

EKONOMİK YORUMLAR

12

ARALIK 1995
YIL : 32
60.000 LIRA
•
AYLIK DERGI

Okurlara Mektup / 3

Ekonomik Göstergeler (İç) / 4

EKONOMİK YORUMLAR / 5

Prof. Dr. Erdoğan Alkin

Dr. Atilla Karaosmanoğlu

Prof. Dr. Merih Paya

Prof. Dr. Dündar Sağlam

Türkiye Ekonomisinin

Ana Sorunları / 27

Prof. Dr. Hüsnü Kızılyalı

Sermaye Piyasası / 35

Doç. Dr. Mehmet Bolak

Gelişmekte Olan Ülkelerde

Sermaye Akımları / 45

Doç. Dr. Nurdan Aslan

Ekonomik Göstergeler (Dış) / 51

Para Ödeme Sistemi

Değerlendirme Düşünceleri / 53

Doç. Dr. Ahmet Kâmil Tunçel

Yeni Ekonomik Olayları / 59

Dr. Yüctürüm Kılıç



TÜRKİYE EKONOMİSİ NEREYE GİDİYOR?
1996'DA EKONOMİNİN DURUMU NE OLACAK?

Güvene önder olmak.



EMLAK BANKASI
"Daha Uygar Bir Yaşam İçin"

İŞ İŞTEN GEÇMEDEN... OYAK SİGORTA



- Tüm Kevit Sigortası ► Tüm İşyeri Sigortası ► Tüm
Özel Sigortası ► Karı Kaybı Sigortası ► Kıra Kaybı Sigortası
Kasko Sigortası ► Trafik Sigortası ► Yurtdışı Kasko
Sigortası ► Yayı Kartı Sigortası ► Örebit Koltuk Sigortası
Tayınan Yık Sigortası ► Bağaj Sigortası ► Mafı Sorumluluk
Sigortası ► Ferdi Kazı Sigortası ► Hırsızlık Sigortası
► Tağ Nan Para Sigortası ► Emvıyete Süsbmal Sigortası
► Cam Kırmaması Sigortası ► Uçak Sigortası ► Helikopter
Sigortası ► Tekne Sigortası ► Yatı Sigortası ► Tekne
ve Yatı İnşaatı Sigortası ► Marina Sigortası ► Nakıyat
Sigortası ► Harp Sigortası ► Lisans Kaybı Sigortası
► CMR Sigortası ► İnşaat Sigortası ► Montaj Sigortası
► Makıne Kırmaması Sigortası ► Elektronik Cihaz
Sigortası ► Sağlık Sigortası ► Hayatı Sigortası
► Yarıtarımınızın Sigortası ► Kredi Hayatı Sigortası
► Zevce Ünön Sigortası ► Sera Sigortası ► Kömes
Hayvanları Sıgortası ► Büyük Baş Hayvanı Sigortası
► Kültür Balıkçılığı Sigortası

OYAK SİGORTA

Genel Müdürlük: Mevlâ Müberrâti Cad. Oyak İş Hanı No: 81, 80340 Sıyapazarı - İSTANBUL
İstanbul: (212) 250 60 20 (4 hat) Fax: 248 40 28 Ankara: (312) 232 20 20 Fax: 232 17 84
İzmir: (232) 464 33 00 Fax: 463 30 97 Adana: (322) 457 10 65 Fax: 457 45 10
Bursa: (224) 250 40 80 Fax: 250 40 62 Samsun: (362) 234 15 55 Fax: 230 20 42

"Oyak Sigorta bir Ordu Yardımlaşma Kurumu ve Emeklilik Bankası kuruluşudur."



Kalabalıkta yönünüzü şaşırmayın.

Tasarruflarınızın 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 erbi 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 Akat • Dr. Öztin Akgüç • Prof. Dr. Erdoğan Alkin • Prof. Dr. Güven Alpay • Dr. Orhan Altan • Tevfik Altınok • Prof. Dr. Mustafa A. Aysan • Prof. Dr. Ömer Faruk Batırel • Dr. Metin Berk • Prof. Dr. Ünal Bozkurt • Prof. Dr. Kenan Bulutoglu • Prof. Dr. Nasuhi Bursal • Yavuz Canevi • Ege Cansen • Halük Ceyhan • Mehmet Gün Çalıka • Ozer U. Çiller • Bulend Çorapçı • Ahmet Demirel • Zeki Doşluoglu • Necdet Durakbaşı • A. Aydın Dündar • Gazi Erçel • Kaya Erdem • Tarhan Erdem • Oktay Ersoy • Prof. Dr. Cumhuriyet Ferhan • Prof. Dr. Atilla Gönenli • Prof. Dr. Emre Gönenay • Doç. Dr. Seyfettin Gürsel • Prof. Dr. Zeyyat Hatiboğlu • Erhan İşıl • Prof. Dr. Halük A. Kabaalioğlu • Prof. Dr. Müh. Kemal Kafalı • Adnan Başer Kafaoglu • Y. Doç. Dr. Ahmet S. Kalin • A. Nazif Keyman • Prof. Dr. Yıldırım Kılış • Prof. Dr. Tamer Koçel • Kemal Kurdaş • Prof. Dr. Kemal Kurtuluş • Prof. Dr. Erol Manisalı • Prof. Dr. Orhan Morgil • Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu • Ziya Nebioğlu • Ergin Neng • Alp Orçun • Rahmi Önen • Prof. Dr. İsmail Özasan • M. Celâlettin Özgen • Ertan Özgür • Tuncay Özlhan • Selâhattin Özmen • Ertuğrul İhsan Özöl • Prof. Dr. Ergun Özsunay • Prof. Dr. Merih Paya • Prof. Dr. Reha Poroy • Prof. Dr. Dündar Sağlam • Halit Soydan • Prof. Dr. Mehmet Şükri Tekbaş • Osman N. Torun • Fikret M. Tüncel • Nezih Tuñçsiper • Prof. Dr. Gül G. Tutan • Doç. Dr. Şeref Türen • Doç. Dr. T. Güngör Uras • İbrahim Ülkem • Dr. Cüneyt Ülseven • 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 sayı ile «Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi» 32'nci sayıyı yılını tamamlamıştır. Bir kez daha yineleyelim: Yalnız belirli konuları inceleyen bir yayının organın yaşamını, Türkiye ölçülerinde uzunca sayılabilecek bir süre, aralıksız sürdürebilmesinin bir açıklamasının olması gerekir. Özetle belirtelim: (i) Derginiz okurlarından, yazarlarından ve reklam veren kuruluşlardan sürekli ilgi ve destek görmektedir. (ii) Derginiz, zaman zaman gecikmeli çıkmakla beraber; okunan, aranan bir yayın organıdır ve alanında bir boşluğu doldurma niteliğini sürdürmektedir. (iii) Derginiz, abonelere posta ile yapılan gönderimini yam sıra, yurdun dört bir yanındaki gazete bayilerine de ulaştırılmaktadır.

Sürekli okurlarımızın ve toplu (grup) aboneleri olan kuruluşların 1996 yılında da Dergi'den ilgilerini esirgemeceğine inanıyoruz. Bu inançta kendilerine bir kez daha sesleniyoruz. Lütfen kişisel ve grup aboneliği bir an önce yenileyiniz. Abonelerin süreleri genellikle Aralık ayı sonunda bitmektedir. Abone yenileme işleminin gecikmesi, dağıtım çalışmalarımızı olumsuz yönde etkilemektedir. Ayrıca, Dergi'nin gereğinden çok ya da az sayıda basılmasına yol açmaktadır. İçtenlikle belirtelim ki; beklentilerinize cevap verebilmek, zengin içerikli bir yayın hazırlayabilmek, size daha iyi hizmette bulunabilmek için; desteğinize ihtiyacımız vardır.

Bu sayının «Ekonomik Yorumlar» bölümünde, «Türk ekonomisi nereye gidiyor?» sorusuna cevap aranmaktadır. «Açık Oturum»a katılan değerli konuşmacılarımız, konuyu çok yönlü tartışıyorlar ve ilginç saptamalarda bulunuyorlar. Ayrıca, «Dışa açık ve esnek kur uygulayan bir ekonomide makro ekonomiyi nasıl stabilize edilebilir?», «Böyle bir ekonomiyi istikrara kavuşturmanın yolları nelerdir?» gibi soruları da cevaplandırılmaya çalışılıyorlar. Açıklanan görüşlere göre; politik istikrar sağlanmaz ve istikrarlı bir ekonomik politika güdüldüğü gerekli önlemler alınmaz ise, 1996 yılında Türkiye ekonomisini ve dolayısıyla ülkemizde yaşayanları zor günler beklemektedir. Dergi'de yer alan diğer yazıların da ilginizi çekeceğini umuyoruz. Tümünü okumak için ayracağınız zamanın boşuna harcanmadığını göreceksiniz. Bu arada, «Türkiye Ekonomisinin Ana Sorunları» başlıklı yazıyı okumanızı özellikle salık veriyoruz.

Saygılarımızla...

Ekonomik Göstergeler (İç)

Aralık/1995

	1994	1995			
		Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos
T.C. MERKEZ BANKASI					
Döviz ve Altın Mevcudu (milyon \$)	8513.0	13310.0	14716.0	15910.0	16247.0
Banknot Miktan (milyar TL)	120212.3	170032.0	185084.0	195494.0	203886.0
T.C. Merkez Bankası İç Kredileri (milyar TL)	160530.1	211636.0	118880.0	114820.0	111301.0
Hazineye Kısa Vadeli Avans (milyar TL)	122278.0	165325.0	105803.0	101749.0	98230.0
BANKALAR (milyar TL)					
Toplam TL Mevduat	614554.3	853875.7	925007.0	1005339.2	1054362.1
Ticaret Kuruluşlar Mevduatı	108315.1	119959.8	126368.3	144470.5	147446.5
Tasarruf Mevduatı	326651.5	517907.3	559965.7	601378.8	630978.1
Vadesiz Tasarruf Mevduatı	34562.3	42119.6	46534.8	68498.4	69808.2
Vadeli Tasarruf Mevduatı	292089.2	475689.6	573430.9	532890.4	561169.9
Mevduat Sertifikası	4632.9	7078.8	7491.5	7336.8	7904.6
Resmi Kuruluş Mevduatı	19123.7	39217.9	34690.7	51651.9	47803.9
Bankalar Mevduatı	50305.2	56042.1	69860.2	65964.2	73588.7
Diğer Kuruluşlar Mevduatı	105525.9	119769.5	126635.3	134536.7	146641.2
Döviz Tevdatı	660558.8	788676.3	605259.4	846229.1	891857.5
Toplam Krediler	789853.2	963329.4	1054668.7	1107712.8	1160406.6
Tanım	120427.7	141059.2	154714.3	156451.0	158335.0
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	92014.5	109452.9	118492.4	123181.1	132418.3
Mesleki (Küçük Esnaf ve Sanatkâr)	15227.5	24230.5	27228.6	29757.0	31609.0
Gayrimenkul	46118.3	45391.4	48966.4	48867.0	49926.0
Denizcilik	397.8	1341.0	519.8	1356.0	645.0
Turizm	4916.0	5835.9	5180.5	5748.0	4995.4
Diğer İhtisas Kredileri	308.5	380.0	265.4	164.0	322.0
Ticaret, Sınal, Sair	510442.9	635688.2	699300.9	742185.6	782155.8
PARA ARZI (milyar TL)	238981.0	285671.0	314250.0	333764.0	359650.0
FİYATLAR (DİE Toplam Eşya 1987 = 100, Tüketici Fiyatları = 1987 = 100)					
Toplam Eşya Fiyatları İndeksi (Genel)	5196.3	6759.0	6845.4	7009.1	7214.9
Tanım (Genel)	4874.0	7077.4	6798.7	6685.3	6847.5
İmalat Sanayii (Genel)	5287.6	6698.7	6898.0	7142.5	7361.6
Tüketici Fiyatları (Türkiye)	6127.0	7911.2	8069.9	8304.7	8625.3
Tüketici Fiyatları (İstanbul)	5856.8	7442.4	7620.8	7875.8	8190.4
DIŞ ÖDEMELER (milyon \$)					
Dışalım (CIF)	23270.0	12422.6	15467.8	18353.3	21537.5
Dışsatım (FOB)	18106.1	8121.2	10841.0	11745.5	13493.6
İşçi Dövizleri	2627.0	1255.0	--	2031.0	2358.0

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 (M₁) dar anlamıdır.

Ekonomik Yorumlar

AÇIK OTURUM

Türkiye Ekonomisi

Nereye Gidiyor?

1996'da Ekonominin

Durumu Ne Olacak?

KATILANLAR:

- Prof. Dr. Erdoğan ALKİN
- Dr. Attilâ KARAOSMANOĞLU
- Prof. Dr. Merih PAYA

YÖNETEN:

- Prof. Dr. Dündar SAĞLAM

genel makro ekonomik dengelerle ilgili verilere göre, türkiye'de; büyüme dalgalanma gösteriyor; kronik enflasyon ile iç ve dış borçlanmadaki endişe verici gelişme sürüyor, dış ticaret tekrar bozulma sürecine girmiş bulunuyor

SAĞLAM — Efendim, toplantımıza hoş geldiniz. Toplantımızın bugünkü konusunu «Türk Ekonomisi Nereye Gidiyor?» şeklinde belirledik. Türk ekonomisinin son yıllardaki dalgalanmalarını, belirsizlikleri artırdığından böyle bir soruyu toplantı konusu yaptık. Tabii

arkasından «1996'da durum ne olacak?» sorusunun cevabını kestürmeye çalışacağız. 1996 yılının Türk ekonomi tarihinde önemli bir yeri olacağını sanıyoruz. Şimdi ben genellikle bu türlü toplantılarda kısa bir özet yaparak katılanları aydınlatmayla işe başlıyorum. İşte bu amaçla genel makro ekonomik dengelerle ilgili son verileri sizlere aktarmaya çalışayım. Türk ekonomisi ile ilgili istatistikî bilgileri verirken 1989 yılını başlangıç alıyorum. Çünkü ben Türk ekonomi tarihi için 1989 yılını çok önemli buluyorum. Biliyorsunuz, 1989 yılı Ağustos ayında Türk Hükümeti bana göre biraz erken ve cesur bir adım atarak 32 sayılı Karar'ı yürürlüğe sokmuştur. Bu kararla uluslararası sermaye hareketleri tümünden serbest bırakılarak konvertibilite konusunda birçok

ülkenin önüne geçilmiştir. Artık bu tarihten sonra Türkiye'de iktisat politikası çizimleri konusunda hükümetlerin elindeki yetkiler büyük ölçüde azalmıştır. Hükümetler para politikası, maliye politikası ve diğer politikalarda eski güçlerini kaybetmişlerdir. Gümrük Birliği'ne aday olan Türkiye'nin böyle bir geçiş yapması kaçınılmazdı. Ancak, ekonomik alt yapının daha güçlü hale getirilmesi kaydıyla. Bu bakımdan ben 1989 yılını başlangıç alıyorum ve 1990'dan itibaren Türk ekonomisinin çalkantılı gidişini izlemeye çalışıyorum. Artık açık ekonomide değişken göstergelerle makro yönetim diyebileceğimiz bir sistemle yönetilmesi gerekiyor Türkiye'nin. Bu genel açıklamadan sonra evvela büyüme hızı ile ilgili kısa bir özet vereyim.

Hepinizin bildiği gibi 1990 yılında büyüme hızı gayet yüksek gerçekleşti, % 9.2 gibi. Ama 1991'de % 0.4, 1992'de % 5.9, 1993'de % 8.1 ve 1994'de negatif olarak % 6. Bu yıl sonunda Cumhuriyet tarihimizde görülmemiş oranda milli gelirimizde çöküş, bir küçülme görüyoruz. 1995 yılı için Hükümet'in en son yaptığı revizyonlara göre % 5.9 gibi bir büyüme hızı olacağı beklenmektedir. Görüldüğü üzere büyüme hızına baktığımızda devamlı bir dalgalanma müşahade ediyoruz. İstikrarlı büyüme çizgisine bir türlü girmiş değil Türkiye. Bu arada 1995 yılı Eylül ayında alınan önlemler ile ilgili bilgi vereyim. Hükümet 1995 yılının ikinci yarısında milli gelir büyüme hızında önemli bir artış ve enflasyonun Ağustos-Eylül aylarında hızlandığını görünce, 6 Eylül 1995 tarihinde ekonomiyi soğutucu bir dizi önlem almıştır.

Her türlü dış kredilere fon uygulaması başlatmış, ithalatı kısıtlayıcı, talebi düşürücü bazı tedbirleri yürürlüğe koymuştur. Dergimizin iki önceki sayısında gerek hastalığın teşhisinde, gerek alınan tedbirlerde önemli yanlıya düştüğü, esas yapılması gereken şeyin enflasyon artışlarını izleyen kur politikası izlemek olduğu belirtilmiştir.

Büyüme hızından sonra ikinci olarak enflasyon üzerinde durmak istiyorum. Biliyorsunuz Türkiye uzun yıllardır kronik bir enflasyonun pençesinde bunalmaktadır. 1994 yılında ani bir sıçrama görülerek enflasyon % 149.6 gibi üç haneli bir düzeye çıkmıştır. 5 Nisan 1994 tarihinde alınan tedbirler sonucu enflasyonda 1995 yılında bir miktar düşme göstermekle birlikte Temmuz ayından sonra tekrar yükselme görülmeye başlanmıştır. Ekim ayı itibarıyla tüketici fiyatları endeksi % 88.3 oranında artmıştır. Toptan eşya fiyatları ortalama artış hızı ise % 84'dür. Şimdi burada bir tespit yapmak istiyorum. Acaba Türkiye niçin hiperenflasyona geçmemektedir? Bu kadar uzun süre kronik enflasyonda yaşayabilen bir başka ülke bulmak zor sanıyorum. Ya kronik enflasyon kontrol altına alınarak enflasyonda düşüş sağlanmakta ya da çoğunlukla görüldüğü üzere dört nala enflasyon dediğimiz hiperenflasyon koşullarına giriş olmaktadır. Türkiye'yi hiperenflasyondan şimdilik koruyan faktörler nelerdir? Toplantımızda bu konuyu da tartışsak iyi olur sanıyorum.

Türkiye'de üçüncü makroekonomik dengesizlik konusu iç borçlanma. Endişe verici gelişme devam ediyor. 1990 yılında 57 trilyon lira olan rakam



AÇIK OTURUMA KATILANLAR: Yukandaki fotoğrafta, soldan sağa doğru; Prof. Dr. Erdoğan Alkin (İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Öğretim Üyesi), Prof. Dr. Merih Paya (İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Öğretim Üyesi), Dr. Atilla Karaosmanoğlu (İstanbul Sanayi Odası Başkanışmanı) ve Prof. Dr. Dündar Sağlam (İktisatçı); «Türkiye Ekonomisi Nereye Gidiyor?» konulu toplantıda görülüyorlar.

gelmiş 1995 yılında 1 katrilyon 225 trilyon liraya ulaşmış. Borç servisi için Hazine'nin sürekli yeniden borçlanması lâzım. Ancak, son zamanlarda Hükümet'in borçlanmasında tıkanmalar görüyoruz. Piyasalar kendi sonuçlarını empoze ediyor. Faizleri yükseltmek ve vadeyi kısaltmak yönünde ağır bir baskı altında Hazine. Nitekim faiz oranlarında son günlerde hızlı yükselişler kendini göstermeye başladı. 1996 Mayıs ayına kadar, yani Kasım'dan 1996 Mayıs'ına kadarki ödenecek iç borç geri ödemesi 982 trilyon lira olarak belirtildi. Aylar olarak elimde rakamlar var, eğer isterseniz söyleyebilirim.

KARAOSMANOĞLU — Bu rakam ana para ve faiz olarak mı?

SAĞLAM — Evet, ikisi beraber. Son bir nokta daha. Devletin faiz gider-

leri bölü vergi geliri oranı % 55.6'ya çıkmış bulunuyor. Yani devletin her yıl ödediği faizin vergi gelirlerine oranı % 56'ya yakın bir seviyeye çıkmış. Bu rakam 1992'de % 28 imiş. İş borçlanmada endişe verici gelişme devam ediyor.

Dış borç rakamlarında da durum parlak değil. 1991 yılında 50 milyar dolar olan rakam bugün 73,8 milyar dolara çıkmış bulunuyor. 1994 yılında dış borç rakamı 65 milyar dolarda iken 1995'de tekrar hızlanarak 73,8 milyar dolara yükselmiş bulunuyor.

Dış ticaretteki gelişmelerle ilgili kısa bir bilgi vereyim. 1993 yılında, biliyorsunuz, dış ticaret açığı önemli bir rakama çıkmıştı. 14 milyar dolar gibi bir dış ticaret açığı mevcuttu. Bu rakam 5 Nisan 1994'de alınan önlemler sonucu 1994 yılı sonunda 5 milyar dola-

ra düşürülmüştür. Bu olumlu bir gelişme idi. Fakat aynı kötü gelişmeyi 1994 yılında da görmeye başladık. Ocak-Ağustos tarihi itibariyle dış ticaret açık rakamı 7,668 milyar dolara çıkmış bulunuyor. Bu rakam geçen yıl 2,979 milyar dolardı. Dış ticaret açığında tekrar patlama var. Cari işlemler hesabında da geçen yıl Ocak-Ağustos için söylüyorum, 1,5 milyar dolarlık bir fazlalık var iken, bu yıl 260 milyon dolarlık bir açığa dönüşmüş bulunuyor. Yani dış ticarete tekrar bozulma sürecine girmiş bulunuyoruz.

Şimdi ben bu rakamları ve gelişmeleri, sizin görüşlerinize zemin oluşturması için verdim. İsterseniz oturumun birinci aşamasında Türk ekonomisinin durumu ile ilgili değerlendirmelerinizi alalım. Sonra 1996 yılında neler olabileceğini tahmin etmeye çalışalım. «Dışa açık ve esnek kur uygulayan bir ekonomide nasıl istikrar sağlanabilir?» sorusuna cevap bulmaya çalışalım. Evet Sayın Alkin, yaptığımız bu özet çerçevesinde siz durumu nasıl değerlendiriyorsunuz? 1996'ya bakışınız nasıl?

kamu kesiminde bir nakit sıkışıklığı olduğu anlaşılıyor; önümüzün çok iyi görülmediği dönemlerde iç borçlanmayı istenen boyutta yürütmek için vadeyi kısaltıp faizi yükseltmekten başka çare yoktur; 1995, önemli bir döviz krizi olmadan bitecektir

ALKİN — Sizin de söylediğiniz gibi büyüme rakamları elimizde. Tabii onlar da tahmin niteliğinde. 1995'in ilk çeyreğinde çok ufak, % 0.3 kadar bir büyüme var. Fakat ikinci çeyrekte % 12'nin üstünde; bir önceki yıl ile mukayese edilince, büyümede hızlı bir artış var. Böylece 1995'in ilk 6 ayının sonucu % 6 oluyor. Yılın ikinci yarısı için, özellikle üçüncü çeyrek için şimdilik elimizde sanayi üretim endeksinden başka bir bilgi yok. Rakamsal olarak bize büyümenin boyutunu vermese bile, karine olarak üretimin canlı olup olmadığını protesto edilen senetlerin toplam meblağı da gösterebilir. Sanayide elektrik tüketim, kullanım istatistikleri de bir ölçü olabilir. Ama elimizde hazır sanayi üretim endeksi var iken ona bakmak lazım. Bir de imalat sanayiinde kapasite kullanım oranları var. Her ikisi de yılın üçüncü çeyreğinde üretimin hızını koruduğunu gösteriyor. Anlaşıyor ki yıl sonu itibariyle büyüme oranı % 6'dan aşağı olmayacak.

Yalnız burada ilginç olan bir nokta var. Türk ekonomisinde büyüme açısından büyük dalgalanmalar vardır ama, 50 yıllık, 40 yıllık, 30 yıllık, 20 yıllık, 10 yıllık ortalamalara baktığımızda, % 4.5 dolayında bir büyüme hızı görüyoruz. Nüfus artışı da % 2 ile % 2.5 arasında değiştiğinden, kişi başına genelde reel olarak % 2 civarında her zaman bir artış olmuştur. Ama son 5 seneye baktığımızda, ortalama büyüme hızı % 2'ye düştü, bu dönemde görülen sert dalgalanmalar dolayısıyla. Bu bir alarm işareti vermelidir. Yani bundan böyle; «Canım ziyarı yok, Türk ekonomisinde dalgalanma var ama, önümüzdeki 10 yılda da ortalama büyüme ge-

ne % 4, % 4.5 dolaylarında olacaktır.» diyebilir miyiz? Benim kuşku var. Galiba bu % 4, % 4.5 ortalama büyüme hızını yürütme potansiyelimiz azalıyor. Acaba sürekli krize girip çıkma yüzünden mi?

Enflasyon ilginç. Aslında tabii parasal göstergelere de bakarak enflasyonun talep genişlemesinden kaynaklandığını görebiliriz. «Bunun arkasında da parasal genişleme mi var?» diye olaya bakmak lazım. Şimdi emisyonun başka parasal göstergelerin de pek fazla anlamı kalmadı. Çünkü faizlerin bu kadar hızlı değiştiği, dalgalandığı veya dalgalandırıldığı bir ortamda M_1 ve M_2 gibi gayet bilimsel para arzı tanımlarıyla çalışmak da bazen insanı şaşırtıyor. Belki yalnızca emisyonun veya dolaşımdaki paraya bakmak lazım. Elimizde Kasım ortasına ait rakamlar var.



