

EKONOMİK YORUMLAR

6

HAZİRAN 1996

YIL : 33

100.000 LİRA

•
AYLIK DERGİ

Okurlara Mektup / 3

Ekonomik Göstergeler (İç) / 4

EKONOMİK YORUMLAR / 5

Tuncay Artun

Adnan Cezairli

Erol Göker

Prof. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş

Yüksel Ülken Hocayı

Kaybettik / 35

Prof. Dr. Dündar Sağlam

Ekonomik Göstergeler (Dış) / 36

Bağımsız Merkez

Bankacılığının Saygın

Örneği: Bundesbank / 37

Doç. Dr. Suat Oktar

Sermaye Piyasası / 45

Doç. Dr. Mehmet Bolak

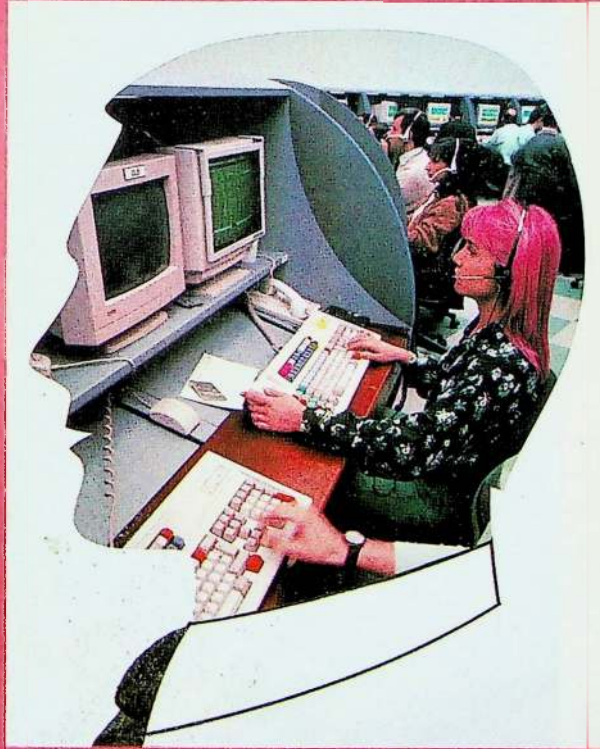
Reel Kur Hareketleri ve

Türk Lirası'nın Değeri / 55

Yrd. Doç. Dr. E. Ertuğrul Karsak

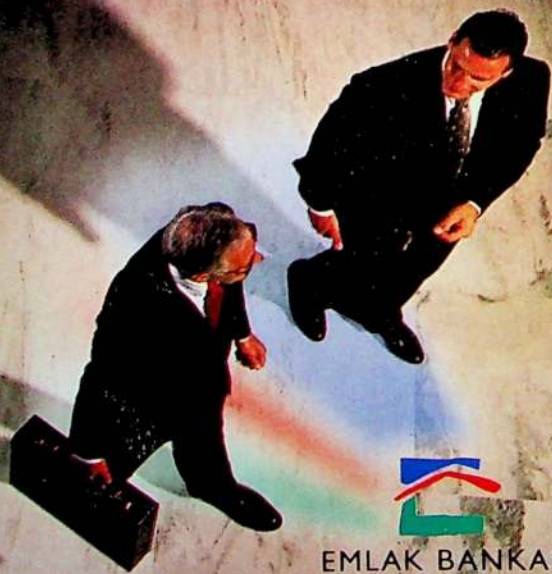
Ayın Ekonomik Olayları / 62

Dr. Yıldırım Kılıç



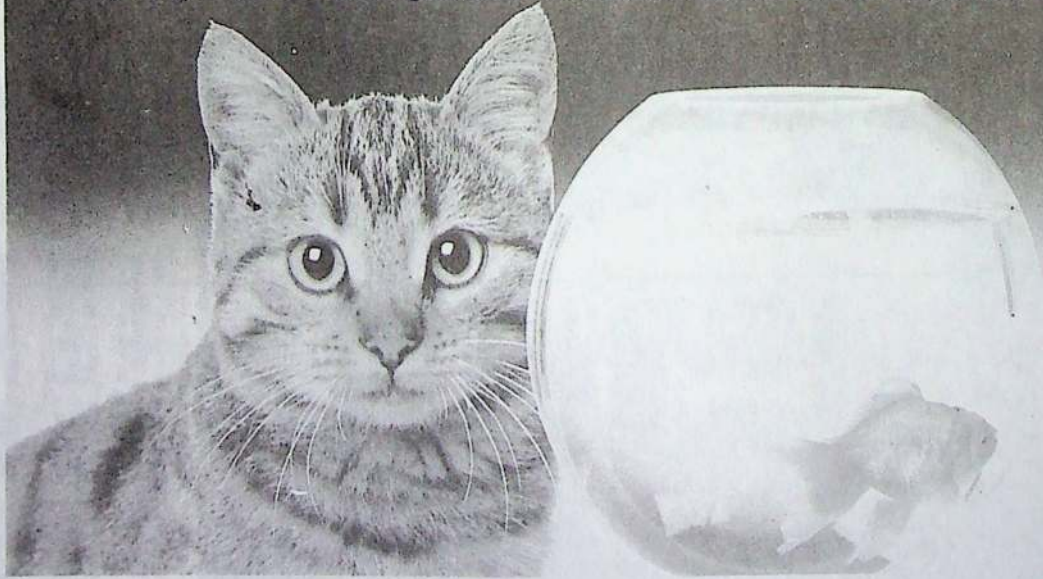
**SERMAYE PİYASASI VE BORSA'DA SON GELİŞMELER;
GELECEĞE İLİŞKİN BEKLENTİLER**

Güvene önder olmak.



EMLAK BANKASI
"Daha Uygur Bir Yaşam İçin"

İŞ İŞTEN GEÇMEDEN... OYAK SİGORTA



- Tüm Konut Sigortası ► Tüm İyeleri Sigortası ► Tüm
Otel Sigortası ► Kar Kaybı Sigortası ► Kısa Kaybı Sigortası
Kasko Sigortası ► Trafik Sigortası ► Yurtiçi Kasko
Sigortası ► Yeşil Kart Sigortası ► Otobüs Koluğu Sigortası
Tayınan Yık Sigortası ► Bağcı Sigortası ► Mali Sorumluluk
Sigortası ► Fırd Kazı Sigortası ► Hırsızlık Sigortası
► Tagınan Para Sigortası ► Emniyeti Suistimal Sigortası
► Cam Kırılması Sigortası ► Uçak Sigortası ► Helikopter
Sigortası ► Tekne sigortası ► Yat Sigortası ► Tekne
ve Yat İnşaat Sigortası ► Marina Sigortası ► Nakliyat
Sigortası ► Harp Sigortası ► Lisans Kaybı Sigortası
► CMR Sigortası ► İnşaat Sigortası ► Montaj Sigortası
► Makine Kırılması Sigortası ► Elektronik Cihaz
Sigortası ► Sağlık Sigortası ► Hayat Sigortası
► Yarınlarnızın Sigortası ► Kredi Hayat Sigortası
► Zrai Ürün Sigortası ► Sera Sigortası ► Kütmes
Hayvanları Sigortası ► Büyük Baş Hayvan Sigortası
► Kültür Balıkçılığı Sigortası

OYAK SİGORTA

Genel Müdürlük: Mıdık Mabucun Cad. Oyak İş Hanı No: 81 - 80040 Sarıpazar - İSTANBUL
İstanbul: (212) 250 60 20 (4 hat) Fax: 249 48 28 Ankara: (312) 230 20 30 Fax: 232 17 24
İzmir: (232) 464 33 00 Fax: 463 39 97 Adana: (322) 497 19 66 Fax: 457 45 10
Bursa: (224) 250 40 60 Fax: 250 40 62 Samsun: (362) 234 15 55 Fax: 230 20 42

"Oyak Sigorta bir Ordu Yardımlaşma Kurumu ve Emeklilik Kuruluşudur."

Hayatınıza kalite katacak 11 Esbank çözümü:

Esbank'ın
Türkiye'nin
en önemli
merkezlerindeki
66 şubesinden
birine başvurun,
hayatınıza
vazgeçemeyeceğiniz
bir kalite
kain.

Şimdi
tüm Esbank
subelerinde,
bireysel bankacılık
işlemlerinizi için
özel biri var:

**Müşteri
Yardımcısı**



1 Otomatik Ödeme **2** Alo Esbank **3** Express Kredi

4 Visa MasterCard **5** Express Çek **6** Kredili Mevduat Hesabı **7** Express 24

ESBANK
TÜRKİYE'NİN VE KARAKÖY'ÜN

8 Şigorta Hizmetleri **9** Kiralık Kasa **10** Genç Kart **11** Gece Kasası

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. Omer Faruk Batirel • Dr. Metin Berk • Prof. Dr. Ünal Bozkurt • Prof. Dr. Kenan Bulutoğlu • Prof. Dr. Nasuhi Bursal • Yavuz Cannevi • Ege Cansen • Haluk Ceyhan • Mehmet Gün Çalka • Özer U. Çiller • Bulend Çorapçı • Ahmet Demirel • Zeki Döşlüoğlu • Necdet Durakbaşa • A. Aydın Dündar • Gazi Erçel • Kaya Erdem • Tarhan Erdem • Oktay Ersoy • Prof. Dr. Cumhur Feriman • Prof. Dr. Atilla Gönenli • Prof. Dr. Emre Gönenay • Doç. Dr. Seyfettin Gürsel • Prof. Dr. Zeyyat Hatiboğlu • Erhan Işıl • Prof. Dr. Haluk A. Kabaalioğlu • Prof. Dr. Müh. Kemal Kafalı • Adnan Başer Kafaoglu • Y. Doç. Dr. Ahmet S. Kalın • A. Nazif Keyman • Prof. Dr. Yıldırım Kılıç • Prof. Dr. Tamer Koçel • Kemal Kurdaş • Prof. Dr. Kemal Kurtuluş • Prof. Dr. Erol Manisalı • Prof. Dr. Orhan Morgül • Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu • Ziya Nebioğlu • Ergin Neng • Alp Orçun • Rahmi Önen • Prof. Dr. İsmail Öztaşlan • M. Celâlettin Özgen • Ertan Özgür • Tuncay Özilhan • 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 Şükrü Tekbaş • Osman N. Torun • Fikret M. Tuncer • Nezih Tunçsiper • Prof. Dr. Gül G. Turan • Doç. Dr. Şeref Türen • Doç. Dr. T. Güngör Uras • İbrahim Ülkem • Dr. Cüneyt Ülsever • A. Doğan Yalın • Mehmed Tarık Yaşa • Doç. Dr. Göksel Yücel • Prof. Dr. Ahmet Yüksel

Yazı Kurulu

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

Basım - Yayımlar Danışmanı
M. TARIK YAŞA

İdare Müdürü
MUSTAFA BARIŞ

OKURLARA MEKTUP

Sevgili Okurlarımız,

Bu sayının «Ekonomik Yorumlar» bölümünde; «Sermaye Piyasası ve Borsa'da Son Gelişmeler, Geleceğe İlişkin Beklentiler» üzerinde durulmaktadır. «Açık Oturum»un yöneticisi, daha önce Sermaye Piyasası Kurulu Başkanlığı yapmış bir bilim adamımızdır. Toplantıya İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Başkanı ile iki aracı kurumun temsilcileri katılmışlardır. Bu iki temsilciden biri, aynı zamanda Borsa Aracı Kurumların Yöneticileri Derneği Başkanı'dır. Sermaye piyasasının önde gelen yetkili ve değerli uzmanlarının yaptıkları tartışmaların, açıkladıkları görüşlerin, verdikleri bilgilerin ilgi ile karşılanacağını ve geniş bir çevrede yankı uyandıracağını ümit ediyoruz.

Yapılan açıklamalara göre; sermaye piyasasının bir parçası olan İMKB, organizasyon ve uygulanan otomasyon düzeni bakımından, ciddi bir gelişme göstermiştir. Son on yıl içinde alt yapıda gerçekleştirilen bu başarı, devletin katkılan olmamakla birlikte, piyasanın kendi eseridir. Alt yapı ve kullanılan ileri teknoloji bakımından İMKB, dünyanın gelişmiş borsalarından birçoğunu geride bırakmıştır. İMKB, yaklaşık 70 milyon dolara mal olan İstanbul'daki yeni binasıyla, organizasyonu ve özellikle fonksiyonel iş bölümü açısından çağdaş bir borsa düzeyindedir. Halen ortalama 200 milyon dolar olan günlük işlem hacmi, İMKB'nin uluslararası finans ve sermaye piyasası çevrelerinde ilgiyle izlenen bir duruma getirmiştir. Kısacası, İMKB son yıllarda; alt yapıdan, dinamizminden ve reel sektörün gücünden kaynaklanan bir ivme ile niteliksel ve niceliksel başarılar sağlamıştır. Türkiye ekonomisinin durumu; sermaye piyasası, borsa, aracı kurumlar ile ilgili son gelişmelerin ve beklentilerin neler olduğunu izleyen sayfalarda bulacaksınız.

Dergi'de yer alan diğer yazılardan her zaman olduğu gibi ilginizi çekeceğini umuyoruz. Bu nedenle tümünü okumanızı salık veriyoruz. Bu arada özellikle; «Bağımsız Merkez Bankacılığının Saygın Örneği: Bundesbank», «Reel Kur Hareketleri ve Türk Lirası'nın Değeri» başlıklı yazılan dikkatlerini sunarız.

Saygılarımızla...

Ekonomik Göstergeler (İç)

Haziran/1996

	1994	1995		1996	
		Kasım	Aralık	Ocak	Şubat
T.C. MERKEZ BANKASI					
Döviz ve Altın Mevcudu (milyon \$)	8513.0	16591.0	13732.0	14960.0	-
Banknot Miktarı (milyar TL)	120212.3	217266.0	223934.0	229135.0	-
T.C. Merkez Bankası İç Kredileri (milyar TL)	160530.1	137660.0	206126.0	-	-
Hazineye Kısa Vadeli Avans (milyar TL)	122278.0	124505.0	192790.0	-	-
BANKALAR (milyar TL)					
Toplam TL Mevduat	614554.3	1173267.2	1297155.5	1330791.8	1359758.1
Ticari Kuruluşlar Mevduatı	108315.1	178601.4	202144.7	181141.8	191697.0
Tasaruf Mevduatı	326651.5	671257.7	684904.3	732369.6	716098.1
Vadesiz Tasaruf Mevduatı	34562.3	68199.5	52471.5	52323.4	62651.7
Vadeli Tasaruf Mevduatı	292089.2	603058.2	632432.9	680046.2	653446.3
Mevduat Sertifikası	4632.9	7919.5	6916.6	7219.2	7326.9
Resmî Kuruluş Mevduatı	19123.7	48028.9	36839.9	100649.3	85602.7
Bankalar Mevduatı	50305.2	108170.6	178367.7	122608.8	163666.9
Diğer Kuruluşlar Mevduatı	105525.9	159288.9	187982.2	186802.9	195366.4
Döviz Tevdiatı	660558.8	1137079.4	1367626.8	1341580.2	1413363.3
Toplam Krediler	789853.2	1434276.2	1738270.3	1765876.6	1830742.1
Tanım	120427.7	200799.0	326982.3	328863.0	332693.0
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	92014.5	157355.9	178290.2	182998.8	186613.3
Mesleki (Küçük Esnaf ve Sanatkar)	15227.5	39512.0	47242.0	50863.0	54336.0
Gayrimenkul	46118.3	50987.0	56350.0	56554.0	55740.0
Denizcilik	397.8	1093.0	1562.0	1247.0	1760.0
Turizm	4916.0	5108.6	7903.2	7903.2	8191.0
Diğer İhtisas Kredileri	308.5	739.0	1842.0	2179.0	2916.0
Ticari, Sınal, Sair	510442.9	978681.6	1118098.5	1135268.5	1188502.7
PARA ARZI (milyar TL)	238981.0	369599.0	396047.0	357017.0	-
FİYATLAR (DİE; 1987 = 100, 1994 = 100)					
Toplam Eşya Fiyatları İndeksi (Genel)	5196.3	8232.1	8733.7	244.8	-
Tanım (Genel)	4874.0	8913.2	9313.7	280.3	-
İmalat Sanayii (Genel)	5287.6	8071.9	8403.9	235.2	-
Tüketici Fiyatları (Türkiye)	6127.0	10592.0	10962.3	259.5	-
Tüketici Fiyatları (İstanbul)	5856.8	10306.8	10718.2	261.5	-
DIŞ ÖDEMELER (milyon \$)					
Dışalım (CIF)	23270.0	31390.3	35709.0	-	-
Dışsatım (FOB)	18106.1	19239.4	21635.9	-	-
İşçi Dövizleri	2627.0	3163.0	-	-	-

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 tabanlıdır. (4) Fiyatlar, Ocak/1996'dan itibaren «1994 = 100» olarak verilmektedir.

Ekonomik Yorumlar

AÇIK OTURUM

Sermaye Piyasası ve Borsa'da Son Gelişmeler; Geleceğe İlişkin Beklentiler

KATILANLAR:

- Tuncay ARTUN
- Adnan CEZİRLİ
- Erol GÖKER

YÖNETEN:

- Prof. Dr. M. Şükrü TEKBAŞ

TEKBAŞ — Değerli konuklar, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi'nin her yıl yapmakta olduğu «Sermaye Piyasası ve Borsa'daki Gelişmeler» konulu toplantıya hoş geldiniz. Normal olarak bu toplantıları Ocak ya da Şubat ayında yaparken, bu yıl bazı nedenlerle biraz geciktik. Bugün sermaye piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın son bir yılını ve önümüzdeki günler için beklentileri değerlendireceğiz.

