

...lara Mektup / 3

...onomik Göstergeler (İç) / 4

...ONOMİK YORUMLAR / 5

...adırım Aktürk

...ç. Dr. Seyfettin Gürsel

...ol. Dr. Dündar Sağlam

...rmaye Piyasası / 27

...ç. Dr. Mehmet Bolak

...eksika'da Yaşanan

...onomik Gelişmeler / 35

...d. Doç. Dr. E. Ertuğrul Karsak

...k. Avrupa Piyasasının Kalkınmakta

...am Ükelere Etkisi / 41

...ç. Dr. Nurdan Aslan

...onomik Göstergeler (Dış) / 46

...rkiye'den Sermaye Kaçışı / 47

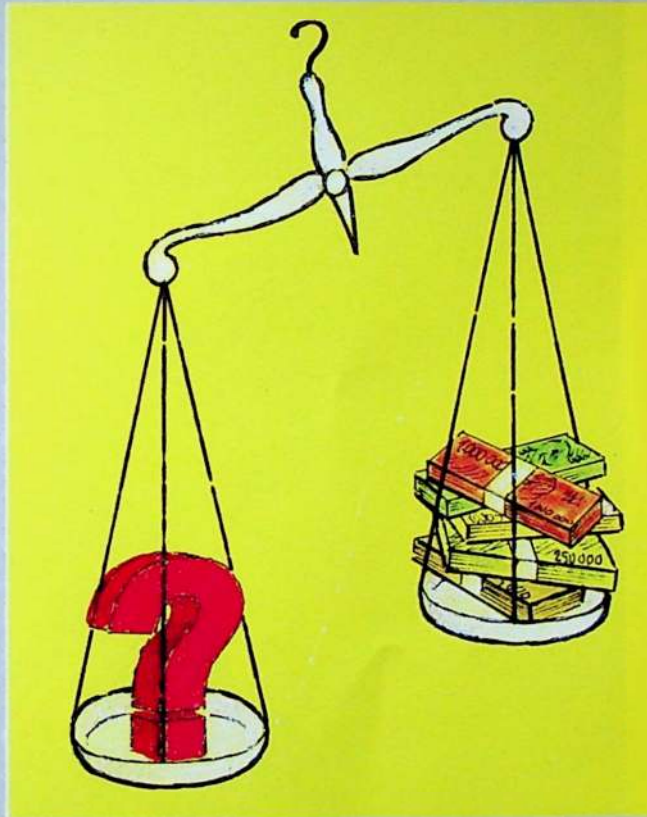
...zaalfer Sayım

...an Ekonomik Olayları / 59

...Yıldırım Kılıç

...ni Yayınlar / 63

...Tariik Yaşa

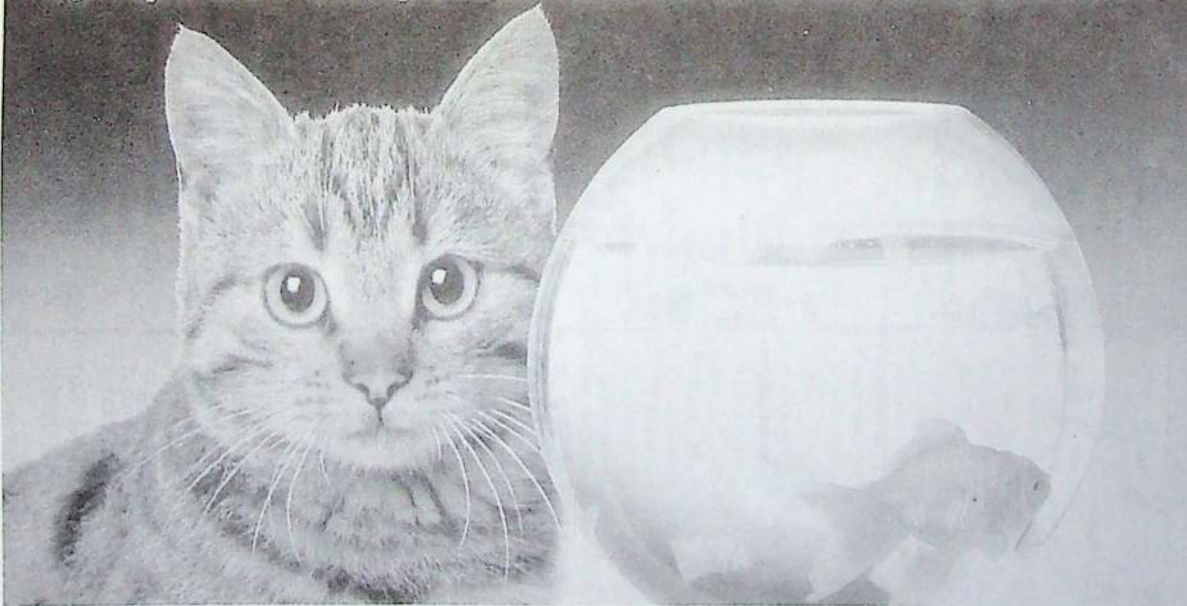


*Güvene önder olmak.*



**EMLAK BANKASI**  
"Daha Uygur Bir Yaşam İçin"

# İŞ İŞTEN GEÇMEDEN... OYAK SİGORTA



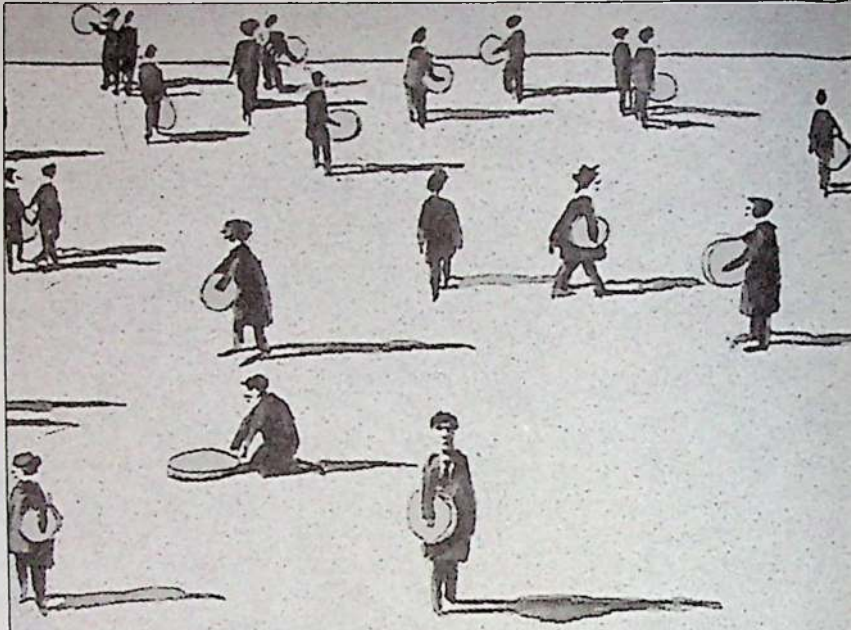
- Tüm Konut Sigortası ► Tüm İşçilen Sigortası ► Tüm  
Otel Sigortası ► Kar Kayb. Sigortası ► Kra Kaybı Sigortası  
Kasko Sigortası ► Trafik Sigortası ► Yurtiçi Kasko  
Sigortası ► Yeşil Kart Sigortası ► Otobüs Koluha Sigortası  
Tajınan Yuk Sigortası ► Bağlı Sigortası ► Mali Sorumluluk  
Sigortası ► Ferdi Kazza Sigortası ► Hırsızlık Sigortası  
► Tajınan Para Sigortası ► Emniyet Sicizmal Sigortası  
► Cam Kırılması Sigortası ► Uçak Sigortası ► Helikopter  
Sigortası ► Tekne sigortası ► Yat Sigortası ► Tekne  
ve Yat İnşaat Sigortası ► Marina Sigortası ► Nakliyat  
Sigortası ► Harp Sigortası ► Lisans Kaybı Sigortası  
► CUR Sigortası ► İnşaat Sigortası ► Montaj Sigortası  
► Makine Kırılması Sigortası ► Elektronik Cihaz  
Sigortası ► Sağlık Sigortası ► Hayat Sigortası  
► Yarılanmazın Sigortası ► Kredi Hayat Sigortası  
► Zira Ürün Sigortası ► Sera Sigortası ► Kütmes  
Hayvanları Sigortası ► Büyük Baş Hayvan Sigortası  
► Küçük Balık İğ. Sigortası

## OYAK SİGORTA

Genel Müdürlük: Modül Mevzuatı Cad. Oyak İş Hanı No: 81 80040 Sarıyer - İSTANBUL  
İstanbul (312) 250 60 70 (4 Hat) Fax: 249 48 28 Ankara (312) 232 20 30 Fax: 232 17 24  
İzmir (232) 464 33 00 Fax: 463 33 07 Adana (322) 457 19 65 Fax: 457 45 10  
Bursa (224) 250 40 60 Fax: 250 40 62 Samsun (362) 234 18 55 Fax: 230 20 42

"Oyak Sigorta Bir Odu Yardımlaşma Kurumu ve Emeklilik Bankası Kuruludur"





## Kalabalıkta yönünüzü şaşırmayın.

Tasarruflarınıza en verimli yatırımı seçmek,  
bugünlerde her zamankinden daha zor.

Mevduatınızın yönünü belirlemek için Türkiye'nin  
önemli sanayi ve ticaret merkezlerine yayılmış  
Esbank şubelerinden birine gelin. Kısa ya da uzun  
vadeli yatırımlar için en uygun seçenekler Esbank'ta.

Geleceğinizin güvencesi birikimlerinizi  
68 yılın tecrübesine sahip tedbirli ve  
kararlı bir bankaya emanet edin,  
güvenle kazanın.

 **ESBANK**  
TEDBİRLİ VE KARARLI

**ESBANK T.A.Ş. GENEL MÜDÜRLÜK**  
Meşrutiyet Caddesi 141, Tepebaşı, 80050 İstanbul  
Telefon: (212) 251 72 70 (19 hat)  
Faks: (212) 243 23 96 Teleks: 25558 erbt tr

# 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 Başkanı

ŞİNASI ÇELİKKOL

Danışma Kurulu

Prof. Dr. Asaf Savaş Akal • Dr. Öztin Akgüç •  
Prof. Dr. Erdoğan Alkin • Prof. Dr. Güven Alpaz  
• Dr. Orhan Altan • Tevfik Altınok • Prof. Dr.  
Mustafa A. Aysan • Prof. Dr. Ömer Faruk Batirel  
• Dr. Metin Berk • Prof. Dr. Ünal Bozkurt •  
Prof. Dr. Kenan Bulutoğlu • Prof. Dr. Nasuhi Bur-  
sal • Yavuz Canevi • Ege Cansen • Halük Cey-  
han • Mehmet Gün Çalık • Özer U. Çiller • Bü-  
lend Çorapçı • Ahmet Demirel • Zeki Döşluoğlu  
• Necdet Durakbaşı • A. Aydın Dündar • Gazi  
Erçel • Kaya Erdem • Tarkan Erdem • Oktay Er-  
soy • Prof. Dr. Cumhur Ferman • Prof. Dr. Atilla  
Göneali • Prof. Dr. Emre Gönsensay • Doç. Dr.  
Seyfettin Gürsel • Prof. Dr. Zeyyat Hatiboğlu • Er-  
han Işıl • Prof. Dr. Haluk A. Kabaaloğlu • Prof.  
Dr. Müh. Kemal Kafalı • Adnan Başer Kafaoglu •  
Y. Doç. Dr. Ahmet S. Kalın • A. Nazif Keyman •  
Prof. Dr. Yıldırım Kılıç • Prof. Dr. Tamer Koçel  
• Kemal Kurdaş • Prof. Dr. Kemal Kurtuluş •  
Prof. Dr. Erol Manisalı • Prof. Dr. Orhan Morgil  
• Prof. Dr. Erdoğan Moroglu • Ziya Nebioğlu •  
Ergin Neng • Alp Orçun • Rahmi Onen • Prof.  
Dr. İsmail Özasan • M. Celâlettin Özgen • Ertan  
Özgür • Tuncay Özilhan • Selâhattin Özmen • Er-  
tuğrul İhsan Özal • Prof. Dr. Ergun Özsunay •  
Prof. Dr. Merih Paya • Prof. Dr. Reha Poroy •  
Prof. Dr. Dündar Sağlam • Halit Soydan • Prof.  
Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş • Osman N. Torun •  
Fikret M. Tuncer • Nezir Tunçşiper • Prof. Dr.  
Gül G. Turan • Doç. Dr. Şercel Türen • Doç. Dr.  
T. Güngör Uras • İbrahim Ülkem • Dr. Cüneyt Ül-  
sever • A. Doğan Yalın • Mehmed Tarık Yaşa •  
Doç. Dr. Göksel Yücel • Prof. Dr. Ahmet Yüksel

Yazı Kurulu

Dr. Öztin Akgüç • Doç. Dr. Seyfettin Gürsel  
Prof. Dr. Merih Paya • Prof. Dr. Dündar Sağlam  
Doç. Dr. T. Güngör Uras

Basım-Yayımlar Danışmanı

M. TARIK YAŞA

İdare Müdürü

MUSTAFA BARIŞ

## OKURLARA MEKTUP

Sevgili Okurlarımız,

Bu sayının «Ekonomik Yorumlar» bölümünde, iki soru ile çerçevelenmiş gibi görünmekle beraber, gerçekte çok geniş bir alanı kapsayan ve ülkemiz için büyük önem taşıyan bir konu tartışılmaktadır. Konuyu oluşturan sorular şunlardır: «Türkiye ekonomisinde istikrar nasıl sağlanabilir? Türkiye ekonomisi sürekli bir büyüme çizgisine nasıl sokulabilir?» Açık Oturum'a katılan değerli konuşmacılarımız konuyu çok yönlü olarak tartışıyorlar ve karşı karşıya bulunulan sorunların çözümlerine ilişkin ilginç görüşler ileri sürüyorlar.

Yapılan ön açıklamalara göre, ekonomiyi istikrarsızlığa iten noktalardan biri, büyüme hızının sürekli inişler ve çıkışlar göstermesidir. 1995'in ilk üç aylık döneminde ekonomideki daralma devam etmiştir. İkinci istikrarsızlık noktası, keza büyük bir dalgalanma içerisinde olan enflasyondur. 1994'de enflasyon, toptan esyada % 150, tüketici fiyatlarında % 125,5 olarak üç rakamlı bir düzeye yükselmiştir. TÜSİAD'ın 1995 için tahmini ise % 88 enflasyondur. Üçüncü istikrarsızlık noktası, kamu açıklarıdır. Kamu açıkları, Türkiye ekonomisi için uzun bir süredir temel sorunlardan birisini oluşturmaktadır. Dördüncü nokta, dış dengedeki istikrarsızlıktır. Bu arada sıcak para olayı sürmekte, döviz tevdiat hesaplarının toplam mevduat içindeki payı yükselmektedir. Her an dolara kayılabileceği olasılığı, ülke yönetimini tehdit etmektedir. Yurt dışından fon sağlanamadığından, 1994'de kamu kesimi açığı, büyük ölçüde özel kesim tasarruf fazlasıyla karşılanmıştır. Özel kesim yatırımları kullanılabileceği fonların büyük bölümü kamu açıklarının finansmanında harcanmıştır. Bu yüzden reel ekonomi küçülürken, kamu yatırımları hemen hemen durmuştur. Öte yandan Türkiye ekonomisi 1983'den bu yana rant ekonomisi haline dönüşmüştür. İmalat sanayinin elinde yatırım dönüştürülecek fonlar, rant ekonomisinin kısa vadeli çemberinde heder olup gitmektedir. Sonuç olarak, ekonomi bıçak sırtındadır. Sorunlar içinde boğulmuş böyle bir ekonominin düzleşme çıkması için neler yapılması gerektiğini izleyen sayfalarda bulacaksınız.

Dergi'de yer alan diğer yazıların da, her zaman olduğu gibi ilginizi çekeceğini ümit ediyoruz.

Saygılarımızla,

# Ekonomik Göstergeler (İç)

## Haziran/1995

	1993	1994		1995	
		Kasım	Aralık	Ocak	Şubat
<b>T.C. MERKEZ BANKASI</b>					
Döviz ve Altın Mevcudu (milyon \$)	7759.0	8471.0	8513.0	10532.0	11842.0
Banknot Miktan (milyar TL)	63103.9	115933.6	120212.3	114566.0	140812.0
T.C. Merkez Bankası iç Kredileri (milyar TL)	100583.3	157837.0	160530.1	165035.0	164219.0
Hazineye Kısa Vadeli Avans (milyar TL)	70420.7	120483.4	122278.0	124171.0	122699.0
<b>BANKALAR (milyar TL)</b>					
<b>Toplam TL Mevduat</b>	<b>330005.6</b>	<b>546517.4</b>	<b>614554.3</b>	<b>619488.2</b>	
Ticari Kuruluşlar Mevduatı	56864.2	88679.3	108315.1	90311.3	
Tasarruf Mevduatı	123429.8	314143.0	326651.5	337609.3	
Vadesiz Tasarruf Mevduatı	19345.2	29257.4	34562.3	28570.7	
Vadeli Tasarruf Mevduatı	104084.6	284885.6	292089.2	309038.7	
Mevduat Sertifikası	3064.2	4.842.2	4632.9	4887.7	
Resmi Kuruluş Mevduatı	12591.7	23.569.6	19123.7	39094.4	
Bankalar Mevduatı	78407.3	31.608.7	50305.2	41556.4	
Diğer Kuruluşlar Mevduatı	55648.5	83.674.7	105525.9	106034.0	
Döviz Tevdiatı	214960.2	609300.6	660558.8	708951.9	
<b>Toplam Krediler</b>	<b>433706.9</b>	<b>658868.9</b>	<b>789853.2</b>	<b>805272.3</b>	
Tarım	59155.7	70865.9	120427.7	112136.5	
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	42417.3	85207.7	92014.5	95009.8	
Mesleki (Küçük Esnaf ve Sanatkar)	8817.1	13793.3	15227.5	16123.9	
Gayrimenkul	33615.3	41412.7	46118.3	45515.7	
Denizcilik	103.1	326.1	397.8	1294.4	
Turizm	3894.4	5521.5	4916.0	5353.5	
Diğer İhtisas Kredileri	236.7	307.9	308.5	355.9	
Ticari, Sınal, Sair	285467.1	441433.8	510442.9	520482.5	
<b>PARA ARZI (milyar TL)</b>	<b>132309.0</b>	<b>210053.0</b>	<b>238981.0</b>	<b>202489.0</b>	<b>243156.0</b>
<b>FIYATLAR (DİE Toplan Eşya 1987 = 100, Tüketici Fiyatları = 1987 = 100)</b>					
Toplan Eşya Fiyatları İndeksi (Genel)	2082.2	4795.9	5196.3	5630.5	
Tarım (Genel)	2083.2	4460.1	4874.0	5383.4	
İmalat Sanayii (Genel)	2040.5	4893.5	5287.6	5726.3	
Tüketici Fiyatları (Türkiye)	2717.2	5761.9	6127.0	6542.1	
Tüketici Fiyatları (İstanbul)	2626.3	5492.4	5856.8	6249.9	
<b>DIŞ ÖDEMELER (milyon \$)</b>					
Dışalım (CIF)	29429.4	20560.8	23270.0	2097.1	4382.4
Dışalım (FOB)	15349.4	15800.7	18106.1	1549.7	3100.6
İşçi Dövizleri	2919.0	2423.0	2627.0		

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) Para arzı (M<sub>1</sub>) dar tabanlıdır.

# Ekonomik Yorumlar

## AÇIK OTURUM

### Türkiye Ekonomisinde İstikrar Nasıl Sağlanabilir?

**SAĞLAM** – Efendim, toplantıma hoş geldiniz. Bugünkü Açık Oturumumuzun konusu şudur: «Türk ekonomisinde istikrar nasıl sağlanabilir? Türkiye sürekli bir büyüme çizgisine nasıl sokulabilir?» Ben bu konuyu saptarken, dikkat ederseniz, çok geniş bir alanı kapsayan bir konu seçmiş bulunuyorum. Amacım, sizin gibi değerli konuşmacı arkadaşlarımla, deneyim ve görüşlerini, dar sınırlar içinde hapsedemeksizin en geniş biçimde açıklamalarına olanak hazırlamaktır. Bugün biliyorsunuz ekonomi ile ilgili teknik bilgiler, olaylar, rakamlar gazetelerin ekonomi sayfalarında her gün yer alıyor. Fakat sanıyorum Türkiye’de eksik olan iktisat politikasının ve makroekonomik çerçevenin ışığında olayların bilimsel olarak yorumlanmasıdır. O bakımdan ben Türk ekonomisinin genel oluşum ve eğilimlerinin teorinin ışığında analiz edilmesi-

#### KATILANLAR:

- Yıldırım AKTÜRK
- Doç. Dr. Seyfettin GÜRSEL

#### YÖNETEN:

- Prof. Dr. Dündar SAĞLAM

nin daha doğru olduğunu düşünüyorum. Ben konuşmaya başlarken, Türk ekonomisini sürekli olarak istikrarsızlığa iten bazı dengesizliklerin neler olduğuna kısaca değinmek istiyorum. Sizlerin konuşmalarına zemin hazırlamak üzere.

Türk ekonomisi biliyorsunuz sürekli istikrarsız bir durum sergilemektedir. Hatta şunu da ifade edebilirim, uzun bir süre sonra, aradan 15 yılı aşkın bir süre geçtikten sonra, tekrar IMF’nin önüne geldik. Son IMF’ye başvurumuz sanıyorum 1979’da oldu. Değil mi?

**AKTÜRK** – IMF ile Stand By Anlaşması 1980’de yapıldı. Ondan evvel 1979’da yapıldı, bozuldu.

**SAĞLAM** – 1980’de yapılmıştı. Demek ki aradan 15 yıl geçtikten sonra tekrar IMF’nin kapısının önüne geldik. Geçenlerde bir yazıdan öğrendiğimize göre, dünyada IMF’e en çok başvuran



ülkelerden üçüncüsü Türkiye imiş. Demek oluyor ki zaman zaman IMF'nin direktifleri doğrultusunda düzene giren ekonomimiz çeşitli içsel ve dışsal nedenlerle tekrar rayından çıkıyor. Sizlerin bu nedenler konusunda görüşlerinizi almak istiyorum. Şimdi ben ekonominin son durumunu ve başlıca sorunlarını kısaca özetlemek istiyorum.

türkiye ekonomisinin genel görünümü ve temel sorunları: büyüme hızı sürekli iniş ve çıkışlar göstermekte; enflasyon ve kamu açıkları sürmekte; dış dengeler büyük istikrarsızlık göstermekte; kamu yatırımlarının durduğu ekonomi bıçak sırtında yürümektedir

Türkiye'nin temel sorunlarından birincisi, biliyorsunuz, büyüme hızının sürekli iniş ve çıkışlar göstermesidir. En son 1991 yılında % 0.5 olan büyüme hızı, 1993'de % 9.5 gibi görülmemiş bir düzeye çıkıyor. Sonra 1994'de % -6 gibi Cumhuriyet tarihinde pek karşılaşmadığımız bir düzeye iniyor. 1995 için de şimdiye kadar yapılan hükümet tahminleri % 3 dolayında bir büyümeyi öngörüyor. Biliyorsunuz, 1994 başında patlak veren ekonomik krizin üstesinden gelinmesi için Hükümetçe 5 Nisan 1994'de yürürlüğe konulan «Ekonomik Önlemler Uygulama Planı» ekonomi-

nin mali kesiminde nispi bir istikrar sağladı ise de, orta vadeli yapısal reformlardan hiçbirisinde cesur bir adım atılmadığı için reel sektörde bir hareket, canlılık görülüyor. Özellikle benim sizlerin üzerinde durmamızı istediğim bir konu, özel kesim imalat sanayii yatırım eğilimlerinin uzun bir süredir duraklama içinde bulunmasıdır. Bunun çeşitli sebepleri olduğu kuşkusuzdur. Şimdi konumuza dönelim. 1995 yılının birinci 3 aylık döneminde ekonomide daralma devam etmiştir. İkinci 3 aylık dönemde büyüme hızında pozitif değer alacak bazı gelişmeler var. Fakat daha henüz kesin bilgiler ortaya çıkmış değil. Ama 5 Nisan kararlarının ulaştığı bazı hedefler var. Bunlardan birisi döviz hedefi (dolar 38.000 TL). Oldukça yakın bir şekilde gerçekleşmiş bulunuyor. Bütçe açıklarına gelince, 109 trilyon liralık bir açık öngörülüyordu IMF'ye verilen belgede. Fakat 146 trilyon TL olarak tahakkuk etmiş bulunuyor. Fakat bu rakamlar nominaldir. Reel olarak meseleye baktığımızda, enflasyondan arındırılmış bir biçimde rakamlara eğildiğimizde, bütçe açığında reel olarak % 54 bir azalma olduğunu tespit ediyoruz. Cari işlemler açığında biliyorsunuz bir pozitif gelişme var. 1994 yılında cari işlemler fazla vermiştir. Kamu açıklarının GSMH içindeki payına gelince, % 14 ve % 15'li oranlardan 1994'de % 8.5 oranına düştüğüne dair bir bilgi var elimizde.

Ekonomideki ikinci ana istikrarsızlık noktası enflasyon. O da büyük bir dalgalanma içerisinde. 1994 yılında, 1988'lerden beri % 60 - % 70'ler dolayında geçen enflasyon hızında, birdenbire toptan eşyada % 150'ye, tüketici fi-



yatlarında % 125.5'e varan bir artış görülüyor. Gördüğümüz gibi enflasyonda ani bir sıçrama var. 1994 yılında enflasyon üç rakamlı bir düzeye yükselmiş bulunuyor. 1995 için TÜSİAD'ın yaptığı tahmin % 88 dolayında bir enflasyondur. Fakat Hükümet'in tahmini, yıl sonu itibarıyla % 45, ama ortalama olarak % 70 olacağı şeklindedir. Bu hedefin gerçekleştirilmesi pek kolay görünmüyor. Enflasyonun üzerinde daha ayrıntılı biçimde durabiliriz.

Üçüncü nokta, kamu açıklarıdır. Biliyorsunuz kamu açıklarımız uzun süredir büyük bir problem. Bu konuda ben bir noktayı dikkatinize sunmak istiyorum. O da Avrupa ülkelerinde borç toplamının GSMH'ya oranı demek olan borç rasyosu, elimdeki rakamlara bakarak söylüyorum, Almanya'da % 51, Belçika'da % 140, Danimarka'da % 78, Fransa'da % 50, Hollanda'da % 78, İngiltere'de % 50, İrlanda'da % 89, İspanya'da % 63, İtalya'da % 123, Yunanistan'da % 121, Türkiye'de ise % 63 gibi bir düzeyde bulunmaktadır. Türkiye'de borç rasyosunun alt düzeylerde, âdeta Maastricht sınırında bulunuşu, üzerinde önemli durulacak bir konudur. Fakat Türkiye'de kamu borçlanmasında faiz oranlarının yüksekliği, vadenin kısıllığı insanı hayrete düşürecek niteliktedir. Acaba mali kesim mi yeterince büyük değildir de ondan böyle bir sorun ortaya çıkıyor? Yorsa borç yönetiminde mi bir aksama, yetersizlik var?