PROF. DR. ERDOĞAN ALKIN

Emisyondaki gelişmelerin geçen senenin aynı dönemine göre biraz aşağıdan yürüdüğünü görüyoruz. Nitekim zaten enflasyonun da geçen seneki düzeyinin bir hayli altında yürüyor, halen çok yüksek olmakla beraber. Mevduatta haftalık dalgalanmalar var. Kredilerde hafif bir canlanma var ki bu tabii üretime paraleldir. Şaşılacak bir şey yok. Merkez Bankası'nın kamuya açtığı kredilerde bir kıpırdama başladı. Kamu kesiminde bir nakit sıkışıklığı olduğu anlaşılıyor. Faiz oranlarına baktığımızda, kamu açığının finansman yönteminin büyük çapta onu etkilediğini görmekteyiz. Kamu kesimi borçlanmak için faizleri yükseltmek ve vadeleri kısaltmak zorunda. Aslında siz biraz önce bazı oranlardan bahsettiniz. Mesela faiz ödemelerinin vergilere oranı. İç borçlanma oranlarına baktığımızda, Batı dünyasından daha iyi bir durum gözüküyor. Çünkü birçok ülkede, Fransa'da, İtalya'da, hele İskandinav ülkelerinde, Belçika'da iç borç toplamının milli gelire oranı % 100'lerin üstünde seyrediyor. Belçika'da % 130'a kadar vardı. Türkiye 1986'ya kadar yoğun iç borçlanmaya hiç gitmedi. Ancak, Türkiye'de vadelerin çok kısa, reel faizlerin çok yüksek olduğunu görüyoruz. Aslında sıkıntıyı yaratan bu durum.

SAĞLAM — Acaba bizim mali piyasa çok mu sığ?

ALKIN — Tabii, doğru. Mali piyasa sığ. Ekonomimiz parasallaşmamış. Aslında şöyle söyleyeyim. Bu orandaki bir iç borçlanmayı yönetmek o kadar müşkül olmasa gerek. Ancak, reel faizlerin çok yüksek, vadelerin çok kısa olması, iç borçları çığ gibi büyüttüğün-

den, bu gelişme bizi ürkütüyor. Hele gelecek sene, Şubat'ta 4,5 milyar dolar, Mart'da 3 milyar doların biraz üstünde. Arkadan 2 milyar dolar, 2,5 milyar dolar, 1,8 milyar dolar gibi hayli yüklü bir geri ödeme planı gözüküyor. Tabii bütün mesele devlet kâğıtlarını bir kere daha döndürmek.

SAĞLAM — Sayın Alkin, Hazine geçenlerde yeniden bono çıkarttı. Fakat satamadı, bundan birkaç hafta önce. Hazine'nin yeniden borçlanmasında sıkıntılıklar konusunda ne düşünüyorsunuz?

ALKİN — Efendim, şimdi şöyle söyleyeyim. Aslında tabii bu iş faize ve vadeye bakar. Sizin de az önce belirttiğiniz gibi, hava sisli olunca vadeyi kısaltıp faizi yükseltmekten başka çare yoktur. Kamu otoritesi bazen piyasa ile inatlaşıyor. Vadeyi kısaltsa bile, faizi mümkün olduğu kadar tatlı hale getiriyor. Oysa önümüzün çok iyi görülmediği dönemlerde iç borçlanmayı istenen boyutta yürütmek için vadeyi kısaltıp faizi yükseltmekten başka çare yoktur. Bunu yaptıktan sonra borçlanma devam edebilir. Tabii ileriye doğru baskı, her geçen gün kümülatif olarak daha fazla artar.

SAĞLAM — Reel olarak ne diyorsunuz? Rakamlara baktığımızda 1994 yılında mesela reel olarak kamu borçlarının toplam GSMH'ya oranı bakımından önemli bir düşme görüyoruz. 1994'de biliyorsunuz 8,5'lara falan düştü. Reel olarak rakamlara baktığımda, çok önemli bir sorun yokmuş gibi görünüyor. Demek ki borçlanmada enflasyonun hızla düşmesi halinde işimiz daha da güç olacak.

ALKİN — Evet, güç olacak. Türk ekonomisinde parasallaşma henüz daha ilk aşamalarda. Onun için rakamlar hakikaten ürkütücü. Özellikle borçlanmaların kısa vadeli olması ve bazı vadelerin üst üste binmesi, bir de reel faizlerin yüksek olması ürkütüyor. Bu arada ortaya konsolidasyon lafları falan da çıkıyor. Ama konsolidasyon politik olarak mümkün gözüküyor. Ekonomik olarak da doğru değil. Aslında dediğim gibi borçlanma oranlarına baktığımızda Batı ülkelerinden çok daha düşük düzeylerde. Vahim gözüküyor. Asıl sorun kısa vade ve yüksek faiz.

Enflasyon da geçen senenin bir hayli altında. Yıl sonunda ne olabilir? Çok basit bir hesap yapabiliriz. İlk 10 aylık toptan eşya fiyatları artışı kümülatif olarak % 50. Tüketici fiyatları da % 60 düzeyinde. Bir kötümser tahmin yaparsak; yani yaşadığımız Kasım ayında ve Aralık ayında toptan eşya fiyatlarının yüzde sekiz sekiz gittiğini düşünelim, tüketici fiyatlarının da sekiz sekiz olduğunu kabul edelim. Bu takdirde yıl sonuna kadar ortalama olarak, toptan eşya fiyatlarının % 65, tüketici fiyatlarının % 75 civarında tutunabileceğini tahmin edebiliriz.

Dış denge ilginç. 8 aylık rakamlara baktığımızda anlaşılıyor ki, ithalat bir miktar hızını kesse dahi geçen yılın % 50'ye yakın bir oranda üstüne çıkacaktır. Yani herhalde 32 milyar dolar civarında olabilir. İhracatta da yaklaşık % 25 artış var. Bu potansiyel devam edebilir. Bu durumda ihracatın da 21 milyar doları bulması ihtimali var. Anlaşılıyor ki bu yıl sonunda 12 milyar dolar dolayında bir dış ticaret açığı olabi-

lecektir. Görünmeyen kalemler bunun bir kısmını finanse ediyor. Şu anda Kasım'ın 20'sindeyiz, elimizdeki rakamlar ise Ağustos'a ait.

Döviz piyasasına baktığımızda nispi bir sükûnet var. Bu sükûnete bakarak bütün manüplasyon söylentilerine rağmen döviz arzının döviz talebine şu an yetmekte olduğunu görmekteyiz. Döviz talebinin önemli bir kısmı ithalattan geliyor. Henüz daha bankaların açık pozisyon kapatmak gibi bir telaşı yok. Çünkü seçime kadar kurların hızlanmayacağı izlenimi var, herkeste. Herhalde yıl sonunda cari işlemler 2 milyar dolar civarında bir açık verebilecek. Tabii hemen düşünmek lazım geliyor. 1993 yılının rakamları 14 küsur milyar dolar dış ticaret açığı; ama 6 milyar dolar da cari işlemler açığı gerçekleşti. Şimdi nerede ise bu yıl da dış ticaret açığı bu boyutlara yaklaşacak; ama cari işlemler açığı daha düşük düzeyde olacak. Şu an bakacağımız yegâne yer döviz piyasası. Döviz piyasası sakin ise, tekrar edeyim, piyasayı telaşlandıracak bir olay şimdilik yok demektir. Cari işlemler açığının da şu an finanse edilmekte olduğu kesin. Elimizdeki Ağustos ayı rakamı 200 milyon dolar dolayında açık gösteriyor. Bu, muhtemelen bir milyar dolara varmış hatta geçmiş olabilir şu anda. Ama, bu da herhalde sermaye hareketleri ile finanse ediliyor ki, şimdilik piyasada bir telaş yok.

Öyle ise 1995, yüksek bir büyüme hızı ile, geçen senekinden düşük olmakla beraber yüksek bir enflasyonla ve geçen yıldan çok daha büyük bir dış ticaret açığı verilmesine rağmen, önemli

bir döviz krizi olmadan bitecek. 1996 Ocak ayında ne olur? Onu ayrıca konuşuruz.

SAĞLAM — Şimdi sizin değerlendirmenizi alalım Sayın Paya.

KİT zamları ve kur ayarlamaları ile ilgili olarak enflasyonda bir miktar erteleme vardır; cari işlemler dengesi hızlı bir bozulmaya yönelmiştir; tüketime dayalı büyümenin sürekli olmayacağı kesindir; üstelik dolarizasyon eğilimi genelde mala hücumu önlemektedir; kısacası, ekonominin temel göstergeleri bozuktur

PAYA — İçinde bulunduğumuz dönem gerçekten Türkiye ekonomisinin değerlendirilmesi açısından son derece uygun bir dönem. Şu anlamda uygun. Seçim politikalarının uygulamaları ekonomi rakamlarına yansımış değil. Bu bakımdan yürürlükteki politikaların performansını, şu ana kadar çıkmış olan rakamlara bakarak net olarak izlemek mümkün. Ekonominin performansını izlerken baktığımız üç tane temel gösterge var Türkiye'de. Bunlardan ilki enflasyon. Fiyatlar genel düzeyine ilişkin rakam. Enflasyon rakamı kötü değil berbat. % 80'ler civarında olan bir enflasyon var. Bu arada tabii dikka-

linizi çekmek isterim. Enflasyonda bir miktar erteleme var. Nasıl ertelenmiş? KİT zamları ertelenmiş. Kur ayarlamasının da ertelendiğini söyleyebiliriz. Çünkü artık dış ticaret makası çok hızlı açılmaya başladı. Bu, cari işlemler dengesine de yansıyor.

İkinci temel gösterge olan cari işlemler dengesi de hızlı bir bozulmaya yönelmiş. Şu anda ortaya çıktığı kadarı ile dengeler çok vahim değil, dış ticaret ve cari işlemler dengesi. Ancak, cari işlemlerde sistematik açıkların oluşmaya başladığı bir döneme giriyoruz ki, bu mutlaka kümülatif bir şekilde ileride çok büyük bir sonuç olarak karşımıza çıkacak. Hangi tarihte olacağını şu anda kestirmek zor. Bazı deklarasyonlar yapabiliriz. İsterseniz bunu ikinci turda değerlendirelim.

Ekonominin performansını ölçtüğümüz üçüncü nokta, reel kesimdeki gelişme. Yani ekonominin büyüme hızı. Burada % 5.9 civarında bir büyüme öngörülüyor ki, herhalde bu da gerçekleşecektir. Bununla ilgili olarak söylememiz gereken birkaç husus var. Bir kere bu, geçen seneki çöküntüyü izleyen bir rakamdır. Yani ekonominin potansiyelindeki genişlemeden ziyade ekonomideki daralmanın biraz eski düzeylerine gelmesi şeklinde. İkincisi, tabii bence çok önemli. Büyümenin iki tane kaynağı var. Birincisi stok artışları; ikincisi, tüketim. Sayın Alkin ile sık sık tartışırız; «Büyüme olacaksa elbette tüketim artar.» der. Buna itiraz şu: Tüketime dayalı büyüme sürekli olmaz. İkincisi, ekonomik gelişme ortamında da stoklar öyle fazla artmaz. Gördüğümüz gibi, bizim büyüme hızımızda bazı tuhaflıklar

var. Esasen bu büyümenin ortaya çıkması ile birlikte ekonominin fiyatlar genel düzeyi ve cari işlemler dengesi süratle bozulmaya başladı. Şunu söylemek istiyorum. Bu büyüme hızının sürrekli olmayacağı kesin. Şu halde ekonominin temel göstergeleri fevkalade bozuktur.

SAĞLAM — Likidite bolluğu var değil mi? Yani ekonomide likidite bolluğunun yarattığı bir gelişme görünüyor.

PAYA — Gayet isabetli temas ettiniz. Bu ekonomik canlanmanın iki tane unsuru var, bana kalırsa. Dünya piyasalarında ekonomik canlanma arzu edilen düzeyde olmayınca Meksika, Türkiye gibi ülkeler, kredibiliteyi pek yüksek olmamakla birlikte, yeniden borçlanmaya başladılar. Türkiye'deki canlanmanın tabii önemli kaynaklarından biri bu. İkincisi, geçen sene Türkiye hiç alışık olmadığı bir kriz geçirdi. Bu kriz ile birlikte tüketim harcamalarında da muazzam bir çöküntü oldu. Aslında ekonominin en istikrarlı büyütücü unsurlarından biri tüketim harcamalarıdır. Tüketim harcamalarında gençlikle büyük gerilemeler olmaz. Fakat millet alışık olmadığı bir olay yaşadığı için büyük bir panik geçirdi ve tüketim harcamalarında bir çöküntü oldu. İşte şimdi o panik ortamı kalkınca, tüketim harcamaları tekrar normal düzeylerine doğru yönelmeye başladı.

Stoklara gelince... Stoklardaki artışın kısmen devalüasyon beklentisi ile ilişkili olduğunu söyleyebiliriz. Belki geçen sene stoklar olağan düzeylerinin altına düşmüştü. Şimdi tekrar olağan düzeylerine yükseliyor. Sonuç olarak

büyüme bunlarla ilişkili. Ancak, bunlar kalıcı nitelikte değil.

SAĞLAM — Şöyle diyebilir miyiz, 'Sayın Paya? 1994'de yüksek faiz politikası ve sıkı para politikası sonucu efektif talepte bir daralma, bu daralmanın sonucunda ithalat ve döviz talebinde bir azalma, sonra döviz talebinde bir artış, dolayısıyla dış ticaret açığında bir daralma görüyoruz. Arkasından yüksek faizlerin yarattığı bir sermaye girişi var. Sıcak para diye adlandırdığımız hızlı bir sermaye girişi var. Ve bu içeride döviz arzını artırıyor ve likiditeyi artırıyor. Hatta ekonomide durgunluk olmasına rağmen likiditede artış var. Böyle çelişkili bir durum var.

ALKİN — Abartılı rakamlarla tehlaffuz edilen görünmeyen ihracatı unutmamalıyım. Bu da tabii cari işlemler resmi rakam olarak yansımayan bir olay. Bir likidite imkânı.

SAĞLAM — Evet. Yani bir likidite bolluğu görüyoruz. Ekonomi durgunluk içinde olmasına rağmen bu durum olabilir. Faizlerin yarattığı çelişkili bir durum gibi geliyor bana.

PAYA — Şimdi tabii haklısınız. Bu durumu parasal göstergelere baktığımız zaman da söylüyoruz. M₁'deki artış % 80'ler dolayında. Diğer parasal göstergelerdeki artışlar % 90'lara yaklaşıyor. Yılın ilk yarısı itibariyle ortaya çıkan rakamlar böyle. Parasal çerçevede muazzam bir genişleme olduğunu gösteriyor. Zaten parasal çerçevede bu genişleme olmasaydı enflasyon bu düzeylere ulaşamazdı. Efendim, şüphesiz parasal çerçevedeki bu genişleme ki kısmen kaynağını dışarıdaki girişlerden sağlamaktadır, ekonomiyi uyarıcı et-

kenlerden biri. Ama reel sektörün bu şekilde uyarılması da gene çok sıhhatli bir şey değil. Esasen Türkiye ekonomisindeki dalgalanmalar da bunlardan kaynaklanıyor.

«Bu neden böyle?» diye sorduğumuzda, şunu görüyoruz. Bir kere 5 Nisan politikalarının bana kalırsa iki ayağı vardı. Birincisi, mali piyasalarda istikrar sağlamak; diğeri, makro çerçeveyi değiştiren yapısal önlemleri almak. Yapısal önlemler konusunda hiçbir şey yapılmadı. Bu arada Türkiye'yi 1994 yılı başındaki krizin eşiğine getiren makro çerçeve açıkça ortaya çıktı. Yani, kurları düşük tutalım, yüksek faiz verelim. Bu şekildeki makro çerçeve artık Türkiye ekonomisinde istikrar sağlamıyor, tam tersine istikrarsızlığın önemli kaynaklarından birini oluşturuyor. Bu konuda herkesin görüş birliği oluştu.



PROF. DR. MERİÇ PAYA

Önümüzdeki sene, seçimlerden sonra, bir istikrar paketi açılacaktır. Ancak, seçimlerden istikrarlı bir hükümet çıkmaz ise bir istikrar paketi açmak da kolay değil. Ama biz iyimser bir tahminle istikrarlı bir hükümetin kurulacağını ve bu hükümetin derhal tedbirler almaya başlayacağını düşünelim. Bu tedbirleri alırken artık yeni bir makro çerçeveye ihtiyaç var. «Kuru düşün tutalım, faizleri yükseltelim.» şeklindeki makro çerçeve maalesef Türkiye’de sonuç vermiyor. Bu nokta belki sizin söylediğiniz «Türkiye niçin hiperenflasyona girmiyor?» sorusuna da kısmen cevap verebilir. Çünkü böyle uzun süre yüksek enflasyon yaşayıp da hiperenflasyona girmeyen ülke yok. Bu politikalar hiperenflasyona girişi engelliyor. Ama başka etkenler de var.

SAĞLAM — Bu konuyu önemli gördüğüm için üzerinde durdum. Türkiye niçin hiperenflasyona geçmiyor? Sanyorum birinci nokta Türkiye’de endeksleme yok. Güncü Amerika ülkelere farklı olarak Türkiye bu uygulamaya girmemiş. İkincisi, sanyorum Türkiye’de memur, işçi, emekli dediğimiz kesimin sosyal dayanıklılığı var. Büyük bir dayanma gücü var. bu kadar şiddetli reel gelir kayıplarına tahammül ediyor. Bir diğer faktör de ekonomide dolarizasyonun giderek artması ve halkın tasarruflarının büyük oranda döviz tevdiat hesabı gibi veya yastık altındaki dolarlara yatırılması. Dövizlerin uzun süreli olarak enflasyonun gerisinde değer kazanması ayrıca istikrarlandırıcı bir etken. Düşünün, Türkiye’de tasarruf mevduat toplamını aşan döviz tevdiat hesaplarının harcama akı-

mına girmesi durumunda fiyatların ne kadar artacağını.

Bir diğer faktör de Türkiye ekonomisinde kayıt dışı kesimin çok büyük bir ağırlık taşıması. Buna özel sektörün dinamizmini ve uyum kabiliyetini de bir faktör olarak ekleyebiliriz. 1994 yılındaki şiddetli krizin daha fazla kayıp olmadan atlattılmasında özel sanayi kesiminin önemli rol oynadığını düşünüyorum.

PAYA — Genelde dolarizasyon eğilimi mala hücumu önüyor. Şimdi burada bir şeye dikkat etmek lazım. Geçen sene krizi gerçekten büyük yara almadan atlattık. Bunun iki sebebi var. Birincisi, Türkiye’deki yanlış politikalar bazen büyük sorunların ortaya çıkmasını engeller nitelikte sonuç veriyor. Özel sektör geçen sene fonlarını finansal kesimde son derece verimli bir şekilde değerlendirebildiği için krizin yıpratıcı tahribatını kısmen aştı. İkinci bir nokta, Türkiye’deki özel sektör Batı’daki kurumsallaşmış özel sektörden farklı. Kurumsallaşmış büyük üniteler ekonomik çoğunlukta değil. Orta ve küçük boydaki işletmeler ekonomide hâkim durumda. Bu nedenle esnekliği fazla. Büyük kuruluşların, çağdaş modern kurumların bu gibi krizlere uyum kabiliyetinin fazla olmadığını biliyoruz. Ancak, bu noktalara fazla güvenmemek lazım. Türkiye hiperenflasyona girmediyse de bir istisna oluşturduysa, bu ileride de girmeyeceği anlamına gelmez. Şartları zorlamamak lazım.

SAĞLAM — Sayın Karaosmanoğlu, sizin görüşlerinizi alalım. Bir de IMF politikaları konusunda sizden bir

bilgi rica edeceğim. IMF'de bir politika değişikliği mi var? Ekonomik istikrar programlarında döviz kurunu çapa olarak kullanma eğilimi var. Yani döviz kurunu düşük, faizleri yüksek tutmak yoluyla stabilitenin sağlanabileceği politikasını nasıl değerlendiriyorsunuz? IMF artık enflasyonla değil de dış dengenin sağlanmasını politikasının temeli yapmış gibi görülüyor. «Enflasyon ne olursa olsun, fazla öncemli değildir. Beni dış dengeler ilgilendirir.» gibi bir havası var. Acaba bu görüşüm doğru mudur? Buyurun efendim.

30 yıl sonra türkiye'nin faal nüfusu, bugünkü nüfusuna eşit olacaktır; bir başka deyişle, 25 milyonluk bir ilave ekonomik yükümüze eklenecektir; ekonomide bazı değişiklikler bugünden başlanarak yapılmadığı takdirde, ne bu ülkede yaşayan insanlar yeterince beslenebilirler; ne de ek faal nüfusa çalışma olanakları bulunabilir

KARAOŞMANOĞLU — Söze öncelikle şunu söyleyerek başlayayım. Davetiniz için çok teşekkür ederim. Fakat bana «Türk ekonomisi nereye gidiyor?» dediğiniz zaman, ben bu kadar kısa vadeli bir analiz yapacağımızı düşünmemiştim. Eğer bu kadar kısa vadeli bir analiz yapacağımızı düşünmüş ol-

sa idim, belki özür dileyip «Bu konuyu çok iyi bilmiyorum, fazla söyleyecek bir şeyim yok.» diyerek toplantıya katılmama tercihini yapabilirdim. Benim «yoyo iktisat» veya «kumarhane iktisadı» diye adlandırabileceğimiz bu alanda fazla ihtisasım yok. Türkiye'nin bugünkü durumu da bana büyük ölçüde bir kumarhane iktisadı ve yoyo iktisat durumunu hatırlatıyor. Sayın Alkin'in ve Sayın Paya'nın yaptıkları kısa vadeli analizlere ilave edebileceğim fazla bir şey yok. Yalnız bazı konulardaki değerlendirmeleriyle ilgili belki farklı şeyler düşündüğümü söylememde yarar var.

Bir örnek vereyim. Bu örnekten başlayarak Türk ekonomisinin nereye gittiğini konuşurken başka nelere de bakmamız yararlı olabilir konusuna açıklık getireyim. Mesela Sayın Paya, yatırımcıların veya iş sektörünün 1994-1995 yıllarında fazla zarar görmediğini söyledi. İçlerinde kısa vadeli mali yatırımlar dolayısıyla zararlarını kapatırlar olduğu gibi, büyük kâr sağlayanların da varlığına değindi. Tabii ben bu dönem Türkiye ekonomisi bakımından büyük bir kayıp olarak bakıyorum. Bir defa durumun bu kadar kısa bir zamanda değişmesi, ekonominin yapısal bazı değişiklikler yapması olanağını ortadan kaldırdı. Avrupa ekonomilerinde, ve Amerika'da ekonomik durumun en büyük etkisi, şirketlerin ve üretici kuruluşların verimliliklerini arttırmalarında ve finansal yapılarını sağlamlaştırmalarında görülmüştür. Bizde kısa vadede bazı iyileşmelerin görülmesi, yani konjonktürün değişmesi, yapısal bazı değişikliklerin yapılması imkânlarını ortadan kaldırmış görünüyor. İkincisi, mali kesimde kârların artışı,

uzun vadede toplumun istihlal kapasitesini, üretim kapasitesini artıracak yatırımların yapılmasına engel olduğu için, bu durum ileride kamu gelirlerinin azalmasına ve istihlal olanaklarının kısıtlanmasına yol açacaktır. Bu açıdan son gelişmeler Türk ekonomisinde büyük bir zarara yol açmıştır kanaatindeyim.

PAYA — Orada yanlış bir anlaşılma oldu galiba. Ben bu politikaların yanlış olduğunu belirttim. Büyük yığın iflasların engellenmesi açısından, bu yanlış politikaların bazı büyük çöküntüleri engellediğini ifade etmeye çalıştım.

KARAOŞMANOĞLU — Onun farkındayım. Onların engellenmiş olması belki mikro seviyede yararlı bir şey; fakat başka türlü şekillerde engellenmiş olsa idi ve yatırıma gidilme imkânları açılma idi, Türk ekonomisi bir yıl daha kaybetmezdi. Onu söylemek istedim.

SAĞLAM — Birşey ekleyebilir miyim? İstanbul Sanayi Odası'nın 500 büyük kuruluş ile ilgili olarak yapmış olduğu araştırmalar, bu kuruluşların reel olarak büyük özkaynak kaybına uğradıklarını göstermektedir. Bunlar kârlı görüyorlar ama, onlar fıkıf nitelikteki kârlar.

PAYA — Şimdi efendim, tartışmada tereddütlü bir nokta var. Ben geçen sene özel sektörün niçin çöküntüye uğramadığını söylemeye çalışırken, uygulanan yanlış politikaların etkisini ifade ettim. Konuya böyle bir çerçevede temas ettim.

KARAOŞMANOĞLU — Kısa vadeli gelişmelere bakarken, bakış açı-

mızdan doğan ikinci kaygı duyduğum noktayı söyleyeyim. O da bu yoyo durumunun yani ekonomide bir aşağı inme bir yukarı çıkma durumunun, her yukarı çıkışta bir rahatlık hissi yaratması, bende büyük bir kaygı uyandırıyor. Çünkü önemli olan bir noktada ekonominin yukarıya doğru çıkma temayülü göstermesi değil, büyümenin devam edilebilirliği meselesidir. Türkiye'de büyümenin devam edilebilirliğini sağlayacak ekonomik yapı ve kamu politikaları maalesef mevcut değil. Bu bakımdan devamlı olarak aşağı yukarı çıkan bir ekonomide kazanıyor musunuz, kaybediyor musunuz, büyüme hızımız ne oluyor, belli değil. Sayın Alkin çok haklı olarak bir kaygılarını ifade ettiler. Büyümenin % 2 civarına düşmüş olması, kişi başına gelir artışının durakladığı anlamına geliyor.