Türkiye 1995'in son günlerinde bir erken seçim yaşadı. Bir koalisyon sona erdi, yerini bir sol partinin dışarıdan desteğini alan bir azınlık koalisyonu aldı. Türkiye gerek 1995 yılının önemli bir bölümünü gerek bu yılın şu ana kadar geçen süresini güven bunalımı içinde arayışlarla geçirdi. Bu toplan-

tı da bugün böyle bir ortamda yapıyoruz. Borsamız 1995 yılını TL bazında % 47.5'lik bir artışla ve dolar bazında % 7.4'lük kayıpla kapadı. Bazı yıllar, dünya borsaları arasında performans sıralamasında ilk üç içinde yer alan İMKB, bazı yıllar da son sıralar arasında yer alıyor. Diğer taraftan, 1996 yılının ilk dört aylık süresinde TL bazında % 60 ve dolar bazında % 33'lük bir artış mevcut. Ayrıca, geçen yıl günlük ortalama 209 milyon dolarlık bir işlem hacmi gerçekleşti ki bu oldukça yüksek bir değer. Borsa'da hisse senedi işlem gören şirket sayısı 29 artarak 176'dan 205'e çıktı. Bir önemli olay da Borsa'nın yeni binasının bitmesi ile, her türlü modern alt yapısı ile yeni binasında Borsa'nın faaliyetine devam etmesi oldu.

Sayın Artun, Türk siyasi ve ekonomik hayatının kritik günler geçirmekte olduğu bu dönemde siz son bir yılı nasıl değerlendiriyorsunuz?

sermaye piyasasının bir parçası olan İMKB, dünyadaki benzerlerine göre, organizasyon ve uygulanan otomasyon düzeni bakımından, ciddi gelişme göstermiştir; son on yıl içinde alt yapıda gerçekleştirilen bu başarı, piyasanın kendi eseridir; yeni borsa binasının sigorta değeri 70-71 milyar dolardır

ARTUN — Artık Türk mali sisteminin önemli bir ögesi haline dönüşmüş bulunan sermaye piyasasını ve onun büyük ölçüde temelini oluşturan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nı 1995 ve 1996 yılları açısından bir ikili değişik ölçüte dayanarak değerlendirmek mümkün. Bir niteliksel ve bir de niceliksel değerlendirme yapmak mümkün. Özellikle son iki yılı bu açıdan değerlendirdiğimizde, niteliksel açıdan Borsa'mızın gerçekten önemli bir aşama gösterdiğini söyleyebilirim. Her finansal kuruluşta olduğu gibi, Borsa'mızın niteliksel yönü gerçekten önemli. Bu açıdan Borsa'yı değerlendirdiğimizde, çok sayıda borsaya oranla gerçekten ciddi bir aşama kaydettiğini söylemek mümkün. Gerçek alt yapı olarak,

gerek organizasyon olarak, gerekse uygulanan otomasyon düzeni olarak Borsa'mızın şu anda gelişmekte olan borsalar arasında gösterilmekle birlikte, gelişmiş borsalardan çok büyük bir eksikliğinin bulunmadığını, tersine bazı açılardan üstünlüklerinin bile bulunduğu-nu söylemek mümkün.

Özellikle Borsa Başkanlığım döneminde çok sayıda ülkeyi ziyaret ederek çok sayıda borsada inceleme yapmak ve gözlemlerde bulunmak gibi bir olanağı elde ettim. Amerika'dan tutun, Malezya Borsası'na, Tokyo Borsası'na kadar çok sayıda borsayı dolaştım. Şunu övünçle söyleyebilirim ki, bu Borsa'nın alt yapısına kavuşmuş son derece az borsa gördüm. Bu çok önemlidir. Niçin önemli? Hem gelecek açısından önemli, hem de böyle bir başarıyı piyasanın kendisinin yaratmış olması açısından önemli. 10 yıllık geçmişi olan piyasa, kendi olanaklarıyla, kendi gücüyle, buna aracı kurumlar dahildir, bankalar dahildir, hisse senedi müşterileri dahildir, bütünüyle kendi yarattığı olanaklarla bu noktaya gelmiştir. Böyle bir yapılanmanın, böyle bir ileri teknolojik düzeyin ortaya çıkması, tamamiyle piyasanın, kendi gücünün doğal sonucu olarak ortaya çıkmıştır diyebiliriz.

TEKBAŞ — Bu söylediğiniz, yeni binanın, bilgisayar düzeninin, bütün alt yapının maliyeti ne kadar olmuştur?

ARTUN — Şöyle söyleyeyim. Sigorta değeri açısından konuşmak gerekirse, bu binadaki her türlü alt yapı dahil, teknoloji dahil, her şeyi içerecek bir rakam olarak 70-71 yıl milyon dolar civarında bir rakamı size ifade edebilirim. Tabii bu niteliksel değişimi,



AÇIK OTURUMA KATILANLAR: Yukandaki fotoğrafta, soldan sağa doğru; **Tuncay Artun** (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Başkanı), **Adnan Cezairli** (Toros Menkul Kıymetler Ticaret A.Ş. Yönetim Kurulu Başkanı), **Prof. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş** (İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Öğretim Üyesi) ve **Erol Göker** (Borsa Aracı Kurumları Yöneticileri Derneği Başkanı ve Global Menkul Değerler A.Ş. Genel Müdürü); «Sermaye Piyasası ve Borsa'da Son Gelişmeler» konulu toplantıda bir arada görüşüyorlar.

geldiğimiz noktayı, gerçekten şu anda başında bulunduğum kurumun iyi bir organizasyonu da tamamladığımızı zannediyorum. Gerçekten de organizasyonu açısından, özellikle fonksiyonel iş bölümü açısından Borsa'mız çağdaş bir borsa düzeyindedir. Bir borsanın sahip olması gereken her türlü organizasyonu seksiyon bazında büyük bir ölçüde içermektedir. Dolayısıyla gerek bu açıdan, gerek alt yapı açısından Borsa'mızın bence gelişmiş bir borsa olduğunu, emerging olduğunu söylemem her halde pek yanlış olmayacaktır.

TEKBAŞ — Burada, siz de işaret ettiniz, bir kavram var: Emerging Market. Gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasaları için kullanılan bir kavram. Türkiye halen bir emerging market midir? Emerging market kriteri ne-

dir? Bir sonraki safha, olgun borsa (mature market) olduğuna göre, sizce arasındaki fark nedir?

ARTUN — Tabii Türkiye sadece borsa açısından bu konuda sınıflandırılacak bir ülke değil. Bir ülkenin borsası sermaye piyasasının bir parçasıdır. Sermaye piyasası ise mali sektörün bir parçasıdır. Mali sistem, ekonomik düzenin, ekonomik sistemin bir parçasıdır. Dolayısıyla Türkiye'yi borsa açısından bir sınıflandırmaya tabi tutmak gerektiğinde, diğer konuları, diğer eklemeleri de dikkate almak lazım. Örneğin, bilebildiğim kadarıyla, bizden daha iyi durumda bulunan, hatta ekonomik açıdan çok daha iyi durumda bulunan çok sayıda ülkenin borsası da emerging market olarak nitelendiriliyor. Taivan, Tayland, Seul Borsası gi-

bi... Dolayısıyla Türkiye'de İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bazı açılardan, örneğin biraz evvel değindiğim açılardan, gelişmiş bir borsa olarak nitelenebilir. Ama biraz sonra değineceğim niceliksel açıdan yapılacak değerlendirmelerde, ekonomik açıdan yapılacak değerlendirmelerde, bu piyasayı emerging olarak nitelemek biraz zordur. Emerging market olarak sıfatladığımız grup içerisinde olması bu verilere göre daha doğal gibi gözüküyor. Belki Türkiye, bizden biraz önde giden biraz önce belirttiğim yabancı borsalara ek olarak Emerging Market'de yer alan ilk 10 borsadan birisidir ve gelişmiş bir borsa olmaya aday borsalar arasında bulunuyor. Bu şekilde bir değerlendirme, bence daha doğru olur diye düşünüyorum.

İMKB, son 2 – 3 yıllık dönemde, dinamizminden ve reel sektörün gücünden kaynaklanan bir ivme ile önemli niceliksel başarılar da sağlamıştır; yaklaşık 200 milyon dolar olan günlük işlem hacmi borsa'yı uluslararası finans ve sermaye piyasası çevrelerinde ilgiyle izlenen bir duruma getirmiştir; 1994'de dolar bazında 250 olan bileşik endeks, halen 510 civarındadır.

TEKBAŞ — Alt yapısı ile, işlem hacmiyle, toplam piyasa değeri ile, ancak ekonomiden kaynaklanan sorunları dikkate aldığımızda, «volatilite» adı verilen endekste ki değişkenlik veya dalgalanma çok yüksek. Bu özellik bizim gibi borsaları çok riskli yapıyor. Benim biraz önce işaret ettiğim konu, bir yıl başarı sıralamasında ilk üçe, beşe girenken, sonraki yıl en son sırada yer almasına neden oluyor.

ARTUN — Olayı niceliksel açıdan değerlendirdiğimizde, Borsa'mızın son yıllarda çok önemli bir evrim geçirdiğine tanık oluyoruz. Gerçekten şu anda bile Türkiye ekonomisini gerek arz yönünden gerekse talep yönünden yeterince temsil etmemekle birlikte, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası son iki üç yıllık dönemde hem alt yapısından, hem dinamizminden, hem de asıl olarak reel sektörün gücünden kaynaklanan bir ivme ile gerçekten önemli niceliksel başarılar da sağladı. Bugün geldiğimiz noktada ulaşılan verileri kesinlikle yeterli görmüyorum, ama geçmişle karşılaştığımızda küçümsenecek veriler de değil. Örneğin, 200 milyon dolar düzeyinde günlük bir işlem hacmi ne sahip olması. Geçtiğimiz yıl zannediyorum bu ortalama 208 milyon dolar civarında idi. Bu yıl biraz onun altında kaldık. Tabii bunda kuşkusuz izlenen kambiyo kur politikasının da etkisi var. Bunun yanı sıra çok gelişmiş bir tahvil piyasasının bulunması, ki bugün yaklaşık ortalama 150 – 160 milyon dolar düzeyinde bir tahvil piyasamız var. Ve yine dünyadaki ender piyasalardan birisi olarak, borsalarda yer alan piyasalardan birisi olarak günlük 750 – 800 milyon dolar civarında dolaşan bir repo ve

ters repo piyasasının bulunması, Borsa'nın bence niceliksel açıdan geldiği noktayı en güzel anlatan bir özellik. Bütün bu üç piyasayı topladığınızda Borsa'da, günlük bir milyar doların üzerinde işlem gerçekleştiriliyor ki, bu gerçektten önemli bir rakam. Zaten Borsa'yı uluslararası finans çevrelerinde, uluslararası sermaye piyasası çevrelerinde ilgi ile izlenen bir hale getiren de, işlem hacminde bu noktaya gelinmesi. Biz artık Avrupa'da çok sayıda borsa arasında, ilk sekizde sürekli olarak yer alıyoruz. Çok sayıda bilinen borsayı geride bıraktık. Milano gibi, Madrid gibi, Helsinki gibi...

Bu belirttiğim verilerin dışında diğer verileri de, örneğin endekse ilişkin dolar ve Türk Lirası bazındaki gelişmeleri de değerlendirmek mümkün. Yanlış hatırlamıyorsam, 1994'ün Mart ya da Nisan aylarında dolar bazında, 250



TUNCAY ARTUN

dolara düşen endeks, şu anda zannediyorum ki dolar bazında 510 civarına gelmiş bulunuyor. Bu da kriz döneminin, özellikle getirdiği sorunların, bizim piyasamızı açısından son iki yılda büyük ölçüde aşıldığını gösteriyor. Bunun dışında niceliksel veri olarak son iki yıl içerisinde Borsa'mıza yaklaşık 54 şirketin daha katılması, çok olumlu bir gösterge olarak belirtilebilir.

TEKBAŞ — Bir gösterge de hisse senetleri işlem gören şirket sayısının 10 yıl içinde 40'dan 210'a yükselmiş olması. Borsa'nın birinci el ve ikinci el pazar arasındaki ilişkiyi ortaya koyması, pazarın birinci el ve ikinci el özellikleri birleştirme ve birbirlerini etkileme bakımından çok önemli.

ARTUN — Orada aynı gelişmeyi Borsa'daki şirketlerin piyasa değeri açısından söylemek mümkün. Gerçekten kriz döneminde olağanüstü düşen piyasa değerimiz, tekrar bir toparlanma sürecine girdi ve şu anda 30 milyar dolar civarında dolaşiyor. Tabii bu son derece yetersiz bir rakam. Onu özellikle ifade etmek istiyorum. Biraz sonra tartışacağız, konuşacağız.

TEKBAŞ — 1990 yılında, Körfez krizi öncesinde, o günkü şartlarda, sınırlı şirket sayısı ile 28 milyar dolara kadar çıkmıştı. Bu geçen süre içinde bu kadar halka açılmanın gerçekleşmesince rağmen hâlâ o düzeylerdeyiz. Temmuz, Ağustos 1990'da, dolar bazında endeks 1000'i geçmişti. Temmuz 1990'da 1175 puandı.

ARTUN — Bu, tamamiyle şu olgunun sonucu. Gerçek dolar bazında endeksin 1990 yılına göre oranladığımızda düşük olması, gerekse piyasa değerinin aynı düzeyde kalması; özellikle

Türkiye'de izlenen ekonomik politikaların, bazı önemli araçlarına kullanılmasıyla sonuçlanmasından dolayı genel bir yoksullaşmanın bizim piyasamıza yansımalarından başka bir şey değildir. Bir kriz dönemi öncesinde Türkiye'nin en büyük holdinginin cirosu 14-15 milyar dolar iken, krizin sonrasında bu holdingin cirosu yarı yarıya düştü, 7 milyar dolara düştü. Dolayısıyla bu gelişme, genelde izlenen politikaların ekonomiyi yoksullaştırıcı ya da zayıflatıcı yönünün Borsa'ya yansımalarından başka bir şey değildir.

TEKBAŞ — Borsa çok hassastır. Sermaye piyasasındaki ve ekonomideki bütün gelişmeler ve politikadaki bütün gelişmeler buraya derhal yansıyor. Sayın Erol Göker, piyasadaki en büyük aracı kurumlarından birinin yetkilisi olarak ve Türkiye'de gerçek anlamda bir yatırım bankası olma yönündeki ilk aracı kurum olarak, siz bu gelişmeyi nasıl değerlendiriyorsunuz?

1994 krizinden bu yana devlet ekonominin önünü tıkayan, günü geçirmeye yönelik politikalarında bir reform yapmadığı gibi, sorunlar yeni bir bunalımı çağrıştıran biçimde artarak devam etmektedir; borsa'nın devlet tahviline ilişkin işlemlerinde bir patlama görülürken, gerçek işlevi olan hisse senetlerinde ciddi yükselme olmamıştır

GÖKER — Geçen yıl yaptığımız toplantıda, derin bir kriz geçiren ülkenin ekonomisinin kriz sonrasında bir toparlanma süreci içinde olduğunu konuşmuş idik. O zaman demiştik ki, devlet üzerine düşeni yapmadı ve özel sektörün kendisi, kendi gücüyle, kendi yapılandırmalarıyla, kendi imkânlarıyla ekonomide tekrar bir toparlanma sürecini başlattı. Geçen yılki toplantıyı o şekilde bağlamıştık. Aradan geçen bir yılı aşkın süre içinde maalessiz Türkiye'de bu tabloda çok büyük bir değişiklik olmadı. Devlet ekonominin önünü tamamen tıkayan politikalarında herhangi bir reform yapmadığı gibi, problemler daha da keskinleşerek, yeniden kriz çağrıştıran noktasına gelecek biçimde artarak devam etti. Borsa da, biraz önce de söylediği gibi, ekonominin bir aynası. Bu oluşumlardan birer bir etkilenmemesi de zaten söz konusu değil. Biraz önce Sayın Artun'un belirttiği tablodan görüldüğü gibi, Borsa'nın devlet tahviline dayalı işlemlerinde müthiş bir patlama görülürken, gerçek işlevi olan hisse senetlerinde ise çok ciddi bir yükselme olmadı. Bunun da zaten doğal olarak bu şekilde olması gerekiyordu. Bugün 2.2 katrilyon liraya ulaşan bir devlet borcundan söz ediyoruz ki, geçen sene bu dönemde konuştuğumuz zaman, borç stoku zannediyorum daha bir katrilyon lirayı bulmamıştı. Yani bu geometrik olarak artıyor.

TEKBAŞ — Dolar bazında baktığımızda gene bir artış mevcut.

GÖKER — Yıl başından bu yana, uygun faizleri yakaladığımız zaman, dolar bazında 3 aylık 4 aylık bir süre içinde % 25'lere varan reel faizleri de yakalamamız söz konusu oldu.

TEKBAŞ — Bu belki bilinçli olarak izlenen sıcak para politikasının da doğal bir sonucu oluyor.