Dış dengede de büyük bir istikrarsızlık var. Sıcak para olayını hepimiz biliyoruz. İktisat politikasını etkin olarak kullanmayı engelleyen dolarizasyon olayı, döviz tevdiat hesaplarının toplam mevduat içindeki payının yüksekliği bir

diğer sorumuz. Ekonomi bıçak sırtında yürüyor. Hükümet her an dolara kaymanın tehdidini ensesinde hissediyor. Ve 1994'ün Aralık ayından sonra, yani 1995'in başından itibaren tekrar sıcak para hareketinin başladığına dair işaretler, bilgiler alıyoruz.



PROF. DR. DÜNDAR SAĞLAM  
İktisatçı

Kamu kesimi açığını, 1994 yılında, büyük ölçüde özel kesim tasarruf fazlası karşılıyor. Çünkü yurt dışından bir fon aktarılması 1994 yılında mümkün olmadı, dış krediler alınamadı. Demek ki, özel sektörün yatırımlarda kullanabileceği fonlardan büyük bir kısım kamu açıklarının finansmanında kullanılmıştır. Tabii bunun sonucunda reel ekonomide küçülme devam ediyor, kamu yatırımları durmuş vaziyette. Enerji, ulaştırma gibi imalat sanayiini direkt etkileyen alt yapı yatırımlarında bir duraklama görüyoruz.

Benim sizlere sunmak istediğim bir diğer önemli nokta var. Bunu çok eskiden beri dergimizde ifade ediyorum. Bu konuda Sayın Aktürk'ün görüşlerini almak isterim. O da Türk ekonomisi 1980'lerden sonra bir rant ekonomisi haline dönmüştür. Bu ekonomi giderek faizlerin hızla yükseldiği, maliyetler içerisinde faizlerin en önemli yeri işgal ettiği bir dönem olarak tanınmaktadır. Bu oluşumun başlangıcını 1980'den başlatmak daha doğru olur kanaatindeyim. 1984'den sonra Türk ekonomisinde spekülasyon kısa vadeli kazançlar ön plana geçmiş ve ülkedeki tasarruf fazlası sanayicinin ve yatırımcının eline geçmek yerine, tüketicinin ve rantiyeye kesiminin eline geçmiştir. 1980 öncesine baktığımızda, orada faizler baskı altına alınmış, tasarruf sahipleri zarara uğratılmıştır. Ancak fonlar sanayicinin eline geçmiştir. Sanayici bu ucuz fonlarla yatırım kapasitesini genişletmiş, üretimini artırmıştır. Tabii faiz parametresinin fonksiyonunu görememesi nedeniyle bazı yanlış yatırım kararları da alınmıştır. Ancak, şurası bir gerçek ki, fonlar büyük ölçüde sanayici üretken kesimin eline geçmiştir. Şimdi tasarruflar özel sektör imalat kesimi yatırımlarına gitmemektedir. 500 büyük firmanın durumu ile ilgili olarak İstanbul Sanayi Odası'nın her sene yaptırdığı araştırmalar da şunu gösteriyor ki, özkaynak bakımından erime bu firmalarda devam etmektedir. 1994 yılında bankacılık sektöründe de özkaynak erimesi devam etmektedir. Yani enflasyon yalnız sabit gelirlileri vurur, öbür kesimler bundan etkilenmez gibi bir yargıya varmak yanlış olur kanaatimce. Yani enflasyon öyle bir dert ki yalnız tüketicileri değil,

yatırım yapan, istihdam sağlayan ciddi firmaları da etkilemektedir. Artık imalat sanayiinin elinde yatırıma dönüşebilecek fonlar bir rant ekonomisinin kısa vadeli çemberinde heder olup gitmektedir. Bunu son yıllardaki yatırım rakamları da doğrulamaktadır.

Yaptığım bu açıklamalardan sonra Türk ekonomisinde acaba niçin sürdürülebilir bir istikrar sağlanamamaktadır? Bunun ana nedenleri nelerdir? Biz nerelerde hata yapıyoruz? İsterseniz oturumun birinci aşamasında bu nokta üzerinde duralım. İkinci aşamada ise alınması gereken önlemler üzerinde duralım. Tabii ben sizi gene serbest bırakıyorum. Her iki aşamada söyleyeceklerinizi birleştirerek de ifade etmeniz mümkündür. Ben ilk sözü Sayın Aktürk'e vermek istiyorum. Buyurun Sayın Aktürk.

hükümetlere kısa vadeli düşünceler egemen olup, enflasyon da kontrol altına alınamayınca, kamu kesiminin ihtiyacı piyasadan karşılanmaya başlanmıştır; sonuçta iç borçlar hızla artmış, fonlar özel sektörün üretken yatırımları yerine kamuya yönelmiştir.

**AKTÜRK** – Ben konuya şöyle giriş yapmak isterim. 1980'li yılların başında ödemeler dengesi kriziyle yapısal bir yetersizliği aşmak üzere bazı tedbirler dizisi ortaya kondu. Burada aranan

amaç ekonominin dışa açılması, ve özel kesimin rekabet gücüne kavuşması suretiyle güçlenmesi biçiminde özellebilir. Bu hedefe de zannediyorum beş altı senede oldukça başarılı bir şekilde yaklaşmıştır. Şuurlu bir şekilde ihracata dönük ve darboğazları giderici yatırımlara fonların yönlendirilmesi sağlanmıştır. Bu amaçla Merkez Bankası'nda bir fon oluşturulmuştur. Burada kamu sektörünün imalat sanayiindeki verimsizliği de dikkate alınarak tasarrufların özel kesim yatırımlarına yönlendirilmesine çalışılmıştır. Bunun şuurlu bir seçim olduğuna inanıyorum. Asıl önemli olan, 1987 - 1988 yıllarından önce fonlar kamu kesiminden özel kesim imalat sanayiine aktarılarak bir hareket sağlandığı halde, ondan sonraki yıllarda enerji, ulaştırma, telekomünikasyon gibi alt yapı yatırımlarına ağırlık verilerek fonlar kamu projelerine yönlendi. Bu projelerin finansmanında dış borçlara büyük yer verildi. Bu arada Türkiye'nin kredibilitesi de müsait bir noktada olduğundan dış borçlar hızla arttı. Fakat bir müddet sonra Hükümet'e kısa vadeli düşünceler egemen hale geldiğinden, ayrıca enflasyon da kontrol altına alınamadığı için kamu kesiminin ihtiyacı yoğun olarak iç piyasadan karşılanmaya başlamıştır. Kamu kesiminin iç piyasadan büyük ölçüde borçlanması, teoride crowding out olarak nitelenen bir olaya sebebiyet vermiş ve fonlar özel sektörün üretken yatırımları yerine kamuya yöneltmiştir. 1990'dan itibaren de Güneş Taner döneminde, yine piyasaları canlandırma gerekçesi ile, bir tüketici kredileri furysası başlatılmıştır. Tüketici kredileri üzerindeki bazı yüklerin kaldırılması ve teşvik edil-

mesi kanaatimce stratejik bir hata olmuştur. Gerçi tercihtir ama, neticede bir maliyeti vardır ve bu da tüketimi kökükler, yatırımı caydırır. Giderek verimli sektörün gelişmesine engel olur noktaya da gelir.



**YILDIRIM AKTÜRK**

Pamukbank T.A.Ş. ve Interbank  
Yönetim Kurulu Başkanı

Bu arada tabii en entresan gelişme, özellikle 1990 yıllarından itibaren, Türkiye ekonomisinin konvertibiliteye kavuşması ile beraber, dış dünyada bizim gibi ülkelere verilebilecek fonlarda büyük artış olmasıdır. Financial Times'in belirttiği gibi 1988'de dünyada 40 milyar dolar olan ödünç verilebilir fonlar 1993'de 700 milyar dolara çıktı. Burada söz konusu edilen Hazine kâğıtlarına yapılan plasmanlar ile borsalara giren paralardır. Bu arada Hükümet, reel olarak ücretlerdeki kaybı karşılamak amacıyla 1989'dan itibaren enflasyonun çok üzerinde zamları yürürlüğe



koymuştur. Enflasyon % 60'larda, % 70'lerde giderken, % 120-% 130 düzeyinde zamlar yapılmıştır. Bunun sonucunda son 5 senede kamu kesiminde işçi ücretleri 99 misli artmış, aynı dönemde fiyat artışları 35 misline ulaşmıştır. Yani ücretlerde üç misli bir reel düzeltme yapılmıştır bu dönemde. Bu, 1994 sonuna kadarki tablo. Verimlilik artışından kaynaklanmayan bir ücret artışı. Üretim ve yatırımlara yöneltilmesi gereken fonlar tüketime yöneltilmiştir.

Burada siyasi gelişmelere de bir nebze bakarsak, mahalli idarelerdeki değişikliklerle beraber 1989'dan itibaren, personel kadrolarında hızlı artışlar olmuştur. Özellikle kamu kesimi memur adedinde. Ve son iki Koalisyon Hükümeti'nde bu kadrolaşma eğilimi daha da hız kazanmıştır. Bence hadisenin doğru teşhisini koymak istersek, geldiğimiz tıkanma noktasında ana problem, kamu kesiminin sağlıklı, verimsiz yapısı ve personel adedindeki fazlalıktır. Ayrıca, çok süratle artırılan ücretler kamu kesimini büyümüştür. Buna rağmen risk alan, inisiyatif kullanan daire başkanı, genel müdür seviyesindeki yöneticiler tatmin edilemediğinden, bürokrasinin performansında büyük bir düşüklük görülmeye başlanmıştır. Bugünlerde gördüğümüz tablodan çıkış yolu oldukça güç görünüyor.

1994 yılı başında patlayan kriz sonucu borçlanabilme kabiliyetimizi bir gecede kaybettik neredeyse. 15 günlük bir süre içinde. Benim bir tabirimle ondan evvelki 15 senede adım adım, gıdım gıdım inşa ettiğimiz dış borçlanma itibarımızı silip yok ettik. Şimdi tekrar 1980 başlarındaki gibi ağır ağır önce ki-

sa vadeli ticari hareketlerin finansmanını sağlamaya çalışacağız. Ondan sonra bazı finansörlerin uygun gördükleri projelere dış kredi bulacağız. Adım adım orta vadeli bir kredi rejimine geçeceğiz; ama bunun uzun zaman alacağı kuşkusuz. Ayrıca, kendimize düşen düzenlemeleri cesur olarak yapmamız kaydıyla.

Enflasyon bir dönemde % 60'larda seyrederken, sık sık şu sözler edilmeye başlandı: «Biz kronik bir enflasyon ortamında oldukça iyi bir büyüme trendini yakaladık.» Bu aslında büyük bir yanılgıdan başka bir şey değildi. Oysa biz bazı zafiyetleri biriktirerek, hastalığın ağırlaştığını gözardı ederek bu büyümeyi sürdürebildik. Bunda bir miktar konjonktürel imkânların iyi kullanılması ve dış kaynak kullanılmasında aşırıya gidilmesi rol oynadı. Bugün, sizin de işaret ettiğiniz gibi, sürdürülebilir bir büyümenin olabilmesi, ciddi bir milli tasarruf oranı ile gerçekleşebilir. Burada kamu ve özel kesim bir arada düşünerek, toplam tasarruf oranına bakmamız lazım. Halbuki 1989'da milli gelirin % 9'u kadar tasarruf eden bir kamu sektörü, 1993'de milli gelirin % 5'i kadar tasarruf açığı olan bir sektör haline gelmiştir. 1995 yılında, bu durumda hiçbir düzeltme yoktur. Ben bir bankacı olarak, özel kesimde bir firmanın durumu bozulduğunda, özellikle aşırı borç altına girdiğinde, faiz yükünün anormal biçimde arttığını görüyorum. Böyle bir durumdan çıkış için, aktifinde bulunan bazı gayri menkulleri satması veya yeni ortaklar bulması gibi yollar araması gerekir. Devlet sektöründe neler yapılması gerektiği çok geniş bir konu. Ancak,

yatırımlar konusunda çarpıcı bir bilgi vermekle yetineyim. 1980 yılı başlarında yatırımların ortalama tamalanma süresi 9,5-10 yıl arasında idi. 1983 yılı sonunda bu rakam 7 yıla inmiştir. Bugün bu süre 15 yıla çıkmış bulunmaktadır.

### SAĞLAM – Hangi yatırımlar?

kamunun yaptığı yatırım harcamalarının büyük kısmı tüketimdir; büyümeyi etkileyecek ciddi yatırım yoktur; bu durumdan kurtulmanın yolu, siyasi ve ekonomik istikrarın sağlanarak büyüme trendinin tekrar yakalanmasından geçer; türkiye için kendi ayakları üzerinde durmaktan başka çıkış yolu yoktur.

**AKTÜRK** – Toplam kamu yatırımları. Buradan kastım kamu yatırımı portföyünü tespit edin, o yıl yapmanız gereken harcama miktarını saptayıp paydaya koyun. Bir yılda yatırımlara sağlayabileceğiniz ödenekleri de pay olarak aldığınızda; bu rasyo kabaca % 15'ler mertebesinde iken bugün maalesef % 7'lere inmiş durumdadır. Bugün 15 senede tamamlanabilen bir kamu yatırım portföyü görüyoruz, o da iyimser başlangıç bütçe rakamlarıyla maalesef. Ayrıca, bir durum daha var. Şöyle ki, yatırımcı kuruluş diye gördüğümüz bazı

devlet daireleri, mesela Köy Hizmetleri Genel Müdürlüğü, yatırım bütçesi diye kendilerine tahsis edilen paranın, vaktiyle -7/8 sene evvelinde- personel harcamaları için % 30'unu harcarlarken, bugün tamamını personel harcamaları için kullanmaktadırlar. Dolayısıyla fiziki yatırım, fiili yatırım, büyümeye de tesir edebilecek olan hakiki ciddi yatırım söz konusu değildir. Özellikle kamu eliyle yapılan yatırım harcamalarının büyük bir kısmı maalesef tüketimdir. Şimdi böyle bir durumdan çıkış yolu olağanüstü bir dış kaynak olabilir mi? İhtimal dışı görünüyor bana. Olağanüstü bir dış kaynak girişi sürekli sağlanabilir mi? Bu herhalde pek gerçekçi değil. Ancak Avrupa Topluluğu'na tam üyelik gibi bir şey söz konusu olsa idi ve Avrupa'nın lider ülkeleri Türkiye'yi ihya için üç beş senelik bir programı formüle etselerdi, belki böyle bir senaryo düşünülebilirdi. Onun dışında Türkiye'nin kendi rüşünü ispat etmesi ve kendi ayakları üzerinde durmasından başka çıkış yolu yok. Bu da Türkiye'de başta siyasi, onun yanında ekonomik istikrar olmasına ve bir büyüme trendini yakalamamıza bağlıdır. Biz belki üç beş sene evvel yakaladığımız bir yatırım, büyüme ve prodüktif anlayıştan uzaklaşmış gibiyiz. On sene evvel düşünmeye başladığımız yap-ışlet-devret modelini bizim dışımızda kalkışa geçen özellikle Orta Avrupa ülkeleri tatbik eder oldular.

Şimdi özünde kamu sektörü deyince onu biraz açmamızda yarar var. Cumhurbaşkanı Süleyman Demirel bile Başbakan olduğunda «5 kara delik» diyordu. Bunlar; bütçe açığı, KİT açıkları, mahalli idarelerin fon açığı, birlikle-

rin fon açığı ve sosyal sigorta sisteminin açığı idi. Fakat son senedeki mali kriz ile birlikte buna bir kara delik daha eklendi. Bu da özellikle kamu banka sektörünün zafiyetidir. Kamu bankaları her ne kadar özelleştirme programında da yer alıyor görülse de çok ciddi bir mali bünye zafiyetine itilmiş durumdadır. Bu, IMF ile yapılan sözleşme neticesi, bütçe açığını olduğundan daha düşük göstermek için yapılmış fon transferlerinin bir neticesidir. 1995 yılında da aynı tablonun devam ettiğini görüyoruz. Dolayısıyla genellikle yabancılara takdim ettiğimiz bütçe idaremizin başarısı, işte gelir-gider dengemiz ve saire bence sathda bir egzersiz oluyor. Kamu sektörünün bütçe dışındaki kalemlerindeki zafiyet daha hızlı ve daha kontrol edilemez bir şekilde büyüyor. Ve bunun muhasebesi, hesabı, kitabı da net bir şekilde açıklanamıyor. «KİT'ler piyasalardan borçlanabilir» deniliyor. Bu borçların vadesi, faizleri KİT'lerden KİT'lere değişiyor. Tasarrufu teşvik amacıyla yapılan kesintiler 180 trilyon liraya ulaşmış durumda ve bu kaynağı devlet kullanıyor. Ama hiçbir bütçe analizinde bunun bir boşluk yarattığını görmüyoruz. Artık sistem giderek ağırlaşan bir tablo içerisine girmiştir. Tasarrufu yok eden bir kamu sektörü olduğu sürece verimli özel sektör yatırımlarına kaynak aktarılması mümkün değildir. Yedinci Beş Yıllık Plân'daki % 5 düzeyindeki büyüme hızı, enflasyonun % 6'lar, % 8'ler düzeyine indirilmesi gibi hedefler, bence hayal ürünü oluyor.

**SAĞLAM** – Açıklamaları için Sayın Aktürk'e teşekkür ediyorum. Şimdi Sayın Gürsel'in görüşünü alacağım. Fakat ondan önce konuşmamızda şuna da

yer vermenizi isteyeceğim. Biliyorsunuz iki türlü istikrar paketi var. Birisi Ortodoks, diğeri Heterodoks istikrar paketleri. Heterodoks istikrar paketleri daha çok enflasyonu yaratan döviz kuru, ücret, faiz, kamu mal ve hizmet fiyatları ve tarımsal ürün fiyatları gibi maliyeti teşkil eden unsurların birlikte veya toplu olarak dondurulması gibi önlemleri içeriyor. Tabiiyle ekonomide bulunan fazla talebin emilmesi için yürürlüğe sokulan önlemler de var pakette. Ancak, Heterodoks paketi diğerinden ayıran ana unsur, çeşitli fiyatların ve oranların belli sürelerle sabitleştirilmesidir. Ortodoks istikrar paketlerindeki önlemler ise daha çok talep yönlüdür. Enflasyonu yaratan fazla talebin kısıtlanması için maliye ve para politikalarının yürürlüğe konulması ana uğraştır. Türkiye'de enflasyonu aşağı çekmek için bu istikrar paketlerinden hangisine ağırlık vermek gerekir? Türkiye'de ekonomik istikrar sağlamak için ne tür politikalar uygulanmalıdır? Buyurun Sayın Gürsel.

1980'li yıllarda enerji ve telekomünikasyon yatırımlarında terazi dengede tutulmakla beraber, otoyollar konusunda aşırıya gidilmiştir; bu yatırımları finanse edebilmek için dış sermaye piyasalarından fon sağlanmak zorunda kalınmıştır; bu gelişmeler sonuçta sıcak para olayını ortaya çıkarmıştır.



**GÜRSEL** – Öncelikle Sayın Aktürk'ün bugünlere nasıl geldik kapsamında yaptığı değerlendirmelere katıldığımı belirtmek istiyorum. Konuyu belki bilgi açısından bir kez daha doğrulamak bakımından ben de şahsen 1980'li yılların ikinci yarısında ortaya çıkan iki önemli gelişmenin vurgulanmasını önemsiyorum. Bunlar aslında birbirini tamamlayıcı unsurlar oldular. Bunlardan bir tanesi, Sayın Aktürk'ün sözünü ettiği gibi, birtakım önemli büyük alt yapı yatırımlarında çok kısa zamanda büyük harcamalara girişmek oldu. Bu tabii ancak dış kaynakla mümkündü. Konvertibilitenin aynı döneme rastlaması da kanaatimce büyük bir tesadüf değil. Çünkü kamunun borçlanması konusunda artık piyasalardan borçlanma kararı stratejik olarak verildikten sonra, iç tasarruflar da yetersiz olduğuna göre, kurumsal olmayan uluslararası para piyasalarından doğrudan borçlanmanın mekanizmasını yaratmak gerekiyordu. Konvertibiliteye geçiş bu nedenle zorunlu idi. Bunun daha başka boyutları da var. Sanırım bu konuya tekrar döneceğiz. Çünkü konu hâlâ güncelliğini devam ettiriyor.

Tabii burada bir savunma da var. Özellikle bu stratejiyi güden o dönemdeki ANAP hükümetleri bu yatırımların gerekli olduğunu, bu yatırımların Türkiye'de çağ atlatacağını iddia ediyorlardı. Bu yatırımların bir an önce yapılması için ülkenin % 60- % 70 düzeyindeki bir enflasyona katlanması gerektiği de düşünülmüş olabilir. Burada ayrıntılara girip bunu tartışmak istemiyorum. Aslında bu konuda elimizde birtakım ampirik çalışmalar da yok. Enerji ve telekomünikasyon konularında büyük bir

ihtimalle terazi dengede olabilir. Ancak, otoyollar yapımı konusunda aşırıya gidildiğini söyleyebilirim. Bugün arabamla İstanbul-Ankara arasında gidip geldikçe orada yatan milyar dolarlara acımaktan kendimi alkoyamıyorum. Çünkü bomboş bir yolda alabildiğine süratle gidebiliyorsunuz. Çok güzel, fakat maliyetini düşündüğünüzde çok vahim. İşte bu yatırımları finanse edebilmek için dış sermaye piyasalarından doğrudan borçlanmak, tavlil satarak, bono satarak fon sağlamak zorunlu idi. Tabii bu gelişmeler daha sonra Türkiye'nin gündemini işgal eden sıcak para konularını da ister istemez karşımıza çıkarttı. Bunun sakıncalarını daha yeni yeni keşfetmeye başlıyoruz.



DOÇ. DR. SEYFETTİN GÜRSEL  
İktisatçı

Sorduğunuz için tabii burada kısaca bu istikrar paketleriyle ilgili iki temel strateji konusunda da görüşlerimi

özetlemek istiyorum. Belki ondan sonra «istikrar nasıl sağlanır?» konusuna geçmekte yarar var. Yani 1994'ün anlamı neydi? 1994'de ve 1995'de ne oldu, ne olabilir? Daha uzun vadeli bir strateji mümkün müdür? Şimdi bu Heterodoks programlar konusunda işte bazı ekonomistlerin «nominal çapalar» tabiri ettikleri birtakım makro değişkenler üzerinde bir idari baskı oluşturuluyor. Bunlar tutulmaya çalışılıyor. Döviz kuru, ücretler, fiyatlar gibi... Faiz ise piyasa ekonomilerinde müdahale edilmemesi gereken bir parametre. Burada dikkat edilmesi gereken iki nokta var. Birincisi, değişkenlerde yapılan sabitleştirmelerin kısa süreli olması. Aksi takdirde dengeler zaten büyük ölçüde bozulacaktır ve program başarısızlığa uğrayacaktır. Bir ikinci nokta, değişkenleri sabitleştirirken ekonomideki temel bozukluklara, temel dengesizliklere, özellikle kamu kesimindeki mali dengesizliklere kalıcı çözüm bulunması gerektiğidir. Aksi takdirde birinci noktada alınan önlemlerin bir anlamı olmaz. Yani bir taraftan siz bu Heterodoks programın gerektirdiği nominal çapa tabiri edilen değişkenleri sabitleştirirken, diğer taraftan temel kamul kesimi dengesizliğine kalıcı bir çözüm getirmiyorsanız, özellikle bütçenizi denkleştiremiyorsanız, üstelik bunu vergi akışı ile denkleştiremiyorsanız (Çünkü harcamaları kısarak denkleştirmek tabii büyüme açısından ve gene bütçenin denkliliği açısından bir sonraki dönemde çok akıllıca bir iş değildir.), ekonominin eskisinden daha kötü bir noktaya düşmesi kaçınılmaz olur.

**SAĞLAM** – Zaten bu nedenledir

ki Sayın Gürsel, bu türlü istikrar paketlerinin sosyal bir pakt ile, diğer bir deyimle toplumdaki çeşitli kesimlerin uzlaşması ile yürürlüğe sokulduğunu görürüz.

**GÜRSEL** – Kesinlikle. Bir üçüncü nokta da, amprik bir gözlem, bu Heterodoks paketleri Dünya Bankası ve IMF de savunuyor. Onların ekonomistlerinin büyük ölçüde geliştirdiği modeller oldu ve bunlar uygulama alanları da buldu. Özellikle İsrail'de, Arjantin'de ve Meksika'da belirli ölçüde uygulama fırsatları oldu. Ama bunlara baktığımızda, enflasyon çok yüksek olduğu zaman bu türlü Heterodoks paketler uygulamaya konuluyor. İsrail bunu uygulamaya koyduğu zaman yıllık enflasyon oranı % 400 civarındaydı. Arjantin % 1000'leri devirmişti. Meksika'da yanılmıyordum % 240'ları geçen ve % 300'lere dayanan bir enflasyon söz konusu idi. Şimdi şu soru da sorulabilir: Acaba böyle daha hiper enflasyona adım atmamış ama bunun çşiğinde olan bir enflasyon ortamında illâ bu Heterodoks politikaları uygulamak gerekli midir? Bunların ekonomiye getireceği, sonradan getireceği dezavantajlar vardır ki bunların başında döviz kurunun sabitleştirilmesi gelir. Döviz kurunun tutulmasının paranın reel olarak değerlendirilmesine bir yerde göz yummak anlamına geldiği, bunun sonucunda ihracatın tökezleyerek dış dengenin bozulmasına yol açacağı gibi tehlikeleri gördüğümüzde, «Buna değer mi?» diye düşünebiliriz. İkincisi de, kısa dönemde bu nominal çapaları tuttuğunuz zaman, çok hızlı bir enflasyon düşüşü arzuladığınız için, beklentileri de kırmak gerekmektedir. Tabii böyle bir

durumda reel faizler hızla yükseliyor. Çok doğal bir şey. Tabii bu da yatırımlar üzerinde çok olumsuz bir etki yapıyor. Yani şunu demek istiyorum. Heterodoks politikalar uygulandı, başarılı oldu, belli faturaları var. Ama buradaki başarı âdeta pamuk ipliğinde. Çok dikkatli, çok kapsamlı bir istikrar paketi ile birlikte ancak yapılabiliyor.

politik etkiler yüzünden türkiye'de başarılı bir heterodoks istikrar programının uygulanması pek mümkün gözüküyor; 5 nisan deneyimi bunu açıkça göstermiştir; bu nedenle politik ve ekonomik kültürümüzle uyum içinde olacak ortodoks istikrar politikalarının tercih edilmesi gerekir

**SAĞLAM** – Buraya ben parantez açarak birşey ekleyeyim. Sizin görüşünüzü tamamlamak bakımından. Getirilen bu tür bir Heterodoks istikrar paketinin arkasından genellikle toplam talep de görülen azalmaya paralel olarak ekonomide durgunluk ve büyümede bir yavaşlama oluyor. Fakat enteresan olan taraf, son yapılan gerçek İsrail deneyimi gerek diğer ülke deneyimleri şunu bize gösteriyor ki, bu türlü sert istikrar paketlerinin uygulanmasının ardından ekonomide bir yavaşlama olmuyor, aksine artan güven ortamının etkisiyle yatırımlar artıyor, ekonomi canlanıyor. İsrail bu türlü bir gelişmeye tanık oldu. Bu-

nun nedenleri üzerinde iktisat teorisyenleri arasında tartışma var. Yani ekonomik beklentilerdeki olumlu değişime o kadar etkili rol oynuyor ki, kamu kesimi ve özel kesim üretim ve yatırımları artmaya başlıyor. Teoride buna, «Alman görüşü» adını veriyoruz. Yani bu tür iyi hazırlanmış Heterodoks bir paket, milli gelirden artışlara bile sebebiyet verebiliyor.