Benim başım uzun vadeli projeksiyonlar yapma yüzünden Türkiye'de epey derde girdi ama, gene uzun vadeli bir projeksiyon yapayım. Dün sabah bir çalışma için bugünkü nüfusumuzun bundan 30 yıl sonra, yani 2025 yılında nereye geleceğine bakıyordum. O durumdaki faal nüfusumuzun ne olduğunu görmeye çalışıyordum. Bugünkü nüfusumuz 62 milyon civarında. Bugünkü trendler devam ettiği takdirde, 2025 yılında 91-92 milyonun üzerine çıkacak. Tabii çok milliyetçi, çok dinci bazı gruplar siyasi iktidarı ellerine geçirirlerse, belki bunun çok üstüne çıkabilir nüfus artışı. Bugünkü trendlerle ele alındığı zaman nüfus 92 milyona çıkacak. Bugün 62 milyon olan toplam nüfusumuza karşın, 2025 yılında faal nüfus, yani 15 yaş ile 64 yaş arasındaki nüfus, bugünkü toplam nüfusumuza eşit ola-

acak. Nüfusumuzda 30 milyonluk ilave, faal nüfusta 25 milyonluk bir ilave, 30 yıl gibi kısa bir sürede ekonomik yükümüze eklenecek. Böyle olduğuna göre, Türk ekonomisinde bazı değişikliklerin bugünden itibaren yapılması lazım. Aksi takdirde ne bu insanları besleyebiliriz, ne de 25 milyon ilave faal nüfusa çalışma olanakları bulabiliriz.

Onun için tasarrufların azalması, yatırımların yapılmaması, yüksek faizler yüzünden yapılamaz hale gelmesi, bana uzun vadede büyük bir tehdidi ifade ediyor. Bu bakımdan kısa vadedeki gelişmeleri büyük kaygı ile izliyorum. Uzun vadede iyimser olmam için pek çok neden var ama, kısa vadedeki bu gelişmeleri kaygı ile izliyorum. Ekonominin bu yoyo trendi altında Türk ekonomisinin çok flexible olabildiğini gösteriyor, bir anlamda. Yani olumlu bazı gelişmelere karşı ekonomi birdenbire

olumlu cevaplar verebiliyor. Zaten yapılan birtakım değişiklikler Türk ekonomisinde her zaman ekonominin ne kadar canlı ve dinamik olduğunu ve olumlu cevaplar verebileceğini gösteriyor. Biz bunları kapitalize edemiyoruz.

türkiye hiç stabilizasyon gayretinde bulunmayan bir ülke olarak tanımlanıyor; doğrudur; bu nedenle kısa vadede yapılması gereken en önemli şey, stabilizasyonla ilgili tedbirleri en ciddi bir şekilde almaktır

Dünya Bankası'nın şu sırada iktisadi tarihi yazılıyor. Arada bana çeşitli bölümlerin müsveddelerini gönderip comment istiyorlar. Son gelen iki bölüm müsveddeler içinde Türk ekonomisinin yapısal uyum tecrübesi var. Benim şu anda onun ayrıntıları üzerinde bir şey söylemem doğru değil. Fakat bir deyim kullanmışlar. Onu söyleyebilirim. Bundan bir iki yıl önce Bruno'nun ve Fischer'in diğer bir iki kişi ile birlikte yazdıkları bir araştırma var. Stabilizasyon ve gelişme ile ilgili. Bu araştırmada, Türk ekonomisi için; «stabilizasyonu kâfi derecede yapmayan bir ekonomi» demek bir yana, «hiç stabilizasyon gayretinde bulunmayan bir ekonomi» diye bir tanım yapmışlar. Ve ben bu görüşe katılıyorum. Yani şu sırada bana sorarsanız, kısa vadede yapılması gerekli en önemli şey stabilizasyonla ilgili tedbirleri en ciddi bir şekilde



DR. ATTİLÂ KARAOSMANOĞLU

de almaktır. Bunları yapmadığımız zaman enflasyon, kronikleşti derken, Sayın Paya'nın dediği gibi tamamen elden de çıkabilir. Ben elden çıkması olasılığını çok büyük görüyorum. Ve elden çıktığı zaman, çok yukarı sıçramalar yapabilir ve hiç kontrol edilemez hale gelebilir.

Türk ekonomisine sermaye akımı iki sebepten devam ediyor zannediyorum. Gelişmeler üzerinde de önemli etkisi var tabii. Enflasyonu sınırlayan etkisi de var, enflasyonu artıran etkisi de var. Fakat gelişimin önemli nedenleri arasında sermaye hareketlerinin serbestisi ve reel faiz nispetlerinin yüksekliği var. Döviz kurlarının değişme hızı enflasyonun altında kaldığı sürece, yani ileriye doğru reel faiz nispetlerinin yüksek olduğu beklentisi devam ettiği sürece ve bugün dünyada mevcut sermaye hareketleri serbestisi şemsisyesinden istifade edilebileceği konusunda bir kanı olduğu sürece, 60 milyonluk bir ekonomiye yabancı para akını, yani kısa vadeli sıcak para dediğimiz para akını devam edecektir. Tabii bunun en önemli etkisi, kötü etkisi, ekonominin rekabet gücünü azaltması. Gelen para döviz rayiçlerinin suni bir şekilde düşük tutulması sonucunu yaratıyor. Bununla bağlantılı olarak ihracat gittikçe güçleşiyor. Mesela Sayın Alkin bu yıl ihracatın 21 milyar dolara ulaşacağını söyledi. Halbuki bunun bir ara 22 milyar dolara ulaşması, hatta geçmesi olanaklarından falan bahsediliyordu. Şu sırada sanayicilere yakın bir mesafede duruyorum ve kendileriyle temaslarda bulunuyorum. Döviz kurlarının ihracat imkânları üzerinde bazı sınırlamalar yaratmaya başladığını onlardan duydum. Reka-

bet gücümüzde bir azalma ortaya çıkmış görünüyor.

«Ekonomi nereye gidiyor?» sorusunu genel olarak sorduğunuz için Para Fonu hikâyesine girmeden bir iki noktaya daha değineyim. Seçim yatırımı denilen yatırımları çok sorumsuz ve hesapsız buluyorum. Bugün mevcut Hükümet'in ortakları yarın tekrar hükümete gelirlerse ne yapacaklarını düşünüyorlar mı diye merak ediyorum. Çünkü Sayın Başbakan bundan bir ay veya birbuçuk ay evvel «Türkiye'de ekonomik kriz artık bitmiştir.» diye bir beyanatta bulundu. 1996 yılının başında ortaya çıkacak veya çıkması ihtimali çok büyük olan bir krizi nasıl izah edecek? Bunu merakla bekliyorum.

Para Fonu politikalarıyla ilgili soruyu kısaca cevaplayayım. Para Fonu'nun artık enflasyonla ilgili olmaması söz konusu değil. Fakat olaya genel olarak bakışta, makro ekonominin diğer dengeleri çok fazla bozulmadı ise, enflasyonu kontrolde döviz rayiçlerinin bir miktar kontrol altında tutulmasının faydalı olabileceğini düşünüyorlar. Ve bu Avrupa'daki gelişmelerle ilgili. Avrupa'da enflasyon meselesine, işsizlik meselesine ve diğer sorunlara bakışla ilgili bir düşünce. Bu politika diğer ülkelere de aksettirilmiş durumda. Bu konuda zannediyorum Dünya Bankası'ndaki iktisatçılarla Para Fonu'ndaki iktisatçılar arasında bazı görüş farklılıklar başlamış durumda. Çünkü Para Fonu kısa vadede istikrara bakıyor. Fakat uzun vadede rekabet edebilmek için büyümeye önem veren Dünya Bankası, rekabet imkânlarının gerçekçi olmayan kurlar nedeniyle kaybolmasına büyük

bir endişe ile bakmaya başlamış durumda. Fakat tahmin ediyorum iki kuruluş arasındaki diyalog bu meselenin yakınlarda gündeme gelmesine ve ortak bir çözüm bulunmasına yol açabilir.

SAĞLAM — Teşekkürler Sayın Karaosmanoğlu. Şimdi isterseniz 1996 yılını da kapsayarak devam edelim. Bu arada bir konu hakkında da görüşünüzü almak istiyorum. Biliyorsunuz 1980'li yılların başında uygulanan istikrar tedbirlerinin temelinde, sıkı para politikası uygulaması yoluyla toplam talebin düşürülmesi suretiyle doğan arz fazlasının kur politikası ve teşvik politikası yoluyla ihracata yönlendirilmesi esas alınmıştı. Tabii bu politika uygulamalarının bir maliyeti oldu. Sabit gelirli kesimler büyük kayıplara uğradılar ve demokrasimiz askıya alındı. Ancak, bu fedakârlıklar sonucunda makro ekonomik dengeler hızla düzeldi. Büyüme

hızı 1981 yılından sonra % 4-5 düzeyinde artarak tekrar eski rayına girdi. Bu model Gümrük Birliği'ne girmeye aday olan Türkiye'de şimdi uygulanabilir mi? Bu modelin tekrar uygulanma şansı ne oranda mevcuttur? Buyurun Sayın Alkin.

istikrarlı bir hükümet kurulursa, 1996'da büyüme hızı azalacak, döviz dengesi bu yıldakinden daha kötü olmayacak, gümrük birliği'ne girilse bile ithalat sıçrama göstermeyecektir; ancak, orta döneme yayılan bir istikrar politikasının uygulanması ve kamu kesiminin kendisine çeki düzen vermesi de şarttır

ALKİN — 1996 yılı nasıl olacak? O kadar çeşitli senaryo alternatifleri var ki, bunlardan hangisini alsanız, diğerine nazaran çok farklı sonuçlar veriyor. Mesela birinci senaryo 24 Aralık'da seçimler yapılacak. Bundan da istikrarlı bir hükümet çıkacak. Bu varsayım üzerinde duralım. Bu hükümet herhalde bazı zorunlu önlemler alacak. Özellikle kamu kesimi dengesini yeniden kurmak için.

KARAOSMANOĞLU — Ben bu önlemler ile paket arasındaki farkı anlayamıyorum. Paket denilince sanki başka bir şeymiş gibi mana çıkıyor.



PROF. DR. DÜNDAR SAĞLAM

ALKİN — Zaten ben de onu söylüyorum. Paket açılıyor diye söyleniyor. İllâ bir paket açmaya lüzum yok ki. Ama bazı önlemlerin yürürlüğe konması gerekecek. Ben bu önlemlerin hepsinin kısa vadede alınabileceği kanaatinde değilim. Bütçenin yapısı fazla bir manevra alanı vermiyor. Aslında işe kamu harcamalarında önemli bir kısım ile başlamak lazım. Ama kısım yapılabilecek kalem de yok.

SAĞLAM — Nitekim Sayın Alkin, hemen sizi tamamlayayım. 1996 yılına ait hazırlanan bütçe tasarısında personel giderleri 743 trilyon lira, faiz giderleri 940 trilyon lira olmuş. Yani dediğiniz gibi faiz giderleri personel giderlerinin de üzerine çıkmış.

ALKİN — Onun için kesinti yapmak için çok fazla manevra alanı yok dedim. Ama hiç olmazsa başlangıçta birtakım adımlar atmak lazım. Tahminim, çok kabaca, eğer seçimden istikrarlı bir hükümet çıkarsa, büyümenin bu senenin altında olacağı, % 3 dolayında gerçekleşeceği şeklindedir. Enflasyonun üçlü rakamları ilkbahar aylarında zorlayacağını, ama istikrarlı bir hükümet kurulduğu takdirde hiperenflasyon ihtimalinin olmadığını söyleyebiliriz. Döviz dengesinin de bu senekinden kötü olmayacağını tahmin edebiliriz. Büyüme hızı büyük olmayacağı için ithalat sıçrama göstermeyebilir. Gümrük Birliği yıl başından itibaren yürürlüğe girse bile.

İstikrarlı hükümet kurulmazsa ne olur? İstikrarlı hükümet son derece önemli. Çünkü özellikle Latin Amerika ülkelerine baktığımızda, bunun önemini daha iyi anlıyoruz. Mesela Arjan-

tin'de bir Menem örneği var. Menem, seçim kampanyasında ne yapacağını açık yüreklilikle ve yüksek sesle söyledi. Onay aldı, seçildi. Söylediklerinin çok büyük bir kısmını iktidarı süresince yaptı. Yine onay aldı, yine seçildi. Arjantin örneği başarılı bir örnek. Menem seçim kampanyası sırasında yapacaklarını, yani içireceği acı ilacı ayrıntılarıyla halka söylemişti ve seçildi. Söylediklerinin çok önemli bir kısmını yerine getirdi. Üstelik bunların çoğu oldukça sert tedbirlerdi. Ama tekrar onay aldı, tekrar seçildi. Halk doğru söyleyince, halk pekala acı reçeteleri de uygulayabiliyor. Ancak, az önce sizin de söylediğiniz gibi, tabii Arjantin'de artık bıçak kemiğe dayandı. Hiperenflasyona kaç defa girdiler çıktılar. Döviz bunalımları, birbirini izledi.

Ekonomi bir kez hiperenflasyon beklentisine girdi mi, kamu kâğıtlarını öyle bir dönemde döndüremezsiniz. Çünkü ileride enflasyonun daha da yükseleceği endişesi olduğundan, hangi faiz haddi ile kâğıtları satacaksınız. İşte bir iki ay içerisinde bu yüzden tekrar külliyetli para basma zorunluluğu doğar ve 3 veya 4 ayda hiperenflasyona girersiniz.

SAĞLAM — Türkiye'de bazı emareler var. Kamu kâğıtlarının satışında tıkanmalar görülüyor.

ALKİN — Türkiye'de piyasa, daha belli bir süre vade kısaltarak faiz yükselterek absorbe edebilir. Yalnız finans kesiminin boyutları acaba giderek büyüyen iç borçlanmayı absorbe edecek boyutta mıdır, değil midir? Peki çare nedir? Bence bunun çaresi, istikrarlı bir hükümet ve orta döneme yayılan

bir istikrar politikasıdır. İstikrar politikası derken önce kamu kesiminin kendisine çeki düzen vermesi gerekli. Yani harcamalarda önemli bir kesinti yapmak şarttır. Ayrıca, vergilerin vergi dışında kalmış sektörler yayılması bir zorunluluktur. Yalnız bunun kolay olmadığını biliyoruz. O bakımdan her yerde pratik olarak önce kamu kesimi harcamalarında kesintiye gidilir. Ama dediğim gibi konsolide bütçeye baktığımızda, kesinti manevrası için de çok fazla alan olmadığını görüyoruz. O yüzden adım adım yürüyerek politikaları orta döneme yaymak zorunluluğu ortaya çıkıyor. Bunun için de herhalde en az dört yıllık bir hükümet gerekecek. İşte seçimlerden böyle bir hükümetin çıkması şart. Bu, koalisyon da olabilir.

SAĞLAM — Bir siyasi irade gerekiyor.

ALKİN — Yani bir hükümet diyebilirdi ki; «Ben 4 yıl yerimdeyim ve kolay kolay sarsılacak durumum yoktur.» Sonuçta alacağı önlemleri kamu oyuna, halka anlatmalıdır. Halk sever ya da sevmez; ama, anlatmak lazım.

SAĞLAM — Ben şöyle diyorum. Siyasi iktidarları ikiye ayırabiliriz. Birincisi, teslimiyetçi hükümetler, iktidarlardır. İkincisi ise, kamu oyu baskısına direnebilen hükümetlerdir. Bilemiyorum önümüzdeki seçimde teslimiyetçi olmayan dirençli hükümetler işbaşına gelebilecek mi?

ALKİN — Göreceğiz; evet, o çok önemli.

SAĞLAM — Buyurun Sayın Paya. Sizin 1996'ya ilişkin görüşlerinizi alalım.

türkiye gümrük birliği'ne hiçbir destek almadan girmektedir; bu durum döviz kuru, iç borçlar, yüksek enflasyon gibi önemli uyum sorunları ortaya çıkaracaktır; türkiye'nin 1996'da dış dengesini de düzlüğe çıkarması gerekecektir

PAYA — Sayın Sağlam, gelecek seneyi analiz ederken göz önüne almamız gereken bazı hususlar var. Bunların ilki, Türkiye bir ekonomik istikrar paketini artık uygulamak mecburiyetinde. Stabilizasyonu mutlaka sağlamak zorunda. Artık erteleme imkânları kalmadı. Ya bunu kaçınılmaz olarak yapacak ya da piyasalar kendi sonuçlarını empoze edecektir. Birinci faktör bu. İkinci faktör, Türkiye Gümrük Birliği'ne girmektedir. Gümrük Birliği anlaşması Türkiye'de önemli uyum sorunları ortaya çıkaracaktır. Türkiye hiçbir mali destek almadan, sektörler gerekli uyum önlemlerini almadan Birliğe girmektedir. Döviz kuru, iç borçlar, yüksek enflasyon gibi konularda Avrupa standartlarına uyum sorunları yaşanacaktır. Türkiye'nin gelecek sene dış dengesini düzlüğe çıkarması lazım. Gelecek seneyi değerlendirirken göz önüne almamız gereken üçüncü nokta budur.

Bir dördüncü nokta daha var. Bence en önemlisi bu. Şimdi finansal piyasalara baktığımızda, öyle bir noktaya geldik ki, değişik aktiflerin rantabilite-

sinin artık kaçınılmaz olarak bir değişim göstermesi gerekiyor. Önümüzdeki aylarda dış varlıkların rantabilitesi, kamu kâğıtlarının rantabilitesinin üzerine çıkacaktır. Bu süreç bir ay da olabilir, iki ay da olabilir. İşte bu yeni bir uyum getirecektir. Şimdi bakın bu uyum ne zaman, hangi noktada ortaya çıkıyor. «Kamu topladığı paraları ödeyebilir mi?» sorusunun sorulduğu bir dönemde ortaya çıkıyor. İşte bu faktör bence, «Kamu borçlarını ödeyebilir mi, ertelenebilir mi?» sorularından daha önemli. Ama her halükârda bu ikisi birden ortaya çıktığında, Türkiye çok kritik bir dönem yaşayacaktır.

SAĞLAM — Sayın Paya, bugünkü rakamlara baktım. Döviz rezervlerinde önemli bir noktaya erişilmiş görülüyor.

PAYA — Bunlar net rezerv değil.

SAĞLAM — Tabii net değil. Ve dediğiniz gibi bunlara bakarak rahatlığa girilirse çok yanlış bir iş yapılmış oluyor. Çünkü bir anda işin ne kadar bozulabildiğine ait dünyada çok çeşitli örnekler var. Türkiye'deki 1994 tablosu da öyle idi. Bir anda durum demek ki tamamen ters yüz olabiliyor. Örneğin Meksika'da 29 milyar dolar olan döviz rezervi birden 6 milyar dolara düşmüştür.

PAYA — İşte orada değişik aktiflerin rantabilitesinin yeniden ayarlanması dönemine girilmiş olduğu için öyle oluyor.

ALKİN — Onun için benim aklım kur ayarlamasında. Ancak, damdan düşer gibi kur ayarlamasının da iki güçlüğü var. Şimdi «Türkiye'de damdan düşer gibi mi?» diyeceksiniz ama, Batı Avrupa'daki örneklerinden biliyoruz,

devalüasyon yapmakta daima geç kalınmıştır. Çünkü bunu politik olarak halka izah etmek kolay değildir. Ancak, dış ticaret açığı öyle boyutlara varabilir ki, yaptığınız devalüasyonu piyasa absorbe edebilir. Ama şu an düşünün, durup dururken % 20 devalüasyon yapıldığını düşünün. Kamu oyuna ne diyebilirsiniz? Ne vardı ortada? Döviz piyasası sakin. Evet, dış ticaret açığı büyüdü ama nerden çıktı bu devalüasyon?

İkincisi, eğer bir kriz ihtimali izlenimi verecek bir laf söylemezseniz, piyasa absorbe eder mi acaba devalüasyonu? Piyasa da absorbe etmeyebilir. Ama mesela % 20 devalüasyonla iktifa edilmeyeceğini, bunun muhtemel bir krizin önüne kesmek için yapıldığını, kriz hafiflemekle beraber eninde sonunda ileride belki daha da yüksek oranlı devalüasyon yapılabileceği izlenimini yaratırsanız, bu çok tehlikeli bir şey olur. O takdirde piyasa devalüasyonu absorbe eder. Çünkü spekülasyon motifleri uyarırsınız, döviz talebi patlar. Ve döviz talebinin patlaması, sizin telaffuz etmek istediğiniz devalüasyonun da üstüne çıkar.

KARAOŞMANOĞLU — Sayın Alkin, burada önemli bir tehlike unsuru var. Ben devalüasyon konusundaki analizinizi kabul ediyorum. Ancak, şöyle bir problemle de karşı karşıyayız. Gittikçe artan sayıdaki insan, «İç borçlarımız çok yükseldi. Devlet bunu nasıl ödeyecek?» kaygısı içinde. Bu kaygı iki şekilde ortaya çıkabilir. Birisi, sizin dediğiniz gibi devlet yeniden piyasaya borç almak için çıktığı zaman piyasa buna cevap vermeyebilir. İkincisi, devletin bir şekilde konsolidasyon yapaca-

ğın tehlikesi veya kaygısı ortaya çıkarsa, çok süratli bir şekilde Türk parası tutumunu döviz tutumuna döner. Böyle bir durumda Merkez Bankası'nın bugün yaptığı dar piyasadaki müdahalelerle döviz rayicini tutması olanakları birdenbire ortadan kalkabilir. Resmî bir devalüasyon olmasa dahi, yani hükümetin ilian edeceği bir rayiç değişmesi şeklinde değil, fakat serbest piyasada yabancı paraya o kadar büyük bir talep olabilir ki, Türk parasının değerinde çok kıssa zamanda büyük değişmeler görülebilir. Yani böyle bir tehlike var ve bu gelişme hiperenflasyona geçişin bir basamağı olabilir.

PAYA — Ciddi bir istikrar politikası nasıl bir görünüm alacak? Biraz da onu tartışmamız lazım. Hadi istikrar politikasının bir ayağını biliyoruz: Yapısal uyumlar. İkinci ayağı makro çerçeve içinde. O nasıl olacak? Yani bugün yaptığımız gibi «İşte istikrar politikası uyguluyoruz, daha yüksek bir reel faiz sürecine gireceğiz.» gibi bir uygulama devreye girdiğinde; artık çok açık görülüyor ki, Türkiye'de ikame etkilerinden ziyade gelir etkileri ön plana çıkıyor. Yani yüksek faiz politikasında, sıkı para politikasında gelir etkileri ikame etkilerini bastırıyor. Bastırdıkça tüketim artışları hızlanıyor.

ALKİN — Diyorsunuz ki, faizi kesinceğine milletin gelirini kes.

PAYA — Hayır. Buradaki çelişkiyi ortaya koyalım diyorum.

ALKİN — Milletün cebine para koyma. Tüketimi, harcamaları kısımaya çalış. Faizle falan oynama. İkinci planda bırak.

PAYA — Bir noktada mutabık ka-

lalım. Gelir etkileri ikame etkilerini bastırıyor mu? Bastırıyorsa, o zaman faiz politikası yetersiz kalıyor demektir. Uyarıyorum.

ALKİN — Bu durumda kamu harcamalarını kısmaktan başka çare yok.

SAĞLAM — Zaten dönüp dolaşıp gene kamu harcamalarından başlamak lazım.

PAYA — Kamu harcamalarının dancsini keseceksiniz? Zaten aslına bakarsanız bütçede önemli bir daralma var. Bakın, faizleri bir kenara bırakırsanız, bütçe fazlalık veriyor.

ALKİN — Ne yapacaksınız? Başka çıkış yolu yok.

herkesin kabul edebileceği bir özelleştirme süratle yapılsa, buradan sağlanan gelirler borç ana parasının ödenmesinde kullanılsa, mevcut kaynakların daha serbest hale getirilmesi yolunda ciddi bir adım atılmış olur; ayrıca, devletin yapısında önemli değişikliklere gidilmesi gerekmektedir; çünkü türkiye'de birçok kişi olmaması gereken yerde görev yapmaktadır

KARAOSMANOĞLU — Afederseniz, kesmiş gibi olmayayım, fakat bu söylediğiniz devlet yapısının bugünkü

şeklinden doğan güçlükler. Gerçi borç ödemeleri devamlı olarak yapılması gerekli bir şey ve vergi gelirlerinin büyük bir kısmını absorbe ediyor. Fakat herkesin rahatlıkla kabul edebileceği bir özelleştirme süratle yapılırsa, bu özelleştirmeden doğacak gelirler borç ana parasının ödenmesinde kullanılsa, o zaman kaynakların daha serbest bir hale getirilmesinde önemli bir adım atılmış olur. İkincisi, devlet yapısında önemli değişiklikler yapılması gerekli. Devlette istihdam edilenlerin sayısının azalmasına itiraz edenlerin, bu itirazlarının maliyetlerinin kendi ceplerinden çıktığını görmeleri lazım.