GÖKER — Tabii. Zaten bu, sorunları erteleyip bugünleri kurtarmaya yönelik politikaların bir sonucu. Döviz kurlarını tutarak, bu şekilde bir sıcak para operasyonu ile, borcu borçla kapatmaya ve günü geçirmeye yönelik yıllardır izlenen politikaların sonucu. Bu çerçevede içinde özel sektörün finans kaynağı olarak sermaye piyasalarının büyük ölçüde gelişmesini beklemek mümkün değil. Biz, özel bir şirket olarak söyleyeyim, yıllardır halka arzlarla firmalara sermaye piyasası içinden kaynak yaratmaya çalışan bir kurumuz. Geçen senenin tablosuna baktığımız zaman, ilk altı ayda, özellikle o iyimserlik dönemi içinde, onun hızıyla epeyce bir halka arz yaptık. Fakat ikinci altı ayda bu bıçak gibi kesildi. Tabii bu, aynı zamanda politik bir belirsizliğin ve seçim dönemine girilmiş olmasının da doğal sonucu olarak oluştu. Örneği özellikle veriyorum, o kadar bire bir bir ilişki ki, bu sene hükümetin kurulmasından sonraki yaklaşık üç ay içinde dörde yakın halka arz yaptık. Hepsisi de başarılı oldu. Fakat bugün hükümetin tekrar krize gittiğine yönelik beklentiler oluştuğu için, şu andan itibaren halka arzları ertelemeye başladık. Borsa, sermaye piyasası, ülkenin ekonomik ve sosyal olaylarıyla bu kadar bire bir bütünleşmiş bir süreçte.

TEKBAŞ — Şöyle bir şey de diyebiliriz. Amerika'da ve birçok ülkede iyi bir portföy tutarak riski büyük ölçüde dağıtmak mümkün. Amerika'da ekonominin genelinden kaynaklanan risk

(sistemik risk) yaklaşık % 25. Şirketlerin kendi özelliklerinden kaynaklanan risk (sistemik olmayan risk) % 75. Bu, Türkiye'de tam tersine. Türk ekonomisinin kendi özelliklerinden kaynaklanan risk o kadar yüksek ki, en iyi portföy bile başarılı olamıyor. Siyasete ve ekonomiye bağlı olarak endeks büyük dalgalanma gösteriyor. Böyle bir ortamda halka açılma da isabetli bir karar olmayacak ve halka açılmayı başarısızlıkla sonuçlandıracak. Bu da aracı kurumların veya sistemin karşılaştığı bir durum.

GÖKER — Haklısınız. Ben bir başka boyutunu getirmeye çalışıyorum. Aslında belli kurumsal yatırımcılar olmasa idi, zaten bu piyasa bu kadar da gitmezdi. Bu noktada yabancı fon yöneticilerinin, yabancı sermayenin Türkiye'ye olan ilgisini, özellikle geçen yıl için tekrar vurgulamak istiyorum. Şu anda free float dediğimiz serbest dolaşımda bulunan hisselerin neredeyse % 40'ını aşkın bir kısmına yabancıların sahip olduğunu söylemek isterim. Özellikle bu konuda epeyce iş yaptığımız için, büyük ölçüde yakından da takip etme imkânı buluyorum. Geçen yıl bu ilgi artarak devam etti ve bu yıl da yine bu ilginin sürekli olarak devam ettiğini görüyoruz. Borsa'yı ayakta tutan, yabancıların bu çerçevedeki ilgisi. Şu anda da sanıyorum 3 milyar doları geçti.

TEKBAŞ — Yabancıların portföyleri, değil mi? Bu bilgileri sağlıklı olarak takip edebiliyor musunuz?

ARTUN — Büyük ölçüde sağlıklı olarak izlediğimizi zannediyorum. Bir kere şunu ifade edeyim. Ben göreve başlayınca kadar burada sağlıklı bir

veri toplanmamış. Zannediyorum ki ilk kez benim zamanımda bu verilerin toplanmasına başlandı. Benim izlediğim yöntem burada, belli bir tarihte aracı kurumların yabancıların aldıkları hisse senedi stokuna her ay ilave ettikleri giriş ve çıkışları değerlendirmek. Böylece yeni bir veri bulmaktan ibaret. Bunu da Borsa bünyesi içerisinde özel bir seksiyona yaptırıyorum ve gelişmelerin sağlıklı olarak izlendiğini zannediyorum. Kuşkusuz rakamlar bir hata payı içeriyor. Ama Sayın Göker'in söylediklerine ben de yürekten katılıyorum. Şu anda bende bulunan ve size arz edeceğim veriler de bunu kesinlikle doğrulamaktadır. Borsa'yı Türkiye ekonomisinin tüm sorunlarına karşın bu düzeyde tutan yabancı yatırımcılardır. Bunların Nisan sonu itibariyle portföyleri de 2 milyar 945 milyon dolar düzeyindedir ki, bu % 40'ı da aşan, % 50'yi de aşan bir rakamdır. Sayın Göker'in ifade ettiği gibi, 30 milyar dolar civarında bir piyasa değerini düşündüğümüzde, ortalama olarak halka açıklık oranını da % 20-22 olarak belirlediğimizde, ulaşacağımız rakam, 6 milyar dolar ile 6,6 milyar dolar arasında bir rakamdır. Yabancıların yatırımları da yaklaşık 2,9 ya da 3 milyar dolar ise, neredeyse bunun % 45'ini de aşan bir orana ulaştığımız söylenebilir. Bu da tabii bence piyasayı önemli ölçüde stabilize eden gerçeklerden birisidir.

Vurgulamak istediğim bir nokta daha var. Onu da arz edeyim. Ondan sonra Sayın Göker devam eder. 1994 yılının Nisan ayında görev başladıktan sonraki zamanda yabancıların yatırımları tam iyi belirlenmemekle birlikte 350-400 milyon dolardı. Hiçbir zaman bu rakam azalmamıştır. Hiçbir ay ciddi

bir azalış göstermemiştir. Bütün ekonomik, siyasal, sosyal ve diğer sorunlara karşın, her ay mutlaka bir artışı içerecek şekilde yukarıya doğru ivme kazanmıştır. Demin de söylediğim gibi, rakam 3 milyar dolar düzeyindedir.

TEKBAŞ — Bu, Türkiye'ye bakışlarının olumlu olduğunu ortaya çıkarıyor. Aksi halde bu rakamlarda bir azalma olması gerekirdi.

GÖKER — Ben bir eklemeye yapmak istiyorum. Türkiye'ye bakışlarından öte, Türkiye'ye uzun vadeli bakmalarıyla alakalı bir hadise. Çünkü tabii buna biz kurumsal yatırımcının ne olduğunu ve gerçek hisse senedi yatırımcısının ne olduğunu ve nasıl bir yaklaşımın olması gerektiğini de bu yabancı kurumsal yatırımcılarla çalışarak öğreniyoruz. En azından 5 yıllık, 10 yıllık bir perspektif içinde, belki 20 yıllık bir süreç içinde, makro ve mikro analizleriyle bu tip yatırımlara karar verilip, gerçek bir portföy yatırımcısının da nasıl davranması gerektiğini ortaya koyuyor. Tabii burada alınacak daha çok yol var. Bu biraz tanıtım ile yabancılara olan ilgiyi daha fazla artırmakla ulaşılabilecek bir nokta. Sadece bu noktanın bile, sermaye piyasalarının Türkiye açısından, özellikle de Borsa'nın Türkiye açısından ekonomik olarak ne kadar büyük bir değer taşıdığını - tüm olumsuz koşullara rağmen - göstermesi bakımından iyi bir örnek olduğunu düşünüyorum. Bunu tekrar tekrar vurgulamak istiyorum. Henüz daha kullanmadığımız pek çok avantajlar var. Özellikle günlük bilgi süreci, şu ana kadar daha çok okyanus aşırı ülkelerden gelen sermaye ithalatını yavaş yavaş Avrupa içindeki yatırımcılara doğru döndür-

yor. Orada da çok büyük potansiyel var. Bunun üzerinde de yine çalışmaya devam etmek gerekli.

Ben şimdi bir başka boyuta gelmek istiyorum. Son 10 yıl içinde kendiliğinden olan bir gelişme ile, Sayın Artun'un da belirttiği gibi, tamamen Türk özel sektörünün kendi iç dinamiklerinden ve organizasyon gücü ile oluşan, bugün Türkiye'nin yüz akı niteliğinde bulunan Borsa'nın bugünkü durumdan daha ileriye gitmesine yönelik çaba gösterilmesi - ki zaten bu çaba gösteriliyor -, burada hedeflerin bence daha fazla konuşulması gerektiğini düşünüyorum.

TEKBAŞ — Oraya birazdan geleceğiz. Şu anda bir durum değerlendirmesi yapıyoruz. Sizin görüşünüzü alalım Sayın Cezaırlı.



PROF. DR. MEHMET ŞUKRÜ TEKBAŞ

borsa, türk ekonomisinin çok ilerisinde gelişmiştir; faizlerde, enflasyonda ve ankara'daki siyasetçilerin politikalarındaki oynaklık göz önünde tutulursa, borsa'daki oynamalar normal karşılanabilir; özellikle hisse senetlerinde gösterilen performansta, yabancı kuruluşların üç milyar doları bulan yatırımlarının olumlu etkisi olduğu yadsınamaz

CEZAİRLİ — Borsa niteliksel ve niceliksel olarak bugün Türkiye ekonomisinin çok ilerisinde geliştii. Ancak, şu anda beklemede diye düşünüyorum ben. Gerçekten Borsa'nın alt yapısını, teknolojisini, insan kaynaklarını düşündüğümde, ben Borsa'nın atıl kaldığını düşünüyorum. Biraz önce Sayın Tekbaş çok oynak bir piyasanın olduğundan söz etti. Ben ona katılamayacağım. Aslında bize de çok oynamış gibi gözüküyor, % 10 yükselişler ve alçalışlar. Halbuki ex facto baktığımızda, dikkat ederkeniz son 11 ayda dolar endeksinde pek fazla bir şey olmadı. Dolar endeksinde bakmak istiyorum.

TEKBAŞ — Dolar endeksinde günlük bakarsak, büyük değişiklikler var. Ayrıca, 10 yıllık süre içinde de büyük dalgalanma var.

CEZAİRLİ — O konuda size katılıyorum ama, faizlerdeki oynaklığı düşünecek olursanız, enflasyondaki oynaklığı

düşünecek olursanız, ondan ötesi Ankara'da politiklardaki oynaklığı düşünecek olursanız, bence Borsa yine de minimum seviyede oynuyor. Belki bunun sebebi yine o 3 milyar dolarlık yabancı yatırımdır. Ben bu kadar oynak bir faiz ortamında, 11 aydır aslında stabilize olamamış bir politik ortamda, Borsa'nın gerçekten muhteşem bir performans gösterdiğine inanıyorum. Sayın Göker biraz önce söyledi; «Biz yatırımın nasıl yapılacağını yabancılardan öğreniyoruz.» dedi. Bir anımı anlatmak istiyorum. Yurt dışında yabancı bir fon yöneticisi ile konuştuğumda, bize Akbank hisse senetlerini sordu ve düşünmemizi öğrenmek istedi. Biz kısa vadede pek bir şey olmayacağım ifade etmiştik. «Siz ne tür bir yatırım yapmayı düşünüyorsunuz?» diye sormuştuk. «Akbank'ın hayat süresi kadar.» diye cevap verdi. Yani 5 yıldan 10 yıldan vazgeçtim, «Akbank olduğu müddetçe ben onun hisse senetlerini elimde tutmak istiyorum.» diyorlar. Şimdi böyle bir perspektifle bakıldığında, aslında günlük oynamalar fazla bir şey ifade etmiyor yabancılar için. Bu, bizler için daha fazla anlam ifade ediyor. Ama, borsa bu değildir ve bunu hep beraber öğreneceğiz.

TEKBAŞ — Yatırımda zaman ufkunun uzun olması gerekir. En az 6 ay olmalı. Bazı radyo programları izliyorum, bir konuşmacı diğerine «İyi seanslar» diliyor. İyi seanslar dilemek, yatırım ufkunun bir seansa indiğini gösteriyor. Basında da benzer yazılar yer alıyor.

Bu konuşmalar, görüşler bizi Türk ekonomisinin sorunlarına ve sermaye

piyasasının sorunlarına götürüyor. Türk ekonomisinin sorunlarından Borsa'nın etkilenmesi çok fazla. Sayın Artun, bugün Türk siyasi ve ekonomi hayatında Borsa'nın performansını etkileyecek olumsuzluklar nelerdir?

ekonomik sorunların, çözümünde isteksizlik ve duyarsızlık gösterildiği gibi sürekli ertelenmesi, sermaye piyasasını sıkıştırıcı uygulamaların devam etmesi, borsa'nın performansını olumsuz etkilemektedir; devletin yüksek maliyetle giderek artan boyutlarda iç borçlanmaya gitmesi, borsa'nın daha fazla büyümesini engelliyor

ARTUN — Artık bugün herkesin büyük ölçüde üzerinde birleştiği temel ekonomik sorunların çözümündeki isteksizlik, duyarsızlık ve temel ekonomik sorunların sürekli ertelenmesi, ve bu tür ertelemeler içinde maalesef sermaye piyasasını sıkıştırıcı uygulamaların yer almasını en önemli sorun olarak görüyorum. Biraz evvel de ifade edildi. En son parametre olarak getirdiğim nokta, özellikle bu tür ertelemelerin gerçekleşmesi için devletin gerçekten hem yüksek maliyetle hem de her yıl giderek artan boyutlarda iç borçlanmaya gitmesi, senelerdir tartıştığımız crowding out dediğimiz olgunun bü-

yüerek nereye geldiği apaçık ortada. Borsa'mızı gerçek anlamda sıkıştıran ve daha fazla büyümesini engelleyen en önemli uygulama da bu. Genelde 80'li yılların ortalarına kadar % 40'larda, ondan sonra % 60'larda, son 4-5 yıldır ise ortalama olarak % 80'ler düzeyinde gerçekleşen bir kronik enflasyonla yaşadığımızı da düşündüğümüzde, bence Borsa biraz evvel de belirtildiği gibi, bütün bu önemli sorunlara karşın gerçekten ciddi bir aşama göstermiştir ve önemli bir noktaya gelmiştir. Ama, eğer Türkiye ekonomisi özellikle enflasyon, üretimsizlik, verimsizlik, işsizlik ve dengesizlik konularında -ki bu konuların hepsi Türkiye ekonomisinin temel makroekonomik sorunlarıdır- çözüm bulabilseydi, ya da çözüm bulma sürecine girse idi, gerek Türkiye'deki sermaye piyasası gerek onun temeli olan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kesinlikle çok farklı bir konuma olacaktı.

TEKBAŞ — Çözümün bulunamayışı nereden kaynaklanıyor? Siyasi iktidarlardan mı, yoksa sistemden mi?

ARTUN — Çözümün bulunamayışının temelini ben insan ögesinde görüyorum. Sorunları yaratan da çözemeyen de insan ögesidir. Dolayısıyla özellikle siyaset sahnesindeki yapılanmayı oluşturan insan öğelerinin bu konudaki davranış biçimleri, uygulamaları, kuşkusuz bunun en temel nedeni olmaktadır. Dolayısıyla sorunun özü bu noktadan kaynaklanıyor. Artı, bu noktaya maalesef Türk toplumunun çok büyük bir bölümünün de uyarlanmasından kaynaklanıyor. Sorunlarımızı aslında aynen enflasyon gibi endeksledik. Bu endeksleme

sürecinin içinde toplumun büyük bir çoğunluğu da kendisini endeksledi. Bence bu çözümsüz ortam içerisinde Türkiye ekonomisi, çıkış yolu bulmak için sorunların artık daha farklı noktalara gelmesini bekliyor.

TEKBAŞ — Eskiden 10 yılda bir krizle karşılaşırdık. Şimdi bu süre giderek kısalıyor. 1994 Nisan ayında yaşanan bir kriz var. Önümüzdeki günlerde böyle bir krizin tekrar ortaya çıkması yönünde beklentiler var.

ARTUN — Bunun en temel nedeni de, biraz evvel değindiğim gibi, toplumun büyük bir bölümünün kendisini sorunlara endekslemesinden kaynaklanıyor. Şu andaki kronik enflasyon ne zaman hiperenflasyona dönüşecek, hiperenflasyondan toplumun büyük bir bölümü zarar görecektir; ancak o zaman ciddi, kararlı, istikrara dayanan bir ekonomi paketi üzerinde bu toplumun büyük bir çoğunluğu uzlaşacak. Bu tabii aslında çok kötü bir beklenti. Böyle bir beklenti gerçekleşmeden de yaşadığımız kronik enflasyon sürecinde ciddi çözüm yolları vardır. Bu çözüm yolları bilinen çözüm yollarıdır. Brezilya'da uygulanmıştır. Arjantin'de uygulanmıştır, İsrail'de başarılı olarak uygulanmıştır.

Dünyada enflasyon şampiyonu olarak sürekli kalmak gibi bir yazgımızın olmadığını düşünüyorum. Zannedersen % 80 enflasyonu aşan sadece bir Venezuela kaldı. Biz zaman zaman Venezuela ile yer değiştiriyoruz. Ama bugün gerçekten ders alabileceğimiz konumdaki ülkelerin bu noktaya nasıl geldiğini de kesinlikle hatırlamak lazım. Bir Güney Kore ekonomisi, bir Tayland ekonomisi, bir Malezya ekonomi-

si nasıl bu noktalara geldi? Biz niye bu noktalardan bu kadar uzağız? Bunu değerlendirmek lazım. Büyüme hızları enflasyonun hemen hemen bir katı düzeyinde iken, bir başka deyişle enflasyon oranları büyüme oranlarının yarısı iken ve hepsi tek rakamlı düzeyde iken bu ülkeler; Türkiye'nin böyle bir yazgıyı sürekli olarak yaşaması gibi bir talih-sizliği düşünmüyorum.