**GÜRSEL** – Bu konuyu çok uzatmak istemiyorum. Bu konuda benim şahsi kanaatimi soracak olursanız, ben Türkiye'de başarılı Heterodoks politikalar uygulanabileceğinden şüphe ediyorum. Bu bakımdan benim tercihim Ortodoks politikalar. Bunun da çok kısa olarak nedenlerini belirtmek istiyorum. Aslında bu tahminimi doğrulayan bir deneyim yaşadık; 5 Nisan deneyimini. Kalıcı bir paket, özellikle kamu kesimi dengesini düzeltici bir paketi Hükümet yürürlüğe koyamadı. Burada Hükümet'in cehaletinden yahut iradesizliğinden daha çok politikadaki çıkmazlar, dengeler rol oynadı. Örneğin, 1994'de geçici olarak ek vergi aldınız, ama bunu 1995'de politik olarak tekrarlayamazsınız. Kalıcı bir vergi reformu getirmeniz gerekiyor. Bu gecikiyor. Gerçi şu anda Meclis'de böyle bir tasarı var ama, zamanlamalar birbirini tutmuyor. Çünkü biliyoruz ki, bu tip vergi paketleri, reformları ancak belli bir gecikme ile olumlu sonuçlarını verecektir. Uygulama bunu doğruluyor. Özelleştirmeyi planlıyorsunuz, özelleştirme kanunu çıkartıyorsunuz; ancak özelleştirmenin içinde bulunduğu durum malum. Gerek birtakım becerisizlikler, gerek birtakım politik sorunlar nedeniyle özelleştirmeyi de zamanlama ile sen-



kronize bir şekilde yürütemediniz. Bunlar zaten bence yeterince kanıtlıyor ki, böyle çok kapsamlı, zamanlaması iyi düşünülmüş, planlanmış bir Heterodoks politikayı uygulamak Türkiye'de pek mümkün gözüküyor. Nitekim yeniden döviz kurunu tutma ve Türk Lirası'nın reel olarak değerlendirilmesine izin vermek gibi bir noktaya geldik. Eğer böyle giderse bu politikanın ihracatı engellemeye başladığını göreceğiz. Daha henüz ihracatta bir duraklama görmüyoruz ama, politikalar etkilerini daima bir gecikme ile gösteriyor. Bu bakımdan Türkiye'de enflasyonun henüz hiper enflasyon düzeyine gelmeyişi, yukarıda açıkladığım yapısal nedenlerden ötürü Ortodoks politikaların daha uygun olacağını düşünüyorum. Bu bizim politik ve ekonomik kültürümüzle de uyum içinde olacaktır.

**SAĞLAM** – Bir şey sorabilir miyim, Sayın Gürsel? Şimdi Türkiye'deki enflasyon mekanizmasının işleyişi konusunda çeşitli görüşler var. İkisat teorisi açısından meseleye baktığımızda, bazı çelişkili durumlar var. Mesela şu anda ekonomide bir talep yetersizliği var. Ekonomide bir taraftan durgunluk var, bir taraftan da enflasyon devam ediyor. Acaba Türkiye'deki enflasyonu uyarıcı faktörler nelerdir? Hangi unsurlar hangi mekanizmalar ile enflasyonu uyarmaktadır? Kamu açıkları desek, borç rasyosu bakımından Türkiye, İtalya'nın, Belçika'nın, Yunanistan'ın gerisinde bir ülke. Acaba enflasyonu bu kadar yükselten ana neden aşırı yüksek faizler mi? Yani ülkemizde bu olayın başlatıcısı, sürükleyicisi faiz mi? Sizlerin görüşleri nedir bu konuda?

**GÜRSEL** – Bir kere Türkiye'de her dönemde, ya da 1980'den bu yana enflasyonu açıklayıcı tek bir neden ya da tek bir süreç, mekanizma ileri sürmek bence yanlış olur. Ama bunu bırakalım bir yana, bu son birbuçuk yılı alalım. Yani 1993'den 1994'e geçiş ile 4 Nisan'dan bu yana olanlar arasında büyük bir fark var. Şimdi siz başlangıç konuşmanızda sözünü ettiniz. 1994'de enflasyondaki sıçrama, aslında bir bütçe açığı dolayısıyla talepteki bir patlamanın sonucu bir sıçrama değil. Tamamen bir intibak, uyum meselesi. Yani ekonominin yeni şartlara kendini uyarlaması. Zaten o sıçramada bir hiper enflasyona doğru gidiş görmemek gerekirdi. Böyle olmadığını da nitekim görüyoruz. Nitekim enflasyon yıllık olarak baktığımız zaman bugün düşmüş durumda. Tabii bu nereye gider ya da gitmez..

**SAĞLAM** – O zaman hemen şunu eklemek lazım. Demek ki 1994 başında Türk ekonomi politikasını yönetenlerde büyük bir beceriksizlik var. Bu gelişmeler onu kanıtlıyor.

**GÜRSEL** – O kesin, tabii. Ama bir de şunu da söylemek zorundayız. 1994'de çok özet olarak ne oldu? Türkiye içerideki kaynaklarının bir kısmını dış borç ödemelerinde kullanmak zorunda kaldı. 1994 yılı rakamlarına baktığımız zaman, bu çok açık olarak ortaya çıkıyor. Biz dışarıya bir kaynak transferi yaptık. Bu kaynak transferini hangi mekanizmalarla yaptık? Bunların bir kısmı reel mekanizmalardı. İşte ek vergi almak, kamu kesiminde cari harcamaları (ücretleri) kısmak gibi... Öbür yandan da ister istemez kamu sektöründeki dengeleri tutabilmek için KİT fiyatlarını

daki o olağanüstü artışı da yapmak zorundaydınız. Enflasyondaki patlama bu mekanizmalar sonucu ortaya çıktı. Bir süre sonra özel sektör kendini yeni ortama uyarlamaya çalışmıştır. Gerçi orada da güçlük çekmiştir. Çünkü reel faizler görülmemiş ölçüde artmıştır. Özel kesim fiyat ayarlamalarında gecikmiştir, ama sonra sonbaharda yakalamıştır. 1994 yılı, Nisan-Nisan enflasyonu çok yüksek bir enflasyon olmuştur. Nisan'dan sonra tekrar bir dengeye oturmuştur, ama çok yüksek bir dengeye oturmuştur. Tartışılması gereken, bundan sonra ne olacağıdır. Şimdi enflasyonda gördüğümüz düşüş gecici bir düşüş müdür, yoksa bu bize enflasyondaki yeni ve daha yüksek bir eşiği mi göstermektedir? Daha önce % 60'larda, % 70'lerde seyrederken, şimdi % 90'larda, % 100'lerde de bir süre seyredecek, ondan sonra ne olacak? Nereye gidecek bu? Bunun tartışılması daha önemli gibime geliyor.

**AKTÜRK** - Tabii 1995 yılı çok karmaşık bir yıl. % 150 enflasyon diyoruz da, yıl içinde önemli dalgalanmalar var. Aynı şekilde kur ayarlamasına dikkat edilmeli. 1994 yıl başından Mart ayına kadar ekonomide ciddi bir talep patlaması görülüyordu. Her şey neredeyse yok satıyordu. Çimento, demir, otomotiv ürünleri satışları olağanüstü düzeyde idi. Tüketici kredisi furasının olduğu dönem. Birden bire Nisan'a geliyoruz. 5 Nisan önlemleri ile birlikte kamu gelirlerini artırmak için kamu mallarına bir zam yapılıyor. Ve asıl mühim faizlerde ciddi bir şok yükseliş var. Yaz aylarında faiz üç aylık % 50 net-düzye çıkıyor. Normal bir işyeri satışları-

nı 6-9 aylık senetlerle yaparken, birdenbire bankaların faizleri yükseltip borçluları temürüde sürüklemeleri, ayrıca döviz kurunda yapılan şok devalüasyonlar satışların bıçak gibi kesilmesine yol açmıştır. Talebi birdenbire sınırlayan faktör, alıcının tavrından çok satıcının tavrı değişikliği olmuştur. Satışlar evvelce 6-9 aylık vadelerle yapılırken, birden nakit bazına dönünce önemli düşüşler göstermiştir. Diğer taraftan bankaların tüketici kredilerini kesip faizleri yükseltmeleri, piyasayı hızla durgunluğa sürüklemiştir.

dış kaynaklardaki şok düşüş yüzünden durgunluk bu denli derin olmuştur; enflasyon bir anlamda piyasadaki mal kıtlığıdır; dış dengeyi tutturmak için ihracat artırılıp ithalat sınırlandırınca piyasadaki toplam mal arzı daralmıştır

Sayın Gürsel'in işaret ettiği bir başka nokta var. Eğer dış kaynaklarda bu kadar şok bir düşüş olmasa idi, durgunluk bu kadar derin olmayabilirdi. Biliyorsunuz biz 1993'de 12 milyar dolar kredi kullanmıştık. 1994'de 5 milyar dolar dışarıya ödedik. Yani ekonomi 17 milyar dolarlık bir şoka girdi. Bu kadar büyük bir gelir transferine rağmen enflasyon yükseldi. Enflasyon nedir? Bir anlamda piyasada mal kıtlığıdır. Enflasyon nereden kaynaklandı? Biz ihracat yapmak mecburiyetinde kaldık. Piyasa-

daki malı alıp dışarıya çıkardık. İthalatı da sınırladık. Daha az mal girişi oldu. Yani iki türlü de piyasadaki toplam mal arzını şok bir şekilde daralttık. Dış ödemeler dengesini tutturmak için böyle yaptık. Eğer dış kredi kolaylıklarımız olsa idi, ortaya daha başka bir tablo çıkardı. Talepte gerileme varken enflasyonda artış olması olağan bir şey değil. Ekonominin % 6 küçüldüğü bir dönemde enflasyonun % 150 olması, bize, «Eğer % 5-6 büyümeye olsa idi enflasyon ne olurdu?» sorusunu akla getiriyor. Cevabı hiper enflasyondur. Olağüstü dönemde kimse maliyet analizi yapmadı. Örneğin, faiz paranın fiyatıdır. Ancak, kredilerin şok biçimde kısıtlandığı durumda firmalar faizi ne olursa olsun borç bulamadılar. Şimdi enflasyon düşüyor. Yeni bir sayfa açmak lazım. Fakat önümüzde açmazlar var.

Bir tanesi, ekonomide en büyük borçlu devlet. Bir kur ayarlaması en fazla devlete bindiriyor. Faizin yukarı çıkması, en fazla devletin üzerinde bir baskı oluşturuyor. Biz bunu bazen şuurlu yapılan bir hareket gibi algılıyoruz. Örneğin, Merkez Bankası kurlar üzerinde baskı kuruyor. Bunu çoğunlukla bilinçli olarak yaptığı şeklinde anlıyoruz. Oysa Merkez Bankası döviz satmak zorunda kalıyor. Çünkü Türk Lirası ihtiyacı var. O anda oluşmuş olan açığı kapatacak. İsteddiği kadar sıcak para olsun, döviz bozdurmak zorunda kalması, döviz fiyatını düşürücü bir rol oynuyor. Ama bu da kamunun bir açmaz içinde olmasından kaynaklanıyor. Hükümet ayrıca faizlerin yükselmesini engellemek istiyor. Ancak, bu da mümkün olmuyor. Burada sizin işaret ettiğiniz kamu borçları-

mızın milli gelire oranının bazı Avrupa ülkelerinden daha düşük olması, bir şey ifade etmiyor. Çünkü bizde iç borçların vadesi 6 aylık bile değil. Yani 4 ay civarında. Halbuki İtalya'da 20 senedir.

**SAĞLAM** - Vadeyi niye uzatamıyoruz?

**AKTÜRK\*** - Tavuk/Yumurta meselesi. Önce enflasyonun düşmüş olması lazım. Orta vadeli para piyasalarının oluşmuş olması lazım. Tasarruf sahiplerinin, kurumsal tasarrufluların (özellikle sigorta fonlarının) para piyasasında orta vadeli denge kurması gerekiyor. Ama bizde onlar devletin elinde battığı için, öyle orta vadeli bir piyasa yok. Bence mali piyasaların en büyük eksikliği o tarafta. Gecelik faizlerin bu kadar yüksek olduğu, çok kısa vadeli işlemlerin bu kadar ağırlıkta olduğu bir başka Avrupa ülkesi göremezsiniz. Mali kesimde üç ayın ötesini görmeniz mümkün değil.

**SAĞLAM** - Burada bir fikir ileri sürmek istiyorum. Enflasyonun yüksek olması devlet borçlarını reel olarak düşüren bir olay. Yani enflasyonu düşük olan ülkelerde borç rasyosunu aşağı çekmek, kamu borçlarını azaltmak çok daha fazla gayret sarfedilmesini gerektiriyor. Kamu borçlarının milli gelire oranla yüksek olduğu ülkelerde gelirleri artırmak, bütçe harcamalarını kısıtlamak çok zor oluyor. Avrupa Komisyonu'nun limitlerine çekmek için sarfedilen çabalara rağmen borç rasyolarını iyileştirmek mümkün olamıyor. Çünkü enflasyonları bize göre çok düşük düzeyde. Reel olarak mesleğe baktığımızda, bütçe açığının milli gelire oranında



yarı yarıya bir azalma var. Aslında biliyorsunuz enflasyon kör bir vergi. Borçlu lehine çalışan bir olgu. Bunu nasıl değerlendiriyorsunuz?

**AKTÜRK** – Biliyorsunuz geçen yıl olağanüstü bir vergi alındı, fazladan. İşçiye, çiftçiye müteahhide olan kamu borçları hep bir yıl sonraya sarkıtıldı. Bunlar da dikkate alınmalı.

**GÜRSEL** – Bir kere öncelikle şunu belirtiyim. 1994 yılında bütün bu olağanüstü tedbirlerle birlikte 1993'e göre bütçe disiplininde önemli bir aşama kaydedildi. Bütçe açığının milli gelire oranı 1993'de % 6.9 iken, 1994'de % 3.5'e düşmüştür. Bu iki şeyi birden gösteriyor: Bir, sıkı bütçe politikasındaki önemli bir adımı gösteriyor; ama öbür yandan da borçlanma oranının yavaş da olsa artmaya devam ettiğini gösteriyor. İkincisi, çok yüksek enflasyon ortamında nominal faizler kendilerini yeterince duruma uydurmadıkları için, çok da yüksek reel faizler ödemedi devlet. Yaz aylarında ödenen % 200'lük faizler fazla bir yer tutmuyor. Şimdi esas bundan sonrası önemli. Enflasyon zaten reel faiz problemi. Enflasyonu hızla düşürürken karşınıza çıkıyor. Bunu nasıl yöneteceksiniz?

Son birkaç ay bence Türkiye'de çok öğretici oldu. Çünkü bundan önceki bir iki ayda devlet hem vadeleri uzatmaya başladı, hem de % 150'lik enflasyona göre beklentilerin düşük olmaya başlaması nedeniyle nominal faizleri de düşürmeye başladı. Ancak, resmi enflasyon hedeflerine göre hâlâ ekonomide çok yüksek bir reel faiz olduğunu görüyoruz. Bu da borç stoku açısından devletin yükünü artıran bir durum yara-

tırıyor. Bugün devletin elinde enflasyonu aşağı çekmek için kullanabileceği ve yönlendirebileceği enstrümanları yok gibidir. Ayrıca, enflasyonun gelecekte düşeceği yönünde ekonomik ajanların bir beklentisi de bulunmamaktadır. Türkiye'de tüketiciler, şirketler, bankalar gibi ekonomik birimler geçmişte ne olduğuna bakarak geleceği projekte etmemektedirler. Onlar daha çok gelecekte ne olabilir diye tahminde bulunarak bugünkü davranışlarını ayarlamaktadırlar. Dolayısıyla Başbakan Tansu Çiller'in «Faizleri düşürün.» ya da «Faizlerin düşmesi lazım; çünkü ben enflasyonun düşürülmesini istiyorum.» biçiminde konuşması hiçbir şeyi değiştirmektedir. Eğer sizin bütçe politikanızda, kamu kesimi politikanızda, daha genel olarak yapısal kesimde radikal önlemleri almadığınızı piyasa görüyorsa, dolayısıyla güven kaybetmeye başlamışsanız, Hükümet yetkililerinin söyledikleri sözler inandırıcı olmamaktadır.

Sayın Aktürk «Uzun projeler yanmıyor.» diyor. Çok doğru bir şey. Yani aslında mevcut olan projeler de sönmeye başladı. Neredeyse park lambalarına geçeceğiz. Kamu borçlanmasında tekrardan vadelerde bir kısıtlanma meydana geldi ve nominal faizlerde yükselme başladı. Tabii bana sorarsanız Hazine Müsteşarı'nın bu konuda hiçbir suçu yok. Merkez Bankası yardımcı olmuyor diye şikayette bulunuluyor. Bu kadar karmaşanın arasında, geçen yıl Merkez Bankası Yasası'nda yapılan bir değişiklikle, bankanın vereceği avansın limiti belirlendi. Bu, aslında önemli bir adımdı ve basında yeterince akis bulmadı.

**SAĞLAM** - Nitekim Hükümet'in 1995 yılında Merkez Bankası'ndan kullanabileceği avans limiti 49 trilyon lira olarak belirlendi. Ve bu 49 trilyon liraya da şimdiden ulaşıldı.

**GÜRSEL** - Açık finansmanın milli gelire oranı 1993'de % 2.7 imiş. 1995'de öngörülen % 0.7'dir. Hükümet o güveni yaratmak için kendi elleri ve kollarını da bağlamış bulunuyor. Şimdi çok tehlikeli bir durum var. Neden çok tehlikeli? Heterodoks bir istikrar programı olsa idi bu kısıtlama çok yararlı olurdu. Ama oraya gidemiyorsanız ve Hazine daha yüksek faizlerle borçlanma zorunda kalıyorsa, aynı dönemde Merkez Bankası'nın sıkı para politikasında ısrar etmesi ekonomiyi daha da boğabilir. 1995 yılı programı % 3 büyüme öngörüyor. Bundan geriye, yüzde sıfırlara düşebilirsiniz. O zaman bütçe gelir hedefleriniz de tutmaz. Ek vergi de bu yıl yok. Ekonomi, hem küçülme hem de enflasyonun hızla yükseldiği Sayın Aktürk'ün «zemberekten çıkmış» diye tabir ettiği bir patıkaya girebilir. Enflasyon olacaksa hiç olmazsa bir miktar da büyüme olsun. Sonra düşünelim birlikte nasıl bir orta vadeli program hazırlarız diye. Yöneticilerin para ve maliye politikalarını, döviz kuru politikasını tutarlı biçimde hazırlayıp yürütmeleri kanaatimce çok önemli. Çünkü burada yapılan hataların, tutarsızlıkların, ekonomiye ve topluma maliyeti çok ağır oluyor. Hükümet yetkililerinin çoğunlukla söyledikleri «Ekonomi bunu gerektirdiği için böyle oldu, zaten bundan başkası da mümkün değildi.» gibi sözleri doğru değildir. Aslında bazı durum-

larda fatura ödemek gerekebilir. Ancak, faturayı ağırlaştırmak veya hafifletmek, ekonomiyi yönetenlerin basiretine ve bilgisine bağlıdır.

**AKTÜRK** - Şimdi ben bu avans konusunda, Merkez Bankası'nın Hazine'ye verdiği avans konusunda bir şey eklemek istiyorum. Bu yıl % 2 oranında azaltılacak. Sonra düşürülme tedricen devam edecek. Yalnız burada kamu oyunu ciddi bir biçimde aldatma söz konusu. Çünkü avans tükendiği anda bir manüplasyon devreye sokuluyor. Nedir bu? Kâğıtla borç ödenmiş gibi gösteriliyor. Hazine'den Merkez Bankası'na bir çuval kâğıt...

**SAĞLAM** - Nakit ödeme söz konusu olmaksızın.

**AKTÜRK** - Evet, nakit yok. Ondan sonra tekrar bir avans imkânı doğdu diye avans çekme kabiliyeti kazanılıyor.

**GÜRSEL** - Bir tür hülle.

**AKTÜRK** - Onun için göstermelik bir disiplin söz konusu. Kamu bankaları bu mekanizma içinde kullanılıyor. Kamu banlarına verilmiş olan Hazine kâğıt portföyünün miktarını kimse bilmiyor.

**SAĞLAM** - Sayın Aktürk, 1980 yılında askeri dönem zamanında uygulanan 24 Ocak istikrar paketinin hazırlayıcılarından birisiniz. Bu paketin uygulanması sonucunda enflasyon 1980'de % 107 düzeyinde iken, 1981'de % 36'ya, 1982'de ise % 27'ye düşürülmüştür. Bugün böyle bir programı hazırlayabilecek bir kadro görüyor musunuz? İktisat politikası mutfağı iyi çalışıyor mu?

dışa açık bir ekonomide istikrar paketi hazırlamak ve uygulamak kolaydır; ekonomi dışa açıldıkça klasik politikaları uygulama şansı giderek yok olur; bugün yapılması gereken, kamunun kendisini rehabilite etmesidir; bunun için de inancı, irade gücü, yetkisi olan bir siyasi yönetim gerekir

**AKTÜRK** – Önce dışa kapalı bir ekonomide istikrar paketi hazırlayıp uygulamak daha kolaydır. Bazı parametrelerle oynayarak ekonomiyi zapturapt altına alabiliyorsunuz. Piyasalar gelişip ekonomi dışa açıldıkça, artık eski klâsik politikaları uygulama şansınız giderek yok oluyor. Emisyonla vergilemek hemen hemen mümkün olmayacak noktaya geliyor. Niye? Kimse Türk Lirası pozisyonu tutmuyor. Dolarizasyon dolaşısıyla bir yabancı paraya geçiş var. Ayrıca, borsaya, repoya kaçış dolayısıyla kimseyi yakalayıp enflasyon vergisine tabi tutamıyorsunuz. Bugün artık bir istikrar paketinde yapılması gereken kamunun kendi kendisini rehabilite etmesidir. Onun için en başta inancı olan, irade gücü olan, yetkisi olan, gücü olan bir siyasi yönetim gerekiyor. Bunun da siyasi mülahazaların üstünde bir hükümet yapısıyla mümkün olabileceğini düşünüyorum. Bu da bana «Teknisyen Hükümet» çağrışımı yapıyor. Sık sık söylediğim, parlamenterler eğer bakan ola-

caklarsa parlamentodan istifa etsinler. Seçim kaygıları olmayan bilgili, teknik bakanlar iş başında olmalıdır.

**GÜRSEL** – Bu tabii bir başkanlık sisteminde daha kolay gerçekleşebilir.

**AKTÜRK** – Evet. Ama bizde asıl yozlaşma, olaya baktığımızda, bakanlardan kaynaklanıyor. Aykon Doğan'ın durumunu görüyoruz. Bakanlar Kurulu'nun diğer 32 üyesinin bir harcama furçası içinde olduğu, kimsenin yabancı olduğu bir şey değil. Hiçbir şekilde bir disiplin anlayışı, bir tasarruf söz konusu değil. Neler yapılması gerekli? Bu konuya gelirsek, bence Türkiye Avrupa Topluluğu'na layık bir üye olacaksa veya Asya Kaplanları gibi % 8 büyüme tempolarına kavuşabilecek bir ülke olacaksa, önündeki kamu sektörü engelini aşmak zorundadır. Kanaatimce Türkiye'nin büyümesinin önündeki en önemli engel hantal bir kamu sektörünün bulunmasıdır. Bu engeli aşmanın yolu radikal bir özelleştirmeden geçer. İki, bütün merkezi idarenin yetkilerini mahalli idarelere devretmek lazım. Sağlık, eğitim gibi her türlü mahalli idarelerin alması gereken kararlar lokal düzeye indirilmelidir. Devlet personel yapısını sayı olarak üçte bir oranında düşürmek lazım. Özelleştirmeyi yaptığımızda sadece 600 bin işçiyi konuşuyoruz. Halbuki 2,7 milyon kamu personeli var. Yani neredeyse işçinin dışında 500 bin kişilik bir tasfiye mutlak zorunludur. Onun yerine işsizlik sigortası gibi bazı uygulamalar belki düşünülebilir ama, biz kendi kendimizi aldatıyoruz. Ücret sistemi bugün kamu kesiminde karmakarışık durumdadır. Sosyal sigorta sisteminin süratle özelleştirilmesi lazım. Emekli Sandığı ve SSK'nın birleştirilerek özerk



sigorta kurumlarına bir program dahilinde transfer edilmesi lazım. Bunlar yapıldığı anda orta vadede ekonominin tasarruf gücü kendiliğinden artacaktır. Bir misalini Şili'de görüyoruz. 200 milyon dolar mertebesinde bir büyüklüğü olan bir sigorta sistemi, kamudan özel sektöre devredildikten sonra, 6 sene içinde 20 milyar dolar büyüklüğe kavuşmuştur. Türkiye'de sigorta sisteminin işverenden, işçiden kestiği fonlar orta vadede piyasalara yönlendirilirse, borsa da gelişir. Borsa da iş dünyasını, prodüktif sektöre, reel sektöre fon aktarır ve ciddi bir çark oluşur. Vergi sisteminde de ben kuralları değiştirmeden önce toplama mekanizmasında basit bir özelleştirmeye gidilsin diyorum. Bunu Aytaç Durak Adana Belediyesi'nde yapıyor. Emlak Vergisi, çöp toplama vergisi gibi basitlerini değil, resmen Gelir Vergisi'ni de, Kurumlar Vergisi'ni de Yeminli Mali Müşavir bürolarına bırakarak, Defterdarlığın ve vergi dairelerinin çok dar bir kadro ile, 250 kişi yerine 20 kişilik bir murakıp kadrosu ile bunlara nezaret etmesini uygun buluyorum. Böylece bürolar arasında bir rekabet ortamı oluşur. Tahsilata göre bir prim sistemi uygulanır. Özel sektörde ben misali bankacılıktan, finansman veriyorum; genç, yetişkin, proses bilgisayar kullanmasını bilen kadrolar var. Türkiye'nin yetişkin kadrolarında bir eksikliği yok. Hatta şu anda vergi dairelerindeki kadrolardan bir kısmı özel sektöre aktarıldığında çok daha verimli olacaktır. O zaman şimdiye kadar alınamayan vergiyi kavramak söz konusu olur. Bu kaçakları kapattıktan sonra da herkese bir sene içinde bir vergi numarası vermek gibi OECD'nin de telkini olan, Yunanis-

tan'ın 25 yaşın üzerindekiilere uygulayacağı sistemi bizim de uygulamamız söz konusu olur. Eğer sağlıklı bir vergi tabanı olursa, oranları tam tersine azaltmak mümkün olacaktır. Devleti küçültmek mümkün olacaktır. Ben o zaman yapılacak işleri kamunun asli fonksiyonları dışında bir şeye bulaşmaması, mahalli idarelerin güçlendirilmesi, sosyal sigorta sisteminin özelleştirilmesi ve vergi tahsilatının özelleştirilmesi başlıkları altında topluyorum. Bu arada 15 senede bitirilemeyen kamu yatırımlarını kısa sürede bitirmek mümkün olacaktır. Çünkü teknisyen anlayışı ile siyaset üstü bir yaklaşımla kamu yatırımları ayıklanıp öncelik sırası konulacaktır. 15 senede bitirilemeyen yatırımlar, enflasyonu azdıran en önemli unsurdur.