ALKİN — Maalesef göremiyorlar. Yahut da görmek istemiyorlar.

KARAOŞMANOĞLU — Ama kendi ceplerinden çıkıyor.

SAĞLAM — Sayın Karaoşmanoğlu, bütün sorun burada. Kim kimi finanse ediyor? Bu tabloyu, biz aydınlar olarak net bir şekilde halka söyleyemedik. Halk diyor ki; «Gök yüzünde bir devlet var, bana nasıl olsa verir.» «Devlet Baba bir yerlerden beslenir ve yer yüzündeki kullarına dağıtır.» diyor. Oysa devletin birisine bir şey verebilmesi için diğer kimselerden almak zorunda olduğunu halka anlatamadık.

KARAOŞMANOĞLU — Mesela geçen yıl çok enteresan bir şey oldu. Tabii felaketler olan iki bölgede sigorta primleri affedildi. Sigorta primlerinin affedilmesi demek, işverenlerin işçiden topladıkları parayı kendi ceplerine indirmeleri demek. Ayrıca, uzun vadede sosyal sigortalar düzeninin sarsılması demek. Eğer devlet bunlara «İşçinin verdiği primleri size bırakıyorum.» demek yerine onları sosyal sigortalara ödetsen ve imkânları var ise o miktarda-

ki parayı bütçeden doğal felaketlere uğramış olanlara dağıtsa, farklı bir politikaya başlamış olabilir. Fakat yaptığı şey, böyle olmuyor. Kimsenin faturanın kime çıkarıldığı göremeyeceği, anlayamayacağı bir şekilde hareket etmek ve karar vermek oluyor.

PAYA — Çok ilginç birkaç noktaya temas ettiniz. Bu arada özelleştirmeye değindiniz. İsterseniz bu konuda biraz yüksek sesle düşünelim. Özelleştirmenin ekonomik istikrara katkısı yüksek. Genel tempoya baktığımız zaman, önümüzdeki sene bir 5 milyar dolar kadar özelleştirme yapılırsa, bu fevkalade iyi bir performans olur. Bilmem bu konuda mutabık mıyız? Acaba 5 milyar doların üzerine çıkar mı? Diyelim 5 milyar dolarlık özelleştirme yapıldı. Biliyorsunuz, kamu kuruluşlarının çok büyük yükümlülükleri var. Mesela Telekom'un özelleştirilmesi önemli rakamları bize sağlayabilir ama, bu kuruluşun yatırımlarının kredi ile alındığını unutmamak lazım. Bu yükümlülükler % 40 dolayında ödemeyi gerekli kılıyor. 5 milyarın % 40'ı bir kere bu yükümlülüklere gidecek. Geriye kalan, bir kısmı zaten peşin ödeme şeklinde olmayacak. En azından iki senelik ödeme süresi olacak. Yani gelecek sene Bir milyar dolar kadar bir para özelleştirmeden borç ödemeye tahsis edilebilirse, bana göre bu müthiş bir performans olur. Bundan öte bir şey beklemek iyimser senaryoya girer.

Sayın Karaoşmanoğlu'nun değindiği konunun önemine katılıyorum. Bugün devlette büyük miktar para kaybı var. Zaten devlet harcamalarını aldığınız zaman, Türk devletinin yaptığı harcamalar artık büyük değil. Ne anlamda büyük değil? Şimdi görüyorsunuz gene bir sürü adam devlette geçici işçi niteli-

ğinde çalışıyor. Bu arada bir sürü iş de açık. Örneğin bugün birçok devlet kuruluşunda güvenlik elemanı yok. Diğer taraftan öğretmen açığı var. Yani Türk devletinin yaptığı bugünkü harcamalar fazla değil, fakat içinde uyumsuzluk var. Devletin bu harcama tutarında fazla bir tasarruf söz konusu olamaz. Ama bu toplamı daha etkin bir şekilde kullanabilirsiniz. Ayrıca, bakın devlet memurlarının ücretlerine, bunlar da son derece düşük.

ALKİN — Çarc yok, harcamayı bir yerden kısacak. Nereden kısacak?

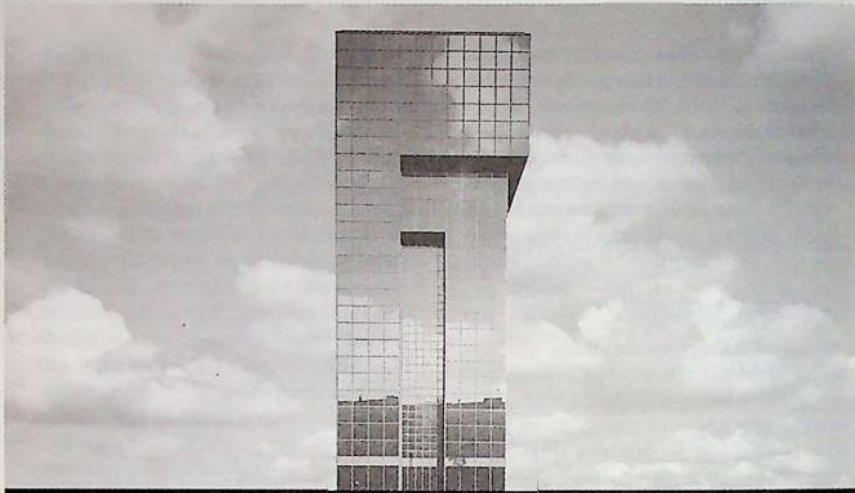
SAĞLAM — Türkiye Büyük Millet Meclisi bütçesi, son 100 milletvekili de devreye girdi biliyorsunuz, şimdi onlarla beraber, çok önemli bir kalem haline geldi. Danışmanları, lojmanları, arabaları, sağlık harcamaları ile en önemli harcama merkezi haline geldi. Biliyorsunuz son olarak Sümerbank'a bağlı Yıldız Porselen Fabrikası ile Herke Fabrikası da anlamsız olarak TBMM'ne bağlanarak özelleştirildi. Siyasi iradenin merkezi olarak Meclis'in; «Ben lojmanları satıyorum, milletvekili maaşlarında da artış yapmayacağım.» diye ortaya çıkması lazım. Böyle örnek uygulamalar yapırsa, Türk halkı her türlü acı reçeteyi kabul eder. Buyurun Sayın Karaosmanoğlu.

KARAOSMANOĞLU — Olmadık örnekler hatırıma geliyor. Müsaade ederseniz söyleyeyim. Bir süre önce Sayın Başbakan'ın evinin önünde geçerken 59 tane emniyet görevlisi saydım. Bu, kara tarafında. Deniz tarafında kaç tane vardı bilmiyorum. Bir kısmı kahvede kâğıt oynuyordu. Bir kısmı otomobillerin içinde idi. Bir kısmı da sokaklarda idi. Bu sayabildiklerim ya sivil veya resmi kıyafetle resmi arabalara binmiş olanlar ya da kahvede veya

ortada görülenlerdi. Tabii sivil kıyafetli olup sokakta yürüyenlerin hangilerinin emniyet görevlileri olduğunu bilmiyorum. Onun için hani emniyet görevlileri yok, devletin bazı kadroları boş derken, herkes Türkiye'de olmaması gereken yerde görev yapıyor. Olmaması lazım gelen işleri yapıyor. Memurlar büyük çoğunluğu ile parlamentoya gidiyorlar; polisyle, askeriyeye, bürokratıyla. İşçiler sokakta. Sanayi şirketlerinin, ticaret şirketlerinin başındakiler politikacıların peşinde. Politikacılar din adamlarının peşinde, tarikat liderlerinden oy alma peşinde. Tarikat liderleri veya din adamları din ile uğraşacaklarına siyasetin içinde. Herkes olmaması lazım gelen yerde görünüyor. Onun için devlet yapısının ve kurumsal yapının düzeltilmesiyle sağlanabilecek çok önemli tasarruflar olabileceğini düşünüyorum.

Bir de insanları gerekli olduğu yere koymakla kazanılacak bazı verim artışları olabilir. Öğretmen yoksa, öğretmenlik yapabilecekleri, öğretmenlik ile ilgili stajdan geçirdikten sonra oraya koyma olanağı yaratılabilir. Öğretmen okulları kapanmış Türkiye'de. Türkiye'nin ihtiyacının üstünde imam hatip okulları açılmış. Bunlar kamu politikasının bozukluklarını gösteriyor. Harcama yapısındaki bozuklukları bunlar meydana getiriyor. Bunun için hani yapısal tedbirler dediğimiz tedbirleri, stabilizasyonla ilgili tedbirlerin hemen yanında çok ciddi olarak düşünüp uygulamaya koymak lazım. Benim söyleyebileceklerim bu kadar.

SAĞLAM — Toplantıya katıldığınız için hepinize teşekkür ederim.



Bize güven veriyorsunuz!

Tütünbank, size güvendiğiniz hizmetler sunar.

Onun için Tütünbank'ın

hizmetlerini seçiyorsunuz.

Tütünbank'a güveniyorsunuz.

Hizmetlerimizin karşılığını

güveninizle alıyoruz. Tam 70 yıldır.

İşte, sizdeki bu güven duygusudur bizi

yücelten; bize güven veren.

Büyüten...



tütünbank

"İlkemiz, Güven Ve Dostluk"

Görüşler

Prof. Dr. HÜSNÜ KIZILYALLI

Türkiye Ekonomisinin Ana Sorunları

I — Dış Borç ve Kalkınma

DİŞ borçlanma ödemeler dengesi-ne ve tasarruf açığına katkısıyla ekonomik kalkınmayı hızlandırır. Demirel'in deyişiyle, borç yiğidin kamçası ise de, akılcıca kullanılmayan veya tüketime giden ve koşulları kötü olan dış borç, ulusun ve ülkenin başına büyük dert olur ve geri ödeme ancak kalkınmanın durması pahasına mümkün olur. Ağır dış borç ödemeleri veya gerekli dış krediyi temin edememe yüzünden Türkiye'nin gelişme hızı 1979, 1980, 1988, 1989, 1991 ve 1994'de % 1-2 düzeyinde veya negatif olmuştur. 1996 yılında girilecek ekonomik kriz çerçevesinde gelişme hızının 1994'deki gibi % -6 olması beklenir. Aldığı dış kredileri verimli yatırımlarda kullanmış bir ülke bu durumlara düşmez ve yaratılan ek gelir sayesinde dış borç servisini kalkınmasını aksatmadan rahatlıkla yapar. Türkiye'nin sözü edilen sıkıntılara düş-

müş olması, 1975'den sonra alınan dış kredileri iyi kullanmadığının işaretidir.

Dış kredilerin iyi veya kötü kullanıldığının bir ölçüsü, her bir milyar (M) dolar ek borcun GSMH'da ne kadar artış sağladığıdır. Türkiye 1984 (başı) ile 1991 (sonu) arasında 29.8 M dolar yeni dış borç almış (yılıda ortalama 3.7 M dolar) ve yıllık ortalama % 5.2 gelir artışı sağlamıştır. Bu suretle bu dönemde 1 M dolar ek dış borç GSMH'da % 1.4 artış sağlamıştır. Bu performans Çiller'le birlikte TÜSİAD için hazırlanan raporda yetersiz bulunmuş ve aşırı dış borçlanmaya dayandığı için mahzurlu görülmüştür (1). Nitekim 1981-83 döneminde dış borçdaki 1 M dolarlık artış GSMH'da % 10.9 artışa yolaçmıştır; 1960'lar bu açıdan çok başarılıdır. Buna karşın DYP-SHP hükümetleri döneminde

(1) Tansu Çiller ve Hüsnü Kızılyallı; «Dış Borçlar: Tahmin ve Analiz», TÜSİAD, İstanbul, Aralık 1987.

(1992-95) 23.3 M dolar ek dış borç alınmış ve yıllık ortalama % 2.9 gelişme hızı ile M dolar (D) başına GSMH'da % 0.5 artış sağlanmıştır. Bu hesaba 1996'yı da katma halinde (1996'da 1994'deki gibi GSMH'da en az % 6 düşüş kaçınılmazdır) dış borçta sıfır artış varsayımı altında bu oran % 0.2'ye düşer ve ortalama GSMH artışı % 1.1 olur. Ekonomik çöküntüden nisbi istikrara geçişi içeren 1979-83 döneminde bu oranın 1.9 olduğu nazara alınırsa, DYP-SHP koalisyonlarının ekonomik performanslarının zayıflığı ve dış kredilerin çarçur edildiği açıkça görülür.

1992-95 döneminde, Çiller'in iddialarının aksine hiçbir ekonomik denge yerinde değildir. Ortalama enflasyonun 1994 ve 95'de sırasıyla % 120 ve % 100'e ulaşarak Türkiye rekorları kırması, 1994'de 600 bin kişinin işten çıkarılmış olması ve IMF'e teslim olunması, bu savın kanıtlarıdır. Belirtelim ki, Çiller'le beraber hazırlanan raporda, ödemeler dengesine, verimli yatırımlara ve tasarruflara yapacağı olumlu etkiler nedeniyle, enflasyonu para arzını kısıtlayarak durdurmanın şart olduğu beyan edilmiştir (2).

Bugün çok öğrenülen döviz rezervlerinin büyüklüğü bile aldatıcıdır: 1995 Nisan'ındaki 20.9 M D'lik rezervin 13.7 M D'li kısa vade ile borçlanılmıştır; aynı tarihte döviz tevdiat hesapları toplamı 20.2 M D'dir. Görülüyor ki rezervler, kısa vadeli borç ve tahhütleri karşılamaktan uzaktır.

Dış kredi kullanımında rasyonel davranışın bir ölçüsü de sermaye/hâsıla (S/H) oranının büyüklüğüdür; küçük oran sermayenin yüksek gelir getiren alanlara yatırıldığını gösterir. 1960'larda 3 olan S/H oranı, 1980-91 döneminde 5.4 olmuş ve bu gelişme Çiller'le birlikte tarafımızdan ten-

kid edilmiş ve oranın 5'e indirilmesi önerilmişti (3). Buna karşın, 1992-95 döneminde bu oran 7.6 olmuştur; hesaplamaya gerçekçi 1996 tahminleri eklendiğinde S/H oranı olarak 18.6 olarak bulunur.

Sözünü edilen 1987 tarihli raporda, 10 M D'a yaklaşan kısa vadeli dış borcun Türkiye'nin yıllık dış ödeme gücünün çok üzerinde olduğu ve bunun her an sıkıntı yaratabileceği, gidişin her yıl 5-6 M D'lik yeni borç bulmayı gerektirdiği ve bu durumun ülkenin dış politikasına bağımlılık getirebileceği belirtilmiştir (4). 1990'larda durum çok daha kötüleşmiştir; kısa vadeli 13.7 M D'lik dış borç (Nisan 95) bir yana, 1994-2000 döneminde ülke her yıl 10 M D'in üstünde dış borç servisi yapmak durumundadır. Bu halin yola çıktığı ekonomik ve siyasal dış bağımlılık katmerleşmiştir.

Sözü edilen çalışmanın ödeme dengesi projeksiyonlarına göre, Türkiye'nin 1988-92 döneminde yılda 5 M D borçlanması gerektiği, bunun sürdürülmesinin imkânsız olduğu ve krize yolaçaacağı belirtilmiştir. 1980'ler Türkiye'sinin gerçekçi bir resmini çizdiği belirtilen Senaryo ix altında, S/H oranı 5 iken dış borç stokunun 1991 sonunda 49.6 M D ve 1995 sonunda 69.4 M D olacağı, ancak bu senaryonun aşırı dış borçluluğa yolaçağı için kabule şayan olmadığı beyan edilmiştir (5). Ancak, bu gerçekçi fakat kötü bulunan senaryo Çiller Hükümeti'nce aşılarak gerçekleştirilmiş-

(2) Çiller ve Kızılyallı; a.g.e., s. 5.

(3) Çiller ve Kızılyallı; a.g.e., s. 3.

(4) Çiller ve Kızılyallı; a.g.e., ss. 5, 37.

(5) Hüsnü Kızılyallı ve Tansu Çiller; «External Indebtedness of Turkey», TÜSİAD, İstanbul, Sept. 1987, ss. 27, 42, 44.

tır; nitekim, dış borçlar 1991 sonunda 50.5 M D ve 1995 ortasında 73.8 M D olmuştur.

Bütün bunlar gösteriyor ki, Çiller kendini meşhur eden TÜSIAD raporu-na attığı imzanın sorumluluğunu yüklenmemiştir. Bunun makul izahı şöyledir: Çiller ya inanmadığı bir raporu imzalamıştır veya yetkili kılınca politik çıkarları ulus/ülke çıkarları üstünde tutmuştur.

Osmanlı'nın Cumhuriyete devrettiği borçlara benzeyen, itfası hemen hemen imkânsız ağır dış borç sorununa basiretli çözüm, alacaklılarla müzakereye girip borç erteleme ve konsolidasyonuna gitmektir. Bu sayede hem yeni borçlanma olanakları artacak, hem de borcun maliyeti inecektir. Ancak, ANAP ve DYP/SHP hükümetleri bu yola gidecekleri yerde, ağır itfa taksitleri altında ulusu ve ekonomiyi ezmeyle yetmişlerdir.

II — Enflasyonla Mücadele ve Tahminler

1971'den beri enflasyon 2 rakamıdır, 1977'den itibaren % 30'un üstündedir; enflasyonun 1994'e kadar 3 rakamlı düzeye çıkmaması eşel-mobilin (indexation) yokluğunun ücret-fiyat spiralinin önlemesi sayesinde, yani işçi-memur-çiftçi sırtından olmuştur (bu ise gelir dağılımının dünya rekoru derecesinde bozulmasına sebep olmuştur); ayrıca, Türk ulusunun tehlike karşısında sosyal dayanıklılığı paniklerin zincirleme artışlara yol açmasını önlemiştir. İlâve olarak 1980'lerde başlayan dolarizasyon, yüksek enflasyonun hiperenflasyona dönüşmesini önlemiştir (6).

Phillips eğrisi yaklaşımının (enflasyonla istihdam yaratmak), enflasyon ve bütçe açıklarının yatırımları, tasarrufları, milli gelir ve istihdamı arttır-

mayıp, aksine azalttığı teorik ve pratik olarak daha önce gösterilmiştir (7). Bugün artık sağlam ekonomi, maliye (açıksız bütçe) ve para politikalarının sürdürülebilir gelişmenin (sustainable growth) temeli olduğu genel olarak kabul görmektedir.

Enflasyonu 3-5 yıllık istikrar paketleri ile durdurmaya çalışmanın bir aldatmaca olduğu, bu denemelerin Türkiye dahil hiçbir ülkede başarılı olmadığı; tek yolun en fazla 18 ay içinde enflasyonu % 3-5'e indirmek olduğu; bunun dünyada, Türkiye dahil, örneklerinin çok olduğu ve bunun maliyetinin Dornbusch-Fisher iddialarının aksine, tedrici yaklaşımdan daha düşük olduğu daha önce gösterilmiştir (8).

12 Aylık ortalama artışın toptan fiyatlarında (İTO) Haziran 1994'de % 85

(6) Bu konuda ayrıntı için bakınız: Hüsnü Kızılyallı; «Economics of Transition: A New Methodology for Transforming a Socialist Economy to Market-Led Economy, a Review of Market Reforms of the Countries in Transition and Prospects, and a Critique of the Current Macroeconomic Theories», Boğaziçi University, March 1994, ss. 69-70, 221, 301-302, XXI-XXII.

(7) H. Kızılyallı; a.g.e., ss. 412-701. Ayrıca bkz.: Hüsnü Kızılyallı; «An Appraisal of the Turkish Economic Policy and Performance during 1980s and Notes on Economic Development», Yapı Kredi Economic Review, April 1989, ss. 23-29. H. Kızılyallı; «Türkiye ekonomisindeki Gelişmelerin Parasal Faktörlerle Açıklanması», Boğaziçi Üniversitesi, 1978, ss. 151-165. H. Kızılyallı; «İktisadi Kalkınma, İktisadi İstikrar ve İktisatçı Üzerine», Türkiye Barolar Birliği'nin düzenlediği Ekonomi-Hukuk Kongresi'ne 29 Kasım 1975 günü sunulan Tebliğ, Sevinç Matbaası, Ankara 1975, ss. 11-14.

(8) H. Kızılyallı; (1994); ss. 472-76, 539-40, 219-20, 457-58, 668-69.

iken Haziran 95'de % 115 olması (9) ve tüketici fiyatlarındaki aylık artışın 95 Ekiminde % 8 (DİE) ve % 15 (İTO) olması, «enflasyonun belinin kırıldığı» savının ne kadar gayriciddi olduğunu gösterir; aksine daha etkileri ortaya çıkmamış seçim ekonomisi uygulamaları ve artık kontrolsüz büyüyen devlet borcunun muazzam itfa sorunu sonucu, enflasyonun 1995'in sonuna doğru ve 96'da hızlanacağı açıktır.

Burada dikkati çeken bir husus, 1994 istikrar paketinin ekonomik kalkınma amacını unutmakla kalmayıp, enflasyonu düşürmeyi de amaç edinmemesi ve dış ödemelerle borç itfasının düzenli yürümesini gözetmekle yetinmesidir. Enflasyonun 94'de % 150'ye çıkması ve 95'de % 100'de seyretmesi bu savın kanıtıdır. 1968-70 döneminde bir mensubu olarak, IMF'in 1960 ve 70'lerde Türkiye ve diğer ülkelerle yapılan «stand-by» anlaşmalarında enflasyonu durdurmanın amaç olduğunu bilen bir kişi olarak, bu yenilik dikkati çekicidir. Anlaşıyor ki IMF, 1980'den sonra yüksek enflasyonun Türkiye'de, Latin Amerika'sındaki gibi durdurulamayacağı gerçeğini nazara alarak, stand-by anlaşmalarında Türkiye'yi bir Latin Amerika ülkesi gibi işleme tabi tutmuş ve enflasyonun hiperenflasyona dönüşmemesi ve dış ödemelerin muntazam işleminin temini ile yetinmiştir.

Türkiye'deki enflasyon için 1949-74 dönemi bazında 1975'de elde edilen regresyon denklemlerinin (10) 1975-95 dönemi için de iyi tahminler verdiği, tahminlerin gerçekte ortalama % 3-5 farklılık gösterdiği (büyük politika değişiklikleri olan 1978, 1980, 1981, 1985 ve 1994 yılları hariç farkın % 10'u geçmediği) ve bu yıllarda da değişimin yönünü doğru olarak bil-

dirdiği «Tablo 1»de görülmektedir. Denklem (8.2)'de cari ve bir önceki yıl para arzı (M2), bir önceki yıl enflasyon yüzdesi ve cari yıl GSMH artış oranı açıklayıcı değişkenlerdir; denklem (11.2)'de bu değişkenlere dolar kurundaki değişme ilâve edilmiştir. Bu denklemlerin 1995 için % 110 ve 1996 için % 125 enflasyon tahminleri Türkiye'nin 1994 ve 95'de para arzındaki artışlar nedeniyle 3 rakamlı enflasyon sürecine girdiğini göstermektedir. Bu çerçevede 1980 yılında % 110 ile kırılan enflasyon rekoru, 1994'de aşılarak % 125'le yeni bir rekor tesis edilmiştir.

1980'lerde ekonomi 1960'lara kıyasla iyi idare edilmemiştir; ancak, 1990'larda Demirel-Çiller döneminde ekonomik çok kötü idare edilmiştir.

III — Devalüasyon ve Enflasyon

Devalüasyonun hemen enflasyona ve üretim azalmasına yolaçağı genellikle ileri sürülür. Halbuki büyük nisbetli bir devalüasyon bile, kısıtlayıcı mali ve parasal önlemler önceden alındığı ve istikrar paketi inandırıcı (credible) bulunduğu takdirde doğrudan enflasyona yolaçmaz. Nitekim Türkiye'de 1946 Eylül devalüasyonu (% 35 nisbetinde), 1946'da geçirme endeksinde sadece % 4.3 artış ve GSMH'da % 32 artış ve 1947'de ise geçirme endeksinde % 6.6 artış ve GSMH'da % 4.2 artışla sonuçlanmıştır (11). Gerekli mali ve parasal önlemler alınmadan yapılan büyük nisbetli devalüasyonların enflasyona ve hatta uygulamadaki veya plan/istikrar paketindeki yanlışlar ve beceriksizlikler

(9) Devlet Planlama Teşkilatı (DPT); «Temel Ekonomik Göstergeler», Temmuz 1995, s. 107.

(10) H. Kızılyalı (1978); ss. 111, 113.

(11) H. Kızılyalı; (1994); ss. 668-69.

nedeniyle milli gelirden düşüşe yolaçması kaçınılmaz olabilir. Örneğin, 5 Nisan 1994 Kararları ve paketinin 94'de GSMH'yı % 6 azaltması gibi...

Türk ekonomisinin 1949-74 dönemi için elde edilen (12) ve 1975-95 dönemi için de iyi tahminler veren iki regresyon denkleminin analizi, devlasyonun enflasyon üzerine etkisinin önemsiz olduğunu göstermiştir. Döviz kurunu ihtiva etmeyen denklemin (8.2), diğer denklem (11.2) kadar iyi tahminler vermesi devlasyonun enflasyon üzerine etkisinin önemli olmadığını işaretidir. Regrasyona döviz kurunun açıklayıcı değişken olarak ilâvesi korelasyon katsayısını yük-

selmişse de döviz kurunun katsayısı % 95 ihtimalle anlamlı değildir (13). Döviz kuru değişikliklerinin büyük nisbetlerde yapılarak ekonomide şoklar yarattığı 1949-74 döneminde bile fiyatlar üzerindeki etkinin % 95 ihtimalle tesbit edilmemiş olması, 1980'lerden itibaren küçük nisbetli sık devlasyonların fiyatlar üzerine etkisinin minimal veya sıfır olduğunu gösterir.