Bunlar aşıldığı takdirde, önümüzdeki dönemde kronik enflasyon hiperenflasyona dönüşmeden gerekli önlemler alındığı takdirde, ben bizim piyasamızın önünün çok daha açık olacağına inanıyorum. Ve kesinlikle Türkiye'de finansal sistemin önemli bir ögesi olarak sermaye piyasasının da Borsa'nın da önümüzdeki 10 yıl içerisinde, geçtiğimiz 10 yıla göre çok daha farklı bir dönem yaşayacağına, çok daha güçlü hissettireceğine ve Türkiye ekonomisini çok daha iyi yansıtır bir hale geleceğine inanıyorum.

TEKBAŞ — En önemli sorunu siz enflasyon olarak görüyorsunuz. Tabii yüksek enflasyon tek başına bir sorun değil. Enflasyondaki değişkenlik, enflasyondaki oynama veya belirsizlik de bunu arttıran bir olay. Bunun yanında yüksek faiz oranları, enflasyonun doğal bir sonucu, yüksek borç stoku ve bunun içinde iç borç stokunun çok yüksek olması ve vadesinin kısalığı, diğer taraftan devletin kendisine gelir yaratamayıp, vergi dışı ekonominin çok yüksek boyutlara ulaşması, vergi alamayan devletin kendine ancak borçlanma yoluyla fon yaratması da birbirine bağlı sorunlar. Bunlar mali sektörü çok büyük ölçüde etkiliyor, dengeleri sürekli olarak

kamu lehine değiştiriyor ve özel sektör sistemden alabileceği payı olumsuz etkiliyor.

ekonomik sorunların çıkışı ve çözülememesinin nedeni sosyolojiktir; örneğin, toplum gerçekte enflasyonun düşmesini istememektedir; yapılmalı dediği özelleştirmeye, kendi yöresinde ve ilgi alanında ise karşı çıkmaktadır; benzer davranışlar, demokrasi tanımının yeniden yapılmasını zorunlu kılmaktadır; bu, gerçek yurttaş olmanın gereğidir

CEZAIRLİ — Sayın Tekbaş, bu sorunlara yol açan, hence Türkiye'nin gündemindeki en büyük sorun sosyolojik bir sorundur. Bu sorun yüzünden ekonomi bu hale geldi ve sorunlar devam ediyor.

TEKBAŞ — Ama, tavuk mu yumurtadan, yumurta mı tavuktan çıkar? Yani bir kısır döngü.

CEZAIRLİ — Kesinlikle o ve şimdi işte devlet, «Tamam biz enflasyonu indiriyoruz.» diyemeyecek. Zaten devletin dememesi gerekir. Bunu bütün toplumun istemesi gerekir. Ben toplumun enflasyonun düşmesini istediğine inanmıyorum. Çok garip, komik gibi gelecek. Herkes özelleştirme taraftarı, ama kendi alanına giren konuda özel-

leştirmeyi istemiyor. Zonguldak'da oturanlar genelde özelleştirmeyi istiyorlar, ama Zonguldak yöresinde yapılmamasını istemiyorlar. Çaykur'un zararına yol açan çay ürünleri konusunda; üretim yöresinde oturan vatandaşlar enflasyondan şikâyetçi, özelleştirme istiyor, ama «Devlet gelsin benim çayımı yüksek fiyatla alsın.» diyor.

TEKBAŞ — Halkın yeterli bilinçlenme düzeyine ulaşmamış olması, eğitim çok önemli.

CEZAIRLİ — O çok önemli. Ama bu aynı zamanda demokrasiyi getiren, demokrasinin temel tanımlarını tekrar sorgulamamıza yol açan bir olay. Eğer her şeyi devletten bekleyelim dersen, «devlet baba» kavramı yüzyıllardır bu toplumu içinde ise, o zaman siz yurttaş olmayı değil devlete kul olmayı kabullendiniz demektir.

TEKBAŞ — Devletin kendisinde veya ekonomiyi yönetenlerin kendilerinde enflasyonu düşürme arzusu var mı ?

CEZAIRLİ — Bunlar toplumdan bağımsız değiller ki, onları toplumdan soyutlayamazsınız. Onlar da sonuçta belli kesimlerin oyunu almışlar ve oraya gelmişler. Ve kendi seçmenlerinin de canını yakmak istemiyorlar. Bu yaklaşım sürekli devam ediyor. Halbuki artık sistemin sorgulanması gerekir. Vatandaş olarak, «Ben bir kul değilim, vatandaşım. Sen benim vergilerimi nereye harcıyorsun?», «Çaya niçin dünya fiyatının üstünde fiyat veriyorsun?» demesi lazım. Bunları örnek olarak söylüyorum. Çay üreticisi de devlete, «Sen niçin bakıra dünya fiyatının üstünde pa-

ra veriyorsun.» diyecektir. Ve bu böylece devam edecektir.

TEKBAŞ — Sürekli olarak maliyet ödeyen bir kesim var. Devletin enflasyonu düşürme adı altında uygulamış olduğu istikrar paketleri var. Böyle telaffuz edilen kavramlar var. Bunun bedelini de belli bir kesim sürekli olarak ödüyor. Yani kendini kısıyan bir kesim var.

CEZAIRLİ — Ben klasik anlamda vatandaş olmaktan söz ediyorum; devlet için kul olmak değil. Aslında bunlar birbirini sürekli doğurtan, yeşerten, büyüyen sorunlar. Onun için bunların önünü kesemiyorsunuz.

TEKBAŞ — Ama genç de ne bunu düzeltecek bir politik irade mevcut, ne de halkta bunu talep edecek bir niyet mevcut.

CEZAIRLİ — Zaten o da işte sistemin sorununu gündeme getiriyor. Yoksa 5 Nisan kararları sırasında yapısal reformların yapılacağı vaat edilmişti. Bu konuda hiçbir adım atılmadığı için şimdi tekrar krizden bahsediyoruz. Bu niçin yapılmadı?

TEKBAŞ — Ben de onu soruyorum.

CEZAIRLİ — O zaman Sayın Artun'un söylediği gibi, belki ancak bir hiperenflasyondan sonra, herkesin canı canınca, «Artık tamam yahu. Kartları yenileyip oyuna yeniden başlayalım.» demek akla gelecek. Ama bu aşamada sadece palyatif tedbirlerle, veyahut da olayın sadece bir boyutunu düzelterek enflasyonun önlenebileceğini sanmıyorum. Artık zaten enflasyon bir anlamda sorun olmaktan çıktı.

TEKBAŞ — Sorun tek başına enflasyonun önlenmesi değil. Yüksek enflasyon tek başına bir maliyet unsuru değil. Ama onunla birlikte gelen bütün çarpıklıklar, başta gelir dağılımının bozulması, devletin yeterli vergiyi toplayamayışı...

verginin, üretimden ya da ana kaynaktan değil, gelirden alınması doğrudur; bunlar daha sağlıklı tartışılmaya başlandığı zaman, verginin nasıl toplanması gerektiği de öğrenilmiş olacaktır; çeşitli rant alanları dururken üretici kesimden daha fazla vergi alma yoluna gidilmesi yanlıştır; gerçekte türkiye, düzgün çalışan sanayiciler için bir vergi cenneti değil, bir vergi cehennemidir

CEZAIRLİ — Ben özür dileyerek araya girmek istiyorum. Ben bir cümlenin artık gündemimizden kalkması gerektiğine inanıyorum. O cümle de şu: «Memurlar ve işçiler vergi açısından yolunan tavuklardır. Çünkü onların vergileri kaynaktan kesilir.» Bu doğru değildir. Bu muhasebe oyununu hep beraber düşündüğümüzde, aslında bir kişi 52,5 milyon lira maaş alıp 2,5 milyon lira kaynaktan kesiliyorsa, o yüzde 5 vergi sayılmaz. O bir muhasebe şeyidir. Bunun tartışılması gerekiyor. Vergi gelir-

den alınır. Üretimden veya ana kaynaklardan vergi alınması yanlıştır. Bunları daha sağlıklı tartışmaya başladığımızda belki vergi toplamayı da öğrenmiş olacağız. Ama şimdi sadece bordro mahkûmları denildiğinde, maattecessüf gidilen nokta üretimin kısıtlanmasına yol açacak vergi alınmasıdır ki, ben buna şiddetle karşıyım.

TEKBAŞ — Talebi azaltıcı vergi anlamında diyorsunuz.

CEZAIRLİ — Sadece o değil. Üretimi kısıtlayacak bir şekilde. Zaten enflasyon en büyük vergi. Bunu doğuran da bu. Yani artık başka noktalara bakmamız gerekiyor. Rantiye olsun, diğer alanlar olsun. Ama vergi alınacak kesim üretici kesim değildir. Artık sanayiciden daha fazla vergi alamazsınız. O anlamda da Türkiye bir vergi cenneti değil, bir vergi cehennemidir. Bunu bir tartışmaya başlayabilseniz, çok daha iyi olacak. Türkiye bu anlamda, bir kez daha vurgulayayım, vergi cenneti değil, vergi cehennemidir; vergisini doğru dürüst ödeyen kişiler için. Çünkü o zaman üretimi sağlayan kaynaklar azalmaya başlıyor. Bunları da tartışmamız lazım.

GÖKER — Ben bu aşamada tehlikeli gördüğüm bir noktayı vurgulamak istiyorum. Özellikle son bir yıl içinde ertelenen sorunlar ve iç borç sorunu öyle bir noktaya geldi ki, ülkedeki ekonomik hadiseleri sağlıklı tartışma ortamı da ortadan kalktı. Bunu da şu noktada söylemek istiyorum. Bundan daha birkaç sene öncesine kadar bizim bir özel sektör borçlanma senetleri piyasamız vardı. Bunu şimdi sanki çok uzaklarda bir şeymiş gibi söylüyorum ama, nor-

mal olarak sermaye piyasasında olması gereken bir konudur. Özel finansman bonusu, ticari bonolar, şunlar bunlar. Bunların bir tedavül noktası vardı. Biz maliyet, kâr, risk hatta rating tartışmaları yapardık, hatırlarsanız. Şimdi rating tartışması bile yapmıyoruz.

Burada ekonominin sağlıklı gidip gitmediğine yönelik tartışmaları birlikte getirip; «Acaba rantabl mi çalışıyoruz? Verimli miyiz? Dünya ölçülerine göre nerelerdünüz? Acaba ekonominin hangi bölümlerinde yatırım yapsak daha iyi olur?» gibi sorulara cevap arayabiliydik. Yani piyasa ekonomisinin kendi iç dengelerini kullanabilir noktada idik. Şimdi geline noktada, devlet simitçinin cebindeki 25 bin liraya da talep olduğu için, bütün bu hadisenin üstüne bir sünger çekmiş durumda. Herkes son derece makul bir insanın yapacağı gibi, kendisini; öncelikli, en güvenilir,



EROL GÖKER

en batmazdır diye en büyük şirkete, yani devlete parasını vermek zorunda hissediyor. Zaten ekonomik olarak bunun dışında bir şey yapmanın fazla anlamı da yok.

TEKBAŞ — Vadeler de çok kısalıdı. Devlet üç ay vadeli Hazine Bonusu çıkartıp çok cazip şartlarla satıyor. Riski de yok. İcabında kâğıt basar öder.

GÖKER — Bununla rekabet edebilecek, özel sektörde herhangi bir şirket yok ki. Onun için de özel sektör normal olarak bu piyasanın tamamen dışında kalıyor. Korktuğum, bizim, ülke kaynaklarının nereye gittiğini, hangi verimlilikte kullanıldığını artık hiç sorgulayamaz noktaya gelmiş olmamız. Bu bence en büyük tehlikelerden bir tanesi. Bu tabii «Sorunun özü nerede?» sorusunu gündeme getiriyor. Ben demin en büyük şirketin devlet olduğunu söylemişim. Her şirketin bir geliri, bir gideri, bir yönetimi ve bir politikası vardır. Şirketin sahibi, yöneticisi bu politikaları gerekli düzeltmelerle belli ölçüde yapar. Türkiye’de bugün gelinen noktada, maalesef en büyük şirketin düzenini yönetenlerin ve o şirketin memurlarının kim olduğu, hangi kontrol mekanizmalarının kullanıldığı konuları artık iyice muğlak hale geldi. Her üç ayda bir değişen hükümetler, sık sık değişen kadrolar, hiçbir süzgeçten geçmeyen atamalar hepimizin bildiği problemler.

Sonuç olarak belki birkaç yüzyıllık köklü bir devlet geleceğimizin maalesef bu anlamda bir crezyonu ortaya çıkıyor. Bu aşınmanın, en azından benim yaşadığım tarih içinde, hiçbir zaman bu derece tehlikeli noktaya gelmediği-

ni düşünüyorum. Yoksa üretim de devam eder, özel sektör enflasyon içinde kendi endekslemesini de yapar, insanların karnı da bir anlamda doyar. Fakat bu yaklaşımların, çizgilerin hangi yöne doğru gittiğine, hangi amaçlara doğru gittiğine bakılmak gerekir. Yoksa başı kesilmiş tavuklar gibi garip bir çemberin içinde döner dururuz. Ben şu noktaya çok üzülüyorum, ülkem adına. Zaten yurt dışında başka ülkeleri dolaştıkça; aşağı yukarı bizimle aynı ekonomik yapıda olan ülkelerin gelişme hızlarına baktıkça; çağdaş uygarlığa doğru, özellikle bu yeni dünya düzeni ve global yaklaşım içinde, bu kadar uygun koşullarda, ne kadar hızla bir atılım yapılabildiğini gördükçe; bizim ülkemizin insanlarını bu 2-3 bin dolar gelir seviyesinde, şu coğrafya içerisinde olmaması gerektiğine üzülüyorum. Yoksa tabii ki insanların karnı 700 dolara da doyar, bin dolarla da doyar. Ama böyle yaşamaya devam eder. Ben sorunun en can alıcı noktasını da burada görüyorum. Toplum olarak bir yerde bir konsensusa varılıp, ciddi bir devlet idaresinin kurulması ve devletin problem olma niteliğinden problem çözücü niteliğe doğru hızla döndürülmesi gerektiği noktasını vurgulamak istiyorum.

TEKBAŞ — Tabii bu ne ölçüde demokrasi ile bağdaşır? Gerçekte bunu demokratik sistem içinde çözmemiz lazım. Önemli olan da budur. Yani bunun fiyatının çok pahalı olmaması gerekir. Ekonomideki ve sermaye piyasasındaki sorunları tartışırken sermaye piyasasının, aracı kurumların, Borsa'nın ve genelde sistemin önünü tıkayan başka ne gibi sorunlar mevcut? Sermaye piyasasına güven getiren, aracı kuruluşların

çalışmalarına bir ölçüde şeffaflık getiren, krizleri önlemede bir araç olarak kullanılabilecek ve sistemin vazgeçilmez bir kurumu olan «Takasbank» uygulaması var. Takasbank bunları tek başına çözmeye yeter mi? Takasbank'ın faaliyetlerinin önümüzdeki dönemlerde değiştirilmesinde yarar var mı? Bu gibi konulardaki görüşleriniz nelerdir?

bazı aracı kurumların zor durumda kalmalarının bir nedeni de, sermaye piyasasındaki yapısal denetleme eksikliğidir; son aylarda, piyasanın kendi özünden gelen tepki ve borsa'nın ciddi çalışmaları sonucu, bu denetim boşluğu büyük ölçüde giderilmiştir; piyasa koşulları değişmediği sürece, aracı kurumların büyümeleri değil, aksine küçülmeleri beklenmelidir

GÖKER — Şimdi ben önce şu noktayı vurgulamak istiyorum. Biraz önceki tablo içinde aracı kurumlar üzerine gelirseniz, hisse senedi piyasası bu tablo içinde küçük bir piyasadır. Bu, aracı kurum ve aracı kuruluş sayısındaki piyasa ile olan oransızlığı birlikte getiriyor. Bu tabii bilinen bir şey. 200 civarında hisse senedi var. Yanlış bilmiyorsam toplam 167 aracı kuruluş var. Bunun 101 tanesi aracı kurum niteliğinde. Bu-

na karşılık da bu çerçevede günlük alış verişin fazla yapıldığı toplam free float sisteminde 6 milyar dolar civarında olduğunu düşündüğümüz bir Borsa'dan bahsediyoruz. Buna karşılık serbest dolaşımdaki hisseler ile günlük işlem hacmi arasındaki ilişki bakımından dünya rekoru bir noktadayız. Böyle bir yapı var. Şimdi bu yapıya karşılık mevcut aracı kurumlar kepenk kapatıyorlarsa da, bizim gözlemlediğimiz kadarıyla, son derece küçük kalıyorlar. Kanun dışında çalışma noktadakiileri söylemiyorum. Normal, sistem içinde kalan aracı kurumlar açısından makul olan, demin de söylediğim gibi, eğer şirketin geliri yeter değilse ve gelirinizi arttırmıyorsanız, o zaman giderlerinizi düşürsünüz. Giderlerinizi düşürmek demek de sisteminizi küçültürsünüz. Mümkün olduğu kadar az adamla az masraf yaparak az olan gösterinizi memnun etmek için çaba gösterirsiniz. Tabii bu kadar büyük bir sayı aynı zamanda çok müthiş bir rekabet ortamını birlikte getiriyor. Bu nedenle gelirlerinizi çok fazla arttırmak şansınız yok.