önümüzde, bir seçim ortamının getireceği daha da ağırlaşacak bir tablo vardır; böyle bir ortamda, ekonomiyi düze çıkarmak için, seçim öncesi geçici bir teknisyen hükümet yararlı olabilir; ancak böyle bir yönetim, sorunlara siyaset üstü bir anlayışla yaklaşabilir

**SAĞLAM** - Bir şey sormak istiyordum. Bir süre önce İsrail Merkez Bankası Başkanı bir konuşma yapmıştı, Sherton Oteli'nde. Onun sözleri hâlâ hatırlımda. Diyordu ki; «Bir toplum zorda kalmadıkça, sırtı duvara iyice yapışma-

dıkça, tehlikenin büyüklüğünü kavrayamaz ve gerekli önlemleri almaz.» Türkiye'nin durumunu nasıl görüyorsunuz?

**AKTÜRK** – Ben bu senenin sonunda o noktaya geleceğimizi görüyorum, Sayın Sağlam. Bu sene tarımın iyi gitmesine rağmen ekonomide % 2-3 civarında bir gerileme olursa, bunun anlamı kişi başına düşen gelirin iki sene de nerede ise % 20 civarında azalması demektir. Bu kadar büyük oranda fakirleşme karşısında Hükümet'in, siyasilere ciddi önlemler alabileceklerini sanmıyorum. Bugünkü hükümetlerin böyle cerrahi operasyon yapacak güçte olduklarına inanmıyorum. Onun için benim gönlümde, 6 aylık, 9 aylık bir seçim öncesi teknisyen hükümeti yatıyor. Yani meseleleri siyaset üstü bir anlayış ile ele alacak bir hükümet lazım. Biliyorsunuz seçimlerden önce ulaştırma, adalet ve içişleri bakanları tarafsız olur. Ben de ekonomiden sorumlu kritik 2-3 bakanın da tarafsızlığı sağlanmalı. Kanatımca ancak böyle bir girişim meseleyi çözüm noktasına getirir. Yoksa önümüzde bir seçim ortamının getireceği daha ağırlaşacak bir tablo var. Biraz önce bahsettiğim bu kâğıtlama mekanizmaları çok daha bol kullanılacak. Hükümet sınıkla aşırır gibi bütün problemleri 1996'ya aktarıyor. Vadenin 7-8 ay ileriye atılması suretiyle «Bizim dönemimizde biz bu sorunlarla karşı karşıya kalmayacağız.» demiş gibi oluyor. Böyle bir geçiştirme davranışı var. Kimse boğayı boynuzundan tutarak sorunların üzerine gitmiyor.

**SAĞLAM** – Gazetenin birinden kesmişim. Bakın ne diyor: «En büyük KİT Türkiye Büyük Millet Meclisi'dir.» Yani içerisindeki resmi arabalar,

danışmanlar, sekreterler ve saire ile önemli bir harcama merkezi. Ve bir de üstelik anayasada değişiklik yaparak 450'yi 600'e çıkarmaya çalışıyorlar. Sözlerim yanlış anlaşılmasın. Demokratik parlamenter sisteme karşıtlığım yok. Ancak, tasarruf hamlesinin tepeden başlaması gerektiğine işaret etmek istiyorum.

**AKTÜRK** – Şimdi milletvekili sayısı 600'e çıkınca, kadrolar yetmeyecek, tekrar şişecek.

**SAĞLAM** – Bugün başbakanlıkta halen 9 tane müsteşarlık kurulmuş. Deniz Müsteşarlığı, Çevre, Aile Müsteşarlıkları gibi... Başbakanlıkta bir danışmanlar ordusu var. Her hükümet kurulduğunda atanan Devlet Bakanları, Başbakanlıkta kendisine bağlı personel atıyor. Bakanlıktan ayrılınca kadrosu Başbakanlıkta kalıyor. Bunların hiçbir işi yok. Bazılarını eski görevlerine iade etmek istemişler, Danıştay iptal etmiş. Bugün Cumhurbaşkanlığı, TBMM, Başbakanlık ve Bakanlıklarda radikal tasarruflara gidilmesi gerekiyor. 1995 Türkiye'sinde insanlar çok güç şartlarda yaşıyor. Büyük bir memur kitlesi 5-10 milyon lira aylıkla ayakta kalmaya çalışıyor. Televizyonda, basında yer almayan büyük bir dram yaşanıyor memleketimizin her köşesinde.

**AKTÜRK** – Size bir istatistik daha vereyim, Sayın Sağlam. 1994 yılı sonu itibarıyla kamu kesiminde ücret dengesi o kadar yozlaştı ki, kamu kesiminde ortalama işçi ücretleri 20 milyon TL; bir genel müdürün maaşı 19,5 milyon TL. Ortalama işçi ücretinden söz ediyorum. Yani işçi kesiminin % 50'si, kamu kesiminde, genel müdürden fazla ücret alıyor.

**SAĞLAM** – Böyle bir şey olmaz.

**AKTÜRK** – Sadece adet azaltmak değil, bu tip düzenlemeleri de yapmak gerekli.

**SAĞLAM** – Sayın Gürsel, sizin görüşlerinizi alalım.

türkiye’de devlet ile vatandaşın ekonomik alandaki karşılıklı ilişkilerinde bir büyük devrim gerekiyor; politik sistemdeki birtakım önemli reformlar bunun başlangıcı olabilir, süreci hızlandırabilir

**GÜRSEL** – Bu turun artık çok uzamaması lazım. Sayın Aktürk, tek tek yapılması gereken reformları sıraladı. Bunların her biri aslında bir tartışma konusu. Sadece ekonomik değil, sosyal ve politik boyutları da var. Ama genelde ben şunu söylemek istiyorum. Türkiye’de bir kere devlet ile vatandaşın ekonomik alandaki karşılıklı ilişkilerinde bir ters yüz, bir büyük devrim gerekiyor. Türkiye’de yapılması gerekli değişimleri tek bir paydaya indirgemek istediğiniz zaman varacağınız nokta budur. İlişkilerde büyük bir değişme gerekli. Vatandaş devlete farklı bakacak, devlet de vatandaşa farklı bakacak. Bu kültürel, ideolojik bir devrim anlamına geliyor. Çünkü sonuçta bu bizim kafamızdaki düşüncelerin, alışkanlıkların, değerlendirmelerin bir sonucudur. Bu nasıl olacak? Doğrusu ben burada çok yakın zamanda böyle bir değişme gör-

miyorum. Tabii politik sistemdeki birtakım önemli reformlar bunun bir başlangıcı olabilir, süreci hızlandırabilir. Türkiye politik reformları da yeterince tartışmıyor. Halbuki bence şu sırada ekonomi kadar, hatta ekonomiden daha fazla politik sistemle ilgili reformlar düşünmemiz lazım ki, ekonomide bunun sonucu birtakım önemli paketleri ve reform süreçlerini başlatabilelim. Burada büyük bir eksiklik görüyorum ve Türkiye bence vakit kaybediyor. Çünkü İsraili Profesörün «duvara yaslanmadıkça bir şey yapılmaz» tabiri büyüme ile ilgili değildir, enflasyonla ilgilidir. Yani hiper enflasyona geçip de işlerin iyice sarpa sardığı dönemde uygulanan istikrar önlemlerinden söz etmektedir.

Türkiye geçen yıl % 6 negatif büyüme yaşadı. Bu tip yıllık bir büyüme Heterodoks programlar uygulayan ülkelerin hiçbirinde olmamıştır. Bu yıl da tekrar bir negatif büyüme yaşayacak olursak; öngörülen 4-5 milyar dolarlık bir dış kaynak gelmezse, özelleştirmeden örneğin PTT’nin T’si gibi hiç olmaz ise bir miktar kaynak 1995 içinde gerçekleşmezse, bu yıl da küçülme kaçınılmaz olur. O zaman Türkiye aslında piyasa ekonomisine geçiş sancıları yaşayan Doğu Avrupa ülkeleri ve Rusya’da yaşanan negatif büyümeleri yaşıyor demektir. Onlar sistem değiştirirken yaşadıkları bir şeyi, ödedikleri bir sosyal faturayı, biz ortada hiçbir şey olmadan ödemiş olacağız. Ondan sonra da Türkiye’nin ödeyecek daha ne kadar gücü kalacak? Bu çok önemli, politika açısından çok önemli. O zaman Türkiye her türlü maceralara açık. Sayın Aktürk teknisyen hükümeti diyor. Bizde teknisyen



hükümetinin kötü, olumsuz bir çağrışı-mı da var. Anlayış olarak doğru. Türki-ye'de politikacılar, yöneticiler ya ekono-mideki bu durumdan sorumluluk duya-rak, halkın da kabul edeceği radikal ön-lemleri alacaklar, ya da Türkiye bunu demokrasi dışı birtakım önlemlerle hal-letme yoluna gidecek. Demokrasi dışı önlemler konusunda benim ciddi endişe-lerim var.

**SAĞLAM** – 12 Eylül askeri hare-ketinin demokrasi dışı bir müdahale ol-duğunu, bunu savunmanın mümkün ol-madığını biliyoruz. Biliyorsunuz ekono-mi bilimi fizik, kimya gibi nötr bir bi-lim dalıdır. O dönemde ekonomide el-de edilen başarılı sonuçlar insanı şaşırt-maktadır. 1980 yılında % 107 olan enflasyon 1981'de % 36'ya, 1982'de % 27'ye, 1983'de % 30'a düşmüştür. İşin garibi milli gelir yalnız 1980'de negatif değer almış, o da % 1,1'dir. Ondan son-ra büyüme hızı 1981'de % 4.1, 1982'de % 4.5 oranında büyümüştür. Oysa 5 Ni-san önlemleri sonunda ekonomi % 6 oranında küçülmüştür. Demek oluyor ki, Türkiye'de biristikrar programı di-siplinle uygulanırsa başarılı sonuçlar el-de edilebiliyor. 1980 askeri dönemde kamu harcamalarının ne kadar ciddi bir biçimde kısıldığına ait örnekler bili-yorum. Türkiye demokratik parlamen-ter sistemi disiplinsizlik olarak algılı-yor. İl sayısı 101'e çıkarılıyor, her yer-de göstermelik üniversiteler kuruluyor. Halk bunun faturasını enflasyon ve fa-kirleşme ile ödüyor. Türk halkı devam-lı olarak fatura ödüyor. Türk insanına doğrular söylense en ağır yükleri bile taşıyabilir. Sayın Gürsel, ekleyeceğiniz bir şey var mı?

**GÜRSEL** – Ben söyleyeceklerimi söyledim.

**AKTÜRK** – Ocak ayında Başba-kan'ın yabancılara hitabında, 1994 yılı içinde 5 milyar dolarlık bir özelleştir-me, 6 milyar dolarlık bir dış borç alın-ması suretiyle 11 milyar dolarlık bir büt-çe dışı kaynak öngörölmüş idi. Bence bu yıl sonunda 3 milyar dolar bile ger-çekleşmeyecek. PTT'nin T'sinin satışı için 11 aylık bir süre lazım. O süre baş-lamadı, çünkü danışman firma henüz se-çilmedi. Köprü finansmanı falan gibi bir şeyler söylüyorlar. Ancak çok zor. Teknisyen hükümet doğrudur. Filhaki-ka demokrasi dışı gibi yorumlanıyor ama, 1982 Anayasası'nın bir maddesi var, 119 uncu maddesi. Tabii afet, sal-gın hastalıklar, ağır ekonomik bunalım hallerinde, Cumhurbaşkanı başkanlığın-da toplanan Bakanlar Kurulu olağanüstü hal ilan edebilir diyor. Süresini de 6 ay ile sınırlıyor. Tabii TBMM'nin onayı alınmak suretiyle süreci de uzatabilir diyor. Türk ekonomisi olağanüstü koşul-lar içindedir. Sorumluluğu üstlenecek bir ekip Türkiye'yi esenliğe çıkarabilir. Son ABD seçimlerinde Ross Peron isim-li bir kişi buna yakın bir şey söyledi. «Ey Amerikan halkı, beni bir kere se-çin. Memleketi bir düzeltiyim. Zaten beni bir daha seçmezsiniz.» dedi.

**SAĞLAM** – Şimdi sivil kadrolar-ın, siyasi partilerin oy kaygılarını bir yana iterek meselenin ciddiyetini anla-maları gerekiyor. Türk halkı bu büyük uzlaşmayı heyecanla bekliyor. Hepinize bu toplantıya katıldığınız için teşekkür ediyorum.

Denim  
by  
**ordenim**®



**ORTA ANADOLU**  
TİCARET ve SANAYİ İŞLETMESİ T.A.Ş.

Yıldırım Kredi Plaza Büyükdere Cad. C. Blok Kat: 11 80620 Levent-İstanbul  
Tel: (1) 279 83 79 9 Hat. Telex: 26749 Ornu Tr. Fax: (1) 268 30 70

Fabrika P.K. 31 Kayseri Tel: (35) 362680 Telex: 49540 Fax: (35) 362655

---

# Sermaye Piyasası

---

Doç. Dr. MEHMET BOLAK

*İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Fakültesi Öğretim Üyesi*

---

## Tebdil-i Mekânda Tedirginlik Vardır

**M**AYIS ayında borsa tarihimizin dönüm noktalarından biri gerçekleşmiş ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası yeni binasına taşınarak, «15 Mayıs 1995, Pazartesi» gününden itibaren faaliyetlerini bu binada sürdürmeye başlamıştır. 2 Ocak 1986 tarihinde Çağaloğlu'ndaki Emniyet Sandığı binasının üst katında faaliyetlerine başlayan borsa, 1988 tarihinde Karaköy'deki binasına taşınmış ve 17 Kasım 1988 tarihinde toplu açılış fiyatı sistemi terkedilerek tahta sistemine geçilmiştir. Bu değişiklik o günün koşullarına göre büyük bir devrim olmuş, borsaya olan ilgi ve günlük işlem hacminde de büyük bir artış yaratmıştır. O zamanlar sadece 50 kadar hissenin işlem gördüğü ve yatırımcıların da girip izleyebileceği hatta emirlerini doğrudan iletebildiği borsa işlem salonu, ihtiyaçlara rahatlıkla cevap verebilecek bir görüntü arz etmekteydi. Ancak, zaman içinde gerek işlem gören hisse sayısının, gerek aracı kurum sayısının artması, bu salonun yetersiz hale gelmesine neden olmuş, önce yatırımcıların salona girmesi engellenmiş, daha sonra salonun genişletilmesine gidilmiş, bununla beraber ihtiyaçlara yetişmek mümkün olmamıştır. Artan işlem hacminin de getirdiği zorlukla önce bazı hisselerde, sonra tümünde, tahta sisteminden bilgisayar sistemine geçilmesi de Karaköy'deki binanın yetersizliğine çare olmamış, sonuçta borsa, İstinye'deki modern binasına taşınarak çağdaş bir ortamda faaliyetlerini sürdürmeye başlamıştır. 24.000'i kapalı olmak üzere toplam 83.000 metrekare alana sahip binada 2 işlem salonu bulunmakta, yaklaşık olarak 750 kullanıcı ve 20 eksper bu salonlarda görev yapmaktadırlar. Teknik donanım açısından, Avrupa çapında bir düzeye ulaşılmıştır. Borsanın ilk günlerinden bugünkü düzeyine ulaşmasına emeği ve katkısı bulunmuş herkesin haklı gurur ve mutluluklarına ortak olmayı bir borç bilmekteyiz.



Yeni binaya geçilmesiyle birlikte gerek işlem hacminde, gerekse borsa indeksinde büyük bir patlama olacağı hemen herkesin ortak düşüncesi iken, tam tersi bir durumla karşılaşmıştır. Açılış gününde, Başbakan Tansu Çiller'in gecikmesi ile başlayan aksilikler, telefon hatlarındaki bir arıza ile devam etmiş, sonuç olarak borsanın yaklaşık 10 yıllık tarihinde ilk kez bir seans tümüyle iptal edilmiştir. İlk faaliyet gününde düşük bir işlem hacmi ve düşen bir indeksle tanışan yeni borsa binası, takip eden günlerde de şanssızlığını üstünden atamamış, ne borsa indeksi, ne de işlem hacmi, Karaköy'deki binanın son günlerinde ulaştığı oldukları düzeyleri yakalayabilmişlerdir.

Borsanın önümüzdeki günlerdeki seyri ise öncelikle «4 Haziran 1995, Pazar» günü yapılacak kısmi yerel seçimlere indekslenmiş gibi gözükmektedir. Gerçekte son derece önemsiz boyuttaki ve Türkiye'deki hiçbir şeyi değiştirmeyecek olan, bununla birlikte üzerinde çok spekülasyon yapılan 4 Haziran seçimlerinin ise, kullanılan büyük imkânlar nedeniyle, iktidar partilerinin lehine sonuçlanacağı beklenmektedir. Kısmi yerel seçimlerden sonra sırada, açıklanacak olan Mayıs ayı enflasyonu, uluslararası derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin kredi değerliliği hakkında yapacakları açıklamalar ve 6 aylık bilanço kârı beklentileri yer almaktadır. Bu saydığımız hususlarda olumlu beklentilerin ağır basması, önümüzdeki günlerde borsanın şansının yüksek olması sonucunu doğurmaktadır. Ancak, Türkiye'de siyasi ortamın son derece istikrarsız olduğunu, her an yeni krizlerin gündeme gelebileceğini ve siyasi alandaki olumsuz gelişmelerin de borsada şiddetli sarsıntılara yol açabildiği unutulmamalıdır.

Borsa İndeksi, yeni binaya taşınılmasından sonra düşmesine ve eski binadaki seviyesine tekrar ulaşmamış olmasına rağmen, ayın ilk günlerinde sağlamış olduğu gelişme ile Nisan ayı sonuna göre % 1.62 oranında artış göstermiş ve «31 Mayıs 1995, Çarşamba» günü kapanış fiyatları itibariyle 47.370,92 puana ulaşmış-

**KEMAL KURDAŞ**

## **EKONOMİK POLİTİKA ÜZERİNE**

**İncelemeler-Yorumlar**

Fiyatı 250.000 TL / Öğrencilere indirimli

**İsteme Adresi**

Binbirdirek Mah. Suterazisi Sokak No. 6/2; Sultanahmet - İstanbul

**Telefon:** (0-212) 518 17 32 **Fax:** (0-212) 518 66 43

tır. Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi İndeksi de aynı tarihli kapanış fiyatları itibariyle 112.502,77 puana ulaşmış, Nisan ayı sonuna göre % 3.02 oranında artış göstermiştir. Kav (% 62.00), Eczacıbaşı Yatırım (% 41.18), Yasaş (% 40.91), Çim-sa (% 37.50), Ege Bira (% 36.71) ve Migros (% 31.82) başta olmak üzere 22 hisse yatırımcısına pozitif verim sağlarken; Çukurova Elektrik (% 20.27), Anadolu Cam (% 20.00), Döktaş (% 17.57), Erdemir (% 16.22), Petrol Ofisi (% 15.00), Gübre Fabrikaları (% 14.77) ve Makina Takım (% 14.44) ayın en çok kaybettiren hisseleri olmuş; ay içinde fiyatı değişmeyen tek hisse ise Siemens olmuştur. Diğer hisseler arasında da İntema (% 68.57), Kerevitaş (% 44.23), Egeplast (% 40.31), Denizli Cam (% 29.63), Aygaz (% 23.26), Maret (% 19.23), Kepez Elektrik (% 17.86) ve Milliyet (% 17.65) sağladıkları yüksek kazançlarla; Net Turizm (% 29.76), Trans-türk Holding (% 22.58), Emsan Beşyıldız (% 22.08), Uşak Seramik (% 17.19), To-faş Oto Fabrikaları (% 15.38), İhlas Holding (% 13.79), Metaş (% 12.50) ve Alarko Holding (% 12.00), yüksek değer kayıplarıyla dikkat çekmişlerdir. Yaklaşan yaz günleriyle birlikte, Çimento, Boya ve Bira sektörü hisselerinin prim yapabilecekleri tahmin edilmektedir.

### Şirketlerden Haberler

Mayıs ayında sermaye artırımını gerçekleştiren 12 şirket Tablo 1'de gösterilmiştir. Bu şirketlerden Tütünbank'da rüçhan hakları kullanılmış olup, hisseler halen bedelsiz olarak işlem görmektedir. Öte yandan ay içinde, daha önce % 4000 oranında bedelli hisseleri dağıtılmış, yani rüçhan hakları kullanılmış olan Konya Çimento'nun % 2400 oranındaki bedelsiz hisseleri dağıtmıştır. Bununla birlikte % 1800 oranındaki kâr payları henüz dağıtılmamış olduğundan, eski-yeni hisseler arasında fiyat farkı uygulanmaktadır. Aynı uygulama Mayıs ayın-

**TABLO 1**  
**Mayıs Ayında Sermaye Artırımları**  
(Milyon TL)

Şirket	Eski Ser.	Bedelli	%	Bedelsiz	%	Yeni Ser.
Borova Yapı	10.000	-	-	20.000	200.00	30.000
Borusan	150.000	150.000	100.00	150.000	100.00	450.000
Ege Gübre	54.000	54.000	100.00	108.000	200.00	216.000
Good - Year	356.083	53.412	15.00	124.629	35.00	534.124
İzdaş	1.939.140	-	-	1.745.226	90.00	3.684.366
İzocam	175.000	37.500	21.43	87.500	50.00	300.000
Kordsa	212.625	106.312.5	50.00	106.312.5	50.00	425.250
Pınar Un	7.500	15.000	200.00	22.500	300.00	45.000
Sabah Yay.	1.150.000	1.150.000	100.00	690.000	60.00	2.990.000
Sarkuysan	189.999	189.000	100.00	189.000	100.00	567.000
Tat Kon.	180.000	180.000	100.00	90.000	50.00	450.000
Tütünbank	1.000.000	1.880.000	188.00	120.000	12.00	3.000.000

da sermaye artırımları gerçekleştirilen Ege Gübre ve Pınar Un'da da sürdürülmüş, sermaye artırımının başlangıcı ile temettü dağıtım tarihi arasında birkaç günlük süre bırakıldığından, bu birkaç günlük süre için eski - yeni hisseler arasında fiyat farkı oluşmuştur. Oluşan fiyat farklarının dağıtılacak temettü tutarından çok daha fazla olması hem garip, hem de bazı yatırımcıları yanıltıcı ve zarara uğratici niteliktedir. Kanımızca, özellikle aradaki fark birkaç günle sınırlı kalacaksa, şirketlerin sermaye artırımla temettü dağıtımını aynı tarihte başlatmaları daha yararlı olacaktır.

Ay içinde kayıtlı sermaye tavanı artırım talebi Sermaye Piyasası Kurulu tarafından kabul edilen Uşak Seramik'de kayıtlı sermaye tavanı 60 milyar liradan 240 milyar liraya yükseltilmiş, yine Mayıs ayı içinde 5 yeni şirketin hisse senetleri borsa ulusal pazarında işlem görmeye başlamıştır. Bu şirketlerde ilgili bilgiler Tablo 2'de verilmiştir.

**TABLO 2**  
**Mayıs Ayında Halka Arzlar**

<u>Şirket</u>	<u>Borsa'da İşlem Görme Tarihi</u>	<u>Baz Fiyat (TL)</u>
Atlantis Yatırım Ortaklığı	5.5.1995	1.000
Çavuşoğlu Boya Sanayi	5.5.1995	6.800
Global Menkul Değerler	2.5.1995	9.750
Ardem Pişirici ve Isıtıcı Cih.	9.5.1995	17.000
Bumerang Yatırım Ortaklığı	9.5.1995	1.250

#### Kâr Payı Dağıtım Oranları

Şirketlerin 1994 yılı kârlarından, hisse başına dağıtmış veya dağıtacak oldukları kâr payı (temettü) oranları Tablo 3'de verilmiştir. Tabloda öncelikle, 1995 yılı başında İMKB 100 İndeksi'ni oluşturmak üzere seçilmiş olan 100 hisseye yer veril-

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

<u>Aylar</u>	<u>1987</u>	<u>1988</u>	<u>1989</u>	<u>1990</u>	<u>1991</u>	<u>1992</u>	<u>1993</u>	<u>1994</u>	<u>1995</u>
Ocak	493.05	1711.69	714.75	6793.38	8224.39	12953.90	10382.15	46499.72	66641.02
Şubat	658.37	1465.45	822.11	7402.13	10950.59	9572.27	14056.56	43685.74	72135.19
Mart	619.21	1351.48	923.62	6957.24	9793.56	11006.98	13455.69	36336.97	94874.84
Nisan	613.09	917.93	1009.89	7054.56	8814.38	10128.12	20399.46	37260.41	109201.43
Mayıs	833.54	1005.71	1334.72	8438.48	7932.99	9067.92	21856.16	40688.45	112502.77
Haziran	1050.91	924.97	1745.24	7573.16	8275.36	12297.79	26303.88	52300.27	
Temmuz	1709.16	927.28	1554.78	10664.47	7533.47	11754.44	24501.68	59216.98	
Ağustos	2290.94	816.29	1716.64	10166.14	7950.10	11314.53	27193.90	69147.24	
Eylül	2015.20	881.71	2673.32	10907.66	6913.80	10310.15	33729.97	68630.14	
Ekim	1548.75	734.01	3486.07	10596.87	6835.47	9077.97	34444.97	66413.15	
Kasım	1374.18	777.53	3241.70	6955.17	10214.39	9344.20	44519.48	74373.54	
Aralık	1202.28	722.21	4940.99	6750.24	11048.39	9744.28	51099.56	71525.29	



**TABLO 3**  
**Dağıtılacak Kâr Payları (%)**

Adama Çim. A	364.00	Erdemir (*)	24.66	Petkim	43.50
Adana Çim. C	35.95	Esbank	3.49	Pınar Et	36.00
Akal Tekstil	100.00	Finans F.K.	25.00	Pınar Süt (*)	10.00
Akbank	25.00	Finansbank	80.00	Petrol Ofisi (*)	93.18
Aktif Fin.	62.00	Garanti B.	80.00	Raks Elek.	72.00
Aksu	30.00	Gentaş	60.00	Sabah Yay.	8.25
Aksa	183.00	Global Y.O.	117.50	Sarkuysan (*)	150.00
Aktaş	Zarar	Gübre Fab. (*)	20.00	Sifaş	25.00
Alarko Hol.	58.00	Hektaş (*)	5.23	Şişe Cam (2) (*)	22.61
Alarko San.	127.00	İhlas Hol.	16.52	Siemens (*)	100.00
Altınıyıldız	90.00	İktisat F.K.	22.50	Tat Konserve	210.00
Anadolu C. (1)(*)	76.20	İnterna	50.00	Tuborg	75.00
Arçelik (*)	29.04	İş Bankası A	866.60	THY	Zarar
Aselsan	50.00	İş Bankası B (*)	60.22	Tire Kutsan	135.00
Anadolu Sig.	40.00	İş Bankası C	30.04	Tofaş Oto Fab.	254.16
Atlas Y.O.	142.00	İzmir D.Ç. (*)	10.50	Tofaş Oto Tic.	4.00
Aygaz	60.00	İzocam (*)	50.00	Trakya Cam (3)	75.05
Bağfaş (*)	120.00	Kartonsan (*)	120.00	Transtürk Hol.	10.00
Bolu Çim. (*)	27.80	Kav (*)	130.00	Tüşraş	Zarar
Brisa (*)	33.00	Koç Hol. (*)	78.00	Turcas	54.00
Borusan	217.80	Koç Yat. (*)	100.00	Usaş	5.612.00
Bursa Çim.	150.00	Kepez Elekt.	Zarar	Ünye Çim.	121.54
Çimentaş	116.66	Kerevitaş	277.09	Uşak Ser.	80.00
Çukurova El. (*)	10.00	Konya Çim.	1.800.00	Vestel	Zarar
Dardanel	Veri Yok	Kordsa (*)	100.00	Yasaş (*)	200.00
Denizli Cam	1.090.00	Kütahya Por.	40.00	YKB (*)	60.00
Deva Hol.	Zarar	Makina Takım (*)	2.00	Yünsa	Zarar
Dışbank	7.50	Maret	25.00	<b>ORTALAMA</b>	<b>165.14</b>
Doğan Hol.	Veri Yok	Metaş	20.00	Akçimento	265.00
Eczacıbaşı İ. (*)	3.00	Migros (*)	220.00	Çelik Halat	11.00
Ege Bira (*)	100.00	Milliyet	Dağıtmıyor	Çimsa	740.00
Ege Gübre (*)	200.00	Mardin Çim.	175.60	Döktaş	60.00
Ege Seramik	164.00	Netaş	100.00	Good Year (4)	187.50
Emek Sigorta	22.20	Niğde Çim.	175.00	Güney Bira	85.00
Emsan Beşyıldız	28.00	Net Hol.	20.00	Marshall	75.00
Egeplast	156.26	Net Turizm	110.00	Teletaş	Zarar
Erciyas Bira	175.00	Olmuksa (*)	45.00	T.D.Döküm	8.00
		Otosan (*)	25.00		

(\*) Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi İndeksi'ne dahil hisseler.

