilidir: (1) Yarım kalmış turizm yatırımlarını ve döviz kazandırıcı hizmetleri teşvik fonundan tahsis edilecek krediye ilişkin uygulamalar. (2) Seyahat acentelerine ve havayolu şirketlerine, yatırımları ve döviz kazandırıcı hizmetleri teşvik fonundan tahsis edilecek krediye ilişkin uygulamalar.

- 6 Nisan 1993 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan Bakanlar Kurulu Kararı ile, Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu hakkındaki kararda değişiklik yapılmıştır. Söz konusu karar ile, fon kesintilerinin zamanında yatırılmaması durumunda uygulanacak yaptırımlar yeniden ve ağırlaştırılarak düzenlenmiştir.

- Aynı Bakanlar Kurulu Kararı ile; Körfez krizinin bitiş tarihi olan 7 Nisan 1991'den önce kullanılan döviz kredileriyle ilgili taahhütlerini yerine getiremeyenlerin cezaları af ve bunlardan Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu kesintisi yapılması kabul edilmiştir.

İş Bankası Kamu Bankası Statüsüne Geçti

CHP'ye ait hisselerin Hazine'ye intikali ile Türkiye İş Bankası A.Ş. özel banka statüsünden çıkıp kamu bankası statüsüne geçmiştir. Buna paralel olarak banka'nın yönetimi de el değiştirmiştir.

İstanbul Umum Sigorta A.Ş. Tasfiye Yolunda

Türkiye'nin en eski sigorta şirketlerinden İstanbul Umum Sigorta A.Ş.'nin mali durumu, İtalyan hisselerini Demirören Grubu'nun satın almasına rağmen düzelenmemiştir. Bilindiği gibi, şirketin 1987'den bu yana poliçe kesme yetkisi kaldırılmıştır. Bu defa, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın aldığı kararla, şirketin tüm sigor-

ta branşlarıyla ilgili ruhsatları iptal edilmiştir. Bu durumda, yasal bekleme süresi sonunda şirketin tasfiye işlemi başlayacaktır.

Zamlar Yeniden Başladı

Özellikle KİT'lerin ve bağlı kuruluşların ürettiği ürün ve hizmetlerin fiyatları bir süreden beri değişmiyor ve bu durum kamu açıklarının giderek büyümesine yol açıyordu. Süleyman Demirel'in Cumhurbaşkanlığına seçilmesinin ardından, beklenen yüksek oranlı zam furyası başlamıştır. KİT'lerden sonra özel sektör kuruluşları da zam kervanına katılmışlardır. Zamların önümüzdeki günlerde bütün hızıyla süreceği tahmin edilmektedir. Nitekim, Başbakan Vekili Erdal İnönü'nün, bir basın mensubunun sorusunu cevaplandırırken; «Enflasyon düşünceye kadar bu fiyat ayarlamaları maalesef yapılacaktır. Bu isteyerek yaptığımız bir şey değil. Ama başka çaresi de yok.» demesinden de zamların birbirini izleyeceği anlaşılmaktadır. 1993 Nisan ayı ve Mayıs ayının ilk yarısında gerçekleşen bazı fiyat artışları, aşağıda satırbaşlarıyla verilmektedir:

- Lada otomobillerinin fiyatları Nisan başından itibaren % 3 oranında artırılmıştır.
- Taşkömürü fiyatları 8 Nisan'da % 4.7 oranında zamlanmıştır.
- İlaç fiyatlarına 10 Nisan'da % 30 oranında zam yapılmıştır.
- Erdemir ürünlerinin fiyatları 27 Nisan ve 18 Mayıs'da % 5 ile % 10 arasında değişen oranlarda artırılmıştır.
- Çimento fiyatları 30 Nisan'da % 8 oranında zamlanmıştır.
- Şeker fiyatları 4 Mayıs'da % 12 oranında artırılmıştır.
- Tofaş otomobillerinin fiyatlarına % 5 ile % 11 arasında değişen oranlarda zam yapılmıştır.
- Elektrğin kilovatsaat fiyatı Mayıs başında % 4 artırılmıştır.
- Akaryakıt fiyatlarına 15 Mayıs'da % 10 oranında zam yapılmıştır.
- Ekmek fiyatları (İstanbul'da) 15 Mayıs'ta 2000 TL'den 2500 TL'ye yükseltilmiştir.
- Tekel ürünlerine 17 Mayıs'dan itibaren % 30 zam yapılmıştır.
- THY iç hatları biletlerinin fiyatları 17 Mayıs'da % 30 oranında zamlanmıştır.
- SEK ürünlerinin fiyatları 17 Mayıs'da % 14 oranında artırılmıştır.

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 SANAYİİ A.Ş.

Kabataş, Setüstü No:27 80040-İstanbul

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



"Renault 21. Olağanüstü bir duygu bu... Yaşayın !"

Bulutların üzerinden yeryüzüne süzülmesine özgür ve sessiz. Yükselerek, çok yükseklere tırmanmasına atak ve güçlü. Geniş ufukları egemen olmak. Aydınlik, ferah bir dünyada sınırsızlığı yaşamak... Varolduğunu hissetmek... Renault 21. Olağanüstü bir duygu bu.

21 yüzyılı başlatan teknolojik gelişmeyi Renault 21'ler sergiliyor. Dış görünüşleri mükemmel, her an şahlanmaya hazır soylu bir yaşın atı gibi. Renault 21'ler Türkiye'ye üç ayı tıpte sunuluyor.
Renault 21... Renault 21 Manager... Renault 21 Concorde...

Renault 21 ve Renault 21 Manager'in motor hacmi 1700 cc... Renault 21 Concorde'un motoru ise 2000 cc... üstelik enjeksiyonlu. Hızlan 200 km/y'a açıyor, güçlen 135 Hp'a ulaşıyor. Renault 21'ler geniş iç mekanlarıyla sürücülere ve yolculara **olağanüstü bir konfor**, eşsiz güçleriyle **olağanüstü bir dinamizm** sunuyorlar. Bütün Renault'lar gibi Renault 21'ler de Türkiye'nin en büyük satış sonrası teşkilatının servis ve yedek parça güvencesine sahip.

Uluslararası standartlarda **üstün kalitesi**, geniş ve aydınlık iç mekanı... 7 fonksiyonlu bilgisayarı... enjeksiyonlu motoru... hem hidrolik, hem yükseklik ayarlı direksiyonu... uzaktan kumandalı merkezi kilit sistemi

ve sürüş güvenliğiyle Renault 21, bütün kavramları değiştirecek yemden yaratacak.

Ozgür olmak... Hızın gücün konforun tadına varmak... Özlemleri... tutkulan aşmak... Varolduğunu hissetmek...
Renault 21.
Olağanüstü bir otomobil bu... Tanıyın !
Olağanüstü bir duygu bu... Yaşayın !

RENAULT

"Yaşanacak Otomobiller"



Renault 21 Renault 21 Manager Renault 21 Concorde