(12) H. Kızılyallı; «Türkiye Ekonomisindeki Gelişmelerin Parasal Faktörlerle Açıklanması: 1946-1974», Boğaziçi Üniversitesi, 1978, ss. 111 ve 113'de (8.2) ve (11.2) sayılı denklemler.

(13) H. Kızılyallı; a.g.e., s. 113.

TABLO 1
Enflasyon Tahminleri: 1970-1996 (Yüzde Olarak)

Yıl	Gerçekleşen Enflasyon (*)	Denklem: 8.2 Tahmini	Denklem: 11.2 Tahmini
1970	6.7	11.3	12.5
1971	15.9	11.7	14.9
1972	18.0	12.6	10.0
1973	20.5	21.4	19.3
1974	29.9	24.6	22.2
1975	20.1	24.6	22.1
1976	15.3	18.7	18.2
1977	28.4	23.5	23.4
1978	49.5	33.7	35.3
1979	56.5	49.6	48.2
1980	116.6	64.5	76.3
1981	35.9	63.7	58.4
1982	27.1	34.2	36.5
1983	30.9	36.7	38.9
1984	48.5	25.2	30.2
1985	50.4	32.4	32.8
1986	37.0	44.1	42.7
1987	39.6	48.0	47.6
1988	70.5	44.9	49.5
1989	64.0	59.7	58.8
1990	52.3	54.1	50.2
1991	55.3	56.3	58.7
1992	62.1	54.7	65.4
1993	58.4	55.9	57.3
1994	120.7	93.3	109.0
1995	114.0 (**)	114.0	109.0
1996	-	125.0	128.0

(*) 1970-1987 dönemi için Ankara Geçinme Endeksi, 1988-1994 dönemi için DIE Toptan Eşya Fiyatları Endeksi esas alınmıştır; yıllık ortalama.

(**) 1995 Haziran itibarıyla son 12 aylık ortalama enflasyon.

Sözü geçen eserde yapılan diğer araştırmalar da Türkiye'deki fiyat artışlarını ücret ve döviz kuru artışları ile açıklama olanağının bulunmadığını ve enflasyonun nedeninin parasal olduğunu göstermiştir (14).

Pratikte (empirically) ortaya çıkan bu vakıyı, teorik olarak da açıklamak mümkündür. Türkiye gibi yüksek enflasyon ekonomilerinde, enflasyonun nedeni aşırı parasal genişleme ve aşırı tüketimden kaynaklanan toplam talepteki fazlalıktır. Devalüasyonu takiben satıcı maliyet ve fiyatları artma eğilimine girse de, ekonomide nakit kıtlığı varsa fiyatlar artmaz; buna karşın likidite bolluğu varsa (monetary accommodation) ve toplam talepte fazlalık varsa fiyat artışı gerçekleşebilir; bu halde para bolluğu enflasyonu onaylayan (validation) faktördür.

Gözönünde tutulması gereken bir husus da, nasıl fiyat artışı bir yandan talep fazlalığını elimine ederek ve diğer yandan reel para arzını düşürerek enflasyonun durmasına (yeni talep/para genişlemesi olmadıkça) yola çarsa, dış ödemeler için döviz satın alınması da para stokunu aynı miktarda yokederek enflasyonu önlemeye katkıda bulunur; bu parayı yokediş tabiatıyla devalüasyon oranında artar. Bu gerçekler gözönünde tutulduğunda, Türkiye'de 1980'lerde ve şimdi 1995'de uygulandığı üzere döviz kurunu düşük tutarak, onu nominal çapa (anchor) olarak kullanarak, enflasyonu düşürme politikasının anlamsızlığı görülür. Döviz çapası, her şeyin değişken (seyyal) olduğu, ücret vb. için eşel - mobilin (indexation) uygulandığı, vergi sistemi diye bir şeyin fiilen olmadığı, kronik yüksek enflasyonun süregeldiği, devamlı 3-5 yıllık istikrar paketleri ile oyalanan Latin Amerika ülkeleri için icat edilmiş bir saçmalıklardan ibarettir.

Gerçekçi olmayan bir kuru (overvaluation) enflasyonu düşürmek amacıyla sürdürmek, fuzulen ithalatı ve dış borçları arttırmak, milli ekonomiyi haksız olarak dış dünya rekabeti altında ezdirmekten başka bir sonuç vermez. Sonunda ertelenen devalüasyon çok büyük nisbette yapılmaz enflasyon azar ve ekonomi krize girer.

Türkiye'de 1980'lerde negatif ithal ikamesi vakıyası tesbit edilmiş ve Çiller ve tarafımızca selektif bir ithal ikamesi politikası önerilmiştir (15). Sanayinin beşiği İngiltere'de bile 1980'lerde yüksek faiz ve kur (overvalued) politikasının ihracatın rekabet gücünü yokettiği ve sanayisizleşme (de-industrialization) süreci başlattığı ileri sürülmüştür (16). Türkiye'de ise kapalı ekonomi döneminin devalüasyonları geciktirme alışkanlığı ve gerçekçi olmayan döviz kurları 1980'lerden sonra açık ekonomi döneminde haksız rekabet yaratarak sanayi ve tarımı tahrip etmiştir. Yanlış kurun ihracat endüstrileri üzerindeki etkisi ihracat teşvikleri ile önlenmeye çalışılırken, ithal ikame endüstrileri haksız rekabet altında ezdirilmişlerdir. Bu haksız düzen 1990'larda da sürdürülmüştür. Dolar kurunu suni olarak düşük tutmak için Merkez Bankası milyarlarca doları serbest döviz piyasasına müdahalede sarfetmiştir. 1994 ve 95'de Çiller Hükümetlerinin aşırı iç borçlanmasından doğan rant ekonomisi en kârlı yatırımı devlet bonusu/tahvil kılarak sanayie ek bir darbe vurmuştur.

1995'de ertelenen kur ayarlamaları, 1996'da yeni bir şok devalüasyonun nedeni olacaktır.

(14) H. Kızılyallı; a.g.e., s. 114-116.

(15) T. Çiller ve H. Kızılyallı (Aralık 1987); ss. 53, 4.

(16) H. Kızılyallı (1994); s. 571.

Müşterilerimiz için çok sıradan bir haber.

ISO
9001



Alman Denetim ve Belgelendirme Kuruluşu TÜV-SÜDWEST, Bankamızın Kalite Yönetim Sistemi'ni denetledi, onayladı ve Garanti'ye ISO 9001 Kalite Sistem Belgesi'ni verdi. Böylece, Garanti'nin bir dünya bankası olduğu, başka bir tarafsız göz tarafından daha kabul edildi. ISO 9001, Uluslararası Standartlar Organizasyonu ISO'nun 9000 serisi içinde yer alan en kapsamlı belge. Bu belgeyi alabilmek için bir bankanın, müşteri

ihtiyaç ve beklentileri doğrultusunda "doğru ürünler tasarlaması, geliştirmesi, bu ürünleri hizmete dönüştürmesi, sunması, satış sonrası doğru hizmeti sağlaması ve bu hizmetlerin kalitesini sürekli geliştirmesi ve denetlemesi" şart. Üstelik Garanti, bu belgeyi sadece bireysel, sadece kurumsal veya sadece ticari değil, tüm bankacılık alanlarında alan çok şubeli özel tek Türk bankası...

Siz de, bu belgeyi almasına hiç şaşırmadığınızı bir bankanız olsun istemez miydiniz?



Derim

by

ordenim®



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

Cumhuriyet Caddesi No: 255 Kat 5, 80230 Harbiye - İstanbul
Tel: (0212) 296 28 08 (9 hat), Fax: (0212) 296 28 02

Fabrika: P.K. 31 Kayseri, Tel: (0352) 336 26 80, Telex: 49540, Fax: (0352) 336 26 85

Sermaye Piyasası

Doç. Dr. MEHMET BOLAK

Istanbul Teknik Üniversitesi İşletme Fakültesi Öğretim Üyesi

Politikacılarımız Umutsuzluğu Arttırıyor

KASIM ayı Türkiye'de yine politik olayların ön planda olduğu ve piyasaları etkilediği bir ay olmuştur. Ay boyunca, seçimin 24 Aralık'ta yapılıp yapılamayacağı konusu gündemi işgal etmiş, Anayasa Mahkemesi'nin iptal başvurusu hakkındaki kararı beklenmiştir. Mahkemeden Türkiye milletvekilliğinin ve bölge barajlarının iptali, bununla birlikte seçimin yine de 24 Aralık'ta yapılabileceği doğrultusunda karar çıkınca sisler dağılmaya başlamış, ancak ardından yeni karşılıklar ortaya çıkmıştır. Cumhurbaşkanı Süleyman Demirel'in, hükümetin ısrarla oluşturmaya çalıştığı bölge barajlarını haklı olarak yeniden Anayasa Mahkemesi'ne göndermesi yanında, aday listelerinin açıklanmasından sonra listedeki yerlerini beğenmeyen milletvekillerinin seçim yasasının iptali için meclisi olağanüstü toplantıya çağırma girişimleri ortaya çıkmıştır. Anayasa Mahkemesi, % 10'luk bölge barajları hakkındaki yasayı yeniden iptal ederek bu konuya açıklık kazandırırken, diğer konunun çözümü 4 Aralık Pazartesi günü olağanüstü toplanacak olan meclisin iradesine kalmıştır. Aday listelerinde umdukları yeri bulamayanların seçim yasasını iptal ettirerek hiç değilse bir süre daha milletvekili kalabilmek amacıyla sürdürdükleri girişimin en azından siyasi ahlak açısından yakışsız görünmesinin yanısıra, artık seçim havasına tamamiyle girilmiş olan bir ülkede, sık sık seçim olup olmayacağına ilişkin yeni belirsizliklerin gündeme getirilmesi, her alanda ve özellikle ekonomik alanda büyük çalkantılar yaratmaktadır.

Nitekim bu belirsizlik ortamında bir yandan faiz oranları tırmanışa geçerken, dövize olan talep de dolar ve mark fiyatlarının ay içinde hızla yükselmesine yol açmıştır. Aslında, Gümrük Birliği'ne girmesi beklenen Türkiye'de enflasyona göre düşük kalmış olan döviz kurlarının daha da yükselerek gerçek seviyelerine ulaş-

ması doğal olacaktır. Döviz ve faiz gibi iki ezeli rakibi cazibelerini arttırırken borsa da normal olarak düşüş eğilimine girmiştir. Seçim sonuçları ortaya çıkıp da umut verici bir hava oluşmaya başlayınca kadar da borsanın tatsız havasının devam edeceği beklenmektedir. Bu arada Gümrük Birliği'nin olumlu etkisiyle, tekstil sektöründeki şirketlerin hisselerinin prim yapması söz konusu olabilecektir.

Ay içinde politik atmosferin etkisiyle düşüşe geçen borsada, başka gelişmeler de yaşanmıştır. Bazı bilgilerin borsaya zamanında ulaştırılmadığı gerekçesiyle Aktaş Elektrik geçici olarak Bölgesel Pazar'a alınırken, Çukurova Elektrik'te şirket anasözleşme hükümlerine aykırı faaliyetlerde bulunulmasından ötürü Enerji Bakanlığı Çukurova Elektrik'in işletmelerine el koyma kararı almış, SPK da şirketin yönetim kurulunu değiştirmiştir. Bu olayın üzerine borsada Çukurova Elektrik ve Kepez Elektrik hisselerinin işlemleri durdurulmuştur. Uzanlar grubu ve Sermaye Piyasası Kurulu, konu hakkında karşılıklı olarak birbirini suçlar ve iddialar dolaylı olarak başbakan Tansu Çiller ve eşi Özer Çiller'e kadar uzanırken, son zamanların işlem hacmi ve spekülatif hareketleri yüksek üç hissesinin ulusal pazardaki işlemlerinin durdurulmuş olması, hem işlem hacminin son derece daralmasına yol



KEMAL KURDAŞ

EKONOMİK POLİTİKA ÜZERİNE

İncelemeler-Yorumlar

«Öyle görünmektedir ki, fırsatçı popülist politikacı takımı, dışarda ve içerde borçlanıp günü gün etmek olanağı mevcut olduğu sürece, ekonomik politikada kendiliklerinden hiç bir zaman bilimsel ve ciddi politika ve tedbirlere başvurmayacaklardır. Böyle bir tutuma girmeyeceklerdir. Oysa devlet gemisi, fırtınalı bir denizde kayalıklara doğru hızla sürüklenmektedir.»

Fiyatı 400.000 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

açmış, hem de düşmek için bahane arayan borsada düşüşleri hızlandırmıştır. Çukurova Elektrik ve Kepez Elektrik işlemlerinin yeniden başlatılmasının ardından her iki hissenin de günler boyunca tavan fiyatlardan işlem görmesi yeni bir spekülasyon olarak gözlenmiştir.

Borsanın geleceğini etkileyecek bir önemli konu da, şirketlerin kâr payı dağıtımları ile ilgili kanunda değişiklik, önerisi olmuştur. Bilindiği gibi, halka açık anonim ortaklıklar dağıtılabilir net dönem kârlarının en az % 50'sini ortaklarına kâr payı olarak dağıtmak yükümlülüğü altındadırlar. Bu yükümlülüğün otofinansman olanaklarını azalttığı gerekçesiyle, anonim ortaklıkları kâr payı dağıtımında tamamen serbest bırakacak bir yasa hazırlanmıştır. Böyle bir kararın anonim ortaklıkların işine yarasa da yıllardır zaten doğru dürüst kâr payı geliri elde edemeyen, elde ettikleri kâr paylarını da rüçhan hakkı olarak şirketlere geri veren küçük tasarruf sahiplerini mağdur ederek borsadan soğutacağı ve hisse senetlerinde kâr payı - fiyat ilişkisini tamamen ortadan kaldırarak spekülasyon kazançlarını muteber hale getireceği kuşkusuzdur.

Tüm bu gelişmelerin ardından, 30 Kasım Perşembe günü kapanış fiyatları itibariyle İMKB İndeksi Ekim ayı sonuna göre % 17.04 oranında geriler ve 39.113,64 puana inerken, yine aynı güne ait kapanış fiyatları itibariyle Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi İndeksi de 96.196,98'e düşmüş, % 15.91 oranında gerilemiştir. Dergi indeksi kapsamındaki 40 hisseden 2'si değer kazanır, birinin fiyatı aynı kalırken, 37 hisse ay içinde değer kaybetmiştir. Ayın en iyi performans gösteren ve en çok değer kaybeden hisseleri Tablo 1 ve Tablo 2'de listelenmiştir.

TABLO 1
Kasım Ayının En İyi Hisseleri (%)

Şirket	Dergi İndeksindeki	Şirket	Değer
Çukurova Elek.	72.84	Kepez Elek.	10.71
Akçimento	45.45	Esbank	4.13
Çelik Halat	0	Akbank	3.92
		Metaş	1.07
		Alarko Hol.	0

TABLO 2
Kasım Ayının En Kötü Hisseleri (%)

Şirket	Dergi İndeksindeki	Şirket	Değer
Arçelik	- 37.21	Denizli Cam	- 40.01
Marshall	- 33.93	Anadolu Sig.	- 39.77
Yasaş	- 27.66	Net Turizm	- 35.21
Siemens	- 26.98	Finans F.K.	- 34.82
Hektaş	- 26.67	T.H.Y.	- 34.67
Teletaş	- 26.53	Mardin Çim.	- 33.60
Petrol Ofisi	- 25.71	Emek Sig.	- 32.35
Kav	- 25.00	Doğan Hol.	- 32.14

Sermaye Artırımları

Yılın sonuna yaklaşmış olmamıza rağmen Kasım ayında sermaye artırımları devam etmiş, Tablo 3'de verilen 9 şirket sermaye artırımını gerçekleştirmiştir. Bu artırımlarda bedelsiz dağıtımların ağırlık taşıdığı dikkat çekmektedir. Yıl sonuna kadar sermayeye eklenmedikleri takdirde vergiye tabi olacak bazı kalemlerin bir an önce bedelsiz artırım yoluyla sermayeye eklenmesi çabaları bu durumu ortaya çıkarmıştır. Benzer artırımların Aralık ayında da devam etmesi beklenmektedir.

TABLO 3
Kasım Ayında Sermaye Artırımları
(Milyon TL)

Şirket	Eski Ser.	Bedelli	%	Bedelsiz	%	Yeni Ser.
Aktif Fin.	135.000	-	-	54.000	40.00	189.000
Aslan Çim.	107.079	-	-	214.205	200.04	321.284
Borova	30.000	-	-	15.000	50.00	45.000
Denizli Cam	11.500	92.000	800.00	36.500	317.39	140.000
Esbank	2.700.000	2.830.000	104.81	470.000	17.41	6.000.000
Gorbon	6.000	10.500	175.00	1.500	25.00	18.000
İktisat Fin.	100.000	100.000	100.00	-	-	200.000
Net Turizm	78.800	-	-	197.000	250.00	275.800
T. Kalkınma B.	5.000.000	5.000.000	100.00	-	-	10.000.000

Tablo 4'de de Kasım ayında Sermaye Piyasası Kurulu tarafından onaylanmış olan kayıtlı sermaye tavanı artırımları yer almaktadır. Tabloda yer alan şirketlerden Birlik Tütün ve Frigo Pak'ta kayıtlı sermaye sistemine yeni geçilmiştir.

TABLO 4
Kasım Ayında Kayıtlı Sermaye Tavanı Artırımları
(Milyon TL)

Şirket	Eski Kay. Ser. Tav.	Yeni Kay. Ser. Tav.
Ardem	480.000	3.000.000
Birlik Tütün	0	300.000
Ege Seramik	360.000	1.800.000
Emsan Pas. Çel.	100.000	750.000
Frigo Pak	0	300.000
Peg Profile	1.000.000	4.000.000
Tat Konserve	450.000	4.500.000

Bilanço Verileri

Dokuz aylık mali tablo verilerine ilişkin bazı değerlendirmelere bu ay da devam edilmiştir. Tablo 5'de, şirketlerin likidite borçluluk oranlarına yer verilmiştir. Tablonun ilk sütununda yer alan Cari Oran (CARI) değerleri, dönen varlıkların kısa vadeli borçlara oranlanmasıyla elde edilmiştir. Aşırı yüksek değerlere sahip At

TABLO 5
Likidite ve Borçluluk Oranları

ŞİRKET	CARİ	BORÇ	ŞİRKET	CARİ	BORÇ
AKAL TEKS	1.65	56.30	KARTONSAN	5.11	15.90
AKÇİMENTO	1.38	45.80	KAV	1.51	42.20
AKSA	1.72	51.80	KEPEZ ELEK	1.64	82.80
AKSU	3.46	30.70	KEREVİTAŞ	1.34	57.80
AKTAŞ ELEK.	1.53	79.90	KOÇ HOL.	2.65	14.20
AKTİF FIN.	1.47	82.80	KOÇ YAT.	0.95	7.50
ALARKO HOL.	6.05	13.00	KONYA ÇİM	2.71	25.40
ALARKO SAN.	1.89	51.60	KORDSA	2.39	37.50
ALTINYILDIZ	1.74	55.20	KÜTAHYA P.	3.45	24.50
ANADOLU C.	1.32	53.00	MAKİNA T.	2.53	37.70
ANADOLU SİG.	3.85	74.90	MARDİN ÇİM.	2.13	29.80
ARÇELİK.	1.76	58.20	MARET	1.74	32.50
ASELSAN	2.01	59.50	MARSHALL	1.73	35.90
ATLAS Y.O.	151.78	0.70	METAŞ	1.61	39.50
AYGAZ	4.14	45.10	MİGROS	1.07	73.60
İBAĞFAŞ	1.42	56.70	MİLLİYET	1.19	53.80
İBOLU ÇİM.	2.78	19.40	NETAŞ	2.65	38.90
İBORUSAN	1.54	57.40	NET HOLD.	17.40	2.50
İBRİSA	2.16	30.60	NET TURİZM	0.90	77.90
İBURSA ÇİM.	3.22	21.30	NIĞDE ÇİM.	3.03	35.00
İÇELİK HAL.	1.61	47.00	OLMUKSA	2.89	29.20
İÇİMENTAŞ	2.14	27.50	OTOSAN	2.13	41.70
İÇİMSA	1.99	35.50	PETKİM	2.82	20.50
İÇUKUROVA	0.56	85.80	PETROL OF.	1.85	56.40
İDARDANEL	1.25	67.30	PINAR ET	1.32	47.20
İDENİZLİ C.	1.81	53.80	PINAR SÜT	1.50	70.40
İDEVA HOL.	2.84	33.40	RAKS ELEKTR.	1.82	50.50
İDÖKTAŞ	1.54	52.10	SABAH YAY.	2.85	33.60
İECZ. İLAÇ	1.58	42.50	SARKUYSAN	2.34	34.40
İECZ. YAT.	2.52	4.20	SİFAŞ	1.24	71.50
İEGE BİRA	0.91	34.20	TAT KONS.	1.42	61.10
İEGE GÜBRE	1.62	49.40	TELETAŞ	1.28	59.70
İEGE SERAMİK	1.43	65.20	TİRE KUTSAN	3.26	25.10
İEGEPLAST	1.40	64.40	TOF. OTO. FAB.	2.00	42.80
İEMEK SİG.	2.52	41.70	TOF. OTO TİC.	1.03	93.20
İEMSAN 5*	1.12	88.20	TRAKYA CAM	2.12	26.00
İERC. BİRA	3.66	23.80	TRANSTÜRK H.	1.07	57.40
İERDEMİR	1.91	63.40	TURÇAS	2.41	20.90
İFİNANKS F.K.	0.54	71.60	TÜPRAŞ	0.87	76.40
İGENTAŞ	1.73	34.80	T.D.DÖKÜM	1.52	56.10
İGLOBAL YAT.	144.64	0.70	T.H.Y.	VERİ.Y.	VERİ.Y.
İGOODYEAR	1.76	54.80	T.SİEMENS	2.30	46.20
İGÜBRE FAB.	1.00	56.20	T. ŞİŞE CAM	1.71	14.90
İGÜNEY BİRA	1.96	32.20	T.TUBORG	1.33	45.60
İHEKTAŞ	2.18	33.40	USAŞ	1.85	54.90
İİHLAS HOL.	1.06	86.30	UŞAK SER.	1.60	50.40
İİKT. FINAN.	1.07	96.10	ÜNYE ÇİM.	1.87	39.70
İİNTEMA	1.73	51.00	VESTEL	1.11	77.80
İİZMİR D.Ç.	1.31	34.60	YASAŞ	1.25	53.30
İİZOCAM	2.13	49.50	YÜNSA	1.56	57.00
			ORTALAMA	1.94	46.50

las Yatırım ile Global Yatırım ve yine bir hayli yüksek değere sahip Net Holding hariç tutulduğunda, CARİ ortalaması 1.94 olarak hesaplanmaktadır. Bu değer oldukça iyi bir likiditeye işaret etmektedir. Yatırım ortaklıkları ve holdinglerde yüksek likiditeye rastlanması normal karşılanmalıdır. Bununla birlikte Net Holding haricinde diğer holdinglerde dikkati çekecek düzeyde yüksek bir likidite görülmemektedir. Sanayi şirketleri arasından en iyi Cari Oran değerine sahip şirketler, Kartonsan (5.11), Aygaz (4.14), Erciyas Bira (3.66), Kütahya Porselen (3.45), Tire Kutsan (3.26), Bursa Çimento (3.22) ve Niğde Çimento (3.03) şeklinde sıralanmaktadır. CARİ değeri 1'in altında kalan Finans Finansal Kiralama (0.54), Çukurova Elektrik (0.56), Tüpraş (0.87), Net Turizm (0.90), Ege Bira (0.91) ve Koç Yatırım'ın (0.95) likidite sorunu içinde olduklarını söylemek mümkündür.

Tablo 5'in 2. sütununda, şirketlerin Toplam Borç/Toplam Varlık (BORÇ) değerlerine yer verilmiştir. Tablodaki 99 şirket için hesaplanan basit aritmetik ortalama BORÇ değeri % 46.50 olmuştur. Bu değerinde oldukça makul olduğunu belirtmekte yarar vardır. BORÇ değeri % 10'un altında kalan 5 şirket, Atlas Yatırım (% 0.70), Global Yatırım (% 0.70), Net Holding (% 2.50), Eczacıbaşı Yatırım (% 4.20) ve Koç Yatırım (% 7.50), görüldüğü gibi yatırım veya holding şirketleridir. Şişe Cam'ın da holding niteliğinin ağır bastığı dikkate alınacak olursa, sanayi şirketleri arasında en düşük borçluluğa sahip şirketler; Kartonsan (% 15.90), Bolu Çimento (% 19.40), Petkim (% 20.50), Turcas (% 20.90), Bursa Çimento (% 21.30), Erciyas Bira (% 23.80) ve Çimentaş (% 27.50) şeklinde sıralanmaktadır. Öte yandan, % 60'ın üzerinde BORÇ değerine sahip şirketlerin yüksek finansal risk taşıdıklarını, özellikle % 75'in üzerinde borca sahip Aktaş Elektrik, Aktif Finans, Çukurova Elektrik, Emsan Beşyıldız, İhlas Holding, İktisat Finansal, Kepez Elektrik, Net Turizm, Tofaş Oto Ticaret, Tüpraş ve Vestel'in ciddi sorunlarla karşılaşabileceklerini söylemek yanlış olmayacaktır.