(1) İlan edilen kâr payı oranı % 60 olmakla birlikte, % 27 oranında bedelsiz dağıttığı hisselerle de aynı kâr payını vermiştir.

(2) İlan edilen kâr payı oranı % 17 olmakla birlikte, % 33.01 oranında bedelsiz dağıttığı hisselerle de aynı kâr payını vermiştir.

(3) İlan edilen kâr payı oranı % 47.50 olmakla birlikte, % 58 oranında bedelsiz dağıttığı hisselerle de aynı kâr payını vermiştir.

(4) İlan edilen kâr payı oranı % 125 olmakla birlikte, % 50 oranında bedelsiz dağıttığı hisselerle de aynı kâr payını vermiştir.

miştir. İş Bankası'nın 3 tip (A, B, C), Adana Çimento'nun 2 tip (A, C) hisse senedi bulunduğundan, bu tabloda 103 hisse yer almaktadır. Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi İndeksi'nde bulunmakla birlikte, İMKB 100 İndeksi'nde yer almayan 9 hisse ise tablonun sonuna ilave edilmiştir. Dardanel ve Doğan Holding'de kâr payı dağıtım oranı henüz belirlenmemiştir.

Tablodan görüldüğü gibi, kâr payı dağıtım oranları belirlenmiş hisseler için hesaplanan basit aritmetik «kâr payı oranı» ortalaması % 165.14 olmuştur. Bu ortalamaya, % 1000'in üzerinde kâr payı dağıtan Denizli Cam (% 1090), Konya Çimento (% 1800) ve Usaş (% 5612) dahil edilmezse, ortalama % 83.44'e gerilemektedir. İMKB 100 İndeksi'ne dahil şirketlerden 7 tanesi 1994 yılını zararla kapattığından kâr payı dağıtmazken, az miktarda kâr elde eden Milliyet kâr payı dağıtmama kararı almıştır. Tabloda yer alan şirketlerden 36'sı % 100 veya üzerinde, bu 36 şirketin 9'u % 200 ile % 1000 arasında, 3 tanesi de daha önce değinildiği gibi % 1000'in üzerinde kâr payı dağıtım kararı almışlardır. 1994 yılının özellikle ilk yarısında yaşanan krize karşılık, şirketlerin elde ettikleri kârların ve kâr payı dağıtımlarının oldukça tatminkâr düzeyde olduğu görülmektedir.

Tablo 4'de ise yıllardan beri sürdürülmekte olduğu gibi, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi İndeksi'nde yer alan şirketlerin kâr payı dağıtımlarıyla ilgili ortalama değerlere ve dağılımlara yer verilmiştir. Tablo, borsanın faaliyete geçtiği 1986 yılından bu güne kadarki dönemi kapsamaktadır.

**TABLO 4**  
**Kâr Paylarının Dağılımı**

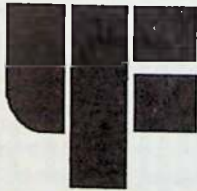
Kâr Payı Oranı (%)	ŞİRKET SAYISI									
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	
0	3	2	4	4	7	8	4	4	1	
1 - 29	11	5	4	10	11	13	12	10	13	
30 - 49	11	13	8	10	5	4	9	1	2	
50 - 74	6	5	9	7	10	6	5	8	5	
75 - 99	1	5	6	4	3	5	4	5	5	
100 - 199	5	8	7	4	3	2	6	8	9	
200 -	3	2	2	1	1	2	-	4	5	
Medyan Oran	40.00	47.50	60.00	42.00	33.80	25.00	33.75	60.00	60.11	
Aritmetik Ort.	72.10	66.28	68.83	50.16	46.04	52.24	43.42	76.13	92.60	
Tarlı Ort.	35.24	53.33	71.80	48.87	36.53	39.79	39.06	56.11	49.07	

1986 yılından beri ilk kez, kâr payı dağıtmayan şirket sayısı «bir»le sınırlı kalmıştır. Bu şirket geçen seneyi de zararla kapatmış olan Teletaş'tır. Yine ilk kez, % 200'ün üzerinde kâr payı dağıtan şirket sayısı 5'e, % 100 - 199 arası kâr payı dağıtan şirket sayısı ise 9'a çıkmıştır. Bu olumlu gelişmelere rağmen, % 30'un altında kâr payı dağıtımına giden şirket sayısının çokluğu da dikkat çekmektedir.

Tabloda yer alan medyan oran, kâr payı sıralamasında 20. ve 21. sırada yer alan şirketlerin kâr payı dağıtım oranlarının ortalaması şeklinde hesaplanmaktadır. Bu sene elde edilen % 60.11 oranı, az farzla da olsa, bugüne kadar elde edilen en yüksek değer olmuştur. Basit aritmetik ortalama şeklinde hesaplanan oran ise önceki yıllara göre büyük bir artış göstermiş ve % 92.60 değerine ulaşmıştır. Ancak, basit aritmetik ortalamasının aşırı değerlerden önemli ölçüde etkilendiğini, bu sene de Çimsa'nın bu ortalamayı yukarı çekmiş olduğunu söylemek mümkündür. Buna karşılık, tartılı ortalama, şirketlerin 1994 yıl sonu ödenmiş sermayeleriyle, diğer bir deyişle kâr payı dağıtımına esas teşkil eden sermaye tutarlarıyla ağırlıklandırılarak hesaplanmış olup daha gerçekçi bir sonuca ulaşılmasına olanak sağlamaktadır. Bu şekilde hesaplanan % 49.07 değerinin önceki yıllardaki değerlerin çoğundan yüksek olmasına karşın, medyan ve aritmetik ortalamasının çok altında kaldığı görülmektedir. 1988 yılı dışında her sene tartılı ortalama, aritmetik ortalamasının altında kalmıştır. Bu sonucun ortaya çıkmasını, sermayesi yüksek şirketlerin hisse başına daha az kâr elde edebildikleri ya da büyümeyi finanse edebilmek için otofinansmanına başvurmayı tercih ettikleri şeklinde yorumlamak mümkündür.

Borsa ile ilgili, ayın ilginç bir haberi de, Japon Aracı Kuruluşlar Derneği (JS (DA)'nin, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nı «kişisel ve kurumsal Japon yatırımcıları için uygun yabancı yatırım piyasası» olarak resmen tanıdığını açıklaması olmuştur. Alınan bu kararla, Japon yatırımcılarının İMKB'deki faaliyetlerini kısıtlayan tüm kanuni engelleri ortadan kalkmıştır. Bu gelişmeyle birlikte, önümüzdeki günlerde borsada yabancı yatırımcıların işlemlerinin artması beklenmektedir.

## 13 Büyük Bankanın Ortak Kuruluşu



# Yatırım Finansman A.Ş.

"Danışmadan Karar Vermeyiniz"

Gn. Md.	Tel: (212) 275 44 80 (40 Hat)	Fax: 272 44 48
Ankara Şube	Tel: (312) 417 30 46 (11 Hat)	Fax: 417 30 52
İzmir Şube	Tel: (232) 441 80 72 (8 Hat)	Fax: 441 80 94

Sıra No.	Kuruluşun Adı	Kayıtlı Sermaye (Milyon TL)	Çıkarılmış (Ödenmiş) Sermaye (Milyon TL)	Takvim Yılı Kâr (Net)			Dağıtılan Kâr Payı (%)			Piyasa Fiyatı (TL)			
				1992 (Milyon TL)	1993 (Milyon TL)	1994 (Milyon TL)	1992 (Net)	1993 (Net)	1994 (Net)	Mayıs 1994	Mart 1995	Nisan 1995	Mayıs 1995
1	AKÇİMENTO	300.000	84.656,3	87.500	131.034	442.416	50	75	265	38.000	62.000	70.000	65.000
2	ANADOLU CAM	1.000.000	226.314	16.847	44.731	161.647	15	25	60	2.700	10.500	8.500	6.800
3	ARÇELİK	8.000.000	2.500.000	588.565	1.118.954	1.107.168	77	100	29,04	13.500	9.900	11.750	12.750
4	BAGFAŞ	200.000	200.000	103.047	192.442	445.728	30	60	120	5.200	15.250	17.500	16.750
5	BOLU ÇİMENTO	3.000.000	601.021,52	55.787	52.219	201.300	28	13,25	27,80	3.850	6.500	7.400	6.500
6	BRISA	607.500	1.063.125	104.490	197.251	750.626	32,50	62	33	2.600	11.500	14.000	14.500
7	ÇELİK HALAT	2.000.000	174.960	22.875	18.606	39.071	40	30	11	2.900	6.400	6.700	8.700
8	ÇİMSA	1.200.000	56.160	101.528	245.957	614.748	85,50	220	740	65.000	125.000	160.000	220.000
9	ÇUKUROVA ELEKTRİK	1.500.000	500.000	514.857	590.165	8.736	100	120	10	6.100	10.250	18.500	14.750
10	DOKTAŞ	250.000	150.000	63.764	124.386	221.282	67	90	60	12.250	15.500	18.500	15.250
11	ECZACIBAŞI YATIRIM	250.000	120.960	38.368	44.543	90.339	30	25	50	3.350	15.250	17.000	24.000
12	EGE BİRACILIK	3.150.000	685.440	220.582	383.386	1.149.526	100	100	100	59.000	39.500	39.500	54.000
13	EGE GÜBRE	108.000	216.000	16.971	37.198	125.783	5	50	200	2.650	19.000	33.500	10.500
14	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	2.500.000	6.336.000	693.214	421.849	2.234.869	40	9	24,66	4.350	5.900	7.400	6.200
15	GOOD-YEAR	1.500.000	534.125	79.925	271.504	785.566	60	120	125	8.300	22.500	31.500	22.500
16	GÜBRE FABRİKALARI	2.500.000	576.000	4.369	100.333	250.101	1	20	20	1.200	13.750	8.800	7.500
17	GÜNEY BİRACILIK	1.000.000	219.240	37.686	95.404	260.492	40	55	85	25.000	18.750	21.500	21.000
18	HEKTAŞ	600.000	240.000	11.931	17.693	14.610	20,25	16,85	5,23	800	6.300	10.500	11.500
19	İZMİR DEMİR ÇELİK	1.346.625	3.684.366	52.437	111.169	280.445	-	6,50	10,50	1.225	3.050	3.900	1.825
20	IZOCCAM	450.000	300.000	50.780	113.750	156.338	75	75	50	8.000	11.250	11.000	7.600
21	KARTONSAN	540.000	270.000	48.428	186.437	673.242	30	60	120	28.000	23.500	31.000	32.000
22	KAV	62.400	62.400	(7.863)	1.400	148.850	-	-	130	7.300	26.000	25.000	40.500
23	KOÇ HOLDING	16.000.000	2.000.000	445.676	1.019.330	3.294.193	35	75	78	15.000	31.500	34.500	37.000
24	KOÇ YATIRIM	2.000.000	468.000	106.253	176.059	374.170	100	110	100	30.000	39.500	13.750	14.500
25	KORDSA	1.000.000	425.250	59.393	69.889	436.633	20	21,50	100	6.700	26.000	32.000	18.250
26	MAKNA TAKIM	250.000	248.917,5	(11.406)	5.779	18.734	-	-	2	900	1.975	2.250	1.925
27	MARSHALL	1.250.000	276.000	53.315	95.732	275.494	61	55	75	8.800	11.500	16.250	16.000
28	MIGROS	1.000.000	100.000	40.933	82.728	395.144	100	210	220	460.000	120.000	110.000	145.000
29	OLMUŞSA	500.000	254.100	11.008	3.650	225.547	10	-	45	1.025	13.500	13.000	14.250
30	OTOSAN	2.500.000	880.000	221.932	743.845	397.840	114	400	25	54.000	10.500	14.750	13.000
31	PETROL OFİSİ	3.000.000	2.520.000	546.913	1.171.665	2.924.574	86,30	211,34	93,18	25.500	15.500	15.000	12.750
32	PINAR SÜT	218.700	72.900	8.895	68.734	9.367	27,88	136	10	10.500	17.500	17.250	16.250
33	SARKIYSAN	1.000.000	567.000	70.100	117.760	575.334	100	100	150	9.000	29.000	30.000	10.500
34	TELETAŞ	1.000.000	200.000	63.091	(5.653)	(44.928)	15	-	-	8.100	12.000	15.000	13.500
35	TÜRK DEMİR DÖKÜM	3.600.000	600.000	152.111	284.596	55.742	80	90	8	12.750	9.000	10.000	10.250
36	TÜRK SIEMENS	300.000	504.000	108.370	188.457	609.694	60	65	100	7.900	15.250	13.000	13.000
37	T. İŞ BANKASI -B-	-	30.000	843.397	2.516.752	5.529.664	41,88	108,93	60,22	12.250	48.000	28.500	27.500
38	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM	3.000.000	2.300.000	83.481	209.587	427.988	11	10	17	1.550	7.200	8.800	10.250
39	YAPI KREDİ B.	10.000.000	3.780.000	500.333	68.041	2.860.203	40	27,80	60	1.875	4.100	5.700	6.100
40	YASAÇ	162.000	81.000	24.434	72.123	215.515	25	50	200	3.000	18.000	22.000	31.000



# Görüşler

Yrd. Doç. Dr. E. ERTUĞRUL KARSAK

Galatasaray Üniversitesi Öğretim Üyesi

## Meksika'da Yaşanan Ekonomik Gelişmeler ve Diğer Gelişmekte Olan Piyasalara Etkileri

### GİRİŞ

**A**RALIK 1988'de Salinas de Gortari'nin iktidara gelmesiyle hız kazanan Meksika'daki ekonomik istikrar çalışmaları, mali reform, özelleştirme, dış ticaret ve döviz kuru politikası ve ekonomik liberalizasyon konularında önemli yol katedilmesini sağlamıştır. Kurumlar ve gelir vergisi oranlarının düşürülmesi ve vergi tabanının genişletilmesi yaklaşımıyla mali gelirlerde artış elde edilmiştir. Özendirilmiş emeklilik programları ve işgücü azaltımı, devletin sağladığı sübvansiyonlarda indirim ya da tamamen ortadan kaldırma ve stratejik önceliği olmayan kamu kuruluşlarının satışı gibi yöntemlerle kamu sektörünün temelde küçülmesi sağlanmıştır. Dış ticaretin liberalizasyonu, koruma oranları yüksek olan bir ekonomiyi açık bir ekonomiye dönüştürmüştür. Alınan önlemler sonucu enflasyonda önemli ölçü-

de düşüş yaşanırken GSMH'da pozitif bir büyüme yakalanmıştır. Bu durum uygulanan stratejinin istikrarı sağlamaya yönelik geleneksel mali ve parasal politikalardan farkını ortaya koymaktadır (1).

Gelişmekte olan piyasaların sanayileşmiş ekonomilerden daha yüksek yatırım getirileri sunması, bu ülkelerde genellikle net pozitif sermaye girişi sonucu cari işlemler açığını ortaya çıkarır. Meksika 1993 yılında 23 milyar dolar cari işlemler açığı ile gelişmekte olan ülkeler arasında ilk sırayı almakta, cari işlemler açığının GSYİH'ya oranına göre yapılan sıralamada ise % 6.4'lük bir değer ile Macaristan'ın arkasından ikinci sırada yer almaktay-

(1) Aspe, P.; «Macroeconomic Stabilization and Structural Change in Mexico», European Economic Review, Vol. 36, 1992, pp. 320-328.

di (2). Cari işlemler açığının genişlemeci mali ya da parasal politika izlenmesi sonucu kaynaklanmadığı ve yabancı fonların girişinin yarattığı sermaye hareketlerindeki artışla ilişkili olması şeklindeki görüş tehlike boyutunu gündem dışı tutmayı başarmıştır. Burada, piyasalardaki dalgalanmaların önemli bir rol oynayabileceği ve sermaye girişlerinin durarak ya da aksi yönde hareket ederek açığın finanse edilmesini güçleştirebileceği gözardı edilmiştir.

### **Meksika Ekonomisindeki Olumsuz Gelişmeler ve Nedenleri**

Cari işlemler açığı başlıbaşına bir ekonomik çöküş belirtisi değildir. Sermayenin sanayileşmiş ülkelerden daha kârlı yatırım olanakları sunan dinamik yapıya sahip gelişmekte olan ülkelere akışı doğaldır. Bir ülkenin sermaye hareketleri dengesinde fazlalık görülmekteyse, cari işlemler dengesi açık vermektedir. Yabancı sermayenin girişi gelişmekte olan ülkelere tasarruf miktarından daha fazla yatırım yapma olanağı tanımakta ve daha hızlı büyüme gerçekleşmektedir. Temelde, yabancı sermaye akılcı bir şekilde yatırımlara dönüştürülüyorsa, cari işlemler açığı tehlike yaratmamaktadır. Meksika'nın durumunda, 1980'li yıllarda yaşanan borç dramlarından farklı olarak devletin bütçesi dengede olduğundan rahatlatıcı bir etki egemendi. Birçok ekonomist cari işlemler açığının özel sektörün borç ve harcamalarından kaynaklandığında korkulacak bir durum olmadığını belirtmekteydi.

Oysa Meksika'nın cari işlemler açığı iki önemli nedenden ötürü karşılanamayacak boyuta ulaşmıştı. Her ne kadar cari işlemler açığındaki artı-

şın bir bölümü yüksek yatırımı yansıtıyorsa da önemli bir bölümü tasarruflardaki erozyonu ve dolayısıyla harcamada düzeyindeki artışı göstermekteydi. Ayrıca, Meksika'nın sıcak paraya gereğinden fazla bağımlı olması da dikkat çeken bir etmen olarak belirtmekteydi. Son yıllardaki sermaye girişlerinin büyük bölümünü, piyasadaki hareketlerden göreceli olarak daha az etkilenen doğrudan yatırımlardan çok hisse senedi ya da kısa vadeli mevduatlardaki spekülatif yatırımlar oluşturmaktaydı.

Spekülatif sermaye ile finanse edilen, büyüyen cari işlemler açığı, ekonomiyi yatırımcıların duyduğu güvendedeki dalgalanmalara karşı oldukça duyarlı hale getirmiştir. Bütçeyi dengelemek, enflasyonu % 7'ye indirmek ve NAFTA'yı imzalamak gibi Meksika ekonomisinde olumlu birtakım gelişmeler yaşanmaktayken, Ocak 1994'teki Chiapas ayaklanması gibi olayları takip eden dönemde ülkede hissedilen politik rahatsızlıklar yatırımcıları daha çok etkilemeye başlamıştır. Bunun yanında, geçtiğimiz yıl içinde ABD'deki faiz oranlarındaki artışlar gelişmekte olan piyasalara yatırımı daha az çekici hale getirirken, Meksika'dan da bir miktar fonun ABD'deki risksiz tasarruf araçlarına kaymasına neden olmuştur. Yabancı yatırımcıların piyasalardan kaçışını önlemek için Meksika'da 1 Aralık 1994'te iş başına gelen Ernesto Zedillo başkanlığındaki yeni hükümet, 20 Aralık 1994'te işçi ve işveren liderleriyle uzun süren görüşmelerden sonra % 13 oranında devalüasyon yapılmasına karar vermiştir. Ancak, bu hareket kötü gidişe bir çö-

züm getirmemiştir. Bunun birinci nedeni, Meksika'nın döviz rezervlerinin büyük bir kısmını tüketmiş olmasıdır. Döviz rezervi, Şubat 1994'teki 29 milyar dolarlık düzeyinden Aralık 1994'te 7 milyar doların altına gerilemiştir. Rezervlerdeki düşüşün devalüasyondan sonra da devam ettiği ve Ocak 1995 sonu itibarıyla döviz rezervinin 3.5 milyar dolara gerilediği görülmektedir.

Yabancı yatırımcılar Meksika'nın devlet tahvili piyasasında önemli bir rol oynamaktadır. Sözkonusu yatırımcılar peso bazlı bonoların (cetes) % 70'ini ve dolar bazlı bonoların (tesobonos) % 80'ini ellerinde bulundurmaktadır. Yabancı kaynaklı bonoların devlete yükü pesonun devalüe edilmesinden sonra daha da artmaktadır.

Zedillo'nun Ocak 1995'in ilk günlerinde açıkladığı krizden çıkma planı fiyat kontrolü, istikrar önlemleri, özelleştirme gibi alt başlıkları içermekteydi (3). Enflasyonu düşük tutmak için ücret ve fiyat kısıtlamalarına gidilmesi, 1995 bütçesindeki harcamaların 5 milyar dolar azaltılması ve cari işlemler açığının yarıya indirilerek 14 milyar dolara çekilmesi planlanıyordu. Kaynak yaratmak amacıyla liman ve demiryolları işletmelerinin, radyo ve uydu haberleşmesinin de özel teşebbüse açılması düşünülmüyordu. Enflasyonun % 40 dolaylarına tırmanması beklenirken, ümitlerini yeni hükümetin ücret ayarlamalarına bağlayan işçilere % 7 gibi enflasyonun altında kalacak bir artış verilerek reel gelirlerinde bir düşüşe yol açılacaktı. Fiyat kontrollerini da uygulamak gerçekten güç bir hedefti. Yatırımcının güveninin kazanılmasına yardımcı olacağı düşünülen bütçe kısıntıları ve cari işlemler açığını azaltıcı önlemler ise, negatif büyüme ile birlik-

te resesyona yol açıp, ithal hammadde kullanan üreticiler ve halihazırda kredi portföylerinin % 10'u tahsil gecikmiş alacaklardan oluşan yerel bankalar üzerinde baskı yaratacak nitelikteydi. Yabancı yatırımcıları esas anlamda ilgilendiren devlet kontrolündeki elektrik, petrol ve petrokimya sektörlerinin özelleştirme listesinde yer almaması, yurt dışından önemli miktarda nakit sağlanmasının güç olduğunu gösteriyordu.

### Meksika'ya Sunulan Yardım Paketi ve Yaratacağı Olası Sonuçlar

Latin Amerika'da yaşanan 1982 yılındaki finansal krizden bugüne finansal piyasaların yapısında değişiklikler göze çarpmaktadır. O tarihte Latin Amerika'da yatırım yapanlar yüksek kâr amacı güden bankalardı. Latin Amerika'ya verilen kredilerin önemli ölçüdeki miktarı geri ödenemeyecek duruma gelince, bankaların kredileri yeniden yapılandırması (restructuring) uzun yıllar aldı. O günden bu yana Meksika ve diğer Latin Amerika ülkelerinde yatırım yapanlar arasında yatırım fonları önemli bir yer aldı. Örneğin, Meksika'da sadece son üç yıl içinde 45 milyar dolarlık yatırım fonu satışı yapılmıştır (4). Dolayısıyla yaşamakta olan krizden direkt olarak yatırımcılar etkilenmekte ve dalgalanmalardan çekinen fon yöneticileri ellerindeki menkul kıymetleri mümkün olduğu kadar çabuk nakde dönüştürmenin yollarını aramaktaydı.

Meksika'da tahvil ve hisse senet-

(3) Business Week; January 16 1995, pp. 14 - 18.

(4) Business Week; February 13 1995, pp. 19.



lerinden oluşan portföylere sahip yabancı yatırımcılar arasında en büyük kitleyi Amerikalılar oluşturmaktaydı. Meksika'da devam eden kaos Amerikalıların yatırımlarının değerini daha da düşürmekteydi. Meksika'nın gelişmekte olan piyasaların en büyük yıldızlarından biri olduğu düşünülürken, yaşanacak herhangi bir uzun dönemli güven krizinin diğer gelişmekte olan ekonomileri de kötü yönde etkileyeceği açıktı. Ayrıca, Meksika'da süregelen krizin ABD'ye kanun dışı yollardan geçen göçmenlerin sayısını arttırması ve Meksika kökenli düşük fiyatlı ihraç mallarının ABD pazarını doldurması korkusu, ABD'nin duruma müdahale etmesini gerektirdi.

Bu nedenlerden ötürü 12 Ocak 1995'te ABD Başkanı Clinton, yatırımcılara Meksika'nın yabancı yükümlülükleri karşısında zor durumda kalmayacağı güvencesini verecek 40 milyar dolarlık kredi garantisi paketini açıkladı. Ancak, Meksika'nın açıkladığı ekonomik programın anahtar elemanlarının gerçek dışı düzeyde iyimser olması ve yardım paketiyle ilgili olarak Kongre'den onay alınmasının giderek güçleşmesi nedeniyle 31 Ocak 1995'te bu çalışmalar durdurulmuş ve bunun yerine, Meksika için yaklaşık 50 milyar dolarlık bir uluslararası kredi paketi gündeme getirilmiştir (5). Söz konusu kurtarma paketinin 20 milyar dolarlık bölümü ABD tarafından sağlanacak, IMF Meksika'ya daha önce önerdiği 7.8 milyar dolara ek olarak 10 milyar dolarlık kaynak yaratacak ve Bank for International Settlements (BIS) da daha önceki katılım payını iki katına çıkararak 10 milyar dolar yardımda bulunacaktır. Anlaşmaya göre Meksika, Amerika'nın katılımını sağla-

mak için petrol gelirlerini teminat olarak vermeyi kabul etmektedir. IMF'ten sağlanan fon Meksika'nın ciddi bir ekonomik reform programını uygulamasıyla kullanılabilecektir.

İlk bakışta Meksika'nın dışarıdan gelen sıcak paraya gereğinden fazla bağımlılığı sonucu oldukça büyük bir cari işlemler açığına bağlı olarak geçici bir likidite sıkıntısıyla karşı karşıya olduğu anlaşılmaktaydı. Ancak bu durum, yatırımcılar risklerini yeniden değerlendirip güvenli piyasalara doğru yönelirken, gelişmekte olan piyasalar için genel bir problem haline dönüşmüştür. Meksika'nın yaşadığı likidite sorununun solventlik problemine (varlıkların yükümlülükleri karşılamaması) dönüşmesine kısa bir süre kaldığı anlaşıldığında, uluslararası piyasaların gereksinim duyduğu güveni sağlayacak gerçek anlamda kullanılabilir nakit içeren bir yardım paketinin Meksika'ya önerilmesinde gecikmeye tahammülün olmadığı hissedilmiştir.