Batan aracı kurumlarla ilgili konu olarak, bizim gözlemimize göre, bunun iki tane nedeni var. Bunlar bir kere 1994 yılı krizinden kalma, krizin sonuçları. O dönemde üç banka batmış, pek çok banka da ancak devletin bankalara garanti vermesi sonucunda kendilerini kurtarabilmişti. O devri çok iyi hatırlarsınız. Buna en büyük, en güvenilir olduğu düşünülen bankalar da dahil idi. O noktada bazı aracı kurumların kepenk kapattığını görüyoruz. 1994 yılındaki büyük şokun ertelenmesinin, zaman içinde özellikle piyasayı düzeltici Takasbank'daki müşterileri bazındaki sakla-

mayı kastediyorum, onun ortaya çıkarıcı etkilerinin bir sonucu olarak algılıyorum.

İkincisi de, piyasadaki genel bir yapısal denetleme eksikliği ile alakalı olduğunu düşünüyoruz. Özellikle geçtiğimiz 6 ay içerisinde piyasanın kendi özünden gelen bir tepki ile bunlar düzeltilmeye başlandı. Hisse senedi piyasasında Türkiye'de en hoşuma giden taraf bu. Kendiliğinden bir hareket var. Kendinden doğan, kendi dışındaki nedenlerden dahi olsa, bozuklukları gidermek için kendisi reaksiyon gösteriyor. Borsa bu konuda son derece ciddi bir çalışma içerisinde, gördüğüm kadarıyla son 6 ay içerisinde. Bu denetimdeki boşluğu büyük ölçüde giderdi. Şu sıralarda aslında bu sürecin sonuna gelinmiş bulunuyor.

Ancak, aracı kurumların bu piyasa koşulları içinde, piyasa koşulları değişmediği sürece daha fazla büyümelerini beklemek mümkün değildir. Bunun istisnası, belki çok büyük çapta sermaye koyup, olayı yatırım bankacılığına doğru döndürüp, sadece hisse senedi alım satımı değil, diğer iş alanlarına girmektedir. Özellikle, Türkiye'de Gümrük Birliği sonrasında gelişmeye başlayan şirket evlenmeleri, şirket birleşmeleri dediğimiz, yeniden yapılanmaları gerçekleştirecek, finansal mühendislik şeklinde teknik çalışmalar yapabilecek bir farklı kapitalizasyon söz konusu olabilir. Bu kararı verebilen ve gerekli kaynakları oluşturabilecek durumda olanlar dışındaki aracı kurumlar açısından, küçük kalma sürecinin piyasa koşulları değişince kadar devam edeceğini düşünüyoruz.

son bir yılda borsa'da ve takasbank'da çok ciddi yapısal değişimlere ve iyileştirmelere yönelik çabalar gösterilmektedir; örneğin, sistemin menkul kıymet ödünçüne ilişkin olarak çalışmaya geçmesi, piyasanın kendi iç denetimi ile sermaye ve para piyasalarının entegrasyonu açılarından başlı başına reformdur; aracı kurumlar interbank'ı, diğer önemli ve yararlı bir girişimdir

Benim bir de vurgulamak istediğim, özellikle son bir yıl içinde hem Borsa'da hem de Takasbank'da çok ciddi yapısal değişimlere ve yapısal iyileştirmelere yönelik çabalar var. Bunların gözardı edilmemesi lazım. Bunlar da yine piyasanın kendi içinden doğduğunu düşündüğüm çabalar. Bütün olumsuz koşullara rağmen, özellikle Takasbank geçerli bir banka haline geldi. Bu bir kere başlı başına, son derece iyi bir gelişim. Sonra müşteri bazında saklama deneyimi yapıldı ve başarılı oldu. Bu tabii tek başına yeterli bir süreç değil. Şimdi ise temel iki konu var. Bir tanesi, menkul kıymet ödünçüne ilişkin olarak sistemin çalışması. Önümüzdeki aylarda bu çalışma başlıyor. Çok uzun bir bilgisayar yazılımı gerektirdi. Onun için bu kadar gecikti. Bu aslında başlı başına büyük bir reformdur. Bunun hem piyasanın kendi iç denetimini sağ-

laması açısından, hem de sermaye piyasalarının para piyasaları ile entegrasyonu açısından son derece önemli bir süreç olduğuna inanıyorum.

İkinci konu ise, yine önümüzdeki dönemde başlayacak olan «aracı kurumlar Interbank'ı» dediğimiz, aracı kuruluşlar arasında bir para piyasası uygulamasıdır. Bunun zaman içinde Merkez Bankası'ndaki para piyasalarını da içine alacak ulusal bir para piyasası, daha doğrusu ulusal bir finansal piyasaya dönüşeceğine inanıyoruz. Şu anda, biliyorsunuz, sermaye piyasaları ile devletin kontrolündeki para piyasaları arasında, özellikle aracı kurumlar açısından hiçbir bağlantı yok. Tamamen iki ayrı dünyada yaşıyorlarmış gibi oluyor. Yeni girişim bunların entegrasyonunu sağlayacak. Bu suretle iki tane yapısal değişiklik gerçekleşmiş olacak. Bunları inşallah bu sene içerisinde bitiriyoruz.

TEKBAŞ — Borsa'nın para piyasası «Interbank»'ın faaliyeti ile ilgili bilgi verebilir miyiz?

GÖKER — Problemin nerede olduğunu algıyorsak, konuyu daha rahat açıklayabiliriz. Bir aracı kurum açısından Borsa'da alım satım yapmanın iki tane yönü vardır. Birinci yönü, hisse senetlerinin teslimi ve geri alınmasına yöneliktir. Bunun ikinci ve görünmeyen tarafı ise, para hareketidir. Hisse senetlerinin alım ve satımından doğan hareket, aynı zamanda arkasında bir para hareketini de gerektirir. Her para hareketi de, bilindiği gibi, arkasında bir fonlama mekanizmasının oluşturulmasını gerektirir. Bizim piyasamızda böyle bir fonlama mekanizması süreç içinde oluştu. Ancak, bankalar kanalıyla yapılan

bir fonlama mekanizması olarak oluştu. Yani aracı kurum, bütün para hareketlerinin kontrolünü ve gün içinde ihtiyacı bulunan bütün fonlamalarını bir banka kanalıyla, bir bankayı aracı olarak kullanarak, ulusal para piyasasında yapmak durumunda. Bu ise iki piyasayı, yani para piyasaları ile sermaye piyasasını birbirinden tamamen kopuk hale getiriyordu. Bankalar kanalıyla oluşturulan bu süreç tabii ki sağlıklı ve verimli işlemiyordu. Çünkü iki piyasayı birbirinden tamamen kopuk hale getiriyordu. Parasal hareketleri fiziki hisse senedi hareketleri ile aynı mekanda yaparsanız, o zaman son derece efektif bir para ve sermaye piyasası bütünleşmesini sağlamanız mümkün. Dünyada da zaten aşağı yukarı her yerde bu tipde bir örgüt vardır.

TEKBAŞ — Maliyeti de daha düşük olacak. Daha düşük bir faizle bu gerçekleşecektir. Sistemin etkinliği artacak.

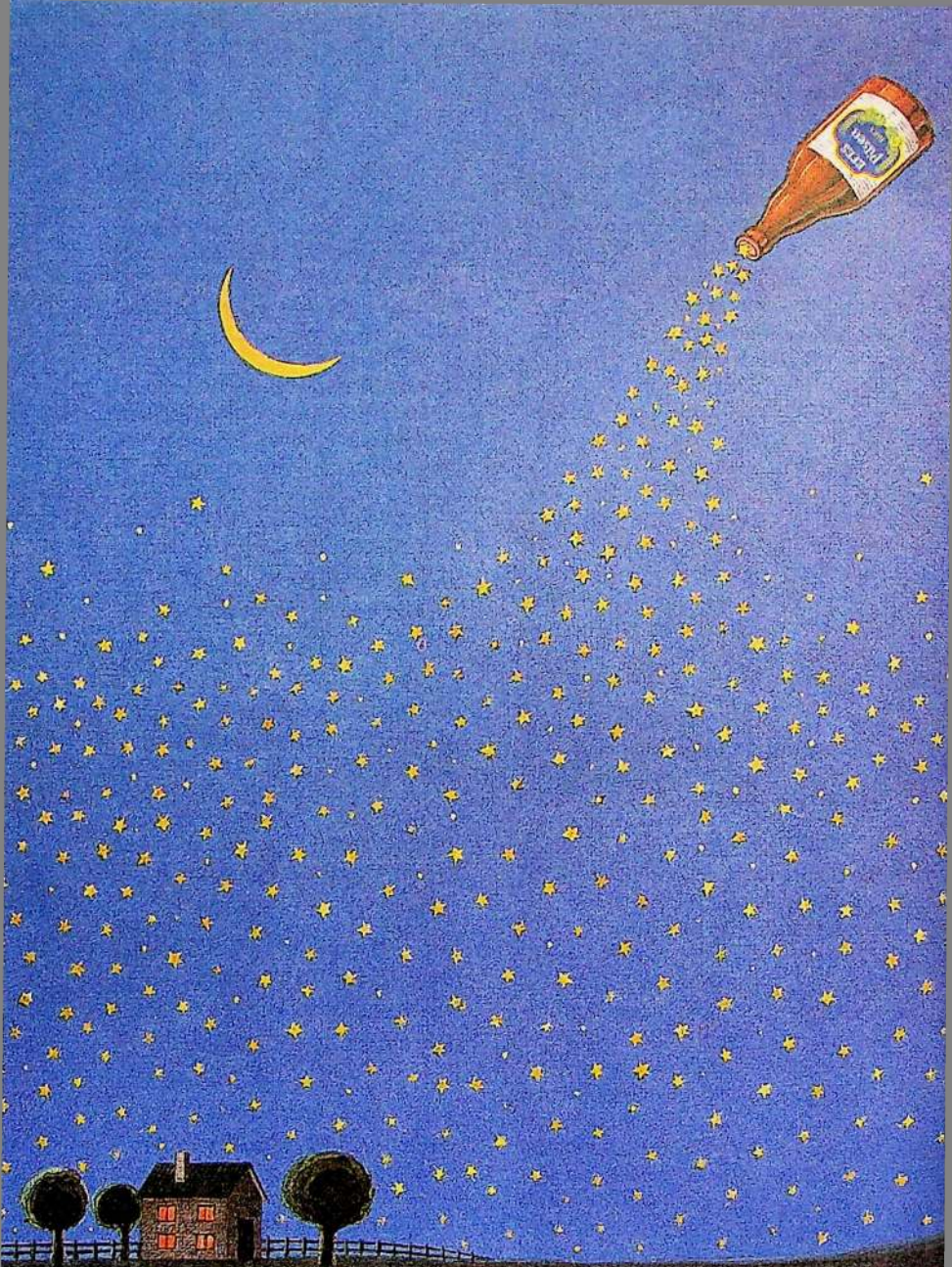
GÖKER — Her şeyden önce, maliyetinden de öte, gerçi maliyeti son derece önemli, efektif olma imkânı olacak. Çünkü aracı kurumların pek çoğu bankaların istedikleri koşulları yerine getiremedikleri için, bu imkândan yararlanamıyorlar. Bundan yararlananların sayısı da son derece az. Bu anlamda, ulusal para piyasalarının tamamen dışında ayrı minik piyasacıklar oluşmuş olacaktır ki, bu aslında ülkenin toplam dengelerinin kontrolü açısından da sağlıklı değildir. Çünkü burada yapılan işlemler her ne kadar az ise de, yapılan günlük parasal hareketler, ülkenin toplam ekonomisi içinde son derece ciddi boyutlardadır. Bu nakit hareketleri ol-

duğu için de ekonominin genel gidişini, örneğin faizleri, günlük dolar kurlarını etkiliyor. Zaten bu likiditeyi kontrol altında tutmaya karar verenler açısından da böyle bir bütünleşmenin bir an önce sağlanması gerekli. Özkünde böyle bir uygulamaya kimse karşı değil. Ancak, teknik olarak bunu birinin yapması gerekiyor. Bence geçen sene içinde sermaye piyasalarında yapılan en büyük reform budur. Takasbank haline gelmesi ve buna yönelik olarak yatırımlara başlamasıdır. Ülkenin genelinde hiçbir yatırımın yapılmadığı düşünülürse, bunun önemi bir kat daha artar diye düşünüyorum.

TEKBAŞ — Teşekkür ederim. Sayın Cezairli, söz sizin.

ülkemizde yasalar temelde olaylar yaşandıktan sonra tepki yasaları olarak çıkarılmaktadır; hukuki alt yapımız yeniden düzenlenerek kurumsal tasarrufların borsa'ya gelmesini sağlayacak ciddi önlemler alınmalıdır; topluma hayal kurma niteliği kazandırılmalı, devlet küçülmeli, bankalar yatırımlar için kaynak sağlamalı, genç nüfusa yeni iş alanları açılmalıdır

CEZAIRLİ — Ben Borsa'nın önündeki sorunlar olarak hukuki alt yapıdan bahsetmek istiyorum. Hukuki alt yapı-



Güzel bir dünyanın içeceęi. **EFES Pilsen**

Cumartesi açık banka!

Tüm Türkiye'de.

Bütün Garanti şubeleri, her Cumartesi*
13.00-17.00 arası açık.
Siz de, size haftada bir gün daha kazandıran
bir bankanız olsun istemez miydiniz?

*Resmi tatil ve bayram günleri hariç.

 GARANTİ

Başka bir arzunuz?



dan kastım da şu. Aslında 1800'lerde de İstanbul Borsası vardı. Ama gerçek anlamda Borsa, şimdi konuştuğumuz 10 yıllık geçmişi olan bir borsadır. Burada hem hukuki hem etik değerler açısından çok büyük eksiklikler var. Ama etik değerler dediğiniz de, kanun koyucunun «İşte bu bizim etik değerlerimizdir.» demesiyle olmuyor. Ancak, zaman içinde yerleşecektir; insanlar, yatırımcılar, şirket sahipleri bunları yaşayarak göreceklerdir. Bir örnek vermek istiyorum. Amerika'da bir şirket sahibi hissedarlara «Bakın hisselerinizin değeri ne kadar arttı.» diye övünür. Eğer o şirketin hisseleri düşmüş ise, yönetimden hesap sorulur. Türkiye'de ilk defa bu halka açılma gerçekleştikten sonra, halka açılmayı yapan şirket Borsa'ya bakmıyor. Hisselere ne oldu, ne bitti? Halbuki bu onların bir tür gururlarıdır. Öyle olması gerekir. Ama bu zamanla yerleşecek bir kavram. Aracı kurumlardaki etik değerler, çok ayrı bir konu.

Hukuki alt yapımızda bence bir sorun var. Hep sonradan, olayları yaşadıkdan sonra tepki yasalarını çıkartmaya çalışıyoruz. Bunun yerine, mademki bizim sermaye piyasası hukukumuz Angloamerikan hukukudur ve burada temel olan aslında bir tür içtihat hukukudur. Yani olaylarla içtihatlar yerleşir. Biz de çerçeveyi çok geniş çizelim diyorum. Böyle olması gerekir. Angloamerikan hukukunda da durum budur. Ondan sonra denetime alalım diyebiliriz. Yani temelde; «Her şey serbesttir, yanlış yaparsan yakana yapışırım.» kuralı geçerli olmalıdır. Halbuki kıta Avrupa'sında hatta daha da özele inerse Türk hukukunda her şey yasaktır. «İzin

verirsem yaparsın.» kuralı geçerlidir. Bu birbiriyle tamamiyle zıt piyasalarda, özellikle paranın seyyaliyetimi ve işlemlerin hızını düşündüğümüz zaman, bence bir tür işlem hukukunun yani Angloamerikan hukukunun bu konuda bütün mahkemeleriyle, denetim sistemiyle, bilirkişi sistemiyle oluşması ve tahkim hukukunun da buna göre düzenlenmesi gerekiyor.

İkinci bir konu, aslında biraz evvel bahsedildi. Devletin küçülmesi gerekir. Bankalar da asli görevlerini yaparlar. Bankalar şu anda asli görevlerini yapmıyorlar. Yatırım için kaynak sağlamıyorlar. Biraz evvel Sayın Göker de değindi. Özel sektör tahvili yok piyasada. Halbuki yatırım yapılması gerekiyor. 65 milyonun büyük bir bölümünü oluşturan genç nüfus için yeni iş sahalarının açılması gerekiyor. Şu nokta beni üzüyor. Artık toplumumuzda hayal kurma azaldı. Halbuki bu çok önemlidir. İnsanın geleceğine güven duyduğunu gösterir. Biz Avrupa ile entegrasyonun hayalini yaşamak istiyoruz. Asya'da yatırım yapmanın hayalini yaşamak istiyoruz. Bunun yolu da borsadan geçiyor. Bu karamsarlığın uzun sürmemesi gerekir. Çünkü hiç kimse böyle bir ortam içinde yaşayamaz. Kurumsal tasarrufun artırılmasına yönelik her hangi bir girişim yok şu anda. Risksiz yatırım araçları en yüksek getiriye getiriyorsa, Borsa'da o ulusal tasarrufun yeri yoktur. Ama biz bunun hep böyle devam etmeyeceğini biliyoruz. Onun için kurumsal tasarrufun buraya gelmesini sağlayacak tedbirleri almamız gerekiyor, hukuki alt yapıyla, Yatırım ortaklıkları sayısını belki 200'e çıkarmamız gerekiyor.