◆ Arkadaşlarınızı kaçırmamanın tek yolu şudur: Ne borç alacaksınız, ne de borç vereceksiniz.

Paul De Kock

◆ Bazı kitaplar tat almak, bazı kitaplar yutmak, bazı kitaplar da çiğneyip sindirmek içindir.

Bacon

◆ Bir dilencinin yoksulluğundan olduğu kadar, bir sarayın zenginliğinden de uzak durmalısınız.

Horatius

◆ Bir gerçeği savunurken, ona önce kendimiz inanmalıyız; sonra da başkalarını inandırmaya çalışmalıyız.

Hz. Ali

Tablo 6'da yer alan rakamlar ise şirketlerin kârlılık durumları ile ilişkilidir. Tablonun ilk sütununda, 9 aylık kârlara göre hisse başına düşen kâr (HBK) rakamları verilmiştir. Tabloda yer alan şirketler arasında yılın ilk 9 ayında zarar edenlerin sayısı sadece 3 olup, hisse başına en yüksek zarar Emsan Beşyıldız'da gözlenmiştir. HBK rakamının 10.000 liranın üzerine çıktığı 3 şirket ise Aktaş Elektrik, Usaş ve Denizli Cam olmuşlardır. Bu 3 şirketin dışında, 2500 liranın üzerinde HBK'a sahip Petkim (5485.88 TL), Net Turizm (3954.70 TL), Bursa Çimento (2987.19 TL), Çimentaş (2972.58 TL), Kartonsan (2784.92 TL) ve Çimsa (2658.00 TL) ortaklarına en fazla kâr sağlayan diğer şirketlerdir. Elde edilen HBK ile piyasa fiyatı arasındaki ilişkiyi yansıtan Fiyat/Kazanç (FK) oranları da tablonun ikinci sütununda verilmiştir. FK değerlerinin hesaplanmasında 27 Ekim tarihli kapanış fiyatlarından yararlanılmış, HBK'ların hesabında da yine aynı tarihli ödenmiş sermaye tutarları esas alınmıştır. 100'ün üzerinde FK değerine sahip Metaş ve Transtürk Holding hariç tutulduğunda tablodaki şirketler için hesaplanan aritmetik ortalama FK değeri 14.27 olmuştur. Bu ortalama, fiyatların makul düzeyde bulunduğu bir göstergesidir. Bilindiği gibi, zararda olmamak koşuluyla, düşük FK değerine sahip hisseler, değeri artma potansiyeli taşıyan hisseleri temsil etmektedir. Bu açıdan FK değeri 7'nin altında kalmış olan Global Y.O. (1.88), Atlas Y.O. (2.10), Aktif Finans (4.36), Erdemir (4.58), Finans F.K. (4.61), Emek Sigorta (5.04), İktisat Finansal (6.14), Ünye Çimento (6.28), Ege Plast (6.58), Tire Kutsan (6.63), Gentaş (6.89) ve Kartonsan (6.91) en cazip hisseler görünümündedir. Bu hisselerin çoğunun mali kesimden olmaları dikkat çekmektedir. Tabloda yer almayan bankaların da düşük FK değerine sahip oldukları bilinmektedir.

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

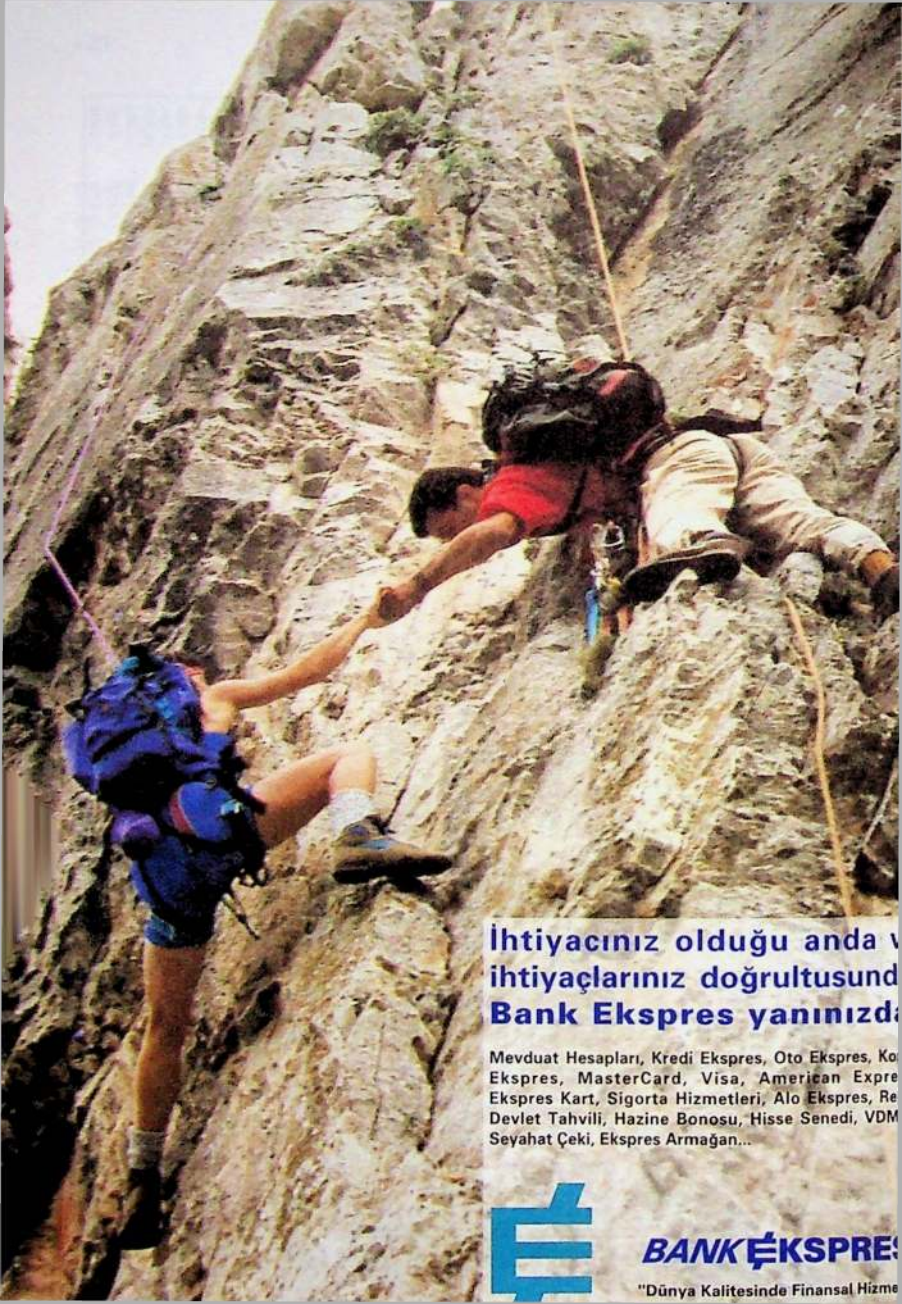
Aylar	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Ocak	493.05	1711.69	714.75	6793.38	8224.39	12953.90	10382.15	46499.72	66641.02
Şubat	658.37	1465.45	822.11	7402.13	10950.59	9572.27	14056.56	43685.74	72135.19
Marl	619.21	1351.48	923.62	6957.24	9793.56	11006.98	13455.69	36336.97	94874.84
Nisan	613.09	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	116528.07
Temmuz	1709.16	927.28	1554.78	10664.47	7533.47	11754.44	24501.68	59216.98	128087.60
Ağustos	2290.94	816.29	1716.64	10166.14	7950.10	11314.53	27193.90	69147.24	110555.47
Eylül	2015.20	881.71	2673.32	10907.66	6913.80	10310.15	33729.97	68630.14	98538.52
Ekim	1548.75	734.01	3486.07	10596.87	6835.47	9077.97	34444.97	66413.15	114393.38
Kasım	1374.18	777.53	3241.70	6955.17	10214.39	9344.20	44519.48	74373.54	96196.98
Aralık	1202.28	722.21	4940.99	6750.24	11048.39	9744.28	51099.56	71525.29	

Sayın Okurumuz,
1996 yılı abonenizi yenilediniz mi?
Bekliyoruz...

TABLO 6
Hisse Başına Kâr ve Fiyat/Kazanç Oranları

ŞİRKET	HBK (TL)	FK	ŞİRKET	HBK (TL)	FK
AKAL TEKS	510.38	13.32	KARTONSAN	2.784.92	6.91
AKÇİMENTO	1.210.55	15.90	KAV	1.237.12	22.63
AKSA	1.055.74	15.16	KEPEZ ELEK	2.350.48	11.91
AKSU	524.78	9.91	KEREVİTAŞ	382.99	15.67
AKTAŞ ELEK.	37.705.70	8.88	KOÇ HOL.	430.07	25.00
AKTİF FİN.	1.043.25	4.36	KOÇ YAT.	432.12	33.56
ALARKO HOL.	590.99	34.69	KONYA ÇİM	251.70	27.41
ALARKO SAN.	2.045.57	11.24	KORDSA	2.067.72	7.98
ALTINYILDIZ	1.491.50	9.55	KÜTAHYA P.	371.69	10.09
ANADOLU Ç.	892.90	7.84	MAKİNA T.	32.02	45.28
ANADOLU SİG.	536.98	8.19	MARDİN ÇİM.	1.292.76	9.67
ARÇELİK	401.19	21.44	MARET	1.107.40	13.77
AŞELSAN	538.75	9.84	MARSHALL	508.58	11.01
ATLAS Y.O.	596.04	2.10	METAŞ	9.00	258.46
AYGAZ	1.709.97	22.51	MİGROS	1.411.76	40.38
BAĞFAŞ	1.664.05	16.23	MİLLİYET	79.58	16.96
BOLU ÇİM.	250.28	10.39	NETAŞ	1.894.31	9.50
BORUSAN	1.811.60	9.38	NET HOLD.	81.53	20.85
BRİSA	1.501.18	10.33	NET TURİZM	3.954.70	11.88
BURSA ÇİM.	2.987.19	13.39	NİĞDE ÇİM.	729.67	9.73
ÇELİK HAL.	266.85	15.93	OLMUKSA	1.794.08	8.78
ÇİMENTAŞ	2.972.58	10.77	OTOSAN	950.81	14.20
ÇİMSA	2.658.00	12.98	PETKİM	5.485.88	7.02
ÇUKUROVA	1.693.22	11.96	PETROL OF.	1.340.39	9.14
DARDANEL	162.18	20.04	PINAR ET	736.53	13.03
DENİZLİ Ç.	10.544.87	12.33	PINAR SÜT	1.469.00	15.32
DEVA HOL.	126.91	20.09	RAKS ELEKTR.	2.362.98	8.15
DÖKTAŞ	868.60	10.71	SABAH YAY.	135.76	10.13
ECZ. İLAÇ	217.33	23.01	SARKUYSAN	1.289.77	7.75
ECZ. YAT.	546.59	14.45	SİFAŞ	542.73	7.83
EGE BİRA	924.78	19.73	TAT KONS.	2.094.14	16.71
EGE GÜBRE	320.91	17.45	TELETAŞ	1.357.92	18.04
EGE SERAMİK	830.81	21.36	TİRE KUTSAN	1.357.30	6.63
EGEPLAST	2.391.98	6.58	TOF. OTO. FAB.	514.08	14.39
EMEK SİG.	337.32	5.04	TOF. OTO TİC.	- 319.97	- 24.69
EMSAN 5*	- 2.207.47	- 3.99	TRAKYA CAM	683.50	10.68
ERC. BİRA	1.670.75	19.75	TRANSTÜRK H.	31.44	108.15
ERDEMİR	1.355.19	4.58	TURÇAS	1.417.28	9.35
FİNANKS F.K.	606.97	4.61	TİPRAŞ	- 491.11	- 20.87
GENTAŞ	2.213.42	6.89	T.D.DÖKÜM	318.28	22.94
GLOBAL YAT.	733.14	1.88	T.H.Y.	VERİ Y.	VERİ Y.
GOODYEAR	2.465.29	8.72	T.SİEMENS	2.171.11	7.25
GÜBRE FAB.	80.27	61.04	T. ŞİŞE CAM	416.62	21.12
GÜNEY BİRA	852.48	12.90	T.TÜBORG	1.077.29	33.42
HEKTAŞ	887.46	11.83	USAŞ	34.540.00	8.25
İHLAS HOL.	231.52	56.15	UŞAK SER.	361.18	10.66
İKT. FİNAN.	505.17	6.14	ÜNYE ÇİM.	716.80	6.28
İNTEMA	748.46	20.38	VESTEL	242.74	27.19
İZMİR D.Ç.	29.23	40.20	YASAŞ	488.60	9.62
İZOCAM	572.39	12.75	YÜNİSA	451.50	14.62
			ORTALAMA		14.27

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)	Kasım 1994	Eylül 1995	Ekim 1995	Kasım 1995
1	AKÇİMENTO	300.000	253.968,75	87.500	131.034	442.416	50	75	265	58.000	16.750	19.250	28.000
2	ANADOLU CAM	1.000.000	226.314	16.847	44.731	161.647	15	25	60	13.750	4.350	7.000	5.400
3	ARÇELİK	8.000.000	4.500.000	588.565	1.118.954	1.107.368	77	100	26	10.750	7.700	8.600	5.400
4	BAGFAŞ	2.000.000	200.000	103.047	192.442	445.728	30	60	120	8.400	20.500	27.000	21.500
5	BOLL ÇİMENTO	3.000.000	1.490.533,36	55.787	52.219	201.300	28	13,25	27,80	6.000	2.425	2.600	2.275
6	BRISA	607.500	1.063.125	104.490	197.251	750.626	32,50	62	33	7.700	14.000	15.500	14.000
7	ÇELİK HALAT	2.000.000	350.000	22.875	18.606	39.071	40	30	20,30	6.600	2.900	4.250	4.250
8	ÇİMSA	1.200.000	280.800	101.528	245.957	614.748	85,50	220	740	90.000	26.000	34.500	27.500
9	ÇUKUROVA ELEKTRİK	1.500.000	500.000	514.857	590.165	8.736	100	120	10	8.700	13.750	20.250	35.000
10	DÖKTAŞ	1.000.000	240.000	83.764	124.386	221.282	67	90	60	12.250	9.500	9.300	8.000
11	ECZACIBAŞI YATIRIM	250.000	241.920	38.368	44.543	90.339	30	25	50	9.100	6.900	7.900	7.400
12	EGE BİRACILIK	3.150.000	1.576.512	220.582	383.386	1.149.526	100	100	100	27.000	18.250	18.250	15.250
13	EGE GÜBRE	108.000	216.000	16.971	37.198	125.783	5	50	200	9.500	4.700	5.600	5.100
14	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	2.500.000	6.336.000	693.214	421.849	2.234.869	40	9	24,66	3.600	8.000	6.200	4.950
15	GOOD-YEAR	1.500.000	534.125	79.925	271.504	795.566	60	120	125	18.250	16.250	21.500	16.750
16	GÜBRE FABRİKALARI	2.500.000	576.000	4.369	100.333	250.101	1	20	20	3.950	4.500	4.900	3.750
17	GÜNEY BİRACILIK	1.000.000	482.328	37.686	85.404	260.492	40	55	85	14.500	8.000	11.000	9.000
18	HEKTAŞ	600.000	453.000	11.931	17.693	14.610	20,25	16,85	5,23	2.650	6.700	10.500	7.700
19	İZMİR DEMİR ÇELİK	1.346.625	3.684.366	52.437	111.189	280.445	-	6,50	10,50	2.550	1.200	1.175	1.100
20	İZOCAM	450.000	300.000	50.780	113.750	156.338	75	75	50	8.900	6.900	7.300	5.800
21	KARTONSAN	540.000	540.000	48.428	186.437	673.242	30	60	120	21.000	17.000	19.250	16.500
22	KAV	62.400	156.000	(7.863)	1.400	148.850	-	-	130	21.000	22.500	28.000	21.000
23	KOÇ HOLDİNG	16.000.000	6.000.000	445.676	1.019.330	3.294.193	35	75	65	27.500	8.800	10.750	8.700
24	KOÇ YATIRIM	2.000.000	468.000	106.253	176.059	374.170	100	110	100	29.000	14.000	14.500	12.500
25	KORDSA	1.000.000	425.250	59.393	69.889	436.633	20	21,50	100	17.250	15.000	18.500	15.000
26	MAKİNA TAKİM	250.000	746.752,5	(11.408)	5.779	18.734	-	-	2	2.100	1.225	1.450	1.100
27	MARSHALL	1.250.000	725.000	53.315	95.732	275.494	61	55	75	8.800	5.500	5.600	3.700
28	MİGROS	1.000.000	300.000	40.933	82.728	395.144	100	210	220	82.000	52.700	57.000	56.000
29	OLMUKSA	500.000	254.100	11.008	3.650	225.547	10	-	45	7.900	13.000	15.750	13.500
30	OTOSAN	2.500.000	1.320.000	221.932	743.845	387.840	114	400	25	9.500	12.750	13.500	10.300
31	PETROL OFİSİ	3.000.000	2.520.000	546.913	1.171.865	2.924.574	86,30	211,34	93,18	16.500	11.000	12.250	8.100
32	PINAR SÜT	218.700	72.900	8.895	66.734	9.367	27,88	136	10	9.400	15.500	22.500	17.250
33	SARKIYSAN	1.000.000	587.000	70.100	117.760	575.334	100	100	150	27.000	9.000	10.000	8.500
34	TELETAŞ	1.000.000	200.000	83.091	(5.853)	(44.928)	15	-	-	13.250	14.000	24.500	18.000
35	TÜRK DEMİR DÖKÜM	3.600.000	1.000.000	152.111	284.598	55.742	80	90	6,5	6.100	7.300	7.300	6.300
36	TÜRK SIEMENS	300.000	504.000	108.370	188.457	609.694	80	65	100	19.000	13.250	15.750	11.500
37	T. İŞ BANKASI -B-	-	30.000	843.397	2.518.752	5.528.684	41,68	108,93	60,22	36.000	43.500	90.000	69.000
38	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM	3.000.000	2.300.000	83.461	209.587	427.966	11	10	17	3.750	8.100	8.800	8.800
39	YAPI KREDİ B.	10.000.000	8.318.000	508.333	66.041	2.869.293	40	27,80	60	3.400	2.600	3.600	3.300
40	YASAŞ	162.000	324.000	24.434	72.123	215.515	25	50	200	18.750	4.700	4.700	3.400



**İhtiyacınız olduğu anda v
ihtiyaçlarınız doğrultusunda
Bank Ekspres yanınızda**

Mevduat Hesapları, Kredi Ekspres, Oto Ekspres, Ko
Ekspres, MasterCard, Visa, American Expre
Ekspres Kart, Sigorta Hizmetleri, Alo Ekspres, Re
Devlet Tahvili, Hazine Bonosu, Hisse Senedi, VDM
Seyahat Çeki, Ekspres Armađan...



BANK EKSPRES

"Dünya Kalitesinde Finansal Hizmetler"

Görüşler

Doç. Dr. NURDAN ASLAN

Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Öğretim Üyesi

Kalkınmakta Olan Ülkelerde Sermaye Akımları

BİRÇOK kalkınmakta olan ülke, 1980'li yıllardan itibaren büyük sermaye akımlarına konu olmuştur. Bu sermaye akımlarının çoğu, tahvil, özkaynak, mevduat sertifikası ve finansman bonusu şeklinde kısa vadeli portföy yatırımı şeklindedir. Ancak, artan kısa vadeli akımlar, istikrarlı olup olmadıkları ve yakın gelecekte ters yöne dönüp dönmeyecekleri sorunlarını da beraberinde getirmektedir. Bilindiği gibi kısa vadeli sermaye akımları, istikrarsız sıcak para hareketleri niteliği taşımaktadır (1).

Son yıllarda sermaye akımlarının çoğu, istikrarsız kısa vadeli akımlardır. Bunlar spekülatif akımlar olduğundan kolayca ters yöne çevrilebilmektedirler. Bu nedenle sıcak para hareketleri «sürekliliği düşük, değişkenliği yüksek» akımlar olarak değerlendirilmektedir.

Kalkınmakta olan ülkelere yönelik özel portföy akımları, son beş yıl-

da önemli artışlar göstermiş ve bu ülkelerin kalkınma için ihtiyaç duyduğu büyük finans kaynaklarını oluşturmuşlardır. 1990'lı yılların başlarında tüm uluslararası sermaye akımlarının beşte birinin kalkınmakta olan ülkelere gittiği gözlenmektedir.

1993 yılı Haziran ayına gelindiğinde, dünyanın faaliyet hacmi en hızlı genişleyen menkul değer piyasalarının, artık ABD'nin, Japonya'nın ya da Almanya'nın piyasaları olmadığı dik-kati çekmektedir. Bu piyasalar Türkiye (ABD Doları bazında yıllık büyüme hızı yüzde 111'in üzerinde). Brezilya (yüzde 83'ün üzerinde) ve Endonezya (yüzde 29'un üzerinde) piyasaları olmaktadır. Ayrıca Hong Kong, Singapur ve Filipinler menkul değer piya-

(1) Claessens, S.; M. Dooley ve A. Warner; «Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?» The World Bank Economic Review, Vol. 9, No. 1, January 1995, s. 153 - 174.

saları da son zamanlarda yüksek performans göstermektedirler (2).

Uluslararası sermaye akımlarının zamanlaması, devamlılığı ve hacmi, ülkeler arasında önemli farklılıklar göstermektedir. 1980'li yılların sonlarında özellikle Meksika, İspanya ve Tayland, 1990'lı yılların başlarında ise Çin, Kolombiya ve Mısır önemli sermaye akımlarına konu olmuşlardır. Sermaye akımları ile ilgili bilgilerin genellikle sınırlı olmasına rağmen, bunların temel olarak özel sektöre yöneldiği kısa, orta ve uzun dönemli vadeler arasında dağıldığı saptanmaktadır. Ayrıca, sermaye akımlarının yaklaşık yüzde 15-20'sinin doğrudan yabancı yatırım, geri kalanının ise portföy yatırımı şeklinde olduğu gözlenmektedir (3).

Son yıllarda portföy yatırım akımları, özellikle Latin Amerika ülkeleri başta olmak üzere az sayıda kalkınmakta olan ülkede yoğunlaşmıştır. Arjantin, Brezilya, Meksika, Güney Kore ve Türkiye 1989-1992 döneminde kümülatif toplam gayri safi portföy yatırım akımlarının üçte ikisini almışlardır. Borçlanma sorunu yaşayan ve gönüllü finansman mekanizmasını yeniden kurma sürecini yaşayan Meksika, hem özkaynak akımlarını, hem de tahvil finansmanı akımlarını en fazla alan ülke olmuştur (4).

Bu portföy akımlarının çoğunun, 1980'li yılların borç krizinden bu yana sürekli gelişme kaydeden ülkelere gitmesi, uluslararası yatırımcıların bu ülkelere verdiği bir güven oyu olarak değerlendirilmektedir. Bilindiği gibi, 1980'li yıllardan itibaren bu ülkelerde özelleştirme, fiyat serbestliği, sermaye piyasalarında kurumsal reformlar gibi büyük çabalara girişilmiştir. Bu çabalar, ekonomik istikrara katkıda

bulunarak, gerek büyüme hızlarını, gerekse yatırımcıların uzun vadede daha yüksek kazanç beklentilerini arttırmıştır.

Kalkınmakta olan ülkelere giden sermaye akımlarının bileşimi, son yirmi yılda önemli değişimler göstermiştir. 1970'li yıllarda, bu ülkelerin hükümetlerine, yabancı ticari bankalar kanalı ile dış finans imkânı sağlanmaktaydı. 1980'li yılların başlarında ise, birçok ülkenin büyük dış borçları nedeniyle dış finans imkânları kısıtlanmış, hükümetlere yönelik özel finans kaynakları tamamen kesilmiştir. Potansiyel yatırımcılar da, bu ülkelerdeki sermaye talep edenlere karşı, sermaye arz etmek konusunda daha ihtiyatlı davranmışlardır. Buna karşılık, birçok kalkınmakta olan ülkede finansal ortamın ve makro ekonomik göstergelerin iyileşmesi ile 1990'lı yıllarda gelen sermaye akımlarının çoğu, özel fon arzedenerler tarafından sunulmaktadır. Böylece, artan portföy ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile sermaye akımları, bankalardan banka dışı kanallara kaymıştır (5).

(2) Papaioannou, M. ve Lawrence K. Duke; «The Internationalization of Emerging Equity Markets», Finance and Development, September 1993, s. 36.

(3) Schadler, Susan; «Surges in Capital Inflows: Boon or Curse?», Finance and Development, March 1994, s. 20-21.

(4) Ahmed, Masood ve Sudarshan Goopu; «Portfolio Investment Flows to Developing Countries», Finance and Development, March 1993, s. 10-11.

(5) Claessens, Stijn ve S. Goopu; «Can Developing Countries Keep Foreign Capital Flowing In?», Finance and Development, September 1994, s. 62-63.