ABD'nin önerdiği kurtarma planının para arzının sınırlı tutulmasını gerektirmesi, hükümetin ekonomiyi canlandırarak ya da acil sosyal refah programlarını finanse edecek fonları bulmasında zorluklar yaşayacağını göstermektedir. Finansal krizin başlangıcından itibaren geçen üç ay içinde 250.000 kişi işsiz kalmıştır ve alınacak ekonomik önlemler sonucu yaşanacak olası bir resesyonla 500.000 kişinin daha işini kaybedebileceği düşünülmektedir. Meksika'nın petrol ihracat gelirlerinin, verilen kredilere teminat olarak ABD Merkez Bankası üze-

(5) Financial Times; February 1 1995.



rinden geçmesi, Amerikalılara karşı olumsuz bir tavrın ortaya çıkmasına ve politik ortamdaki türbülansın daha da artmasına neden olabilir. Ayrıca, kamu teşebbüslerinin özelleştirilmesi sonucu üç yıl içinde yaratılması düşünülen 14 milyar dolarlık kaynak, politik karşı koyma ve bürokratik gecikmelerle sağlanamayabilir.

Meksika'daki üreticilerin ağırlıklı olarak yabancı hamaddeye bağımlı olduğu düşünüldüğünde, devalüasyon sonrası beklenen ihracattaki canlanmanın gerçekleşmesinin güç olduğu görülmektedir. *Maquiladoras* adı verilen Meksika'nın kuzey sınırında ihraçata yönelik üretim yapan tesislerdeki üretimin hâlâ ithal parçalara bağımlı olacağı düşünülmektedir. Daha çok ABD'den ithal ettikleri parçaları montaj yapmak suretiyle ihraç ederek geçtiğimiz yıl 26 milyar dolarlık ihracat hacmi gerçekleştiren bu tesislerin kullandıkları parçaların sadece % 2'sini iç piyasadan satın almış olmaları düşündürücüdür (6).

### Krizin Diğer Gelişmekte Olan Piyasalara Etkileri

Meksika ekonomisi Aralık 1994'te para biriminin değerinin düşürülmesiyle su yüzüne çıkan krizden önemli ölçüde etkilenmiştir. 1995 yılı için enflasyon oranı tahmini % 40'ı aşmakta ve ekonominin % 2 küçülmesi beklenmektedir. Meksika'da ortaya çıkan bu durum bir hastalık gibi diğer gelişmekte olan piyasalara da yayılmaktadır. ABD'de artan faiz oranları üçüncü dünya yatırımlarını daha az çekici bir hale getirdiğinden, 1994 yılında gelişmekte olan ülkelerin borsalarında zaten oldukça büyük düşüşler yaşan-

mıştır. Aralık ayında Meksika'nın yaşadığı güçlükler ortaya çıkınca, piyasalardaki düşüş bazı durumlarda artarak devam etmiştir.

Örneğin Arjantin borsasında Aralık ayı sonundan itibaren üç aya yakın bir süre içinde % 24 düşüş yaşanmıştır. Brezilya'nın para birimi real de baskıyı hissetmektedir. Brezilya Merkez Bankası kısa vadeli faiz oranlarını önemli ölçüde arttırmıştır. 13 Mart 1995'te Macaristan para birimini % 9 devalüe etmiş ve sosyal harcamalarda önemli kesintiler yapılacağını açıklamıştır. Macaristan'da da Meksika gibi büyük bir cari işlemler açığı ve Meksika'dan farklı olarak önemli bir bütçe açığı göze çarpmakta ve bu nedenle oldukça riskli görünmektedir. Piyasadaki güvenin kaybolmasını önlemek amacıyla Portekiz de para biriminin değerini düşürme yolunu seçmiştir. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerin, krizi ateşleyen yabancı sermaye kaçışından duydukları endişeyi dile getirmektedir.

### SONUÇ

Sadece aylarla ifade edilebilecek bir süre önce Meksika üçüncü dünya ülkeleri arasında üstün performansı ile dikkat çekmekteydi. Sağlam makroekonomik politikaları (özellikle uygulanan mali politika buna iyi bir örnek teşkil etmekteydi), liberalizasyon konusunda aldığı yol ve NAFTA'ya üyeliğiyle dünyanın en büyük tüketim malları pazarına ayrıcalıklı bir konumda mal satabilmek önemli özelliklerinin başında gelmekteydi. Cari işlemler açığı

(6) Business Week; March 6 1995, pp. 24.

ğının büyüklüğü tehlike sinyalleri ver-  
mekteydi; ancak, bu durum daha çok  
özel sektörün tasarruf ve yatırım kar-  
rarlarını yansıttığından, önemli olmadı-  
ğı düşünülüyordu. Cari işlemler açığı  
yükli devlet borçlanmasının sonucu  
olarak gerçekleşmemekte, yüksek kâr  
beklentisi olan büyük miktarda serma-  
ye girişinden kaynaklanmaktaydı.

Ancak, 1994 yılı içinde yaşanan  
politik olumsuzluklar, ABD'de faiz  
oranlarının yükselmesiyle yabancılar-  
ın riskli piyasalardan güvenli piyasala-  
ra yönelmek istemeleri ve bunun so-  
nucu olarak yabancı yatırımcıların toplu  
olarak varlıklarını satarak nakde dö-  
nüştürmek istemeleri (ve daha sonra  
yerel para birimini dolara dönüştür-  
mek istemeleri) sonucunda, Meksika  
Merkez Bankası devreye girerek varlıklarını  
doğrudan satın almak ya da bankacılık  
sistemine kredi sağlamak yoluyla,  
bir başka deyişle genişlemeci para  
politikası izleyerek, duruma müdahale  
etmiştir. Daha sonra Merkez Bankası  
yabancıların ellerindeki pesoları dolara  
çevirmiş ve bu şekilde Meksika'nın  
döviz rezervlerindeki erozyon hızlanmıştır.  
Bu durumun yavaş yavaş rezervleri tüketeceği  
hissedildiği noktada para biriminin değeri  
düşürülmek zorunda kalınmıştır. Ancak,  
yapılan % 13'lük devalüasyon piyasa-

nın ihtiyacı olduğu güveni sağlamakta  
yeterli olmamış ve para biriminin değeri  
daha fazla devalüasyonun beklenmediği  
noktaya geldiğinde, piyasalara güvenin  
geri geleceği anlaşılmıştır.

Burada Merkez Bankası'nın daha farklı  
hareket edebileceği bir tartışma konusu  
olarak belirmektedir. Eğer Merkez Bankası  
para arzını önemli ölçüde arttırmayı reddetseydi,  
yabancı yatırımcıların ellerindeki hisse senedi  
ve tahvilleri Meksikalılara satması piyasa-  
larda bir düşüş yaşanmasına ve faiz oranlarının  
artmasına neden olacaktı. Temelde, rezervlerde  
bir düşüş görülmeyecek ve para biriminin  
çökmesi gerçekleşmeyecekti. Öte yandan talepte  
bir daralma olacak ve büyük bir olasılıkla  
resesyon yaşanacaktı. Bir başka alternatif de  
hükümetin para birimini daha önce devalüe  
etmesiydi. Bu durumda, zamanında devalüe edilmiş  
para birimi, gelecekte devalüasyon riskini  
azaltarak peso bazlı varlıkların beklenen  
getirisini arttıracaktı. Yine böyle bir konumda  
da rezervlerde önemli bir değişiklik ya da bir  
kriz yaşanmayacak, erken gelen devalüasyon  
daha hızlı enflasyon riskini ortaya çıkarmakla  
birlikte, bunun boyutu Meksika'nın şu anda  
karşı karşıya olduğu enflasyon riski yanında  
büyük bir olasılıkla daha küçük olacaktı.

## BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR (AYLIK DERGİ)

İDARE YERİ : Binbirdirek Mahallesi, Suterazisi Sokak No. 6 Kat 2; 34400 Sultanahmet - İstanbul • TELEFON : (0-212) 518 17 32 • FAX: (0-212) 518 66 43 YAZIŞMA: P.K. 769; 80005 Kıraköy - İstanbul • AÇIKLAMA : Dergi'deki yazılar kaynak göstermek koşuluyla alınabilir • KDV DAHİL 1995 İÇİN YILLIK ABONE : 720.000 TL; ÖĞRENCİLERE : 360.000 TL • BANKA HESAP NUMARALARI (İstanbul): Akbank Kumkapı Şubesi 11720, İş Bankası Çağaloğlu Şubesi 256319, Yapı ve Kredi Bankası Çemberlitaş Şubesi 2269-9, Ziraat Bankası Beyoğlu Şubesi 765 • DİZGİ ve GRAFİK DÜZENLEME : Yazıevi, Telefon: 512 60 43 • BASKI : Kent Basımevi, Telefon: 528 08 15 • CİLT: Dostlar Ciltvi, Telefon: 526 59 24 • BASKI TARİHİ: 20 Haziran 1995 • GENEL DAĞITIM: YAYSAT •

# Görüşler

Doç. Dr. NURDAN ASLAN

Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Öğretim Üyesi

## Tek Avrupa Piyasası'nın Kalkınmakta Olan Ülkelere Etkisi [\*]

### I — Tek Avrupa Piyasası

1985'de kısaca AT-92 diye bilinen tek Avrupa piyasasının yaratılması kararının alınması ile, 1970'li yıllardan bu yana Avrupa'da siyasi ve ekonomik entegrasyonun yeniden canlanması ile ilgili ilk önemli adım atılmış oldu. Bu karar, 12 ülkede aynı anda tamamlanacak büyük bir liberasyon ve düzenleme programını içermektedir. Programın kapsamında son on ya da on beş yıldan beri benimsenen havalanı düzenlemesi, bankacılıkta elektronik ödeme standartları, bazı ülkelerde henüz bilinmeyen kamunun sanayi teşvikleri, sağlık standartları gibi düzenlemeler bulunmaktadır (1).

[\*] Dergi'nin Notu: Yazıda oldukça eski bir konu incelenmektedir. Ancak, Dergiye uzun süre önce gönderilen bu yazı, bir önceki sayının «Ekonomik Yorumlar» bölümünde işlenen konuyla ilgilidir. Bu nedenle yayınlanması yararlı bulunmuştur.

Üye ülkeler arasında piyasa entegrasyonunu başarmayı amaçlayan bu programın, AT'a önemli kazançlar sağlaması beklenmektedir. AT-92 programının AT dışındaki ülkelere etkileri ise üç yönlü olarak düşünülmektedir. Bu etkilerden biri, AT'ın dış ülkelere karşı ticaret politikasını değiştirmesidir. Diğer bir etki, tek piyasanın büyümede sağladığı artış nedeni ile ticaret yaratılması ve rekabet gücünün artması sonucunda ticaret sapması gibi dolaylı ekonomik etkilerdir. Üçüncü olarak ise, çok yanlı ticaret görüşmelerine tek piyasa konularının girmesi nedeniyle diğer ülkelerin ticaret politikalarının etkileneceğidir (2).

AT-92 programının, GATT görüşmeleri ile sağlanan liberal çok yanlı ticaret sistemini bölgesel ticaret sis-

(1) Nurdan Aslan; 1990, ss. 51 - 55.

(2) Gerhard Pohl ve Piritta Sorsa; 1994, s. 147.

temine dönüştüreceği ve yeni korumacılık biçimi getirerek serbest ticarete zarar vereceği yolunda güçlü iddialar bulunmaktadır. Ancak, kanımızca çok yanlı ve bölgesel ticaret yaklaşımları birbirinin alternatifi değil, tamamlayıcıdır. Gerek GATT çerçevesinde, gerekse Birleşmiş Milletler liderliğinde yapılan çok yanlı ticaret görüşmeleri, en azından gelişmiş sanayi ülkeleri arasında, sanayi malları üzerindeki tarifelerin kabul edilebilir düzeylere indirilmesini, ancak 40 yıllık bir süreç içerisinde başarmıştır. AT'ın esas amacı, sadece mal ve hizmetler ile sermaye ve emek serbest dolaşımına getirilen tüm engellerin kaldırılması değil, ayrıca daha da önemlisi, üye ülkeler tarafından paylaşılacak kader birliğine yön verecek kurumlar için temel dayanaklar oluşturmaktır.

AT, tarife dışı engelleri azaltarak ve tarifeleri düşürerek, üyelerinin ticaret politikalarını liberalleştirme eğiliminde iken, kalkınmakta olan ülkeler için hiç de mükemmel olmayan politikalar izlemektedir. Tek Avrupa Piyasası programı ile getirilen yeni ticaret engelleri, korumacılığın yeniden canlanmasına ve ekonomik entegrasyonun yavaşlamasına yol açacaktır. Bunları kaldırmak tarifeleri azaltmaktan daha zordur (3).

Bu açıdan bakıldığında, çok yanlı ticaret görüşmelerinin pek başarılı olduğu söylenememektedir. Bir kere, birçok kalkınmakta olan ülkede hâlâ ticaret engelleri bulunmaktadır. Öte yandan sanayileşmiş ülkeler ise gönüllü ihracat kısıtlamaları gibi çeşitli korumacı tarife dışı engeller getirmişlerdir. Oysa çok yanlı ticaret anlaşmaları, birçok önemli ticaret bloklarının dış ticaret politikalarına disiplin sağla-

yacaktır. Bu nedenle çok yanlı liberasyon ile tarife dışı engellerin kaldırılması gerekmektedir.

## II — Kalkınmakta Olan Ülkeler ile Avrupa Topluluğu Arasındaki Ticaret İlişkileri

Avrupa Topluluğu'na üye ülkelerin çoğunun kolonileri bulunduğundan, kalkınmakta olan ülkeler ile AT ticaret ilişkileri kompleks bir yapı içermektedir. Bu nedenle kalkınmakta olan ülkeler üç temel kategoriye ayrılmaktadır. Bunlardan biri Afrika, Karayibler, Akdeniz ve Pasifikte bulunan ve AT anlaşmasına dahil olan 81 kalkınmakta olan ülke grubudur. Bunlar sanayi ürünlerine gümrüksüz serbest giriş ve bazı tarım ürünlerine tercihli giriş hakkı vermektedirler. İkincisi, birçok mala Genelleştirilmiş Tercihler Sistemi ile tercihli giriş sağlayan kalkınmakta olan ülke grubudur. Üçüncüsü ise, Doğu Asya'da yeni sanayileşmiş az sayıda dinamik ülkeler grubudur.

Aslında AT kalkınmakta olan ülkeler için –tarım hariç– nispeten açık piyasa konumundadır. AT'da kalkınmakta olan ülkelere yapılan ithalata, tarifeler ortalama sadece % 2'dir. 70'den fazla kalkınmakta olan ülke malları AT piyasalarına gümrüksüz ve kotasız girebilmektedir. AT'ın tarife dışı engelleri tarım dışında azdır. Kısıtlamaların çoğu 20 kadar kalkınmakta olan ülkeden yapılan tekstil ve giyim ithalatına karşı Çok Elyafıllar Anlaşması kapsamındaki kısıtlamalardır. Bu ülkeler AT tekstil ithalatının yarısını karşılamaktadır. Tarımsal ürünlerde ve tekstilde AT'ın korumacı eğilimleri de-

(3) Gerhard Pohl ve Piritta Sorsa; 1992.



vam etmektedir. Ayrıca İspanya, Portekiz ve Yunanistan'ın da AT'a girmesi ile bu ürünlerin diğer kalkınmakta olan ülkelerden ithalatı oldukça azalmıştır (4).

Tek piyasa programının kalkınmakta olan ülkelere etkisi ticaret ve yatırım üzerinde önemli olmaktadır.

### a) Ticaret Etkileri

Kalkınmakta olan ülkelerin AT'a yaptıkları ihracat, tek piyasa uygulamasının AT firmalarında önemsiz bir etki yaratacağı emek yoğun ürünlerde yoğunlaşmaktadır. Tek piyasa programı ile getirilen düzenlemeler ise daha çok yüksek teknoloji mallarla ve kalkınmakta olan ülkelerin henüz karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olmadığı hizmetlerle ilgilidir.

Öte yandan tekstil ve giyim gibi emek yoğun ürünlerde AT zaman zaman karşılaştırmalı üstünlüğünü kaybetmektedir. 1985-91 döneminde AT'ın giyim ve ayakkabı üretiminde % 20'den fazla bir düşüş gözlenmiştir. Bu nedenle tek pazar uygulamasının, bu sektörlerde AT firmalarına doğru ticaret saptırıcı etki yaratması söz konusu değildir. Buna karşılık Topluluk içinde gelir düzeyi yükseldiğinden, ticaret yaratıcı etki daha fazla olmaktadır.

Kotaların iki taraflı olarak kaldırılması, kalkınmakta olan ülkeler arasında ticaretin en rekabetçi ülke lehine dönmesini sağlayacaktır. Kalkınmakta olan ülke ihracatçıları ayrıca dış ticaret işlemlerinin maliyetlerinin azalışından da yararlanacaklardır. Bunlar sadece AT içinde düşük taşıma maliyetleri, sınır formalitelerinden sağlanan tasarruflar değildir. Daha önemlisi ulu-

sal standartlara uyma maliyetlerindeki azalmadır. Bu tür tasarruflar, özellikle yeni ve küçük ihracatçıların piyasaya giriş engellerini azaltmaktadır.

Teorik olarak ekonomik büyüme, yapısal değişimlere karşı uyum sağlamayı kolaylaştırırken durgunluk, korumacılık eğilimlerinin güçlenmesini sağlamaktadır. Günümüzdeki gelişme Topluluk içinde büyümenin yavaş olacağı, ihracat kazançlarının azalacağı yönündedir. Bu durum kuşkusuz tek piyasaya uyumu da güçleştirecektir. Tek piyasa programının kalkınmakta olan ülke ihracatları üzerindeki temel etkisi sadece ticaret tercihlerinin değişmesinden ibaret değildir. Programın sağlayacağı büyüme ve bununla ilişkili yapısal değişmeden doğacak dinamik kazançlardır. AT içindeki yapısal değişme büyümeyi arttıracak bu da tüm ihracatçılara yarar sağlayacaktır. Kuşkusuz burada ihraç mallarının talep esnekliği ve rakabet gücü de önemlidir.

Bilindiği gibi sanayi ürünlerinin gelir esnekliği daha yüksek iken (4-5 gibi), tarımsal malların ve hammadde-lerin gelir esnekliği oldukça düşüktür (0.3-0.1) gibi). Ayrıca, tarımsal mallarda devam eden koruma, meyve ve sebze de güneyli AT üyelerinden gelen rekabet ve bazı ürünlerde de Doğu Avrupa ülkelerinden gelen rekabet nedeniyle kalkınmakta olan ülkelere yapılan ithalat olumsuz etkilenmektedir. AT ithalatının yaklaşık dörtte biri de kalkınmakta olan ülkelere yapılmaktadır (5).

(4) C.B. Hamilton; 1991, ss. 378 - 387.

(5) A.J.H. Hallet, 1994, ss. 121 - 146.

AT ithalatının gelir esnekliği ortalama 2 dolayında hesaplanmaktadır. Demek ki topluluk dışından ithal edilen herhangi bir mala olan talep her yıl yüzde 2 kadar artacaktır. Kuşkusuz gelir esnekliği ürünler ve ülkeler arasında önemli ölçüde değişmektedir. Bu nedenle AT ticaret politikasının tek tek ürün grupları üzerindeki etkileri (tekstilde kotalar, elektronik eşya ve arabada gönüllü kısıtlamalar, tarımsal ürünlerde fiyat destekleri, kahvede aşırı vergi vb.) giderek önem kazanmaktadır (6).

Öte yandan AT-92 programının ticaret yaratıcı etkisi olabildiği gibi, ticaret saptırıcı etkisi de görülmektedir. Özellikle tekstil, giyim eşyası, ayakkabı, deri, tüketim malları ve basit elektronik mallar gibi fiyat esnekliği yüksek mallar için bu etki daha fazla olmaktadır. AT-92 programı nedeniyle kalkınmakta olan ülkelerin Topluluğa yaptığı ihracat önemli düzeyde azalmaktadır. Bu programın etkisi ile Topluluk dışı ülkelere yapılan ithalatın % 2.5-% 7.5 arasında azalacağı hesaplanmıştır (7).

### b) Yatırım Etkisi

Tek piyasa uygulamasının bir sonucu olarak, Topluluk içinde yerli ve yabancı yatırımlar artmaktadır. 1985'de tek piyasa programının ilanından sonra Toplulukta bir yatırım patlaması yaşanmıştır. Bunun piyasanın genişlemesi, iş hacminin artması, piyasaya giriş engellerinin kalkması gibi birçok nedeni vardır.

Ancak, Topluluk içindeki yatırım artışı, kalkınmakta olan ülkelere yapılan doğrudan yabancı yatırımların yön değiştirmesi olarak düşünülmeli-

dir. Çünkü yüksek ve düşük gelirli ülkeler arasında yatırımı belirleyen faktörler çok farklıdır. Bu iki ülke grubu arasında yatırım konusunda bir rekabet sözkonusu olamaz. AT'da faaliyette gösteren yatırımcılar piyasanın dışı kapalılığı, nitelikli işgücü, iyi düzenlenmiş altyapı gibi kalkınmakta olan ülkelere olmayan birçok unsurları aramaktadırlar. Bu nedenle Tek Piyasa programı nedeniyle Topluluk içinde yatırımlarda görülen artış, kalkınmakta olan ülkelerin değil, diğer sanayi ülkelerinin aleyhinde bir gelişme olarak değerlendirilmelidir.

Tek Piyasa programı büyük bir ihtimalle kalkınmakta olan ülke yatırımlarını arttıracaktır. Çünkü AT-92 nedeniyle Topluluk firmaları nitelikli ve teknoloji yoğun sektörlerle yönelik bir yarı pısal değişim geçirmektedir. Bunun sonucunda kalkınmakta olan ülkeler de niteliksiz işgücü gerektiren ve işgücü yoğun sanayi ürünlerinde uzmanlaşacaklar, bu alanda üretimlerini arttıracaklardır (8).

### III — Sonuç

AT-92 olarak bilinen Tek Avrupa Piyasası'nın en önemli etkileri, gelirler ve fiyatlar üzerinde yaratacağı değişimlere bağlı olarak ticaret akımlarında oluşan sapmalar ve artışlar şeklinde kendini göstermektedir. Ayrıca, serbest faktör dolaşımı ve ticaret engel-

(6) Sheila Page; 1992, ss. 1553-1566.

(7) Richard Cawley ve Michael Davenport; 1988, ss. 1-12.

(8) Congress of The United States Office of Technology Assessment; 1991, ss. 195-198. Ayrıca bkz.: David Goldsbrough ve Iqbal M. Zaidi; 1986, ss. 6-9.

lerinin kaldırılması, AT üretimindeki artıştan doğan ortalama maliyetlerdeki azalışlar da AT-92'nin yaratacağı etkiler arasında yer almaktadır. Ancak tüm bu etkiler, Topluluk üyesi ülkeler için geçerli olurken kalkınmakta olan ülke çıkarlarından uzaktır. Kalkınmakta olan ülkeler için AT-92'nin yaratacağı en önemli etki, yatırım fonlarının AT ülkelerine sapması tehlikesi ve dış engellerin (özellikle tarife dışı engellerin) devam etmesi durumudur.

Avrupa Topluluğu, entegre bir piyasanın ölçek ekonomileri ve daha etkin karşılaştırmalı üstünlükler ile büyümeyi arttıracığını, fiyatları düşüreceğini öngörmektedir. İç ticaret engellerinin kaldırılmasının kalkınmakta olan ülkelere sağlayacağı net etkinin, bu ülkelerin gelir düzeylerine ve ticaret konusu malların fiyat esnekliklerine bağlı olduğu, bu nedenle bu etkinin fazla önemli olmadığı saptanmıştır. Ayrıca, getirilen yeni ticaret engelleri nedeniyle de, bu ülkelerin mal ve hizmet ticareti zarar görecektir.

AT-92 programı sonucunda oluşan ticaret sapması, büyüme ve talep artışı nedeniyle AT ülkelerinde yatırım artışı öngörülmektedir. Bu durum kalkınmakta olan ülkelerin de yatırımlarını teşvik edebilir. Ancak, bu ülkelerdeki finansal kaynak darlığı, sıkı para politikaları, yüksek düzeydeki borçluluk gibi sorunlar yatırımları ve dolayısıyla büyümeyi olumsuz etkilemektedir.

Ayrıca, AT-92 ile getirilen daha sıkı teknik standartlar, gönüllü ihracat kısıtlamaları, kamu sektörü teşvikleri gibi uygulamalar da kalkınmakta olan ülkeler için sorun yaratmaktadır. Ortak Tarım Politikası korumacılığın en açık örneğidir. Tercihli ticaret anlaşmaları ve kalkınmakta olan ülkelere gelen emek yoğun mal ihracatlarına,

ABD ve Japonya'dan gelen yüksek teknoloji mal ihracatlarına karşı tarife dışı engellerin kullanımının artması, korumacılığın diğer örneklerini oluşturmaktadır.

Üstelik bu engellerin belli bir tarihte kaldırılacağına ilişkin hiçbir açıklamanın olmayışı, bu engellerin kalıcı olduğunu düşündürmektedir. Esas sorun bu engellerin, tercihli ticaret anlaşmalarının artırılıp artırılmayacağıdır.

### YARARLANILAN KAYNAKLAR

Aslan, Nurdan; «Avrupa Topluluğu'nda 1992 Ekonomik Entegrasyonuna Yaklaşırken Para Piyasası Sorunları ve Türkiye», Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Şubat 1990.

Cawley, Richard and Michael Davenport; «Partial Equilibrium Calculations of The Impact of The Internal Market Barriers in The European Commission», EC Economic Papers 73, 1988.

Congress of The United States Office of Technology Assessment; «Competing Economies: America Europa and the Pacific Rim», Washington U.S. Government Printing Office, October 1991.

Goldsbrough, David and Iqbal M. Zaidi; «How Performance in Industrial Countries Affects Developing Economies», Finance and Development, December, 1986.

Hallet, A.J. Hughes; «The Impact of EC-92 On Trade In Developing Countries», The World Bank Research Observer, Vol. 9, No. 1, January 1994.

Hamilton, C.B.; «European Community External Protection and 1992: Voluntary Export Restraints Applied of Pacific Asia», European Economic Review 35, 1991.

Page, Sheila; «Europe 1992: Views of Developing Countries», Economic Journal 101, November 1992.

Pohl, Gerhard and Piritta Sorsa; «European Integration and Trade With the Developing World», Policy and Research Series 21, Washington World Bank, 1992.

Pohl, Gerhard and Piritta Sorsa; «Is European Integration Bad News For Developing Countries?», The World Bank Research Observer, Vol. 9, No. 1, January 1994.