TEKBAŞ — Yatırım ortaklığı sayısını nasıl artıracaksınız?

CEZAIRLİ — Teşvik ederek ve önlemeyerek. Çünkü şimdi teşvik de yok, zorlama da yok. Ama önlemek var, bir şekilde.

TEKBAŞ — Yatırım ortaklıkları şu ana kadar Borsa'da pek başarılı da gitmiyor.

CEZAIRLİ — Bunun, biraz evvel dolar bazında bahsettiğimiz endeksten tutun, politikaya kadar uzanan değişik sebepleri var. Yatırım ortaklıklarının geçmişi de birbuçuk seneyi geçmedi aslında. Son 11 ay sürekli politikayla yapıp, politikayla kalkıyoruz. Belki bir sebebi de odur. Geçenlerde bir gazetede Global Menkul Değerler'in Kazakistan'daki özelleştirme çalışmalarını okudum. İnanın ben gurur duydum. Rakip olarak görmedim, gurur duydum. Be-



ADNAN CEZAIRLİ

nim söylemeye çalıştığım şudur: Biz Global'leri çoğaltmalıyız. Biraz önce hayal kurabiliyorduk derken, bunu söylemek istiyordum. Globallerin sayısını çoğaltmalı, Asya'da, Avrupa'da ne yapabiliyorsa, burada da yapmalıyız. Bunların sayısını çoğaltmak durumundayız. Bunlar için hukuki alt yapıyı oluşturmamız gerekir. O da Türk ve Kıta Avrupası hukuku ile başarılacak bir iş değildir.

TEKBAŞ — Bu hukuki alt yapı mevcut Sermaye Piyasası Kanunu mudur? Türk Ticaret Kanunu mudur? Sermaye Piyasası Kanunu'nda bir tadilat mı düşünüyorsunuz? Bunun yeri neresi olabilir?

CEZAIRLİ — Bu aslında çok gri bir konu. Çünkü ticaret hukukumuz tamamen Kıta Avrupası hukukudur. Almanya çıkışlı. İcra-İflas hukuku ve borçlar hukuku İsviçre'den gelme. Bunların arasında daha hızlı hareket edilecek sermaye piyasası hukukumuz var ama, oradaki sorunları da dönüp bir Ticaret Kanunu ile veya İcra-İflas Kanunu ile çözmeye çalışıyoruz. Onun için gerçekte onların entegrasyonuna gerek yok. Bu entegrasyon da aslında yine bir konsensus ile olur. Ankara'dan, İzmir'den, İstanbul'dan bahsetmiyorum. Hepsi bir araya gelip çözüm bulmaya çalışabilirler. Yani biz Amerika'yı tekrar keşfetmek durumunda değiliz. Bütün bu sıkıntıları halledebiliriz. Aracı kurumlar, Borsa bir araya gelir; şirketler bir araya gelir. Nedir, ne yapılması gerekiyor? Biz bu sermayeyi nasıl tabana yayıp ekonomideki demokrasiyi nasıl sağlayabiliriz? Bunları araştırmamız gerekiyor. Burada bizim avantajımız var. Çünkü yüzyıllardan gelen gelenek-

ler yok burada; bizi bağlayan, katılaştıran. Yepyeni ve heyecanlı bir piyasa. Onun için çok rahat bir şekilde bu işin altından kalkabiliriz. Ama önemli olan o çerçeveyi geniş çizmek, katı kuralları koymamak.

TEKBAŞ — Sermaye Piyasası Kanunu'nda bazı değişikliklere ihtiyaç var. Türk Ticaret Kanunu'nu ve diğer kanunları şu anda değiştirmek nispeten daha zor; imkânsız değil. Ama oradaki değişikliklerin gerçekleşmesi birtakım dengelere bağlı. O dengelerin oluşması da politik ortamda çok zor.

CEZAİRLİ — Ama artık tepki yasaları çıkarmaktan da vazgeçmemiz gerekiyor. Sermaye Piyasası Kanunu, 2499 sayılı Yasa ilk çıktığı zaman, zaten bankerler krizine tepki olarak çıktı. Ben tepki yasalarından vazgeçmemiz gerektiğine inanıyorum.

TEKBAŞ — Ben 1988 yılında görevi başladığımda, dönemin ekonomik işlerden sorumlu Devlet Bakanı Sayın Yusuf Bozkurt Özal'a, Sermaye Piyasası Kanunu ve ekonomiyi ilgilendiren diğer kanunlarda bir değişikliğe ihtiyaç olduğundan söz ettim. Bunun içinde Türk Ticaret Kanunu, Borçlar Kanunu, İcra - İflas Kanunu yer alıyordu. Sermaye Piyasası Kanunu'nu değiştirmeye 1988'de başladık, sonuçlanması 1992 yılını buldu. Sermaye Piyasası Kanunu ki daha küçük, daha basit, daha az kapsamlı bir kanun bu kadar uzun süre alırsa, Türk Ticaret Kanunu gibi karmaşık, bütün maddeler arasındaki dengelerin gözetilmesi gereken bir kanunda değişiklik daha zordur. Değiştirilmesi daha zor, ancak imkânsız değil. Her şeyden önce bunun için bir irade gerekir. Böyle bir iradeyi ben bugün görmüyorum.

Bir konumuz da sermaye piyasasında vergi konusu. Bu, değişik ortamlarda telaffuz ediliyor. Rahmetli Adnan Kahveci bunu gündeme getirmişti. O günkü boyutlarda sermaye piyasası çok küçüktü. Gelişmeye, hatta teşvike ihtiyacı vardı. Ancak bugün belli boyuta geldi. Sermaye piyasasına vergi getirilmesi konusuna nasıl bakıyorsunuz? Tabii akla hangi tip vergilerin olabileceği gelebilir. Bunlar işlem vergisi olabilir. Sermaye piyasasında kazancın vergilendirilmesi olabilir.

vergi tabanını genişletmek için, kayıt dışı ve kayıt içi ekonomiyi entegre etmek, vergi oranlarını ülkeyi vergi cehennemi olmaktan çıkaracak bir düzeye indirmek gerekir; vergileme tekniği ile ilgili ciddi hatalar yapılmaktadır; her tür kıymetli evrak nama yazılı hale getirilmelidir; sadece sermaye piyasasına vergi salınması, sistemin dengelerini bozabilir

ARTUN — Genelde tabii ülkemizde özellikle kamu sektörünün borçlanma gereğinin olağanüstü boyutlara varması nedeniyle gündeme iki önemli iç kaynak çözümleyici konu geliyor. Bunlardan birincisi, özelleştirme; ikincisi, yeni vergi alanlarının yaratılmasıdır. Zannediyorum ki bu dar kapsamlı toplantıda özelleştirme konusuna şu veya

bu boyutta değinmenin anlamı yok. Ama soru özellikle vergi açısından gündeme geldiği için, vergici olmamama karşın vergi ve vergi tabanı konusundaki görüşlerimi arz edeyim. Ondan sonra bizim piyasaya gelelim.

Genelde Türkiye'de çok ciddi bir kayıt dışı ekonomik düzenin varlığını biliyoruz. Gerçekten de Türkiye'de vergi tabanını artırmak açısından temel konu, kayıt dışı ekonomiyi düzen ile kayıt içi ekonomiyi entegre etmek, vergi oranlarını da Türkiye'yi vergi cehenne mi olmaktan çıkaracak bir şekilde düşürmektir. Bu tabanın artırılması konusunda sermaye piyasasının nasıl bir yeri olabilir? Onu değerlendirmek lazım. Ben Türkiye'de vergi konusunda, özellikle vergileme tekniği konusunda çok ciddi hatalar yapıldığı kanısındayım. Bugün Türkiye'de vergi gelirlerinin temel olarak hangi tür vergilerden geldiği, kaynaklandığı bellidir. İşte KVD'dir, Gelir Vergisi'dir. Zannediyorum üçüncü sırada da Kurumlar Vergisi sayılabilir. Bunun dışındaki arayışların Türkiye'nin iç borç sorununa çözüm olabileceği biçimde çok ciddi bir düşüncemin olmadığını söyleyebilirim. Yani bugün hâlâ Türkiye'de niye bir Damga Vergisi vardır, niye bir Banka ve Sigorta Muamelesi Vergisi vardır, niye ıvr zıvr başka vergiler vardır? Bunu hâlâ değerlendirebilmiş, anlayabilmiş değilim. Bunlar hem genel vergi dilimleri içerisinde çok küçük bir öceme sahiptir, hem büyük tedirginliklere yol açmaktadır, hem de olağanüstü büyük bürokrasiyi ve gereksiz denetimi büyük ölçüde gerekli kılmaktadır.

Bizim piyasamız açısından tabii çok sık gündeme getirilen vergi konu-

sunda, eğer çağdaş normlara uyulması isteniyorsa, kuşkusuz yapılacaklar vardır. Ama bunun belirttiğim bu genel vergileme sistematğinde yapılacak değişiklikler içerisinde yer alarak yapılmasında yarar görüyorum. Aynen nama yazılı geçiş düzeninde sahip olduğum görüşler gibi. Genelde de ben Türkiye ekonomisinde her türlü kıymetli evrakın nama yazılı hale getirilmesinden yanayım. Ama sistemin tümü hami line iken, sadece hisse senetlerinde nama geçmenin çok büyük bir anlam taşıdığına inanmıyorum. Tersine böyle bir uygulamanın piyasa için yarar değil, zarar getireceğine inanıyorum. Vergileme açısından da görüşüm bu. Genelde vergileme yönteminde, vergileme anlayışında, kayıt dışı ekonomi ile kayıtlı ekonominin entegre edilmesinde, vergi oranlarının iyileştirilmesinde, düşürülmesinde ciddi bir bakış açısı ortaya çıkar, o zaman sermaye piyasası da bu doğal oluşumun içerisinde yerini alır. O zaman sermaye kazançları vergisi de gündeme gelir, süreye bağlı olarak. Başka tür vergiler de gündeme gelir.

Bunlar gündeme geldiği takdirde, başka diğer ülkelerde olduğu gibi, elde tutma süresine göre bir sermaye kazançları vergisinin uygulanmasının belki işlem hacmini büyük ölçüde etkilemekle birlikte sağlamaştıracağına, kurumsallaştıracağına ve insanların sermaye piyasasına daha farklı bakış açısı ile bakmalarını sağlayacağına inanıyorum. Bu tür düzenlemeler ancak genel olarak çizdiğim konjonktür sağlarsa etkili olur ve yararlı olur diye düşünüyorum. Onun ötesinde bu yıl, belli bir temettü sağlayan kişilerin Gelir Vergisi beyannamelerini, piyasadansağladıkla-

rı temettü gelirlerini ekleyerek vergilencmeleri gibi bir durum zaten gündemde. Bunun değiştirileceğini de zannetmiyorum. Bildiğim kadarı, 476 milyon lirayı aşan gelirler beyan ediliyor ve normal stopaja göre, Gelir Vergisi oranlarına göre vergilendiriliyor. Dolayısıyla genel bakış açım, bizim piyasamız açısından, vergileme bakımından bu şekilde.

TEKBAŞ — Sistemin tümüyle birlikte ele alınabilir, aksi halde sadece sermaye piyasasına vergi getirilmesi, sistemin dengesini de bozabilir diyorsunuz.

ARTUN — Çok dar anlamda bir vergici anlayışdır. Bir piyasa büyüdüğü zaman, o piyasanın gerçek işlevlerini unutup, gözden çıkartıp, o piyasaya hücum etmek gibi. Bu anlayış aynı şekilde harçlar konusunda da var. Bugün aracı kurumların sahip oldukları her belge üzerinden zannediyorum ki 400 milyon lira civarında bir harç alınıyor. Olaya niye böyle bakıldı? «Bu piyasada 100 tane aracı kurum var. Bu kurumların belgeleri var. Bu belgelerini harca bağlayalım da şu kadar harç toplayalım.» şeklinde düşünülmüş olabilir. Bugün orta ölçekli bir aracı kurum 4 tane 5 tane belgeye sahip olduğu takdirde, bunların tümünü kullanmasa bile ödeyeceği harç bu sene için iki milyar, belki gelecek sene dört milyar, ondan sonraki sene 8 milyar olacak. Bu harç değil, bir bakıma resmen haraçtır. Olaya bakış açısının bu olmaması lazım.

TEKBAŞ — Kaldı ki işlem vergisi ile işlem hacmi arasında büyük bir ilişki var. İşlem maliyeti artınca, işlem hacmi düşer.

ARTUN — İşlem vergisi olağanüstü yanlış bir olay.

GÖKER — Şimdi ben bu işlem vergisi ile ilgili ilginç bir noktayı söyleyeyim. Dünyadaki uygulamalarda da zaten işlemin üzerindeki, daha doğrusu her nevi parasal hareketin üzerindeki en küçük bir vergi etkisini dahi ortadan kaldırmaya yönelik bir eğilim var. Parasal hareketleri siz ne kadar serbest bırakırsanız, o kadar kayıt altına alırsınız. Esas vergileyeceğiniz noktayı, ancak kayıt altına almakla sağlayabilirsiniz; dönersiniz işin özüne, vergilersiniz. Yaklaşım budur. Biz işlemin üzerine vergi koyamayız. Yani paranın vergisi olur mu? Paranın üzerine vergi koymaya başladıkça, o değişim yine olur. Ama o zaman sizin kayıtlarınızın dışında başka bir yerlerde olmaya başlar. Onun özünü oluşturan, gerçek geliri yaratan, konuyu kavramanız da gittikçe imkânsızlaşır. Dünyadaki modern vergi teknikleri, işlemin üzerindeki vergiyi, hatta vergi yaratıcı başka etkileri de ortadan kaldırıp, işlemleri yasal zeminde kayıt altında tutmak, daha sonra da buna ilişkin olayları özünde vergilemeye yöneliktir.

Bunun en güzel örneği de Türkiye'de yaşandı. Biliyorsunuz 1994 krizini yaratan birçok mozaik neden vardır. Son damlayı koyan gene bu vergi tartışmasıdır. Bunu unutmamak lazım. Onun sonucunda ne olmuştur? Bir akılcı evvel repo'nun üzerine vergi koyacağım diye, repo'nun ne olduğunu bile bilmeden, kamu oyunun en hassas olduğu noktada bütün dengeleri alt üst etmiştir. Sonuçta, bu uygulamadan devletin her hangi bir kazancı olmadığı gibi,

yıllardır oturmuş olan bir % 10 stopaj vardı, devlet onu dahi kaldırmak zorunda kalmıştır; krizi geçebilmek açısından. Aslında o % 10'luk stopajı da oturtabilmek, ben kendimden de biliyorum, yıllarca süren çok uzun mücadelelerden sonra ulaşılmış büyük bir başarıdır. Topluma kabul ettirilmiştir. Sonuçta ondan bile bir geri adım atmak zorunda kalınmıştır.

İşlem vergisi diye bir şey kesinlikle düşünülmez diye düşünüyorum. Vergiyi de tabii genel çerçevede algılamak lazım. Bir de şöyle bir yanlış anlaşılma var. Sermaye piyasasının üzerinde, uygulamada, bence zaten gereğinden fazla vergi var. Özellikle demin Sayın Artun'un da işaret ettiği, temettü vergisi, toplanması bile bir yerde imkânsız. Şu andaki mevcut mükellef sayısını belki 20 misli artıracak. Bunu hangi vergi dairesiyle, hangi imkânlarla yapacaklarını ilgili vergi yöneticileri de bilemiyor. Bunun uygulanması çok geniş bir vergi tabanı oluşturacak. Kontrolü, denetimi imkânsıza yakın. Belki de verimsiz, ama devlete yük olacak bir vergi söz konusudur.

TEKBAŞ — Hisse senedini 364 gün elinde tutan birisi son gün satar, kâr payını bir gün elinde tutan birisi elde edebilir.

CEZAIRLİ — Eski sistem daha doğru idi. Ben Sayın Artun'un söylediklerine kesinlikle katılıyorum. Ve bir ekleme yapmak istiyorum. Ben devlete borç para verdiğimde, ki en yüksek faizi alıyorum, vergi ödemeyeceğim. Burada birey konumunda konuşuyorum. Bir şirketin 5 yıl sonrasına veya 3 yıl sonrasına yatırım yapabileceğim ve bel-

ki de bunun fiyatı % 10 artabilecek; ve ben bu fiyat üzerinden vergi vereceğim, hele enflasyonun böyle olduğu bir ortamda, bu vergi adaletine de yanlış düşen bir yaklaşımdır.