Sermaye Akımlarındaki Hızlı Artışın Nedenleri

Portföy yatırım akımlarında son yıllardaki hızlı artışın nedenleri, iktisatçılar arasında önemli bir tartışma konusu olmuştur. Bazı iktisatçılar, ABD faiz oranlarındaki düşme ile, bu akımlardaki patlamanın aynı zamana rastlamasını ileri sürerek, bu artışları ABD faiz oranlarının «itme etkisi» ile açıklamaktadırlar. Başka bir grup iktisatçı ise, bu artışların nedeni olarak, yeni gelişen piyasalardaki yatırım fırsatlarının «çekme etkisi»ni göstermektedirler. Bu iktisatçılar, birçok Latin Amerika ülkesinin borç krizinden sonra uyguladığı geniş çaplı reformlara dikkat çekmektedirler.

Birçok ülkede uygulanan bu reformlar, borç indirimi anlaşmaları ile büyüme ve kredi değerliliği artış beklentileri yaratarak, yatırımcılar için güven ortamı oluşturmuşlardır (6).

Aslında portföy akımlarının gerçek nedeni, bu iki görüşün bileşimine dayanmaktadır. 1980'li yılların sonları, 1990'lı yılların başlarında sermaye akımlarında görülen artışta, dışsal koşullardaki değişmelerin önemli rolü bulunmaktadır. Sanayi ülkelerindeki faiz oranı düşüşleri ve büyüme hızı yavaşlamaları, sermayenin bu ülkelere kaçmasına yol açmıştır (7).

Ancak, portföy akımlarındaki artışın sebebi, kuşkusuz sadece kaynak ülke koşullarına bağlanamaz. Ev sahibi ülkenin kredi değerliliği, getirilen yeni düzenlemeler, fırsatlardan yararlanarak portföy çeşitlendirme isteği ve yatırımcının enformasyon olanağının gelişmesi gibi faktörler de kalkınmakta olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını motive edici rol oynamaktadır (8).

Sermaye akımlarının ülkeye gelmesini sağlayan iki önemli içsel koşul

söz konusudur. Bunlardan biri, kamu sektörü açıklarındaki azalmalar ya da verimlilik artışı gibi yapısal değişmeler içeren yurtiçi ekonomi politikalarındaki değişmelerdir. Diğeri ise, mali ayarlamalar ile ilişkili olmaksızın, ülkede sıkı para-kredi politikasının izlenmesi ve faiz oranlarının yükseltilmesidir. Özellikle sabit döviz kuru sisteminin izlendiği ülkelerde, sermaye akımları, yüksek faiz oranları ile cezbedilmektedir (9).

Ancak, dışsal koşullar değiştiğinde sermaye akımlarının geri dönme olasılığı oldukça yüksektir. Benzer durum, yurtiçi ekonomi politikalarının değişmesi ile de ortaya çıkabilmektedir. Fakat bu politikalar daha çok denge ve istikrar sağlamaya yöneliktir. Bunlar kârlı yatırım alanlarını belirlemede, artan talebi karşılamak için kaynakların ticaret konusu olan ve olmayan sektörler arasında tahsisini sağlamaktadır. Sıkı para-kredi politikası izlenerek, sermaye akımları ülkeye çekildiği zaman, bunlar resmi rezervleri arttırmaktadır. Bunların yatırım, büyüme ve cari işlemler üzerindeki etkileri daha azdır. Bununla beraber, sıkı para, gevşek maliye politikası ve sabit döviz kuru sistemi izlenirse, bunların yaratacağı istikrarsızlıklar nedeniyle, sermaye akımının geri dönme riski daha yüksek olmaktadır.

(6) Calvo, G.; L. Leiderman ve C. Reinhart; «Capital Inflows and the Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors», IMF, Staff Papers, No. 40, 1993, s. 51 - 108.

(7) Ahmed, M. S. Gooptu; a.g.k., s. 10 - 11.

(8) World Bank Policy Research, Bulletin Rising Portfolio Flows: Short lived or Sustainable?, Development Brief Number 15, April 1993.

(9) Schadler, S.; a.g.k., s. 20 - 21.

Portföy yatırımı niteliğindeki sermaye akımları ayrıca, tutarsız makro ekonomik politikalardan doğabilecek geçici kâr fırsatları avantajından yararlanmak amacıyla, kısa vadede yüksek kazançların beklendiği ülkelere de gidilmektedir. Bu ülkelerde, gerek hükümetin güvenilirliğine duyulan kuşku, gerekse sıkı para politikasının yanı sıra gevşek maliye politikası izlenmesinin yarattığı gerginliklerin bir sonucu olarak, faiz oranları yüksek olmaktadır. Kuşkusuz, yapısal reformların eksik, ekonomik politikaların uygun olmadığı bu ülkelere gelen yabancı sermaye akımları, olumlu ekonomik temellere dayanan portföy akımlarına göre daha geçici, daha istikrarsız olmaktadır.

Sermaye Akımlarına Karşı İzlenecek Politikalar

Portföy yatırım akımlarını alan ülkeler, genellikle bu fonları olumlu karşılar, bunların makro ekonomik açıdan ve finansal yönetim açısından bazı sorunlar yaratacağı da bilinmektedir. Bu akımların rezerv düzeyinde ve para arzında yaratacağı etkiler, makro ekonomik konuların odak noktasıdır. Bazı iktisatçılar, para arzında yarattığı genişletici etkiyi önleyebilmek için, kısa vadeli spekülasyon akımlardan ek bir vergi alınmasını önermektedirler.

Kalkınmakta olan ülkeler, portföy akımlarını sürekli çekebilmek için, yatırımcılar için olumlu makro ekonomik ve düzenleyici bir ortam sağlamak zorundadırlar. Böyle bir ortam, makro ekonomik düzeyde, sağlam finansal politikaların izlenmesi, yapısal sorunların çözülmesi, işgücü piyasası aksaklıklarının düzeltilmesi, etkin vergi ve ticaret politikalarının izlenmesi an-

lamına gelmektedir. İzlenen sağlam politikalar, büyük sermaye akımları ile birlikte oluşacak döviz kurları aşırı değerlemesini önlemek açısından da önem kazanmaktadır.

Bilindiği gibi kamu harcamalarını kısımadan, döviz kurlarını kontrol altında tutmadan, yüksek enflasyonu önlemeden, mali dengeleri ve parasal disiplini kurmadan, büyüme trendine girmek ve finansal piyasaları geliştirmek oldukça güçtür. Bu koşullar gerçekleştikçe ülkede özel yatırımlar ve talep artacak, firma sayısı artışı ile birlikte, piyasa karasızlıkları azaltılabilecektir.

Yetkililer, artan sermaye akımlarını sektörel düzeyde gerekli alanlara kanalize edebilmek için uygun bir kurumsal çerçeve oluşturmak zorundadırlar. Fon arz ve talebinde aracılık yapan kurumun –bankacılık sistemi ya da borsa– seçimi önemlidir. Çünkü aracı kurumlar, fonların nihai kullanımını etkilemektedir. Ayrıca yetkililer, hükümet düzenlemeleri kadar, finansal sektörün denetleyici fonksiyonlarını da iyileştirmek zorundadırlar. Aslında, ülkelerin portföy akımlarından yararlanmalarının en önemli koşulu, sağlıklı bir bankacılık sistemine sahip olmalarıdır. Portföy akımlarının sermaye maliyetini düşürücü en önemli faydası daha sonra şu iki koşula bağlı bulunmaktadır ⁽¹⁰⁾:

- Bu akımların makro ekonomik iyileşmeler nedeniyle ülkeye gelmesi.
- Yabancı yatırımcıların piyasa girişini kolaylaştıracak finansal ve vergisel düzenlemeler yapılması.

⁽¹⁰⁾ Claessens, S. ve S. Gooptu; a.g.k., s. 65.

Düşük kredi değeri, yüksek ve değışken enflasyon hızı, yeni gelişen hisse senedi piyasası hacminde sınırlamalar, düzenli bir muhasebe sisteminin yokluğu, modern iletişim eksikliği, uluslararası menkul değer ya da ülke fonları sayısının azlığı gibi unsurlar, portföy yatırımlarını kısıtlayan önemli engellerdir. Bu engeller, sermaye maliyetini arttırmaktadır. Bu engellerden bazıları, örneğin düşük kredi değeri, bir gecede değıştirilebilecek nitelikte değildir. Ayrıca, kalkınmakta olan ülkelere yönelik portföy akımları, sadece bu ülkelerin düzenlemelerine değil, sanayileşmiş ülkelerin düzenlemelerine de bağlı bulunmaktadır. Eğer, sanayileşmiş ülkeler, emekli fonları ve diğer kurumsal yatırımcıların dış piyasalarda elde edebilecekleri finansal varlıklara yönelik kısıtlamaları kaldırırlarsa, bundan kalkınmakta olan ülkeler de yararlanabileceklerdir.

Bir yandan talebi harekete geçirerek büyümeyi hızlandırma amacıyla sermaye akımlarına izin verilmesi, diğer yandan da, bunların getireceği istikrarsızların önlenmesi, politik bir seçim konusunu oluşturmaktadır. Bu nedenle sermaye akımlarının nedenleri dikkatle gözlenmelidir. Sermaye akımları artışı, ülkedeki rekabetin ve verimliliğin artması ile oluşan sürekli bir iyileşmenin etkisi ile sağlandığında, bunların istikrar artırıcı rolleri çok daha fazla olmaktadır. Buna karşılık sermaye akımları, daha çok dışsal etkilerden ya da ülkedeki kredi kısıtlamalarından kaynaklanmakta ise, ortaya çıkabilecek etkiler istikrarsızlıklara yol açabilmektedir. Bu nedenle sermaye akımlarının gittiği birçok ülke, bunların istikrarsızlık yaratan etkilerini önleyebilmek için bazı politikalar izle-

mişlerdir. Bu ülkelerin çoğu, büyüme-ye yönelik bir çerçeve içinde sıkı makro ekonomik politikalar izlerken bir yandan da finansal sistem reformlarını tamamlamaktadırlar. Bu düzenlemeler, yeni gelişen piyasaların dünya piyasalarında yer almalarını sağlayan politikalarlardır.

Türkiyede Sermaye Akımları

32 sayılı Karar, finans sektörü reformunun temelini oluşturarak, sermaye piyasasının dünya piyasaları ile entegrasyonunu amaçlamaktadır. Ancak, finansal piyasaların gelişmesi ve entegrasyonu, iç ve dış ekonomik koşullarla yakından ilgilidir. Çünkü makro ekonomik istikrarsızlıkların yaşandığı bir ülkede, ulusal paranın konvertibl kılınması ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, bu istikrarsızlıkların giderilmesini güçleştirmektedir. Üstelik, Türkiye'de sermaye piyasalarının serbestleşmesi, sadece sermaye hareketlerinin serbestleşmesini değil, tüm finansal piyasaların serbestleşmesini içeren bir kapsamda olmuştur. Türkiye'de parasını konvertibl kılan birçok ülkeye göre daha ileri bir düzeyde liberasyon benimsenmiştir.

Enflasyon hızının yüksek olduğu ülkelerde, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, iki ekonomi politikasını gündeme getirmektedir. Birisi, aşırı değerlendirilmiş kur politikasıdır. Ülke dışına kaynak aktarımını önlemek ya da sınırlı tutabilmek amacıyla, kur artışlarının enflasyon hızının altında tutulması gerekmektedir. Diğer bir politika ise faiz oranlarının yükseltilmesidir. Bu politika, yüksek getiri sağlama beklentisi ile ülkeye gelecek sermaye akımlarını arttırmaktadır. Ancak, böy-

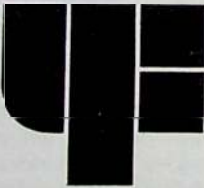
le düşük kur ortamında ihracat azal-
lıp, ithalat artacağından, cari açıklar
büyümektedir. Faiz oranı yüksekliği
de yatırımı ve üretimi azaltacağından,
yatırımcıların reel üretimden, finansal
işlemlere kaymasına yol açmaktadır.

1989 yılından itibaren Türkiye'ye
gelen önemli düzeydeki kısa vadeli
sermaye akımının, Aralık 1993 tarihinden
itibaren ülke dışına yöneldiği göz-
lenmiştir. Bu dönemde önemli düze-
ye ulaşan cari işlemler açığı karşısın-
da döviz rezervleri artışının sürekli
olamayacağı gerçeği, dışarıya serma-
ye akımını hızlandırmıştır.

1995 yılının ilk sekiz aylık döne-
minde ise yine döviz kuru artışlarının
sınırlı düzeyde kalması, buna karşılık
kamu iç borç senetlerinin faizlerinin
yüksek seyretmesi nedeniyle sıcak
para hareketleri artmıştır. Özellikle Ha-
ziran ayının başından itibaren piyasa-
larda Türk Lirası bolluğu yaşanırken,
Merkez Bankası'nın döviz rezervleri

de oldukça artmış, 15 milyar dolar dü-
zeyine ulaşmıştır. Öte yandan Ağus-
tos ayı enflasyonunun beklenen düze-
yin üzerinde gerçekleşmesi ve
IMF'ye verilen senet hedeflerinin sap-
ması endişesi ile 6-7 Eylül'de Mer-
kez Bankası'nca bir dizi operasyon
gerçekleştirilmiştir. Alınan kur sabitle-
mesi, zorunlu döviz devir oranlarının
düşürülmesi gibi kararlarla Merkez
Bankası sıcak parayı kısıtlamak ve
makro ekonomik dengeleri sağlamak
istemiştir. Böylece ekonominin 1993
yılında olduğu gibi sıcak paraya bo-
ğulmasını önlemek için önlem alın-
mıştır. Ancak, 19 Eylül'de alınan yeni
kararlarla kur sabitlemesi kararından
 vazgeçilmiştir. Enflasyon ile döviz ku-
ru arasındaki yüzde 11.7'lik farkın yıl
sonuna kadar kapatılması, enflasyo-
nun sebebi olarak görülen fazla dövi-
zin emilmesi için sterilizasyon operas-
yonu, yani piyasadaki fazla paranın
eritilmesi uygulamaları gerekli görül-
müştür.

13 Büyük Bankanın Ortak Kuruluşu



**YATIRIM
FİNANSMAN 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

EKONOMİK GÖSTERGELER DIŞ DÜNYA (KASIM 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.	3.3	2.8	3.0	5.7	-180.3	-165.6	5.69	8.75
Almanya	2.2	1.8	4.2	8.9	59.5	-19.0	4.50	6.25
Avustralya	3.3	5.1	3.1	9.1	-5.4	-19.4	7.50	10.65
Avusturya	2.5	1.9	4.5	6.5	-6.4	-4.1	4.03	8.50
Belçika	2.7	1.5	1.6	14.3	10.7	6.9	3.85	7.75
Danimarka	2.6	1.9	2.0	11.7	6.0	2.2	4.65	7.25
Fransa	2.1	1.8	2.3	12.1	20.9	18.6	5.13	7.80
Hollanda	2.3	1.3	1.0	7.6	18.6	13.5	3.72	5.50
İngiltere	2.1	3.2	3.3	9.0	-18.0	-6.0	7.38	7.75
İspanya	3.2	4.3	4.4	24.3	-23.3	3.4	9.38	9.75
İsveç	4.8	2.7	5.7	7.4	14.2	3.4	8.70	9.60
İsviçre	1.4	2.0	2.5	4.4	1.3	18.9	2.31	4.50
İtalya	2.9	5.8	4.0	11.6	23.8	11.9	10.56	11.50
Japonya	0.6	0.2	2.4	3.0	143.1	119.6	0.40	1.63
Kanada	2.5	2.4	3.3	10.0	17.6	-13.6	6.00	7.75

Açıklamalar: (b.d.) = Belli Değil. Kaynak: The Economist, 5 Aralık 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.

Aksigorta bir zirveye daha çıktı!



Sigortacılık sektöründe, büyüklüğü, güvenilirliği ve dürüstlüğü ile zirvede olan Aksigorta, Türk sporuna verdiği destekle bir zirveye daha çıktı. Afrika kıtasının en yüksek dağı **Kilimanjaro**'ya tırmanan ilk **Türk dağcı Alper Sesti**, tırmanışının her adımında Aksigorta güvencesini yanında hissetti. Zirveye, Aksigorta'nın gücü ve desteğiyle ulaştı.

Aksigorta, sponsorluğu ile gerçekleşen ve Türk spor tarihine geçen bu başarıyla gurur duyuyor, mutluluk duyuyor.



Kilimanjaro: Yükseklik 5895 m.

AKSIGORTA

Görüşler

Dr. AHMET KÂMİL TUNÇEL

İşletmeci – Finansman Uzmanı

Çek ile Ödeme Sistemi Üzerine Düşünceler

BİLİNDİĞİ gibi, ticari hayatta ödemelerin büyük bir kısmı çek ile yapılmaktadır. Uygulama öyle geniş alana yayılmıştır ki, çekler yeni bir para cinsi olarak işlem görmektedirler. Kendisi para olmadığı halde, çek'in para gibi işlem görmesi, banka – mevduat sahibi – alacaklı arasındaki ilişki ile açıklanabilir. Buna göre mevduat sahibi çek keşide etmek sureti ile, bankadaki hesabını karşılık göstererek alacaklısına ödeme yapmaktadır. Başka bir ifade ile çek, muhatap banka açısından bir ödeme ve/veya havaile emri niteliğindedir. Dolayısı ile keşideci, bankadaki mevduatını para gibi kullanabilmektedir. Bu nedenle bankaya ve bankacılık sistemine olan güven, önemli bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Özetlemek gerekirse, bireylerin bankaya ve sisteme olan güveni doğrultusunda keşidecinin bankadaki mevduatı, para yerine geçmektedir.

Oysa ülkemizde, dünyada başka

örneği olmayan bir uygulama yer almaktadır. Satışa sunulan her mal ve/veya hizmetin bedeli, alıcının keşide ettiği veya ciroladığı «Vadeli Çek» ile ödenmektedir. Başka bir ifade ile, T.C. sınırları içerisinde ticaret ile uğraşan hemen hemen tüm kişi ve kuruluşlar, vadeli çek keşide ederek bir anlamda, kendileri para basarak tedavüle çıkarmış olmaktadır. Bu ise, resmi istatistiklere girmeyen ve resmi rakamların çok üzerinde bir para hacminin dolanımında olduğu anlamına gelmektedir.

Kanunlarımıza göre, çek'te vade olmadığından, ileri bir tarih için düzenlenen çek'in bugün için karşılığı olmadığı düşünüldüğünde, üretilen mal ve hizmetlerin de parasal olarak karşılığının olmaması durumu kendiliğinden ortaya çıkar.

Yukarıdaki iki nokta bir arada ele alındığında, vadeli çek kullanımının enflasyonist baskı unsuru olduğu gö-

rüşü ileri sürülebilir. Böylesine çarpık bir uygulamanın diğer sakıncalarını birkaç maddede toplamak mümkündür.

Vadeli çek sistemi, aslında yasal bir yükümlülükten kaçınmanın yolu olarak ortaya çıkmıştır. Yapılan her vadeli satışın karşılığında TTK'na göre senet düzenlenmesi gerekir. Düzenlenen her senet için binde 6 + 20.000 TL oranında Damga Vergisi ödenmesi zorunludur. Örneğin 1 milyar TL tutarındaki mali vadeli alan ve karşılığında senet düzenleyen bir tüccarın 6.020.000 TL tutarındaki Damga Vergisi'ni ödemesi gerekmektedir. Vadeli çek'te ise böyle bir zorunluluk yoktur. Ticaretle uğraşan hemen tüm kişi ve kuruluşların vadeli çek sistemini uyguladıkları dikkate alınır, devletin uğradığı vergi kaybının ürkütücü boyutlara ulaştığı görülür.

Vadeli çek sistemi, bankacılık sektörünü de olumsuz etkilemektedir. Çek keşide eden veya cirolayan kimse, aslında muhatap bankanın ticari itibarını kullanarak faaliyetini sürdürmekte, bir anlamda bankadan sıfır maliyet ile kredi kullanmış olmaktadır. Yasalarımızda, çeki karşılıksız çıkan kişi ve kurumlara çek keşide etme yasağı getirilmiştir. Ancak, piyasadaki mevduat pastasından pay almak isteyen iş hacmi küçük bazı bankalar bu yasağa pek uymamakta, karşılıksız çek keşidecisine yeni çek karnesi vermekte sakınca görmemektedirler. Bu durum, hem bankanın hem de bankacılık sisteminin güvenilirliğini zedelemektedir.

Öte yandan vadeli çek sistemi bankaları, çek ile ilgili kanunlara aykırı davranmaya zorlamaktadır. TTK'nun 707/1 maddesine göre çek, görüldü-

ğünde ödenir. Buna aykırı bir kayıt yazılmamış sayılır. Benzer bir hüküm 3167 sayılı «Çekle Ödemelerin Düzenlenmesi ve Çek Hamillerinin Korunması Hakkında Yasa»nın 4. maddesinde de yer almaktadır. Buna göre, çekle işleyen hesabın bulunduğu banka şubesi, ibraz edildiği anda karşılığı bulunan çeki ödemek mecburiyetindedir. Oysa uygulamada bankalar, kendilerine ibraz edilen vadeli çeki müşterileri namına emanetlerine almakta, çekin üzerinde belirtilen tarih geldiğinde provizyon sormaktadırlar. Böyle bir davranış, hem TTK'nun hem de 3167 sayılı Yasa'nın amir hükümlerine aykırıdır. Yine uygulamada görülen bir diğer husus, keşide tarihinden önce bankaya ibraz edilen çekin, hamil tarafından provizyonunun istenmesi halinde, eğer karşılığı var ise muhatap bankanın hesap sahibinden ödeme konusunda onay almasıdır. Hesap sahibinin onay vermesi halinde ödeme yapılmakta, onay verilmemesi halinde ise banka ödemediği imtina edebilmektedir. Yasaya açıkça aykırı olmasına rağmen böyle bir durumun ispatı, hamil açısından oldukça zordur. Keşide tarihinden önce ibraz edilen çekin karşılığının olmaması durumunda ise muhatap banka, vadesinin gelmediğini ileri sürerek çekin arkasını yazmaktan da kaçınabilmektedir. Bu durumun da hamil açısından ispatı zordur.

Vadeli çek sistemi, nihai tüketiciye peşin satış, toptancıya vadeli ödeme şeklinde çalışmaktadır. Dolayısı ile nihai tüketici tarafından peşin olarak ödenen mal bedelini perakendeci, ödeme vadesi gelene kadar faiz, repo vs. yollardan değerlendirerek rant sağlama imkânına kavuşmaktadır.

Görüleceği üzere sistem ticari faaliyetlerin finansmanını, kuruluşların özkaynaklarından değil doğrudan doğruya nihai tüketicinin cebinden yapmaktadır.

Çek kullanımı güvene dayalı olduğu kadar suiistimale açık bir sistemdir. Çek hamilini suiistimalden koruyacak etkin bir mekanizma ne yazık ki yoktur. Örneğin, bir çekin düzenlenebilmesi için keşidecinin, hukuki ehliyete sahip olması gerekir. Oysa hamilin, keşidecinin hukuki ehliyete sahip olup olmadığını kontrol etme olanağı yoktur. Diğer yandan, bir çekin düzenlenebilmesi için keşidecinin yetkili olması da başka zorunluluktur. Hamilin, çekin üzerindeki imza sahiplerinin yetkili olup olmadıklarının denetleme olanağı da yoktur. Öte yandan kötü niyetli olunması durumunda da hamil, korunmasız kalmaktadır. Örneğin keşideci, keşide ettiği veya ciroladığı çekin kendi rızası olmadan (çalınma veya kaybolma gibi) elinden çıktığını ileri sürerek mahkeme kararı ile ödeme yasağı koydurabilir. Görüleceği üzere çek hamilleri, keşidecinin iyi niyetine, deyim yerinde ise insafına kalmaktadırlar.

Vadeli çek sisteminin bir başka sakıncası, firmaların açıkladıkları finansal tablolar üzerindedir. Satışların tümünün vadeli olarak yapıldığı düşünülürse, yıl sonlarında gösterilen kâr rakamlarının tamamının realize olmadığı söylenebilir. Zira satış tahsilatının bir kısmı, vadenin uzunluğuna göre ertesi takvim yılına sarkacaktır. Bu durum açıklanan bilanço ve gelir tablolarının güvenilirliğini etkilemekte, eğer firma halka açık ve hisseleri borsada işlem görüyorsa, yatırımcıların yanlış bilgilendirilmesi sonucunu doğurmaktadır.

SONUÇ

Çek bir ödeme aracı olup, geniş bir uygulama sahası bulunmaktadır. Ancak, ülkemizdeki çek kullanımı, dünyada benzeri olmayan değişik bir biçime dönüşmüştür. Çek hamillerinin her türlü suiistimale karşı kendilerini koruması hemen hemen imkânsız olduğundan, asıl görev bankalara düşmektedir. 3167 sayılı Yasa'nın 2. maddesi bankalara bu konuda bir yükümlülük getirmiştir. Söz konusu maddeye göre bankalar, çekle işleyecek hesap açarken, çek karnesi verirken, bu yasa ile kendilerine verilen görev ve mükellefiyetleri yerine getirirken, bu işlemlerin gerektirdiği basiret ve itina göstermeye mecburdurlar. Dolayısı ile çek, bir ödeme aracı olduğuna göre bankaların, her isteyen kişi ve kuruluşa çek karnesi vermemeleleri gerekir. Bankalar, çek karnesi almak isteyen kişi ve kuruluşları bir kredi müşterisi olarak görmeli ve bunlar hakkında, kredi müşterisine yaptıkları istihbaratın aynısını yapmalıdırlar.