## EKONOMİK GÖSTERGELER DIŞ DÜNYA (MAYIS 1995)

Ülkeler	GSYİH*	Tüketici Fiyatları*	Ücretler Kazançlar*	İşsizlik Oranı (%) (En Son)	Dış Ticaret Dengesi** (Milyar \$) (Son 12 Ay)	Cari İşlem Dengesi (Milyar \$) (Son 12 Ay)	Faiz Oranları (%)	
							Para Piyasası (Son 3 Aylık)	Bankalar
								Kredi
A.B.D.	4.0	3.1	3.1	5.4	-172.0	-155.7	6.02	9.00
Almanya	3.3	2.3	3.7	8.3	49.7	-20.0	4.55	7.00
Avustralya	5.0	3.9	3.0	10.1	-4.8	-18.0	7.70	11.50
Avusturya	3.0	2.4	5.3	6.8	-8.7	-2.0	4.66	8.75
Belçika	3.7	1.7	1.6	13.5	8.3	-6.7	5.13	8.75
Danimarka	3.2	2.5	3.1	12.6	6.0	3.4	6.65	8.25
Fransa	3.0	1.6	2.2	12.5	29.1	15.9	7.05	8.25
Hollanda	3.0	2.3	0.8	11.1	15.8	13.1	4.50	6.25
İngiltere	3.9	3.3	3.5	9.5	-16.7	-0.1	6.69	7.75
İspanya	2.8	5.2	4.6	24.3	-20.9	-2.5	9.31	9.00
İsveç	3.6	2.9	4.5	7.4	10.9	1.5	8.70	10.00
İsviçre	2.6	1.6	2.5	4.9	2.4	18.1	3.38	5.50
İtalya	2.7	5.2	2.7	11.1	21.8	15.6	10.13	10.88
Japonya	0.9	0.4	3.5	2.9	144.9	125.6	1.35	2.38
Kanada	5.6	2.2	0.8	13.0	14.4	-18.1	7.34	9.25

Açıklamalar: (b.d.) = Belli Değil. Kaynak: The Economist, 9 Haziran 1995.

(\*) Yıllık Yüzde Değişim.

(\*\*) Avustralya, Fransa, İngiltere, Japonya, A.B.D. ve Kanada için İthalat F.O.B., İhracat F.O.B., Diğerleri için C.I.F. / F.O.B.



# Görüşler

## MUZAFFER SAYIM

*Türk Ticaret Bankası A.Ş. Genel Müdür Yardımcısı*

### Türkiye'den Sermaye Kaçışı (\*)

#### SERMAYE KAÇIŞI

**M**EKSİKA Hükümeti'nin 1982 Ağustos'unda borç yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğini açıklaması Üçüncü Dünya için «Borç Krizi» süreci başlatmıştır. Bu tarihten itibaren «Sermaye Kaçışı» (Capital Flight) az gelişmiş ülkelerin en önemli problemleri arasında mütalâa edilmiştir. Bu çerçevede ağır borç yükü altındaki az gelişmiş ülkelerin sermaye kaçışını sınırlandırmaları, ters yöne çevirebilmeleri veya kaçan sermayeyi borç ödemede kullanabilmeleri halinde daha iyi bir durumda olacakları geniş olarak tartışılmıştır. Daha da öteye, bazı ekonomistler sermaye kaçışını ya da ülkeyi terk eden sermayeyi, bu ülkeler için gerekli fonlara temel kaynak olarak görmüşlerdir. Bunun dışında, uluslararası mali kuruluşlar sermaye kaçışını bu ülkelere yeni kredi vermemenin bir nedeni, ya da özürü olarak göstermişlerdir. Bu özür ya da neden kendisini Amerika eski Hazine Bakanı James Baker'ın; «Eğer bir ülkenin kendi vatandaşları o ülkenin ekonomik sistemine güven duymuyorsa, başkaları nasıl güven duysunlar?» şeklindeki sorusunda bulmuştur. Dolayısıyla sermaye kaçışı, ülke vatandaşlarının ekonomik sisteme güvensizliği olarak yorumlanmış ve uluslararası finans kurumlarının yeni kredilendirme konusundaki isteksizliklerinin mazereti olarak ileri sürülmüştür.

Bunun doğal sonucu olarak da ağır borç yükü altındaki az gelişmiş ülkeler sermaye kaçışının durdurulması, azaltılması veya ters yöne çevrilmesi için gerekli politikaları uygulama yönünde tavsiyelere maruz kalmışlardır.

İlginçtir ki; «Sermaye Kaçışı» terimi ekonomik literatürde daha çok az geliş-

(\*) Vanderbilt Üniversitesi, Graduate Program In Economic Development Master tezinden alınmıştır.

miş ülkelerden yoğun sermaye akımını tanımlamakta kullanılmış, aynı nitelikteki sermaye hareketleri gelişmiş ülkeler için «Doğrudan Yatırım» veya «Yabancı Yatırım» terimleri ile ifade edilmiş ve «Güven Eksikliği» yerine «Portföy Çeşitlendirmesi» ile açıklanmıştır.

Sermaye kaçışının önemi; ülke hükümetlerinin borç yükü birikimi ile eşanlamalı olarak ülke vatandaşlarının yabancı ülke varlıklarına (menkul ya da gayrimenkul) yönelmelerinden doğmaktadır.

Bu yazıda «Sermaye Kaçışı»nın tanımı, ölçülmesi, sonuçları ve ekonomik nedenleri üzerinde durularak, bir zamanlar «yetmiş sente muhtaç ülke» olan Türkiye'nin sermaye kaçışına maruz kalıp kalmadığı araştırılacak, varsa bu hareket daha önce kullanılan ekonometrik model aracılığıyla test edilecektir.

## TANIM

Konu hakkında pek çok araştırma yapılmış olmasına ve tarihinin 17'nci yüzyıla kadar uzandığının belirtilmesine karşın, «Sermaye Kaçışı»nın genel kabul görmüş bir tanımı bulunmamaktadır. Deppler ve Williamson bu eksikliği, en geniş anlamıyla sermaye kaçışının, sayısal olarak ayırılmaz olan pek çok değişik nedenlerle motive edilen sermaye hareketlerini kapsamasına bağlamışlardır.

Kindleberger'e göre; sermaye kaçışını önlemeye yönelik politikaları belirleme amacıyla açık bir tanım yapmak zor ya da olanaksızdır.

Tanım yapmadaki zorlukların sonucu olarak ekonomistler arasında «Sermaye Kaçışı»nın tanımında uzlaşma sağlanamamıştır. Teorinin tek bir tanım öneremediği dikkate alınarak, Cumby ve Levich en uygun tanımın; ilgilenilen ekonomik sorunlarla tutarlı olan tanım olması gerektiğini ifade etmişlerdir.

Bazı ekonomistler tarafından önerilen tanımlar ise aşağıdaki gibidir:

*Deppler/Williamson*: «Ülke içinde tutulmaya devam edilmesi halinde önemli kayıplara uğrayacağı kaygısıyla, sermayenin yabancı ülke kıymetlerine dönüştürülmesi.»

*Cuddington*: «Kısa dönem spekülasyon sermaye akımı.»

*Morgan Guaranty*: «Bankacılık dışı özel sektör ile kamu sektörünün bazı birimlerince iktisap edilmiş, raporlanmış veya raporlanmamış, yabancı kıymetler.»

*Dooley*: «Ülke ödemeler dengesi kayıtlarında gelir kalemi yaratmayan alacak ve haklar stoku.»

*Kindleberger*: «Herhangi bir ya da daha fazla karmaşık korku ve şüpheler nedeniyle ülkeyi terk eden olağandışı sermaye akımı.»

## ÖLÇÜM

«Sermaye Kaçışı» ya da «Kaçan Sermaye» doğrudan ölçülebilen, gözlemlenebilen bir olgu değildir. Dolayısıyla hatasız olarak ölçülebilmesi son derece güçtür. Bu doğrultuda literatürde değişik ölçme yöntemleri önerilmiş olup bu yöntemleri üç ayrı başlık altında toplamak mümkündür.

### Ödemeler Dengesi Yaklaşımı

Bu yaklaşım Cuddington ve Dooley tarafından önerilen metotları kapsamaktadır. Cuddington'un yaklaşımında kısa dönem sermaye hareketleri üzerinde yoğunlaşmış olup ödemeler dengesi hesaplarında görülen «Net Hata ve Noksan» kaleminin, bütün kısa dönem özel sermaye hareketlerini ölçmedeki başarısızlıktan kaynaklandığı varsayılmış, «Sermaye Kaçışı» tahmininde bu kalem, kaydedilmiş kısa dönem sermaye hareketleri kalemine eklemiştir.

Bu yaklaşım iki açıdan eleştiri almıştır. Birincisi, «Net Hata ve Noksan» kaleminin mutlaka kısa dönem sermaye hareketlerinden kaynaklanması gerekmemektedir. İkincisi ise, kaçan sermayeyi ölçerken, uzun vadeli sermaye hareketlerinin de dikkate alınması gerekir. Çünkü bu sermayenin gayrimenkul, hisse senedi vb. uzun vadeli yatırımlara yönelebilmesi de mümkündür.

Dooley ise normal sermaye çıkışı ile kaçış motivasyonlu olan sermaye hareketlerini ayırmaya çalışmıştır. Önce, ödemeler dengesi hesaplarında kayıtlı yabancılardan olan alacakları toplamış, bu toplama «Net Hata ve Noksan» kalemini ve Dünya Bankası'nca raporlanan dış borç stoku ile ödemeler dengesi hesaplarından elde edilen dış borç stoku arasındaki farkı ilave etmiştir. Bundan sonra, elde edilen bu toplam dış alacaklar stoku ile «Faiz Kazanan Alacaklar Stoku» (ödemeler dengesi hesaplarında rapor edilen yurt dışı alacaklardan kaynaklanan gelirlerin kapitalizesi ile türetilen) arasındaki fark, «Sermaye Kaçışı» olarak mütalaa edilmiştir.

Bu yaklaşım da bütün sermaye akımlarının gelir yaratmayabileceği, «Faiz Kazanan Alacaklar Stoku»nun hesabında seçilen faiz oranının değişkenliği ve ödemeler dengesi kalemlerinin mutlaka rapor edilmiş işlemlerden kaynaklanmayabileceği gerekçeleriyle eleştiri almıştır.

### Bakiye Yaklaşımı

Erbe, Dünya Bankası ve Morgan Guaranty tarafından önerilen yöntemler bu başlık altında toplanabilir. Bu üç yöntemde de «Sermaye Kaçışı», ödemeler dengesinin açıklanamayan kısmıyla ilişkilendirilmiştir. Bu yaklaşıma göre; bir ülkenin dış fon kaynakları doğrudan yatırımlarla dış borçlardan, bu fonların kullanımı ise cari işlemler açıkları ile resmi rezervlerin birikiminden ibarettir. Elde edilen bu fonların cari işlemler açıkları ve rezervlerdeki artış dışında kalan, açıklanamayan kullanımı ise «Sermaye Kaçışı» olarak yorumlanmıştır.

Bu yaklaşıma yöneltile eleştiriler ise; sermaye çıkışını olağan ve olağandışı diye ayıramaması, dış borç stokunda çapraz kurlardaki değişimlerden kaynaklanan artışları dikkate almaması ve Dünya Bankası'nın dış borç stokuna ilişkin kayıtlarının bu stoktaki değişmeyi hesaplamada yeterli olamayabileceği şeklindedir.

### Bankalardaki Mevduat Yaklaşımı

Bu yaklaşımda «Sermaye Kaçışı», yabancı ülke bankalarında bir ülke vatandaşlarına ait mevduattaki değişme olarak ölçülmektedir.

Bankalardaki mevduat yaklaşımı da; istatistiki serilerde mevduatın kamu ve özel sektör şeklinde bir ayırımı tabi tutulmaması, yurt dışında tutulan varlıkların banka mevduatı dışındaki yatırım araçlarına da (tahvil, bono, gayrimenkul vb.) yönelebileceği, mevduat sahibinin milliyetinin her zaman bilinmeyeceği ve dışarıda tutulan fonların önemli finansal merkezler dışında da plase edilebileceği gerekçeleriyle eleştirilmiştir.

Yukarıda belirtilen üç yaklaşıma yöneltilen ortak eleştiri ise yanlış ticari faturalama yoluyla gerçekleştirilen sermaye kaçışını dikkate almamaları olmuştur.

Yukarıda ifade edilen ölçme yöntemlerinden bazılarının aşağıda belirtilen şekilde formüle edilmeleri mümkündür:

$$\begin{aligned} \text{Dünya Bankası} &= G + B + A + E \\ \text{Morgan Guaranty} &= G + B + A + E + D \\ \text{Cuddington} &= - C - F \end{aligned}$$

Formülasyondaki harflerin açıklaması şöyledir:

- A = Cari İşlemler Fazlası
- B = Net Yabancı Doğrudan Yatırımlar
- C = Özel Sektör - Kısa Vadeli Sermaye
- D = Bankacılık Sisteminde Yabancı Kıymetlerdeki Değişme
- E = Resmi Rezervlerdeki Değişme
- F = Net Hata ve Noksan Kalemi
- G = Dış Borç Stokundaki Değişme

## TÜRKİYE'DEN SERMAYE KAÇIŞI

Yukarıda formüle edilmiş olan üç değişik ölçme yöntemi kullanılarak, Türkiye'den gerçekleşen «Sermaye Kaçışı» 1970-1991 dönemi için hesaplanmış ve sonuçlar «Tablo 1» ve «Tablo 2»de verilmiştir [\*]. Sözkonusu tabloların incelenmesinden; Dünya Bankası ve Morgan Guaranty metodlarına göre yapılan ölçümler ile, Türkiye'nin 1977, 1978, 1985, 1986, 1987, 1990 ve 1991 yıllarında büyük ölçekte sermaye kaçışına maruz kaldığı; Cuddington metoduna göre yapılan ölçüm ile de, 1976 yılında önemli bir sermaye kaçışı yaşandığı, ancak seçilen dönem içerisinde genellikle sermaye girişi olduğu gözlemlenmektedir. Her üç yönteme göre yapılan hesaplamaların, enflasyonun üç haneli rakamlarla ifade edildiği 1980 yılında, sermaye kaçışından ziyade sermaye girişini göstermesi ilginçtir. Öte yandan kümülatif sermaye kaçışın Dünya Bankası yöntemine göre 25,5 milyar dolar, Cuddington yöntemine göre de -2 milyar dolar olarak hesaplanmıştır.

## YANLIŞ TİCARİ FATURALAMA UYARLAMASI

Daha önce de belirtildiği üzere, Dünya Bankası ve Morgan Guaranty yöntemleri ile yapılan hesaplamalar yanlış ticari faturalama için uyarlanmamış ya da düzeltilmemiştir. Literatürde yanlış faturalama, uluslararası ticaretin gerçek değerleri ile

[\*] Tablolar Yazının sonunda yer almaktadır.



rapor edilen fatura değerleri arasındaki fark olarak tanımlanmıştır. Sermaye kaçıışı ihracatın düşük, ithalatın ise yüksek faturalandırılması yoluyla gerçekleştirilebilmektedir. Yanlış faturalamanın belirlenmesinde genellikle ülke istatistikleri ile ticari partner-ülke istatistiklerinin kıyaslanması yoluna gidilmektedir. Karşılıklı veriler c.i.f-f.o.b dönüştürme faktörü ile aynı birime indirgenmekte, kıyaslanmakta ve aradaki fark sermaye kaçıışı olarak kabul edilmektedir. Bu yaklaşımdaki temel varsayım; ticari partner-ülke kayıtlarının, kaynak-ülke kayıtlarından daha güvenilir olduğudur.

R. Vos tarafından da kullanılmış olan bu yöntemi aşağıdaki şekilde formüle etmek mümkündür:

$$ED = \text{İhracat Düşük Faturalaması} = M_W - E_{Tr}^* (C/F)$$

$$MD = \text{İthalat Aşırı Faturalaması} = E_W^* (C/F) - M_{Tr}$$

Formülasyondaki harflerin açıklaması şöyledir:

$$E_{Tr} = \text{Türkiye'nin Dünyaya İhracatı}$$

$$M_{Tr} = \text{Türkiye'nin Dünyadan İthalatı}$$

$$M_W = \text{Dünyanın Türkiye'den İthalatı}$$

$$E_W = \text{Dünyanın Türkiye'ye İhracatı}$$

$$(C/F) = \text{C.i.f - F.o.b. Dönüştürme Faktörü}$$

Bu formülasyona bağlı olarak;

$$TD = \text{Toplam Yanlış Faturalama} = ED - MD \text{ şeklinde hesaplanmaktadır.}$$

Yukarıda belirtilen yöntemle göre, 1970-1991 dönemi için, Türkiye ihracat düşük faturalandırması ile ithalat aşırı faturalandırması hesaplanmış, bu hesaplamada Direction of Trade Statistics'in muhtelif sayılarındaki veriler kullanılmış ve sonuçlar «Tablo 3»de verilmiştir.

«Tablo 3»ün incelenmesinden görüleceği üzere, 1974-1980 döneminde, ihracatın olduğundan düşük gösterilmesi yöntemi ile sermaye kaçıışı gerçekleştirilmiştir. 1981-1988 döneminde ise Türkiye'nin ihracatı sistematik olarak yüksek faturalanmıştır. İhracatın sözkonusu dönemde yoğun şekilde teşvikine de dayandırılabilen yüksek faturalandırma kamuoyunda «Hayali İhracat» olarak isimlendirilmiştir. Öte yandan sözkonusu tablolardan Türkiye'nin ithalatının da sistematik olarak düşük faturalandığı sonucuna varılmaktadır. Bu verilerin dikkate alınmasıyla toplam yanlış faturalamanın sermaye kaçışına etkisi ise «Tablo 4»de özetlenmiştir. Sözkonusu tablonun incelenmesinden; yanlış faturalamanın sermaye kaçıışı rakamlarını arttıracığı yönündeki varsayımın Türkiye için geçerli olmadığı, yanlış faturalama rakamlarını da içeren sermaye kaçıışı tahminlerinin, daha önce hesaplanan tutarlardan daha düşük olduğu görülmektedir. Bu analizler şüphesiz ki, Türkiye'nin ticari partnerlerinin kayıtlarının, Türkiye'nin kayıtlarından daha sağlıklı olduğu varsayımıyla yakından ilgilidir.

## SERMAYE KAÇIŞININ NEDENLERİ

Ekonomik literatürde, aşırı değerlenmiş döviz kuru, yüksek ve değişken enflasyon, büyük ölçekli bütçe açıkları, yüksek politik risk ve negatif reel faiz oranları

sermaye kaçışına neden olan faktörler olarak sayılmaktadır. Fakat bu faktörler bazı ekonomistlerce tüm faktörlerin alt grubu olarak görülmekte ve sermaye kaçışına neden olan tüm faktörlerin rakamsal olarak ifade edilmesindeki güçlüğe dikkat çekilmektedir. Ülke kambiyo rejimlerindeki farklılıklar, teknolojik değişimler veya ilerlemeler, doğal kaynak farklılıkları, nüfus yapısının farklılığı ve bu yapıdaki değişimler, vergi uygulamalarındaki farklılıklar, faiz sınırlamaları, mali aracılığın vergilendirilmesi, ulusal gelirdeki büyüme, sosyal baskılar, finansal entegrasyon, ihracat artışı, finansal baskı gibi faktörlerin tümünün sermaye kaçışı üzerinde etkili olduğu ileri sürülmektedir. Fark edileceği üzere bu faktörlerin bazıları sermaye kaçışı yaşayan ülke ile, bazıları da sermayenin yöneldiği ülke ile ilgilidir. Ancak, sözkonusu faktörlerin tümünün rakamlandırılmasındaki zorluğa da bağlı olarak ekonomistler daha çok sermaye kaçışı deneyimi yaşayan ülkenin «Yatırım İklimi» üzerinde durmuşlardır. Cuddington ve Dooley'in çalışmaları buna örnek olarak gösterilebilir.

### SERMAYE KAÇIŞININ SONUÇLARI

Az gelişmiş – ya da daha iyimser ifade ile gelişmekte olan – ülkelerde sermaye göreceli olarak kıt faktördür. Dolayısıyla bu ülkelerin sürekli ekonomik büyüme için net sermaye ithalatçısı konumunda bulunmaları beklenir. Bu nedenle, tasarrufların ihracı olarak görülen sermaye kaçışının bu ülkelerin ekonomileri üzerinde önemli sonuçlar doğurduğu kabul edilmekte ve bu sonuçlar kısa ve uzun vadeli olmak üzere iki ayrı başlık altında özetlenmektedir.

Kısa vadede, yoğun sermaye kaçışının faiz oranları, döviz kurları ve döviz rezervleri üzerinde istikrarsızlık yarattığı ileri sürülmektedir. Yoğun sermaye kaçışından kaynaklanan sermaye kıtlığının, faiz oranlarını artırarak yatırımların azalması ve hükümetlerin döviz kurlarının istikrarını sağlamada zorlanmasına neden olması beklenir. Dalgalı kur rejimlerinde bile, yoğun sermaye kaçışının ülke parasının değer kaybına neden olacağı, böyle bir durumda hükümetlerin döviz kurunun istikrarını sağlamaya çalışmalarının döviz rezervlerinin tüketilmesiyle sonuçlanabileceği öngörülmektedir.

İç yatırımlardaki azalma, vergi bazının erozyonu, dış borçlanmanın marjinal maliyetinin artışı ve kötüleşen gelir dağılımı, sermaye kaçışının uzun vadeli sonuçları olarak görülmektedir. Vergi bazındaki daralma iki noktadan kaynaklanabilmektedir. Birincisi, dışarıda tutulan varlık ile bu varlıkların gelirlerinin vergilendirilmesi mümkün değildir. İkincisi, sermaye kaçışı, yurtiçi–yerel para talebinde meydana gelen azalışa bağlı olarak enflasyon vergisini önemli ölçüde düşürür. Dolayısıyla sermaye kaçışı, daha az vergi geliri, daha büyük bütçe açığı ve daha fazla dış borçlanma anlamına gelmektedir.

Diğer sonuçları dışında, sermaye kaçışından kaynaklanan devalüasyon, reel anlamda dış borç ödemelerinde güçlükleri de beraberinde getirir.

### MODEL

Cuddington (1986, 1987) sermaye kaçışına neden olan faktörleri ve etkilerini

test için Üç Kıymetli Portföy Uyarlama Modeli'ni kullanmıştır. Bu modelde hanehalının servetini, yerel kıymetler (D), enflasyondan korunmak için tutulan kıymetler (H) ve yabancı kıymetler (F) arasında dağıtacağı; bu dağıtımın iç faiz oranları (r), enflasyon oranı (p) ve yabancı faiz oranlarının (beklenen devalüasyon oranı ile uyarlanmış) ( $r^* + x$ ) bir fonksiyonu olduğu kabul edilmiştir. Cuddington, bazı uyarlama ve işlemler sonucu yabancı kıymetlere olan dağıtımı aşağıdaki şekilde formüle etmiştir.

$$\Delta Ft = a_{20} + a_{21} \Pi_t + a_{22} r_t + a_{23} (r^*_t + x_t) - \alpha_{21} D_{t-1} - \alpha_{22} F_{t-1} + \alpha_{23} H_{t-1}$$

Yukarıdaki eşitlik sermaye kaçıışının, yurtiçi - yerel faiz oranının ( $r_t$ ), enflasyon oranının ( $\Pi_t$ ), yabancı faiz oranı artı beklenen devalüasyon oranının ( $r^*_t + x_t$ ) ve bir önceki dönem kıymet mevcutlarının ( $D_{t-1}$ ,  $H_{t-1}$ ,  $F_{t-1}$ ) doğrusal fonksiyonu olduğunu göstermektedir.

Formüldeki değişkenler için beklenen değerler  $a_1 > 0$ ,  $a_2 < 0$  ve  $a_3 > 0$ 'dır.

Bu formülasyonda beklenen devalüasyon oranı servetin yabancı ve yerli kıymetler arasında dağılımında önemli bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır. Cuddington, beklenen devalüasyon oranını cari reel döviz kuru ile denge reel döviz kuru arasındaki farkın bir fonksiyonu olarak kabul etmiştir. Denge reel döviz kurunun da seçilen dönem boyunca değişmediğini varsayarak, çalışmalarında uygun bir yılın cari reel döviz kurunu denge reel döviz kuru olarak dikkate almıştır. Onun formülasyonu ile,

$$X_t = \alpha(\text{REER}_t - \text{REER}^*) \text{ olmaktadır.}$$

Herhangi bir yılın reel döviz kurunun denge döviz kuru olarak dikkate alınmasındaki keyfiyet gözönünde bulundurularak, Smith ve Mocke tarafından yapılan öneri doğrultusunda, beklenen devalüasyon oranı aşağıda belirtilen formül esas alınarak belirlenmiş ve analizlerde kullanılmıştır.

$$\text{OVAL} = (\text{EXR}_t - \text{PPEXR}_t) / \text{EXR}_t$$

Formülde OVAL döviz kuru aşırı değerlendirmesini, EXR nominal döviz kurumu, PPEXR ise döviz kurunun satın alma gücü paritesi seviyesini göstermektedir. PPEXR aşağıdaki formül çerçevesinde hesaplanmıştır.

$$\text{PPEXR}_t = [ 1 + (\Pi_t - \Pi^*_t) ] * \text{EXR}_{t-1}$$

Formülde  $\Pi$  yurtiçi enflasyon oranı,  $\Pi^*$  yabancı ülke enflasyon oranını göstermektedir.

### Değişkenler İçin Tanımlar ve Uyarlamalar

Analizde Dünya Bankası, Morgan Guaranty ve Cuddington yöntemleriyle hesaplanan sermaye kaçıışı tutarları ile bu değerlerin yanlış faturalama ile uyarlanmış değerleri bağımlı değişken olarak kullanılacaktır. Yurtiçi faiz oranları için (INTRTR)

bankalarca bir yıl vadeli Türk parası mevduata uygulanan faiz oranları, yabancı faiz oranları için altı ay vadeli dolar oranları (LIBOR), beklenen devalüasyon oranı için ise OVAL proxy olarak alınmış, yurtiçi ve yabancı enflasyon oranları tüketici fiyatları ve toptan eşya fiyatları endeksleri dikkate alınarak hesaplanmıştır.

### Rakamsal Sonuçlar

Cuddington tarafından geliştirilen model, aşağıda verilen eşitlik çerçevesinde O.L.S. yöntemiyle 1970-1991 verileri kullanılarak Türkiye için test edilmiş, 1980 yılında başlatılan mali liberizasyonun etkisini kavrayabilmek için modele slope dummy değişkeni ilave edilmiş ve sonuçlar «Tablo 5» ve «Tablo 6» da gösterilmiştir.

$$CF = \beta_0 + \beta_1 \text{INFTR} + \beta_2 \text{INTRTR} + \beta_3 \text{OVAL} + \beta_4 \text{LIBOR}$$

Tabloların incelenmesinden, özellikle  $CF_{W1}$  ile ilgili sonuçların tatminkâr olduğu görülmektedir. Yabancı faiz oranı LIBOR'un katsayısının negatif işaret taşıması, sermaye kaçışının büyük ölçüde dış borçlarla finanse edildiğinden hareketle, yabancı faiz oranlarındaki artışın dış borçlanmayı güçleştirdiği, bunun da sermaye kaçışı üzerinde olumsuz etki yarattığı şeklinde yorumlanmaktadır. Slope dummy değişkeninin modele dahil edilmesi sonucu; artan yurtiçi faiz oranlarının sermaye kaçışını sınırlama yönündeki etkisinin 1980'den sonra zayıfladığı görülmektedir. Bu durumun, aynı dönemde Kambiyo Rejimi'nde gerçekleştirilen serbestleşme ile açıklanabileceği düşünülmektedir.

Modelin, örnek dönemin kısıtlılığı ve içsel değişkenler içermesine bağlı olarak, bazı ekonometrik problemlere maruz kalması nedeniyle yetersizlikleri bulunmaktadır. Bununla birlikte model, Türkiye'den sermaye kaçışının aşırı değerlendirilmiş Türk parası, baskı altında tutulan faiz oranları (ya da negatif faiz oranları) ve yüksek oranlı enflasyon ile açıklanabileceğini doğrulamaktadır.