TEKBAŞ — Sermaye piyasasında en ideal şey, bütün araçların vergilerinin homojen olmasıdır. Eğer homojenlikten uzaklaşırsanız, devlet kâğıdı ayrı, özel sektör kâğıdı ayrı vergilenirse, o zaman sistemin düzenini etkilersiniz, sistem daha çarpık çalışır, kaynakları yanlış yönlendirirsiniz. Biraz da geleceğe gelelim.

geleceğe yönelik faaliyetler, beklentiler ve öneriler; «uluslararası menkul kıymetler pazarı», «vadeli işlemler piyasası»; sermaye piyasası, yarattığı istihdam ile de, ülke ekonomisi için çok önemli bir konuma gelmiştir

ARTUN — Borsa Başkan olarak geleceğe dönük bazı düşüncelerimden bahsedeyim. Türkiye'nin gerçekten çok zor koşullarında göreve geldim. Ama tabii bunun bir avantajlı tarafı da var. Bunu değerlendirmeye çalıştım, bu büyük bir şans. Türkiye'de bizim dışımızda yapılandırılacak konuların varlığını hepimiz biliyoruz. İşte bugünkü alt yapı sorunları, mevzuat değişiklikleri, biraz önce değinilen vergi konusunda

uyumun sağlanması gibi. Bütün bunların var olabileceği ortamın, bizim dışımızdaki kişiler ve kurumlar tarafından yaratılabileceğini de düşünerek, Borsa yönetimi ve sermaye piyasası içinde yer alan kişiler olarak, «Ne tür eksiklerimiz var? Bunları nasıl giderebiliriz?» biçiminde bir anlayışla görevce geldim. Gerçekten hem Borsa yönetiminin, hem aracı kurumların ve bankaların, hem de kuşkusuz Ankara'daki ekonomi bürokrasisinin değerli katkılarıyla, Borsa'da belki mütevazı ölçeklerde ama önemli değişimler gerçekleştirildi. Çift seanstan tutun Takasbank'a kadar ve Takasbank'dan önümüzdeki günlerde gerçekleşecek –biraz evvel Sayın Göker'in belirttiği– yeni yapılanmalara kadar.

Bunun ötesinde önümüzdeki dönemde benim en ciddi olarak gerçekleştirmeyi düşündüğüm iki üç proje var. Bunlardan biri, sermaye piyasamızda, Borsa'mızda, Sayın Cezaîrli'nin belirttiği, hem finansal araçların türlenmesi gibi bir konuda hizmet verecek, hem de Borsa'mızın önünü teknolojik açıdan daha da açabilecek uygulamalar olacak. Özetle değişmek gerekirse, teknolojik açıdan önümüzdeki bir yıllık dönemde, tahvil piyasasında Borsa'mız ciddi bir teknolojik gelişme gösterecektir; aşama kaydedecektir. Arkadaşlarımızla yaptığımız son toplantıda en geç bir yıl içerisinde bunun bono'ya da inebileceğini öğrenmiş bulunuyorum.

Geniş alan projesini başlatma; wide area dediğimiz bir proje. Bu projenin amacı, işlemlerin aracı kurumların ve bankaların ofislerinden yapılabi-

li hale gelmesini sağlamak olacak. Bu konuda çok ciddi çalışmalarımız var. Zannediyorum ki karar aşamasındayız. Önümüzdeki günlerde somutlaşacağız. Sadece tahvil piyasası açısından değil, ben hisse senetleri piyasası açısından da bir geniş alana geçişin ön hazırlıklarını başlatmayı düşünüyorum. Olağanüstü bir terslik, ya da bir değişiklik olmadıkça, kafamda şu anda Hong Kong Borsası'nda uygulanmakta olan çalışma düzenini içeren bir yöntemim İMKB'nda kullanma fikri yatıyor. İşlem salonlarını ve bu arada insan ögesini koruyarak, ama bunun ötesinde wide area sistemini uygulamaya geçirecek bir süreci, karma bir sistem olarak başlatmak. Arzuladığım şudur: Halen 800 olan terminal sayısının en az yarısı kadar bir terminali de geniş alan şebekesi içerisinde aracı kurumlara ve bankalara taşımak. Bu karma sistemin uzunca bir süre korunmasını sağlamak.

Çalışmalarımız bu konuda epeyce ilerledi, ön proje olarak önümüzdeki günlerde yönetime getireceğim. Yapacağımız çalışma ile 1998 yılının en geç sonuna kadar böyle bir çalışma ortamını teknolojik açıdan sağlayacağız. Bu konuda hem kendimize bilgi işlem açısından, otomasyon açısından, insan ögesi olarak güvenimiz var, hem atacağımız adımın yararına inanıyorum, hem de gerekli kaynağımız var. Bu, olağanüstü boyutlara da ulaşmayacak bir proje mahiyetinde, Borsa'mız açısından. Dolayısıyla teknolojik olarak Borsa'nın önümüzdeki yıllarda böyle bir gelişme göstereceğini söyleyebilirim. Hem tahvil hem de hisse senedi piyasaları açısından.

TEKBAŞ — Bunları duyduğuma ben çok sevdim. Sermaye piyasasında modernizasyon projesi adını verdiği-miz, içinde kanunun günün koşullarına uydurulması, İstanbul Borsası'nun bütün Türkiye'ye hizmet verecek şekilde geliştirilmesi, vadeli işlemler, İzmir'de pamuğa dayalı bir Vadeli İşlemler Borsası'nı da içine alan bir çalışmamız vardı. O çalışma öncesinde benden İzmir'de İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın bir şubesinin açılması, hatta bir borsa kurulması, Kayseri'de bir borsa kurulması istenmişti. Buna benzer değişik talepler gelmişti. Bu kişilere benim cevabım; «İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nı teknolojik olarak o şekilde geliştireceğiz, bilgi akışını düzenleyeceğiz ki, yurt içinde herhangi bir yerden bu Borsa'ya ulaşmak mümkün olacak.» idi. Modernizasyon projesini bu düşüncelerle başlatmıştık. Şimdi bu binada bu alt yapı ile bu noktaya gelmiş olmamızdan büyük memnuniyet duyuyorum.

ARTUN — Yine piyasayı türlendir-mek açısından, inşallah önümüzdeki bir yıl içerisinde –ki birisi bu yıl içinde gerçekleşecek – iki yeni piyasayı açma yönündeki çabalarımız her halde nihai bir noktaya gelecek. Birincisi, bütün hazırlıkları tamamlanmış bulunan ve şu anda sadece yazılı olarak test aşamasında bulunan «Uluslararası Menkul Kıymetler Pazarı»nı bu yıl içerisinde açacağız. Zannediyorum en geç Temmuz ayından itibaren bu konuda gelecek potasyon taleplerini de değerlendirmeye başlayacağız. Dolar bazında çalışacak, her türlü vergi, resim ve harç istisnasından yararlanacak bu pazarın,

aynca İMKB'nin başlangıç yıllarında olduğu gibi işe öz bir modelle başlayacağını, ama zaman içerisinde gelişeceğini tahmin ediyorum. Uluslararası bir ilgi göreceğine de inanıyorum.

Yine endeksten başlamak üzere, üç beş hisse senedinden başlayarak bütün hisse senetlerini olmasa bile önemli derinliğe sahip hisse senetlerini kapsayacak şekilde bir «Vadeli İşlemler Piyasası» da herhalde önümüzdeki bir yıl içerisinde Borsa'muzun gündemine gelecektir. Bunun yanı sıra belki finansal araçlara dayalı bir vadeli işlem piyasamız da söz konusu olabilecektir. Ama ilk aşamada endeksten ve seçilmiş iki üç hisse senedinden oluşan bir «Vadeli İşlemler Pazarı»nı, çğer Sermaye Piyasası Kurulu'nun da desteğini yanımıza alabilirsek, en geç gelecek sene bu zamanlarda kurmuş olacağız.

Borsa Başkanı olarak şuna inanıyorum. Bu piyasanın gelişmesi, bu piyasanın sağlıklı bir ivme kazanması, bu piyasanın her açıdan yukarıya doğru ivme kazanması ile olanaklı niteliksel bir gelişime paralel olarak niceliksel önemli bir değişme olmalıdır. Bu piyasada işlem hacmi olmalıdır. Bu piyasaya daha fazla hisse senedi gelmelidir. Daha fazla insan hisse senedi almalıdır. Dışarıdaki kurumsal yatırımcılar gibi içeride de kurumsal yatırımcılara sahip olmalıyız. İçerideki kişisel tasarruflar da daha fazla bu piyasaya yönelmeli. En önemlisi, bu piyasada bankası ile, aracı kurumu ile aracı kuruluşlar para kazanabilmeli. Ve kazandıkları paraları insana, şubeye, teknolojiye yatırarak bu piyasanın daha ileri bir nok-

taya gelmesi için çaba gösterebilmelidir.

Şunu açıkça ifade ediyorum. Dağılan bir piyasada, dağılan bir işlem hacmi ile bu piyasanın daha büyük ivme göstermesi mümkün değildir. Temel amaçlarından birisi olan işlem hacminin daha büyük boyutlara ulaşması için, söylediğim gibi, bugüne kadar her türlü alt yapıyı realize etmeye çalıştık. Diğer uygulamalarla da, yeni enstrümanlarla da zannediyorum ki bu işlem hacmi daha da ivme kazanabilecektir. Bu piyasaya aracı kurumu ile, yöneticisi ile, brokarı ile yaklaşık hemen hemen 10 yıldır gerçekten büyük emek harcamış, gerçekten kendi içerisinde çok yetenekli ve deneyimli kişilere sahip bir konumda bulunuyoruz. İnsanlar gecelerini ve gündüzlerini, cumartesi ve pazarlar dahil bu piyasaya adanmışlardır. Dolayısıyla bu kadar dinamizmi, bu kadar ciddiyeti de ben hiçbir kurumda göremiyorum. Büyük bir istek, büyük bir özlem var. Dolayısıyla bu söy-

lediğim normlara ulaştığımız takdirde, çok başarılı bir iki örneğini de gördüğümüz gibi, başta Global olmak üzere, yeni aracı kurumlarımız, büyük aracı kurumlarımız türeyecektir. Bunlar bütün piyasayı, küçük ve orta ölçekli aracı kurumlar dahil, alıp başka bir noktaya taşıyacaktır.

TEKBAŞ — Bugün Türk sermaye piyasası her yönü ile belli bir noktaya gelmiştir. Bu noktaya gelmesinde Sermaye Piyasası Kurulu, Borsa, aracı kurumlar ve bütün katılımcıların katkısı mevcuttur. Ülke politikasının ve buna bağlı olarak ekonominin istikrara kavuşması ile sermaye piyasasının gelişmesi ve ülke ekonomisine katkısı daha da artacaktır. Sermaye piyasasının dinamizmi birçok güçlüğü aşmaya yetecektir.

Toplantıya katıldığımız için hepimizce teşekkür ederim.

Dergi'nin Notu: Yukarıda sunulan «Açık Oturum», 23 Mayıs 1996 tarihinde yapılmıştır.

KEMAL KURDAŞ

EKONOMİK POLİTİKA ÜZERİNE

İncelemeler — Yorumlar

Fiyatı 500.000 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

Yüksel Ülken Hocayı Kaybettik



Yüksel Ülken hocanın beklenmeyen ölümü Dergimiz mensuplarını derinden üzmüştür. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi'nde yıllarca Dekanlık yapan, yazdığı ekonomi kitapları hâlâ ülkemizin çeşitli fakülte ve yüksek okullarında okutulan bu değerli bilim adamının kaybindan doğan boşluğu doldurmak kolay olmayacaktır.

Dergimizin düzenlediği açık oturumlara her zaman "memnuniyetle" diyerek katılmayı kabul eden meslektaşımızı daima sevgi, saygı ve özlemle anacağız. İktisadi düşüncelerimiz onun yokluğunu her zaman hissedecektir. Ancak, yetiştirdiği binlerce öğrenci onun aziz mirasını ve hatırasını daima yücelteceği için teselli buluyoruz.

Yüksel Ülken hocanın vefatı dolayısıyla, Dergimiz adına, ailesine, İktisat Fakültesi camiasına, öğrencilerine baş sağlığı diliyoruz.

Prof. Dr. Dündar Sağlam

EKONOMİK GÖSTERGELER DIŞ DÜNYA (MAYIS 1996)

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.	1.7	2.9	3.1	5.7	-172.6	-152.9	5.31	8.25
Almanya	0.3	1.5	2.8	9.4	63.7	-16.9	3.32	6.12
Avustralya	4.8	3.8	2.8	8.4	-3.0	-16.1	7.56	10.60
Avusturya	0.3	1.8	5.0	6.4	-10.3	-4.4	3.13	8.25
Belçika	0.7	2.0	1.2	13.1	14.6	12.4	3.21	7.25
Danimarka	1.4	1.8	4.3	10.4	5.2	1.5	3.40	6.00
Fransa	0.9	2.4	1.8	11.6	34.0	17.6	3.75	7.00
Hollanda	1.8	2.0	1.3	7.1	20.4	16.5	2.69	4.25
İngiltere	2.0	2.4	3.8	8.3	-20.5	-10.5	5.93	6.75
İspanya	2.6	3.5	4.6	23.9	-23.7	8.4	7.27	9.25
İsveç	1.7	1.3	7.2	7.2	15.9	5.3	6.15	7.25
İsviçre	0.7	-0.2	1.3	4.3	1.1	20.2	2.50	4.75
İtalya	1.2	4.3	3.8	12.1	28.5	21.9	9.19	11.50
Japonya	2.2	0.3	2.7	3.2	123.7	99.5	0.42	1.63
Kanada	0.6	1.4	2.1	9.4	21.2	-6.9	4.56	6.80

Açıklamalar: (b.d.) = Belli Değil. Kaynak: The Economist, 8 Haziran 1996.

(*) Yıllık Yüzde Değişim.

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

Görüşler

Doç. Dr. SUAT OKTAR

Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Öğretim Üyesi

Bağımsız Merkez Bankacılığının Saygın Örneği: Bundesbank

GİRİŞ

DÜNYA merkez bankaları arasında en yüksek bağımsızlığa sahip olanı, Alman Merkez Bankası Bundesbank'tır (1) [*]. Günümüzde bağımsız merkez bankacılığı olgusuyla âdeta özdeşleşen Bundesbank'ın kuruluşu 1950'li yılların sonuna rastlamakla birlikte, temelleri oldukça gerilere uzanır. Birinci Dünya Savaşı'nın sonuna kadar Reichsbank adıyla faaliyet gösteren Alman Merkez Bankası'nın kuruluşu, ülkenin bir ulus devlet olarak ortaya çıkmasıyla tarihsel olarak çakışır.

Merkez bankasının tarihi gelişim süreci, bir bakıma ülkenin tarihini de yansıtır. Çünkü, bankanın kuruluşunu ve gelişme çizgisini, ülkenin yaşadığı koşullar belirlemiştir. Bu bakım-

dan Bundesbank'ın yapısını ve siyasi otorite ile olan ilişkilerini anlayabilmek için bankanın geçmişini ele almak gerekir.

I — Reichsbank'tan Bundesbank'a Merkez Bankacılığı

Reichsbank Almanya'nın 1873 yılında siyasal birliğinin tamamlanmasından dört yıl sonra kuruldu. 1871 yılına kadar ülke sınırları içerisinde tam 33 banka banknot ihracı yetkisine sahipken, 1875'te çıkartılan yasayla yetki devri gerçekleştirilerek Reichsbank'a merkez bankası rolü verildi. Ancak, bu yetki tam bir monopol değildi. Bankanın kuruluş yasasına göre Almanya Şansölyesi ülkenin oldu-

[*] Dipnotları yazının sonunda yer almaktadır.

ğu gibi, aynı zamanda bankanın da başkanı sayılıyordu. Bu nedenle, Şansölye'nin bankanın yönetim organları üzerindeki otoritesi tamdı. Ne var ki, hükümetin Reichsbank üzerindeki müdahalesi oldukça sınırlı kaldı. Çünkü yürürlükte olan altın standardının otomatik işleyişi, bankaya herhangi bir müdahale yapılmasına gerek bırakmıyordu (2).

Ancak, Birinci Dünya Savaşı'nın patlaması ve savaşın finansmanı ihtiyacı Almanya'nın altın standardından ayrılmasına neden oldu. Bu gelişme, Reichsbank'ı hükümetin kredi taleplerine açık bir hale getirdi ve banka hükümete sınırsız kredi arzı sağladı. Kredi akışı ateşkesten sonra bile devam etti. Savaştan sonra kurulan Weimar Cumhuriyeti hükümetleri, bütçe açıklarını, politik riski büyük olan yüksek oranlı vergilerin sağladıkları gelirlerle kapatmanın yerine, Reichsbank kredileriyle kapatmayı tercih ettiler. Bu yıllarda Reichsbank, Şansölye'nin emir ve komutası altında faaliyet gösteren bir hükümet organı kimliği taşııyordu (3).

Savaşın finansmanı amacıyla uzun vadeli devlet tahvilleri ihracı, hükümetin Reichsbank'tan kısa vadeli büyük çapta borçlanma ihtiyacını azaltmadı. Ardı ardına yapılan para enjeksiyonları dolaşımdaki nakit hacmini büyük ölçüde artırırken, fiyatlar da hızla tırmanmaya başladı. Sadece 1914-1918 yılları arasında tüketici fiyatları üçe katlandı. Üstelik, savaştan yenik çıkan Almanya'nın büyük tazminat ödemeye mahkûm olması, finansman ihtiyacını daha da artırdı. Ancak,

savaş tazminatı o kadar büyüktü ki, hükümet, Reichsbank kaynaklarını daha fazla kullanmak zorunda kaldı. Almanya'nın ödemek zorunda olduğu tazminatların büyüklüğü 132 milyar altın ya da savaş öncesi değeri üzerinden yaklaşık 33 milyar dolardı (4). Müttefik ülkeler savaş tazminatı üzerinde moratoryum ilan eden hükümetin kısmı ödeme planını kabul etmediler ve Almanya'yı merkez bankasına daha fazla otonomi vermeye zorladılar. Amaç, hükümetin merkez bankasını kullanmasına engel olmaktı.