Bankacılık sistemine olan güvenin sağlanması ve pekiştirilmesi için, her şeyden önce bankaların, ilgili mevzuata sahip çıkmaları ve her maddesini istisnasız uygulamaları gerekir. Aksi takdirde bankaları, mevzuatı uygulamaya teşvik edici ek yasal düzenlemelere gidilmesi gerekir.

Günümüzde iş hacminin büyük boyutlara ulaşması, piyasadaki çek dolaşımının (sirkülasyonunun) artmasına ve buna bağlı olarak çeklerin toplanması, tahsile verilmesi ve takibi konularında ciddi sorunlar yaşanmasına neden olmaktadır. Piyasada faaliyet gösteren bütün kişi ve kuruluşların her gün, bir banka şubesi gibi çek kabul ettikleri düşünüldüğünde, hem kuruluşların hem de bankaların gün-

lük mesailerinin önemli bir kısmını tahsilat ve ödemeye ayırdıkları hemen göze çarpar. Böyle bir iş yoğunluğu içerisinde, çeklerin kaybolması veya vadesinden önce tahsil edilmesi ya da yanlış hesaba alacak kaydedilmesi gibi operasyon hatalarına da rastlanılmaktadır. Bu ise, çek ile ödemenin yararını tartışma konusu haline getirmektedir.

Ülkemizde çek ile ödeme sistemi öylesine dejenerede edilmiştir ki, keşideci, yaptığı ödemedeki haksız kazanç dahi sağlayabilmektedir. Keşide edilen çekin muhatap bankaya ibrazına kadar geçen süre içerisinde keşideci, çek üzerinde yazılı meblağı dilediği gibi değerlendirerek faiz kazancı elde edebilmektedir.

Bu güçlükler dikkate alındığında, nakit dolanımını azaltan ve çek kullanımını ortadan kaldıracak daha çağdaş yöntemlerin yürürlüğe konulması gerekmektedir. Söz konusu yöntemler, birkaç maddede özetlenebilir:

- İlk yöntem borçlunun, bankasına yazılı bir talimat vererek alacaklısının hesabına virmen ve/veya hava- le yapmasıdır. Bu tip ödeme şekli, ülkemizde en yaygın olarak kullanılan yöntemdir.

- İkinci yöntemde ise borçlu, belirli ödeme günleri tespit ederek (örneğin, her hafta salı günleri gibi) alacaklılarına duyurur ve ödeme gününden bir gün önce alacaklıların adını, hesap numaralarını ve ödenecek meblağı içeren bilgisayar disketini bankasına ulaştırır. Bankanın Bilgi İşlem Merkezi'nce sisteme okutulan bu disket aracılığı ile ödemeler, otomatik olarak yapılır. Görüleceği üzere bu yöntemde, borçlu ile alacaklının aynı banka ile çalışmaları, sistemin işlemesi için yeterlidir. Başka herhangi bir

ek külfet sözkonusu değildir. Bu yöntem halen, ülkemizde faaliyet gösteren yabancı kökenli bir hipermarket tarafından uygulanmasına karşın, henüz geniş kabul görmüş bir yöntem değildir.

- Üçüncü yöntemde ise alacaklı, borçlusu ile bir ödeme sözleşmesi yapar. Bu sözleşme ile borçlu, tesbit edilen ödeme gününde vadesi gelen borcu kadar bir meblağın, alacaklının kullanımına verilmesini kabul eder. Benzer bir sözleşme, alacaklı ile banka arasında yapılır. Buna göre alacaklı, borçluların adlarını, hesap numaralarını ve hangi tarihte ne kadar ödeme yapmaları gerektiğini bankaya bildirerek tahsilat yetkisini bankaya devreder. Banka, her iki sözleşme arasında mutabakatı sağladıktan sonra, kendisine verilen yetkiye dayanarak vade günlerinde, sözkonusu tutarı borçlunun hesabından alacaklının hesabına geçirir. Bu yöntem ülkemizde, bayilik sistemi ile çalışan yabancı kökenli petrol şirketleri tarafından uygulanmaktadır. Bir önceki yöntemde olduğu gibi bu yöntemde de, borçlu ile alacaklının aynı banka ile çalışmaları, sistemin işlemesi için yeterlidir. İlk iki yöntemde, insiyatif borçluda olmasına karşın üçüncü yöntemde, alacaklıya geçmektedir.

Çağdaş yöntemlerin uygulanması halinde hatalar, suiistimaller, haksız kazançlar, valör ve işgücü kayıpları tamamen ortadan kaldırılmış olacaktır. Dolayısı ile Gümrük Birliği'nin gündemde olduğu şu günlerde, Avrupa Birliği ile entegrasyonun sağlanması açısından ülkemizde de, bu yöntemlerin yaygın kullanımını sağlayıcı yasal tedbirlerin alınması büyük bir önem arz etmektedir.



107 YAŞINDAYIZ, AMA YAŞIMIZI HİÇ GÖSTERMİYORUZ.

**ÇÜNKÜ SÜREKLİ YARATTIĞIMIZ YENİLİKLER,
HEP GENÇ KALMAMIZI SAĞLIYOR.**

Interbank, 1888 yılında Selanik Bankası adıyla kuruldu.
1969'da Uluslararası Endüstri ve Ticaret Bankası,
1990 yılında da Interbank adını aldı.
Hızla değişen para piyasaları karşısında ihtiyaç duyulan
yeniliklerin yaratılmasında ve uygulanmasında tam
107 yıldır öncülük eden banka, Interbank.
Türkiye'ye çağdaş bankacılık ve bankacılıkta pazarlama
kavramlarını ilk getiren banka, Interbank.
İlk kez VDMK ihraç eden banka, yine Interbank.
Interbank, sizi bugününün kalıplarından kurtarır,
yüzünün finansal koşullarına uygun, yeni çözümler,
yeni yatırım alanları, yeni ürünler yaratır ve
size benzersiz bir hizmet sunar.

**107
YILDIR
SİZİNLE**

**Interbank'ın özel hizmetini,
ancak Interbank'ta bulabilirsiniz.**

INTERBANK

Manchester Şubesi
Büyükdere Cad. 158/C
Etiler/Şişli/İSTANBUL
Tel: 0 212 274 23 00

Sakarya Şubesi
C14 No: 108 Gaziye Mahallesi
34710 İSTANBUL
Tel: 0 212 461 17 12

Tekirdağ Şubesi
Cumhuriyet Cad. 26
Emniyet Telekom BİTİM İSTANBUL
Tel: 0 212 230 52 33-241 51 89

Ufuk Şubesi
Ahişan Sığırcı Cad. 114
Ufuk - İSTANBUL
Tel: 0 212 261 28 47 (5 hat)

Erzincan Şubesi
Bağcıoğlu Cad. Ak Biri Apt. 471
Sakarya - İSTANBUL
Tel: 0 212 411 34 33 (5 hat)

Kadıköy Şubesi
Mühürler Cad. Dampı Sok. 29
Merkez Kışla Kadıköy/İSTANBUL
Tel: 0 212 414 32 79-71

Ankara Şubesi
Atatürk Bulvarı 211
Kavaklıdere/06620 ANKARA
Tel: 0 312 467 55 30

Çankaya Şubesi
Çankaya Cad. 28A
Çankaya/06660 ANKARA
Tel: 0 312 441 38 19 (5 hat)

İzmir Şubesi
Hattı Ziya Bulvarı 747
Atanıza/35210 İZMİR
Tel: 0 232 441 53 23-34

Kardemir Şubesi
Cumhuriyet Bulvarı 103
Akademi/07000
Tel: 0 232 445 25 50 (4 hat)

Bursa Şubesi
Fevzi Çakmak Cad. Rey Mah.
No: 15/14000 BURSA
Tel: 0 224 214 83 52

Adana Şubesi
Güleryüz İş Merkezi/Reyhan Paşa Mah. Fıstık Cad.
Diy. No: 140/15 Mah. 150 176/20100 ADANA
Tel: 0 322 418 40 00

Interbank bir Çukurova Holding A.Ş. üsidir.





**“BİRA”
BU KAPAĞIN
ALTINDADIR.**

Ayın Ekonomik Olayları

DR. YILDIRIM KILKIŞ

Seçimlere ve Yıl Sonuna Giderken...

1 995 yılının sonuna yaklaşırken özellikle politik olayların ağırlık kazandığı görülmektedir. Koalisyon Hükümeti 20 Eylül'de istifa etmiş, TBMM milletvekili genel seçimlerinin 24 Aralık 1995 tarihinde yapılmasını onaylamıştır. TBMM'nin bu kararı, çok sayıda üst düzey bürokratin aday olabilmek için görevlerinden istifa etmesine yol açmıştır.

Bu olayları, Hükümet'in istifa ettiği 20 Eylül'den bu yana kısaca hatırlamak, yeni Hükümet'in kurulması ve genel seçim kararının ne kadar zor günlerden geçilerek gerçekleştiğini gösterecek; bu dönemde ekonomik olayların neden yavaşladığının daha iyi anlaşılması açısından yararlı olacaktır.

Hükümet'in 20 Eylül'de istifa etmesini izleyen günlerde, siyasi partiler arasında yapılan temaslara, ilk koalisyonu oluşturan partilerin başkanlarının yeniden anlaşmaları ve bu arada kamu işçilerinin zam taleplerinin kabulü sonucu ikinci DYP - CHP koalisyonunun kurulması ile sonuçlanmıştır. Ancak bu sefer, maaş ve ücret zamları yalnız kamu işçilerini değil, bütün çalışanları ve emeklileri de kapsayacak boyuta ulaşmıştır.

Aslında Tansu Çiller'in son hükümeti kurması pek kolay olmamıştır. Cumhurbaşkanı tarafından 5 Ekim'de onaylanan Hükümet (azınlık hükümeti), TBMM'nden güven oyu alamamıştır. Bu arada DYP ile CHP'nin yeniden anlaşma ümidi belirince, Cumhurbaşkanı'nca hükümeti kurma görevi yine Tansu Çiller'e verilmiştir. Sonuçta yukarıda kısaca değindiğimiz ikinci koalisyonun gerçekleşmesiyle kurulan Hükümet, TBMM'nden 5 Kasım'da güven oyu alabilmiş ve göreve başlamıştır.

Diğer taraftan 93 milletvekilinin Anayasa Mahkemesi'ne yaptıkları başvuru üzerine Yüksek Mahkeme, genel seçimlerle ilgili bazı hususlarda değişiklikleri ka-

rara bağlamış, fakat seçimlerin 24 Aralık'da yapılmasına engel olmamıştır. Seçimlerin ertelenmesi ile ilgili bir girişim de 1 Aralık'da 100'den fazla milletvekilinin TBMM Başkanlığı'na yaptıkları başvuru ile başlamıştır. Ancak, 4 Aralık'ta yapılan olağanüstü toplantıya yeterli sayıda katılım olmaması üzerine bu girişim de sonuç vermemiştir. Şimdi bütün dikkatler 24 Aralık 1995 günü yapılacak olan genel seçimlere yönelmiştir.

Yukarıda açıklanan gelişmeler ve çok yaklaşmış olan seçimler nedeniyle ekonomik olaylar beklemeye girmiştir. Bununla beraber, 13 Aralık'da Avrupa Parlamentosu'nda yapılacak Türkiye'nin Gümrük Birliği'ne katılması ile ilgili oylama için, Başbakan Tansu Çiller'in, Başbakan Yardımcısı ve Dışişleri Bakanı Deniz Baykal'ın, görevlendirilen TBMM üyelerinin ve bazı bürokratların yaptıkları girişimlerin, Gümrük Birliği'ne katılmamız açısından olumlu etkileri göstermesi beklenmektedir.

Özelleştirme konusunda Eylül ayında bazı uygulamalar yapılmış bulunmaktadır. Sümerbank mağazalarının buralarda çalışanlara satılması, Türkiye Denizcilik İşletmeleri A.Ş.'nin bazı tesislerinin, Turban Turizm A.Ş.'ne ait arsa ve otellerin bir kısmının satışı ile ilgili kararlar Özelleştirme Yüksek Kurulu tarafından kabul edilmiştir. Sümerbank'ın Hayyam Garipoğlu'na satışına ilişkin sözleşme imzalanmıştır. Testaş Aydın tesisleri Tayvanlı bir firmaya satılmıştır. Türkiye Gemi Sanayii'ne ait Pendik, Haliç, Camialtı, Alaybey tersaneleri ve Pendik Motor Fabrikası'nın 49 yıllığına Gestaş'a kiralanması konusunda kesin sonuca halen varılmadığı anlaşılmaktadır.

DYP-CHP Koalisyon Hükümeti'nin 20 Eylül'de sona ermesinin nedenlerinden biri olan kamu işçileri grevleri, uzun müzakerelerden sonra, yeni Koalisyon Hükümeti tarafından ertelenmiştir. Buna göre limanlar, Devlet Demiryolları ve şeker fabrikalarındaki grevler ertelenmiştir. Türk-İş ve Hak-İş üyesi sendikalar ile yeni toplu sözleşme anlaşmaları Ekim ayı sonunda tamamlanmıştır. Ayrıca, SSK işçi emeklilerine % 79, Bağ-Kur emeklilerine % 60-100 arasında, memurlara % 53, kamu işçilerine % 16 artı % 16 zam yapılması kabul edilmiştir. Bu arada gübre sübvansiyonu da % 50'ye çıkarılmıştır.

Piyasalarda faizlerin yükseldiği, döviz fiyatlarının artması üzerine Merkez Bankası'nca piyasalara müdahale edildiği ve Interbank faizinin % 100'a ulaştığı gözlenmiştir.

Fiyat artışları Ekim'de hızını kesmemiş, fakat Kasım'da yavaşlamıştır. DİE verilerine göre; Tüketici Fiyatları İndeksi Ekim 1995'de % 7.8, Kasım'da ise % 5.5 oranında artmıştır. Toptan Eşya Fiyatları İndeksi 1995 Ekim'inde % 4.4., Kasım ayında ise % 4.3 oranında artış göstermiştir. Kasım 1994-Kasım 1995 olarak 12 aylık enflasyon oranı tüketici fiyatlarında % 83.8, toptan eşya fiyatlarında ise % 71.6 olmuştur.

Hazine Müsteşarlığı'ndan alınan bilgilere göre, dış borç stoku 1995 Haziran ayında 73 milyar 779 milyon dolara ulaşmıştır. İç borç stoku 1995'in ilk 9 aylık döneminde 1 katrilyon 190 trilyon 296 milyar lira olmuştur. Her iki borç grubunda artış gözlenmektedir.

1996 Mali Yılı Bütçe Tasarısı TBMM'ne sunulmuştur. Bütçe, 2 katrilyon 780 trilyon TL olarak öngörülmektedir. Bütçe açığı ise 410 trilyon TL olarak hedeflenmiştir. 1996 yılında 10,5 milyar dolar dış borç ödenecektir. Bu borcun 3,1 milyar dolarını faiz ödemeleri oluşturmaktadır.

Cari işlemlerde 1994 yılının ilk 8 ayında (Ocak-Ağustos) toplam 1 milyar 570 milyon dolar fazlalık var iken, 1995'in aynı döneminde 260 milyon dolar açık görülmüştür. Bunun en önemli nedeni, 1995'de büyüyen dış ticaret açığı olmuştur.

1995'in ilk yarısında, özellikle ikinci üç aylık dönemde, hızla gelişen büyüme hızı, yılın üçüncü üç aylık döneminde yavaşlamışsa da, ilk 9 aylık büyüme hızı % 7.9 olmuştur.

Diğer bir olumlu olay, Türk Giyim Sanayicileri Derneği'nin eski başkanı Hasan Arat'ın Uluslararası Giyim Sanayicileri Federasyonu Başkanı seçilmesidir. Ülkemizin bu sanayi kolunda uluslararası bir kuruluştaki önemli bir görevde temsil edilmesi dolayısıyla Hasan Arat'a tebrik ve başarı dilekelerimizi iletiriz.

1995'in Ekim ve Kasım aylarını kapsayan dönemin başlıca ekonomik olayları şöyle açıklanabilir:

Dış Ticaret ile İlgili Olaylar

- **İthalat İzninde Kolaylık:** 10 Ekim 1995 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan Gümrük Genel Tebliği, bir izin yazısı ve geçici kabul giriş beyannamesi ile bir defada yapılan ithalat için, ayrı partiler halinde ve süresi içinde olmak üzere, giriş beyannamesi yapılabileceği hükmünü getirmiştir. Ayrıca, bedelsiz geçici kabul izni almak için gerekli bilgi ve belge sayısı da azaltılmıştır.

- **Dış Ticaretin 9 Aylık Seyri:** Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE)'nden açıkladığına göre, 1995 Ocak-Eylül döneminde ihracatımız 15 milyar 243,6 milyon, ithalatımız ise 24 milyar 604 milyon dolar olmuştur. Bu dönemdeki dış ticaret açığı 9 milyar 360,3 milyon dolara ulaşmıştır. 1994'ün aynı dönemine nazaran ihracat % 22.2, ithalat % 51.3 artmış, dış ticaret açığı ise % 147.3 oranında artış göstermiştir.

Bankalarla İlgili Olaylar

- **Banka Yöneticilerinin Sorumluluğu:** Anayasa Mahkemesi, 3182 sayılı Bankalar Yasası'nın 69. maddesinde değişiklik yapan 538 sayılı Kanun Hükmünde Kararname'nin bir maddesini iptal etmiştir. Buna göre, tasfiyesine karar verilen bankalarda görev yapan üst düzey yöneticilerin kişisel sorumlulukları kaldırılmıştır. Bu durumdan TYT Bank, Marmara Bankası ve Impexbank yöneticilerinin yararlanması beklenmektedir.

- **Kaybolan Kredi Kartlarının Sorumluluğu Bankalarda:** Yargıtay 19. Hukuk Dairesi, kaybolan kredi kartının sahibi tarafından ilgili bankaya bildirilmesi halinde, sorumluluğunun bankalarda olduğuna karar vermiştir. Bunun için kartı kaybolan kişinin bankaya yazılı olarak durumu bildirmesi ve Cumhuriyet Savcılığı'na başvurması gerekmektedir. İlgili bankanın kartın iptalinde gecikmesi halinde sorumluluğun bankaya ait olacağı Yargıtay tarafından kararlaştırılmış bulunmaktadır.

● **Mevduat Faizlerinde Artış ve Dövizle İlgili Gelişmeler:** Kasım ayından itibaren artma eğilimi gösteren mevduat faizlerinin artış hızı giderek yükselmektedir. Özellikle kısa vadeli mevduat faizleri 5 ille 20 puan arasında artmıştır. Bu eğilimin nedenleri, seçimler dolayısıyla kamu zamlarının frenlenmesi, döviz kurlarında enflasyon oranı kadar artış olması beklentisidir. Merkez Bankası, devalüasyon beklentilerini, dövizde vadeli işlemler piyasasını açmakla karşılamıştır. Buna göre, Merkez Bankası, vadelerde döviz fiyatının üst sınırını çizerek dolarda % 7.2 gibi bir mini devalüasyon yapılmasını sağlamıştır.

● **KOBİ'lere Yüksek Teknoloji Kredisi:** Türkiye Odalar Birliği ile Halk Bankası arasındaki anlaşmaya göre, küçük ve orta büyüklükteki işletmelere (KOBİ'lere); yüksek teknoloji içeren makine, ekipman alımı ve araştırma amaçlı yatırımların finansmanına yönelik olarak «Yüksek Teknoloji Kredisi» verilmesi kabul edilmiştir. Bu kredinin üst limiti 15-20 milyar liradır.

Zamlar Devam Ediyor

Genel seçimler arifesinde zamlar, daha ziyade Ekim ayı içinde ve Kasım ayı başlarında odaklanmıştır. Ancak, İstanbul'da ekmeğe 1 Aralık 1995'den itibaren % 22.2 oranında zam yapılmış bulunmaktadır. 1995 Ekim-Kasım dönemindeki zamlarla ilgili başlıca gelişmeler şunlardır:

- Çaykur Genel Müdürlüğü, 16 Ekim tarihinden itibaren çay fiyatlarını arttırmıştır.
- Türkiye Şeker Fabrikaları, 19 Ekim'den itibaren şeker fiyatlarına % 25 oranında zam yapmıştır.
- Akaryakıt fiyatlarına, 6 Kasım'dan itibaren % 5 oranında zam yapılmıştır. Buna göre İstanbul'da akaryakıt fiyatları «TL/Litre» olarak şöyledir: Süper benzin 31.510, normal benzin 29.220, gazyağı 23.140, motorin 20.620 ve kalorifer yakıtı 12.200.
- 1 Aralık 1995 tarihinden itibaren, İstanbul'da ekmeğe fiyatları 9.000 TL'den, 11.000 TL'ye yükselmiştir. Bazı fırıncılar ve İstanbul Halk Ekmek Fabrikası bu yeni fiyatı uygulamamaktadırlar. Fırıncıların çoğu 250 gramlık ekmeği 11.000 liradan satmaya başlamıştır. Bilindiği gibi Halk Ekmek, 300 gramlık ekmeği 6000 liradan satmaktadır.

BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR (AYLIK DERGİ)

İDARE YERİ : Binbirdirek Mahallesi, Suterazisi Sokak No. 6 Kat 2; 34400 Sultannahmet - İstanbul ● TELEFON : (0-212) 518 17 32 ● FAX: (0-212) 518 66 43 YAZIŞMA: P.K. 769; 80005 Karaköy - İstanbul ● AÇIKLAMA : Dergi'deki yazılar kaynak göstermek koşuluyla alınabilir ● 1996 YILLIK ABONE (KDV DAHİL): 1.200.000 TL; ÖĞRENCİLERE: 720.000 TL ● BANKA HESAP NUMARALARI (İstanbul): Akbank Nişancı Şubesi 10469-5, İş Bankası Çağaloğlu Şubesi 256319, Yapı ve Kredi Bankası Çemberlitaş Şubesi 2269-9, Ziraat Bankası Beyoğlu Şubesi 768 ● DİZGİ ve GRAFİK DÜZENLEME: Yazıevi, Telefon : 512 60 43 ● BASKI: Kent Basımevi, Telefon : 629 02 62 ● CİLT : Esra Ciltevi, Telefon: 544 11 04 ● BASKI TARİHİ: 18 Aralık 1995 ● GENEL DAĞITIM: YAYSAT ●

SİZ DE ABONE OLUN!

«Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi»ne abone olanlar,
«Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi»ni önce okuyanlardır.

Adı Soyadı :

Firma Adı :

Adres :

.....

Posta Kodu : Tel :

Abone olmak istiyorum.

Yeniden abone olmak istiyorum.

Lütfen temsilcinizi gönderin (İstanbul'da oturanlar için).

«BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR» Aylık Dergi, 12 sayı için 1996 Yılı Abone Koşulları;

YURT İÇİ

6 Aylık : 720.000.-TL

1 Yıllık : 1.200.000.-TL

YURT DIŞI

6 Aylık : 15 \$

1 Yıllık : 30 \$

Not: Öğrencilere % 40 indirim yapılmaktadır.

Abone bedeli (.....) TL, aşağıdaki işaretli banka hesabını-
za havale edilmiştir.

T. İş Bankası
Cağaloğlu Şubesi
Hesap No. 256319

Akbank T.A.Ş.
Nişanca Şubesi
Hesap No. 10469-5

Yapı Kredi Bankası
Çemberlitaş Şubesi
Hesap No. 2269-9

Ziraat Bankası
Beyoğlu Şubesi
Hesap No. 768

«EKONOMİK VE SOSYAL YAYINLAR A.Ş.» adına, abone bedeline ilişkin, bankaya yatırdığınız mak-
buzun (ve öğrenci iseniz, öğrenci kimliğinizin) fotokopisini, yukarıdaki abone formu ile birlikte
lütfen, «Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi; Binbirdirek Mahallesi, Suterazisi Sokak, No. 6/2;
34400 Sultanahmet-İSTANBUL» adresine gönderiniz. Ya da şu numaraya Fax geçebilirsiniz:
(0-212) 518 66 43

**2001 dünyasında,
yeniliği ve değişimi yakalayın**



S A Ğ L I Ğ A Z A R A R L I D I R .

ÖLÜMÜNE NEDEN OLAN TEKEL VE ANKARA'DA ÖLÜM NEDENİNE İNCELENDİ.

TEKEL

BU NUMARA SİZE BİLGİNİN KAPILARINI AÇIYOR

BİLGİ

RENAULT-MAİS (212) 293 26 26



RENAULT, BİLGİ RENAULT-MAİS ile iletişim teknolojisinin en son olanaklarını, konuşan bilgisayarları hizmetinize sunuyor. BİLGİ RENAULT-MAİS ile RENAULT modellerinden özelliklerine, RENAULT-MAİS servislerinden yetkili satıcılarına kadar aklınıza gelebilecek her türlü bilgiye 24 saat, kesintisiz, tek telefonla ulaşıyorsunuz... Öğrenmek istediğiniz bilgi derseniz



anında faksınıza gönderiliyor... Üstelik tüm istekleriniz konuşan bilgisayar tarafından müthiş bir hızla ve hatasız olarak karşılanıyor. Otomobiliniz olsun olmasın, ya da markası modeli ne olursa olsun BİLGİ RENAULT-MAİS hizmetinizde... İsteddiğiniz bilgi telefonunuzun ucunda, derseniz faksınızda... Arayın, bilgiye doğrudan ulaşın, "Bilgi Çağı"nın inanılmaz olanaklarından yararlanın.

MAİS



RENAULT