### SONUÇ

Yukarıda da belirtildiği üzere; Türkiye 1970-1991 döneminde önemli denilebilecek büyüklükte sermaye kaçışına maruz kalmıştır (Dünya Bankası ve Morgan Guaranty yöntemi ile yapılan hesaplamalara göre). Yapılan ekonometrik analizler, bu hareket üzerinde yüksek enflasyon, negatif reel faiz oranları ve Türk parasının aşırı değerlendirilmesi gibi faktörlerin etkili olduğuna işaret etmektedir. Dolayısıyla, sermaye kaçışının sınırlandırılması, azaltılması veya durdurulmasının ülkenin genel makroekonomik problemlerinden bağımsız olmadığı sonucuna varılmaktadır. Bununla birlikte, mevcut kambiyo rejiminin, dünyanın en gelişmiş ülkelerinin peçoğundan daha liberal olduğu dikkate alınarak, serbestlik ölçüsünün gözden geçirilmesinin dahi sermaye kaçışını sınırlamada önemli bir araç olacağı düşünülmektedir.



**TABLO 1**  
**Türkiye'den Sermaye Kaçışı (1970 – 1991)**  
(Milyon US \$)

Yıl	$\Delta$ Debt	Dir. Inv.	Cur. Acc.	$\Delta$ Of. Res.	$\Delta$ B.S.F.A	CF <sub>w</sub>	CF <sub>m</sub>
1970	193	58	-44	-144	-25	63	38
1971	385	45	43	-332	-13	141	128
1972	192	43	212	-689	-12	-242	-254
1973	463	79	660	-696	-24	506	482
1974	307	64	-561	551	16	361	377
1975	1459	114	-1648	637	-251	562	311
1976	673	10	-2029	228	118	-1118	-1000
1977	6010	27	-3410	366	54	3263	3317
1978	3403	34	-1265	22	-78	2194	2116
1979	1045	75	-1413	152	-43	-141	-184
1980	3219	18	-3408	-72	-289	-243	-532
1981	108	95	-1936	72	-247	-1661	-1908
1982	481	55	-952	-154	-156	-570	-726
1983	609	46	-1923	10	-42	-1258	-1300
1984	1284	113	-1407	-105	-1084	-115	-1199
1985	4409	99	-1013	108	-82	3603	3685
1986	6832	125	-1465	-540	-184	4952	4768
1987	7932	106	-806	-580	-247	6662	6415
1988	21	354	1936	-1153	-852	818	-34
1989	582	663	966	-2712	55	-501	-446
1990	7783	707	-2625	-943	-765	4915	4150
1991	1082	783	272	1199	-1127	3336	2209

**Kaynak :** Balance of Statistics Yearbook  
International Financial Statistics

**Tabloda:**

- $\Delta$ Debt = Dış borç stokundaki yıllık değişim  
Dir. Inv. = Doğrudan Yatırımlar  
Curr. Acc. = Cari İşlemler Fazlası  
 $\Delta$ Of. Res. = Resmi Rezervler  
 $\Delta$ B.S.F.A = Bankacılık Sistemi Yabancı Kıymetlerinde yıllık değişim  
CF<sub>w</sub> = Dünya Bankası yöntemine göre sermaye kaçışı  
CF<sub>m</sub> = Morgan Guaranty yöntemine göre sermaye kaçışı

TABLO 2

Türkiye'den Sermaye Kaçışı (1970-1991) (Milyon US \$)

Yıl	NEO	OSCOS	CF <sub>c</sub>
1970	- 111	20	91
1971	21	62	- 83
1972	- 261	37	224
1973	439	- 765	326
1974	- 170	- 245	415
1975	- 351	100	251
1976	- 831	- 304	1135
1977	- 634	710	- 76
1978	- 874	311	563
1979	651	- 546	- 105
1980	1435	- 230	- 1205
1981	650	- 147	- 503
1982	- 76	14	62
1983	408	96	- 504
1984	317	159	- 476
1985	- 836	463	373
1986	- 119	447	- 328
1987	- 505	- 349	854
1988	515	- 351	- 164
1989	915	79	- 994
1990	- 402	1362	- 960
1991	926	37	- 963

Kaynak: Balance of Statistics Year Book; International Financial Statistics

Tabloda;

- NEO = Ödemeler Dengesi Net Hata ve Noksanlar Kalemi  
 OSCOS = Ödemeler Dengesi Kısa Vadeli Sermaye - Diğer Sektörler Kalemi  
 CF<sub>c</sub> = Cuddington yöntemine göre sermaye kaçışı

TABLO 3

Uluslararası Ticaret Düşük Faturalandırma (1970-1991) (Milyon US \$)

Yıl	Exp. Und.	Imp. Und.	Tot. Und.
1970	7.68	397.96	- 390.28
1971	- 32.27	321.12	- 353.40
1972	- 47.72	333.09	- 380.81
1973	- 83.31	453.23	- 536.54
1974	52.80	313.90	- 261.10
1975	147.75	19.45	128.30
1976	44.12	447.74	- 403.62
1977	129.10	- 339.35	468.45
1978	73.74	149.98	- 76.24
1979	423.27	367.48	55.80
1980	188.56	365.34	- 176.78
1981	- 384.93	- 319.95	- 64.98
1982	- 261.57	- 182.32	- 79.25
1983	- 71.31	- 131.68	60.37
1984	- 753.11	68.44	- 821.55
1985	- 616.61	719.84	- 1336.44
1986	- 142.99	293.47	- 436.46
1987	- 791.57	452.7	- 1244.27
1988	- 579.92	327.08	- 907
1989	810.09	- 1617.74	2427.83
1990	- 515.27	- 1668.54	1153.27
1991	173.23	406.82	- 233.58

Kaynak: Direction of Trade of Statistics; International Financial Statistics

Tabloda;

- Exp. Und. = İhracat Düşük Faturalaması (negatif işaret yüksek faturalama anlamındadır).  
 Imp. Und. = İthalat Düşük Faturalaması  
 Tot. Und. = Toplam Düşük Faturalama

**TABLO 4**  
**Düşük Faturalamanın Sermaye Kaçışı**  
**Tahminlerine Etkisi (1970 - 1991)**  
(Milyon Us \$)

Yıl	CF <sub>w1</sub>	CF <sub>m1</sub>	CF <sub>c1</sub>
1970	-327	-352	-299
1971	-213	-226	-436
1972	-622	-634	-157
1973	-31	-55	-211
1974	100	116	154
1975	690	440	379
1976	-1521	-1404	731
1977	3731	3785	392
1978	2118	2040	486
1979	-85	-128	-49
1980	-420	-709	-1381
1981	-1726	-1973	-568
1982	-649	-805	-17
1983	-1198	-1240	-444
1984	-937	-2021	-1298
1985	2266	2349	-963
1986	4516	4331	-764
1987	5418	5171	-390
1988	-89	-941	-1071
1989	1927	1982	1434
1990	6068	5304	193
1991	3103	1975	-1196

**Kaynak:** Balance of Trade Statistics Yearbook  
International Financial Statistics

**Tabloda;**

CF<sub>w1</sub> = Dünya Bankası yöntemine göre hesaplanan sermaye kaçışı - Toplam Düşük Faturalama

CF<sub>m1</sub> = Morgan Guaranty yöntemine göre hesaplanan sermaye kaçışı - Toplam Düşük Faturalama

CF<sub>c1</sub> = Cuddington yöntemine göre hesaplanan sermaye kaçışı - Toplam Düşük Faturalama

TABLE 5  
Regresyon Analiz Sonuçları

	CF <sub>w</sub>	CF <sub>w1</sub>	CF <sub>m</sub>	CF <sub>m1</sub>	CF <sub>c</sub>	CF <sub>c1</sub>
SABİT	2838*** (1.81)	2147*** (1.81)	2833 (1.67)	2141 (1.61)	817*** (1.97)	-349 (-75)
INFTR	29.6 (1.7)	39.8* (3.04)	24.3 (1.3)	35.1** (2.39)	-11.9** (-2.37)	-7.5 (-1.48)
INTRTR	20.5 (1.26)	16.67 (1.39)	13.47 (0.77)	9.87 (0.7)	-7.76 (-1.44)	-14.2** (-2.91)
LIBOR	-377** (-2.2)	-357** (-1.96)	-357*** (-1.96)	-339** (-2.3)	-24.9 (-0.5)	77.9 (1.59)
OVAL	56.6 (1.19)	79.1** (2.14)	56.8 (1.11)	79.2*** (1.92)	3.14 (0.29)	46.9* (3.5)
AR(2)	-.50** (-2.19)	-.66* (-3.2)	-.45*** (-1.87)	-.61** (-2.8)		-.89** (-2.66)
R <sup>2</sup>	0.38	0.599	0.302	0.509	0.377	0.418
F İstatistik	3.42	6.68	2.64	4.94	4.17	3.58
F Olasılık	0.03	0.0022	0.069	0.008	0.015	0.029
Durbin Wats.	1.6	2.46	1.62	2.46	2.01	2.7

TABLE 6  
Dummy Değişkenli Model Tahmin Sonuçları

	CF <sub>w</sub>	CF <sub>w1</sub>	CF <sub>m</sub>	CF <sub>m1</sub>
SABİT	8358.5* (3.26)	6000.1** (2.89)	8576.5* (3.13)	6294* (2.71)
INFTR	10.7 (0.65)	24.9*** (1.82)	5.04 (0.28)	18.9 (1.22)
INTRTR	-889.5** (-2.44)	-638.5*** (-2.41)	-923.3** (-2.43)	-698.1*** (-2.09)
DUMR	826.5 (2.5)**	587.7** (2.19)	848.4** (2.47)	635.3*** (2.12)
OVAL	111.1** (2.47)	123.2* (3.14)	112.9** (2.34)	127.07** (2.87)
LIBOR	-294.5** (-2.77)	-351.3** (-2.94)	-378.5** (-2.45)	-333.04,** (-2.46)
AR(2)	-0.53** (-2.36)	-0.69 (-3.02)	-0.46*** (-1.97)	-0.54** (-2.53)
R <sup>2</sup>	0.564	0.684	0.496	0.608
F İstatistik	5.10	7.87	4.11	5.91
F Olasılığı	0.006	0.0009	0.015	0.003
Durbin Wats.	1.48	2.48	1.50	2.45

Not: t istatistikleri katsayılar altında parantez içinde gösterilmiştir.

(\*) % 1 güven aralığında yeterlidir.

(\*\*) % 5 güven aralığında yeterlidir.

(\*\*\*) % 10 güven aralığında yeterlidir.



# Ayın Ekonomik Olayları

DR. YILDIRIM KILKIŞ

## Planlanan Hedefler ve Gerçekler

**İ**YİMSEK olmak, karamsar olmaktan iyidir. Ancak, gerçekçi olmak gerekir. Türk ekonomisinde çok zaman gerçekleri görmek ve doğru tahminler yapabilmek mümkün olamamakta ve kısa vadeler içinde olaylar ümitsizlikle değerlendirilmektedir.

Ekonomimizin geleceği üzerinde bazı görüşleri saptayabilmek, hiç şüphesiz, iki temel konuya dayanmak zorundadır. Birisi, ekonominin gerçek boyutları ile ele alınmasıdır. Resmi kayıtların bütün ekonomik verileri yansıtmadığını bilerek, kayıt edilemeyenlerin ve kayıt dışı kalanların mümkün olduğu kadar doğru olarak ele alınmasını sağlamaya önem vermek gerekir. İkinci temel konu, Türk halkının çiftçisi, sanayicisi ve taciri ile ekonomiye katkısının neler yaratabileceğinin değerlendirilmesidir.

Bizi bu genel yorumlara iten olay, 1995 Mayıs ayı başlarında Resmi Gazete'de yayınlanarak uygulamaya giren «7. Beş Yıllık Kalkınma Planı Stratejisi»dir. Ekonomik etkinliğin artırılmasına yönelik yapısal değişim projelerinin de yer aldığı plan stratejisine göre, 1994'de % 6 gerileyen büyüme hızının 1996-2000 yılları arasında ortalama % 5 - % 6.6 olacağı öngörülmektedir. «7. Beş Yıllık Kalkınma Planı Stratejisi»nin diğer hedefleri, izleyen sayfada yer alan tabloda özetlenmiştir.

### Enflasyon Hız Kesiyor mu?

Fiyat artışları nispi olarak gerilemektedir. 1995 Mayıs ayında, bir önceki aya göre, toptan eşya fiyatları % 1.7, tüketici fiyatları ise % 3.2 oranında artmıştır. Son 12 aylık enflasyon, sırası ile, % 78.4 ve % 82.4 olmuştur. Bu durum, geçen yıldan daha olumlu bir manzara göstermektedir.

## Özelleştirme

Geçen aylarda özelleştirme için yapılan ihalelerin iptal edildiği bilinmektedir. Geride bıraktığımız dönemde, Çeşme Oteli ve bölümleri için açılan satış ihalesi de Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından iptal edilmiş bulunmaktadır. Özelleştirme konusunda Hükümet'in başarılı olamadığını belirten Sanayi ve Ticaret Bakanı'nın bu açıklamasının yanında, özelleştirmenin gündeminde Petkim'in, Petrol Ofisi A.Ş.'nin, Tüpraş'ın, Erdemir'in yer aldığını belirtmek gerekir. Hükümet'in özelleştirme konusunda artık daha ciddi çalışmalara yöneleceği anlaşılmaktadır.

## Sanayide Kapasite Kullanımı Artıyor

Ekonominin gelişmesinde önemli bir gösterge imalat sanayiindeki kapasite kullanım oranıdır. Geçen yılın Nisan ayında % 71'e gerileyen bu oranın 1995 Nisan'ında % 78.8'e ulaşması, ekonomik durgunluğun artık yükselişe yöneldiğini göstermektedir. Bu gelişme ayrıca, Türk ekonomisinin tarımsal üretim konjonktürüne bağımlı olmaktan kurtulduğunun da bir göstergesidir.

## İç Borçlanma Sorunları

Devletin ödemeleri ve bu ödemelerin iç borçlanmaya yönelmesi, iç borçlanmada faizlerin tekrar artmasına yol açmıştır. Hazine'nin 12 aya çıkarmayı ümit ettiği borç vadeleri 8-9 aya gerilemiş ve bileşik faizler de % 110'u aşmaya yönelmiştir. Bu durum, Hazine'nin iç ve dış borç geri ödemelerini zorlaştırmaktadır.

## Cari İşlemler'de Fazlalık

Kamu maliyesi ile ilgili bir konu, cari işlemler dengesi'nde, 1995'in ilk 3 ayında 440 milyon dolar fazlalığın olmasıdır. Geçen yılın ödemeler dengesi'nde 1,133 milyar dolar olan cari açığın bu yıl fazlalık vermesinin, cari harcamalarda yapılan kısıntılardan ileri geldiği, başka bir ifade ile, kamu harcamalarının gereğince ve yeterince yapılmadığı nedenine dayandığı söylenmektedir. Diğer bir neden de ya-

### 7. Beş Yıllık Kalkınma Plânı Stratejisi'nin Hedefleri

	1994	1995	2000
Enflasyon (%)	149	80-90	6-8,1
İhracat (milyar \$)	18,1	20	43-44
İthalat (milyar \$)	23,2	27	60-71
İşsizlik (%)	15	-	6,8-8,6
Kamu Kesimi Borçlanması (%)	8,2	-	3,2

bancu sermaye girişinin, geçen yıla nazaran iki misli artmasıdır. Bu durumun, Türkiye'nin dış dünyadaki kredibilitésinin arttığına göstergesi olup olmadığı, ciddi bir değerlendirme konusu olmalıdır.

### **Bankalar ve Gümrük Birliği**

Türk ekonomisinin canlanması ve Avrupa Topluluğu'nun Gümrük Birliği'ne girme hazırlığı, bankacılık sektörünün hacim olarak büyümesinin gerekliliğini ve önemini ortaya getirmektedir. Gümrük Birliği'ne kabul edilmenin getireceği finansal imkânlarla rağmen, Türk bankacılığının kendi gücünün de artması, yazımızın başında belirttiğimiz gibi, ülkemizin ekonomik potansiyeli ile bağımlıdır.

### **Yeni Vergi Kanunu Değişikliği Yayınlandı**

Vergi kaçaklarının engellenmesi için getirilmek istenen yasanın, gerçekte vergilerle ilgili kanunlarda bazı değişiklikler getiren bir yasa olduğu anlaşılmaktadır. 2 Haziran 1995 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren bu değişiklikler şu kanunlarla ilgilidir:

- 213 sayılı Vergi Usul Kanunu.
- 6183 sayılı Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanun.
- 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu.
- 5422 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu.
- 3065 sayılı Katma Değer Vergisi Kanunu.

Bu kanunlardaki değişikliklerle, vergi mevzuatına ilişkin bazı yeni düzenlemeler yapılmakta, Türk vergi politika ve uygulamalarının daha etkin kullanımı amaçlanmaktadır. Bu yeni düzenlemeler mükelleflere ek vergi yükü getirmemektedir.

### **Vergi Beyannamelerinin Tasdiki Ertelendi**

Maliye Bakanlığı'nın tebliğleri ile; yıllık satışları 500 milyon, gayri safi iş hâsılatı 250 milyon, serbest meslek hâsılatı 125 milyon lirayı aşan, fakat aktif toplamı 30 milyarı, yıllık satışları 60 milyarı aşmayan mükelleflerin; yıllık gelir vergisi ve kurumlar vergisi beyannamelerinin, muhasebeci veya mali müşavir tarafından imza ve bunlarla sözleşme yapılması mükellefiyeti; Danıştay 4. Dairesi tarafından durdurulmuştur. Mükelleflerin bu beyannameleri mali müşavirlere tasdik ettirme mükellefiyeti ise, Maliye Bakanlığı'nın bir genelgesi ile 31.7.1995'e kadar ertelenmiştir.

### **Zamlar Devam Ediyor**

- Renault otomobillerinin fiyatlarına 2 Mayıs 1995'den itibaren % 5 oranında zam yapılmıştır.
- Skoda otomobillerinin fiyatları 20 Mayıs 1995'den itibaren % 3.2 oranında artırılmıştır.
- İsdemir ürünlerinden kalgal demir ve çubuk demirin fiyatı % 5 ile % 8 arasında değişen oranlarda zamlanmıştır.
- Kardemir ürünlerinden profil fiyatları % 12.5 oranında artırılmıştır.
- Türkiye Elektrik Dağıtım A.Ş. tarafından, 1 Haziran 1995 tarihinden itibaren, elektriğin satış fiyatına % 4 zam yapılmıştır.



**“BİRA”  
BU KAPAĞIN  
ALTINDADIR.**



# Yeni Yayınlar

M. TARIK YAŞA

## MİLLİ PRODÜKTİVİTE MERKEZİ (MPM)'NİN YAYINLARI (\*)

**M**İLLİ Prodüktivite Merkezi (MPM)'nin 1994 yılında bize gönderilen 16 kitabından 12'sini, Dergi'nin 1995 Nisan sayısında, yayın sırası, başlıkları ve yazarlarıyla özet olarak tanıtmıştık. Geriye kalan 4 kitabı da aşağıda kısaca tanıtmaya çalışacağız.

Bir kez daha belirtelim: MPM'nin çok yararlı bulduğumuz yayınları; işverenler kadar işçi çevrelerine, yönetenler kadar yönetilenlere, değişik alanlarda faaliyette bulunan büyük işletmeler kadar orta ve küçük çaplı işletmelere de seslenmektedir. MPM, okuma alışkanlığının yaygın olmadığı bir ortamda, 1994 yılı sonu itibarıyla 537 kitap yayımlamıştır. Bu, takdir edilmesi gereken çok olumlu bir gelişmedir. Sayıyı küçümseyenler ya da önemsemeyenler varsa, kendilerine -içerikleri bir yana- 537 kitabı yan yana koymalarını öneririz. Görürler ki, söz konusu olan, başlı başına orta boy ev kitaplığını dolduracak bir sayıdır.

Üstelik MPM yayınları, benzerlerine göre oldukça ucuz fiyatla satılmakta, öğretmen ve öğrenci alıcılar için

özel indirim uygulanmaktadır. MPM, kâr ve gelir sağlama yerine hizmeti ön plarıda tutan bir yayın politikası gütmektedir.

Yararlı çalışmalarından dolayı kitapların yazarlarını ve MPM'nin yayın işlerini yürüten yöneticilerini yürekten kutlarız. Okurlarımıza, MPM yayın dizisinde çıkan kitaplardan ilgi alanlarına girenleri edinmelerini ve okumalarını salık veririz. Bu kitaplar, ilgili alanlarda araştırma yapanlar için de kaynak olabilecek niteliktedirler.

## İMALATÇI ÖZEL SEKTÖR KURULUŞLARINDA VERİMLİLİK VE FİRMALARARASI KARŞILAŞTIRMALAR

ARTAR, Ayhan; MPM Yayınları No. 534, Mert Matbaası, Ankara 1994, vi + 230 sayfa.

Kitabın «Sunuş»unda da belirtildiği gibi; bir işletmenin verimli çalışmadığı, girişimin ortak ve yöneticilerinin yanı sıra, çalışanlarını, ürettiği malları ve/veya hizmetleri satın alanları, girişime yabancı kaynak sağlayan kişi ve kurumları, girişimle teş-

(\*) MPM'nin yayınlarından almak isteyenler şu adrese başvurmalıdırlar; «Milli Prodüktivite Merkezi Yayın ve Halkla İlişkiler Bölümü; Gelibolu Sokak No. 5-6; 06690 Kavaklıdere - Ankara». Telefon: (0-312) 427 14 16, (0-312) 467 55 90 (10 hat).

vik ve vergi gibi konularda ilişkiler kur-  
ran merkezi ve yerel kamu yönetimi  
birimlerini de oldukça yakından ilgilendirmektedir.

MPM, işletme ve kuruluşların yöneticilerine, karar alma süreçlerinde gereksinme duyacakları verileri ve bilgileri sağlamak amacıyla, firmalararası karşılaştırma çalışmaları yapmaktadır. Bu çerçevede özel sektöre yönelik olarak «İmalatçı Özel Sektör Kuruluşlarında Verimlilik ve Firmalararası Karşılaştırmalar» projesi hazırlanmıştır. Kitap, bu proje çerçevesinde yürütülen çalışmaların sonuçlarını kapsamaktadır.

Kitap üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde firmalararası karşılaştırma yöntemine ilişkin bilgiler verilerek çalışmanın anlaşılması ve değerlendirilmesi kolaylaştırılmıştır. Çalışma kapsamına imalat sanayiinde faaliyette bulunan 13 alt sektör alınmıştır; bu çerçevede 203 kuruluş incelenmiştir. İkinci bölümde çalışmada kullanılan oranlar ayrıntılı olarak açıklanmıştır. Üçüncü bölümde ise, alt sektörlerle ilişkin oranların tabloları ve grafikleri verilmekte, sektörel endüstriyel yapı analizleri yapılmaktadır.

Kitabın sonunda İngilizce bir özet, «Eklere» ve «Kaynakça» yer almaktadır.

### İMALAT SANAYİİ VE ALT KOLLARINDA VERİMLİLİK, ÜRETİM, İSTİHDAM GÖSTERGELERİ

AYDIN, Alper; MPM Yayınları No. 535, 536, 537; Mert Matbaası, Ankara 1994; Birinci Kitap: x + 149 sayfa, İkinci Kitap: x + 149 sayfa, Üçüncü Kitap: xii + 153 sayfa.

Kitapların «Sunuş»larında da belirtildiği gibi; «Ekonomik büyüme, kalkınma çabası ve süreci içinde olan ülkemizde verimliliğin önemi tartışılmayacak kadar büyüktür. Nitekim kalkınma planlarında yüksek bir ekonomik büyüme hızına ulaşılması, bu hızın korunması ve sürdürülmesi hedeflenir-

ken, en büyük önem verimlilik kavramı üzerinde yoğunlaştırılmıştır. Bir başka deyişle, verimlilik ile ilgili hedefler, ekonomik büyümenin ve kalkınmanın niteliksel hedeflerinin en başta gelenidir. Böylece ekonomik büyümenin sürdürülmesi için hem üretim faktörlerine, hem de faktör verimliliklerine sürekli artan bir nitelik kazandırmak zorunluluğu ortaya çıkmaktadır.»

MPM kuruluş amaçlarına dayalı olarak, Türkiye'de uygulanan üretim ve yönetim tekniklerinin geliştirilmesine katkıda bulunmaktadır. Bunun için, başta «İmalat Sanayii» olmak üzere ekonominin tüm faaliyet kollarında emek ve öteki faktör verimliliklerinin gerçekçi bir biçimde ölçülmesi gerekmektedir. MPM'de bu çalışmalara «Verimlilik Ölçme ve İzleme Bölümü» tarafından yürütülmektedir.

Kısaça tanıtaçığımız üç kitap, imalat sanayii ve alt kollarında, verimliliğin yanı sıra üretim ve istihdam göstergelerini de kapsamaktadır. Kitaplar, Türkiye kaleme alınmış ya da düzenlenmiş metin, grafik ve tabloların İngilizce karşılıklarını da içermektedir. Kitapların sonunda yararlanılan kaynaklar belirtilmektedir.

Çalışmalarda yer alan göstergeler, 1987 yılı baz alınarak izlenmeye başlanmış olup, «1987-1991», «1987-1992» ve «1987-1993» dönemleri itibarıyla düzenlenmiştir. Çalışmalarda Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE)'nden sağlanan veriler, «devlet», «özel sektör» ve «toplam» ayırımında, tüm «imalat sanayii» ve üçlü kodlama bazında «alt kolları» bakımından işlenmiştir.

Her kitap üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde; çalışmanın amaç, kapsam ve yöntemi açıklanmaktadır. İkinci bölümde imalat sanayii ve alt kollarında verimlilik, üretim ve istihdam indeksleri; üçüncü bölümde reel üretim değerine göre emek verimlilik göstergeleri; dördüncü bölümde ise, verimlilik göstergeleri üzerinde durulmaktadır. Bu bölümleri üç tablo grubu izlemektedir.

**TEKEL**



**KISA**  
**30.000.-**

**UZUN**  
**35.000.-**

ŞİŞELERİN ZARFI 0,19



# RENAULT 9 FAIRWAY



Keyifli ve renkli bir dünya... Hani şu, bir an için bile  
olsa kendinizi duyguların akışına bırakıp ulaşmak  
istediğiniz dünya... Bir güvercinin kanadına tutunup  
uçup gitmek istediğiniz dünya...

Şimdi Fairway'le o dünyaya çok yakınsınız...

- 1600 cc motor hacmi ● Aerodinamik yapılı ön panjur ● On ve arkada kasa renginde, darbe emici özellikli ve spoiler'lı aerodinamik geniş tamponlar
- Merkezi kilit, renkli camlar, elektrikle kumandalı ön camlar
- Kasa rengi aerodinamik arka rüzgarlık

RENAULT  
TARDIM  
0800 211 41 00

**BİLGİ**  
RENAULT MAİS  
(212) 293 26 26

Renault 9 Fairway ile ilgili  
daha ayrıntılı bilgi almak için  
BİLGİ RENAULT-MAİS'i arayın,  
sıra sıyla 1-1-1-1 no'lu tuylara basın

 HENÜYET KEMERİNİZİ BAĞLAYIN  
YAŞAMA BAĞLAYIN

  
RENAULT  
YAŞANACAK  
OTOMOBİLLER