Sonuçta Alman Hükümeti, artan baskılar karşısında Mayıs 1922'de Reichsbank'a hiçbir müdahaleye uğramadan karar alma ve alınan kararı uygulamaya yetkisini veren bir yasa çıkarttı. Bu yasayla Şansölye'nin, reichsbank'ın doğal başkanı olma yetkisine son verilirken, bankanın guvernörünün ve yardımcılarının bundan böyle Parlamento tarafından atanmasını hükme bağladı (5). Ancak, bu değişiklik Almanya'nın sorunlarını azaltmadı. Mark değer kaybetmeye devam ederken, hükümet yaptığı harcamaları merkez bankası kaynaklarıyla kapatmayı sürdürdü. Parasal genişleme çok geçmeden şiddetli bir hiperenflasyon sürecinin yaşanmasına neden oldu. Kaldı ki, iç fiyatlar son birkaç yıldır çoktan tırmanışa geçmişti. Nitekim, 1921 yılı ortalarında iç fiyatlar 1913 yılı düzeyini altı katı artarken, aynı yılın sonunda 35 katına yükseldi. Esas artış, 1922 yılında kendisini gösterdi. Artışlar savaş öncesinin 1475 katına ulaştı. 1923 yılı ise tam bir kabusla dönüştü. 23 Kasım 1923 itibari-

le iç fiyatlar savaş öncesinin 1.422.900.000 katına çıktı⁽⁶⁾. Reichsbank'ın elinde sınırlı da olsa güç ve yetki bulunmasına karşın, enflasyonu kontrol altına alacak hiçbir girişimde bulunmadı. Banka, hükümetin taleplerine kesinlikle karşı çıkmadı ve yaşanan konjonktürün ağırlaşmasına âdetâ seyirci kaldı.

Öte yandan, fiyatlar genel düzeyi yükselirken, mark'ın diğer para birimlerine karşı değer kaybı hızla devam ediyordu. Mark'ın diğer ülke paraları karşısında değer kaybı, fiyat artışlarının da üzerine çıktı. 1923 yılı Kasım ayı sonunda bir ABD Doları'nın mark cinsinden karşılığı 4 trilyon 2 milyar gibi olağanüstü bir düzeye fırladı. Oysa 1914 yılı öncesinde bir doların karşılığı sadece 4.20 mark idi⁽⁷⁾.

Ancak, ekonomik koşulların ağırlaşması ve toplumsal muhalefetin büyümesi nedeniyle Reichsbank hükümete kredi açmayı durdurdu ve 1924 yılında yeni bir bankacılık yasası hazırlandı. Bu yasayla hükümetin merkez bankası kaynaklarına başvurusu engellendiği gibi, guvernör ve yardımcılarının atanmasına ilişkin yeni düzenlemeler getirildi. Bankanın üst düzey yöneticilerinin atanması prosedüründe hükümet bütünüyle devre dışı kalırken, bu tasarruf doğrudan Genel Konsey'e bırakıldı. Yeni yasayla merkez bankası, büyük ölçüde bağımsızlık kazandırılarak, siyasi otoritenin bütünüyle kontrolü dışına çıkartıldı. Bu gelişme, parasal disiplinin yeniden gerçekleştirilmesini sağladı. Zira, merkez bankasının bağımsız olması, hükümetin banka üzerindeki nüfuzuna

ve müdahalesine son verdi. Buna göre, Reichsbank para politikasını ilk kez kendi inisiyatifıyla yürütme olanağı bulmuş oluyordu. Bankanın bağımsızlığı o kadar arttı ki, hükümetin dış ve mali politikası üzerinde bile bankanın etkileri hissedilir oldu. Nitekim 1924 yılında bankanın başına getirilen Schacht, bankanın görüşlerini hükümete kabul ettirmekte fazla zorluk çekmedi.

Ne var ki, Reichsbank'ın bağımsızlığı 1933 yılında Nazilerin iktidara gelmesiyle son buldu. Nazi yönetiminin istihdam ve silahlanma programlarının finansmanı için ihtiyaç duyduğu kredilere Reichsbank'ın son vermesi, banka ile Nazi yönetimi arasındaki ipleri iyice koparttı. 1933 yılında bankanın Genel Konseyi'nin feshedilmesinin ardından, 1939 yılında da Hitler'in kredi taleplerini bir muhtıra ile reddeden bankanın Guvernörü Hjalmar Schacht görevden alındı⁽⁸⁾. Hükümet, bankanın guvernör ve diğer üst düzey yöneticilerinin bizzat kendisi atamaya başladı. Bu nedenle, merkez bankasının bağımsızlığı formel bir kimliğe ve kurumsal olarak varlığı da hükümetin bir organı konumuna dönüştü. Reichsbank'ın bağımsızlığı nispi de olsa ancak, Nazi yönetiminin istihdam ve silahlanma programlarının finansmanına katıldığı sürece devam etti⁽⁹⁾.

II — Bundesbank'ın Kuruluşu, Fonksiyonları, Yetki ve Sorumlulukları

1945 yılında Nazi yönetiminin yıkılmasının ardından müttefik ülkeler

Reichsbank'ın yerine yeni bir merkez bankasının kurulması çalışmalarını başlattılar. Müttefik ülkeler, Reichsbank'ı, gerek Birinci gerekse İkinci Dünya Savaşı yıllarında hükümetlerin yürügesinde kalarak ülkede yaşanan hiperenflasyonun sorumlusu olarak gördükleri için işi ciddi tuttular. Öncelikle de, ülkeyi dört büyük bölgeye ayırdılar ve varlığına son verdikleri Reichsbank'ın yerine her eyaleti temsilen Eyalet Merkez Bankalarının (Land Central Banks) kurulmasını sağladılar. Müttefik ülkeler merkez bankasını ademi merkeziyetçi bir yapıya dönüştürmekle güç merkezlerini dağıtmayı ve aralarındaki ilişkileri kopartmayı amaçladılar (10).

Ancak, 1948 yılıyla birlikte, ülkenin yeniden imarına yönelik çalışmaların başlatılması ve para reformunun gerçekleştirilmesine olan ihtiyaç, müttefik ülkeleri ülkede tek bir merkez bankasının kurulması yönünde çalışmalara zorladı. Özellikle Amerikan yönetiminin ısrar ve zorlamaları sonucunda Federal Reserve sistemi model alınarak bir merkez bankasının kurulması yoluna gidildi. Getirilen yeni sistemle, Eyalet Merkez Bankaları kendi bölgelerinde yine merkez bankası rolünü üstlenmeye devam ederken; bunların üstünde merkezi bir kuruluş olarak Bank Deutscher Lander oluşturuldu. Bu kuruluşun görevlileri, Eyalet Merkez Bankalarının başkanları tarafından seçildi ve bu kuruluş ülkede para ihracı ve döviz kontrolü sorumluluğunu üstlendi (11).

1951 yılından itibaren ülkede federal bir merkez bankasının kurulma-

sı yönünde tartışmalar başladı. Uzun süren tartışmalar 1957 yılında Bundesbank'ın kurulmasıyla son buldu. Çıkarılan yasa bankaya bütünleşmiş bir yapı kazandırırken, kurumsal yapısı da düzenleyici hükümlerle güçlendirildi. Eyalet Merkez Bankaları önceki işlevlerini sürdürmeye ve adlarını korumaya devam etmekle birlikte, tüzel kişiliklerini kaybederek Bundesbank'ın yapısı içinde yer aldılar. Bundesbank ülkenin her eyaletinde bir ofis açarken, Merkez Bankası Konseyi de yönetim kurulu olarak görev yapmaya başladı. Ancak Konsey, Direktörlüğün yedi üyesini ve Eyalet Merkez Bankalarının başkanlarından da onbirini içine alacak şekilde genişletildi.

Öte yandan, yeni yasa, banka personelinin atanmasında Federal Hükümet'e geniş yetkiler sağladı. Bankanın Guvernörü ve yardımcısı dahil, Direktörlüğün diğer üyeleri bundan böyle Merkez Bankası Konseyi tarafından değil, Federal Hükümet tarafından seçilecekti. Bu yetkiye karşın, Federal Hükümet, Merkez Bankası Konseyi'nde çoğunluğa sahip olamayacaktı.

Sermayesi bütünüyle kamuya ait olan Bundesbank, bugün dünyanın en bağımsız merkez bankalarının başında gelmektedir. Bazı temel konularda hükümete karşı sorumlulukları bulunmasına karşın, Bundesbank birçok yönden oldukça yüksek bir otonomiye sahiptir. Nitekim para politikasının formülasyonu ve hedeflerinin seçimi, para arzının düzenlenmesi ve hükümete kredi sağlama konusundaki yetkileri çok geniştir (12).

Yeni yasa, aynı zamanda ekonomik konularda Bundesbank'ın Federal Hükümetle karşılıklı işbirliğini ve bilgi alışverişini sağlamaya yönelik hükümler getirdi. Örneğin, yasanın 13'üncü maddesi, Bundesbank'a parasal konularda hükümete önerilerde bulunmasını ve istendiğinde bilgi vermesini öngörüyor. Öte yandan, Bundesbank'ın başkanı ve yardımcısı parasal konuların tartışıldığı hükümet toplantılarına davet edilirken, hükümet üyeleri de Merkez Bankası Konseyi'nin toplantılarına katılmaya yetkilidirler. Ancak, hükümet üyeleri bu toplantılarda görüş belirtmekle birlikte, oy kullanma yetkisine sahip değildir. Buna karşılık, hükümet, Bundesbank'ın aldığı kararları iki hafta için geciktirebilir. Ne var ki, hükümetin şimdiye kadar bu gücünü Bundesbank'ın kararlarını erteleme yönünde kullandığı görülmemiştir (13).

Bundesbank'ın Governörü ve yardımcısı sekiz yıl için hükümetin önerisi üzerine Devlet Başkanı tarafından atanır. Banka kurumsal olarak Parlamento'nun denetiminden bağımsız olmasına karşın, faaliyetlerinin sonuçlarıyla ilgili olarak yıllık bir rapor hazırlamakla yükümlüdür. Ancak, bu raporun hükümete ya da Parlamento'ya sunulması zorunlu değildir (14).

Ayrıca, Bundesbank'ın bütçe bağımsızlığı da kuruluş yasasıyla garanti edilmiştir. Net faiz gelirlerinden kaynaklanan kârları, bankanın finansal yapısını güçlendirir. Bundesbank'ın 1991 yılı itibarıyla toplam kârı 14.4 milyar mark'dır (15). Yine, Bundesbank'ın hükümete kaynak sağlaması

yasayla sınırlanmıştır. Yasanın 20'inci maddesine göre, Bundesbank'ın hükümete 6 milyar marktan daha fazla kısa vadeli kredi açması mümkün değildir (16).

III — Bundesbank ve Fiyat İstikrarı

Bundesbank için fiyat istikrarının sağlanması ve korunması gerçekleştirilmesi gereken öncelikli bir hedeftir. Son yetmiş yıl içerisinde tarihin kaydettiği en büyük enflasyon sürecinin yaşandığı ülkede, olağanüstü fiyat artışları sadece büyük bir ekonomik bunalımın nedeni olmakla kalmamış, aynı zamanda Faşizmi de iktidara taşımıştır. Bu bakımdan o günden bu yana, fiyat istikrarının sağlanması, tam istihdamın gerçekleştirilmesine oranla realize edilmesi öncelikli bir hedef olmuştur (17). Günümüzde Bundesbank'ın gerek kurumsal gerekse fonksiyonel olarak çok yüksek bir bağımsızlığa sahip olmasının temelinde geçmişin bu acı deneyimi yatmaktadır. Gerek savaş öncesinde gerekse savaş yıllarında merkez bankasının hükümetler tarafından politik amaçlarla keyfi biçimde kullanılması ve bankanın da bu duruma kayıtsız kalması hiperenflasyonun başlıca nedeni olarak görüldüğü için, günümüzde Bundesbank'a fiyat istikrarının sağlanması konusunda hem geniş yetkiler verilmiş hem de büyük sorumluluk yüklenmiştir.

Nitekim Bundesbank'ın kuruluş yasasının 3'üncü maddesinde, bankanın temel görevinin «dolaşımdaki paranın miktarının düzenlenmesi ve paranın değerinin korunması» olduğu

ifade edilmektedir (18). Bundesbank'ın 1950'li yıllardan bu yana yıllık enflasyon hedefi yüzde 2'dir (19). Bu hedefin uzun süredir önemli ölçüde sağlanmaması, para politikası yapmadan tutturulması, Bundesbank'a kamuoyunda büyük bir prestij kazandırmıştır. Savaş öncesi ve sonrası yıllarda yüksek enflasyon sonucu yaşanan acı olayların hafızalarda hâlâ canlılığını koruması, toplumun fiyat istikrarına karşı duyarlılığını artırmıştır. Bu nedenle Bundesbank, bu konuda geniş toplum kesimlerinin tam desteğine sahiptir. Öyle ki, bugün ülkenin hiçbir bölgesinde bankanın bağımsızlığına yönelik bir eleştiri duymak mümkün değildir (20). Çünkü, Bundesbank'ın varlığı, fiyat istikrarının sağlanmasıyla özdeş bir hale gelmiştir. Gerçekten, bankanın bugün sahip olduğu şöhret ve saygınlık fiyat istikrarının sağlanmasında gösterdiği başarıdan kaynaklanırken, kredibilitesini artıran da yine bu konudaki yüksek performansı olmuştur (21).

Bundesbank'ın bu konudaki yetki ve sorumluluğu kuruluş yasasında açık bir biçimde belirlenmiştir. Ancak, kurumsal bağımsızlığın tek başına yeterli olamayacağı düşünülerek, para politikasının düzenlenmesi ve yürütülmesi konusunda tam kontrolün sağlanması için, bankanın fonksiyonel bağımsızlığı da garanti edilmiştir. Bu açıdan bakıldığında, Bundesbank'ın fonksiyonel bağımsızlığı üst düzeydedir. Banka, para politikasının yürütülmesi için gerekli olan geleneksel enstrümanları kullanmada tek başına sınırsız bir otoriteye sahiptir. Bu, Bun-

desbank'ın konjonktür değiştiğinde ve gerektirdiğinde farklı enstrüman seçimi-ne gidebileceğini gösterir.

Ancak, Bundesbank'ın para politikasının belirlenmesi ve yürütülmesi konusundaki bağımsızlığı, hükümetin genel ekonomi politikasına ters düşmez. Bu durum, yasayla da açık bir biçimde gösterilmiştir. Nitekim merkez bankası yasasının 12'nci maddesi, «Alman Merkez Bankası, Federal Hükümetin genel ekonomi politikasını desteklemekle yükümlüdür» şeklinde düzenlenmiştir. Ne var ki, bu düzenleme, Bundesbank'ın bağımsızlığını gölgelemez. Hükümetin ve Bundesbank'ın görev alanları farklı olup, bilgi akışı ve alışverişi dışında birbirleri üzerinde doğrudan etkileri ve müdahaleleri söz konusu olamaz. Hükümet maliye politikasından sorumlu olurken, Bundesbank para politikasını yürütmekle yükümlüdür.

Maliye politikasının uygulanması hükümetin sorumluluğunda olmakla birlikte, Bundesbank'ın bağımsızlığının bu politika üzerinde etkileri oldukça açıktır. Bankanın siyasi otoritenin nüfuzundan izole olmasını sağlayan bağımsızlık erki, maliye politikasının politik hesaplar yönünde uygulanmasını büyük ölçüde engeller. Nitekim 1970'li yıllarda ve 1980'li yılların başında Sosyal Demokrat hükümetler büyümeyi uyarmak ve istihdam kapasitesini genişletmek amacıyla sık sık genişletici maliye politikaları uygulamak istemişlerse de, bu girişimler Bundesbank'ın destek vermemesi nedeniyle büyük ölçüde sınırlı kalmıştır (22).

SONUÇ

Bundesbank bugün sahip olduğu yasal ve fonksiyonel bağımsızlıkla, merkez bankaları için saygın bir örnek oluşturur. Birçok ülke kendi merkez bankasını bağımsız kılma yönünde düzenlerken, Bundesbank modelini baz almaktadır. Bundesbank özellikle fiyat istikrarı konusunda çok başarılıdır ve bu konuda zengin bir deneyime sahiptir. Ülkede 1950'li yıllardan bu yana siyasi istikrarın sürmesi, özellikle düşük enflasyonun varlığı ile açıklanır. Şöyle ki, her iki konuda sağlanan istikrar birbirlerinin hem nedeni hem de sonucudur. Gerçekten fiyat istikrarı aynı zamanda ülke demokrasisinin de sağlıklı biçimde işlemesini sağlar. Bundesbank üzerine kapsamlı bir çalışma yapmış olan David Marsh'ın da belirttiği gibi; istikrarlı bir para istikrarlı bir hükümet yaratırken, istikrarlı bir hükümet de sağlıklı bir toplumun oluşmasına katkı yapmıştır. Ancak, şurası da açıktır ki; Bundesbank, Almanya'nın tarihi gelişmesi içinde oluşan koşulların ürünüdür. Bankanın bugünkü konuma gelmesinde bu koşulların belirleyici olduğu unutmamak gerekir.

DİPNOTLARI

(1) Merkez bankası bağımsızlığı üzerine yapılan çalışmalar özellikle 1980'li yılların sonundan itibaren artmış olup, bu konuda geniş bir literatür söz konusudur. Yapılan kuramsal ve ampirik çalışmaların hemen hemen tamamında Bundesbank'ın, merkez bankaları arasında bağımsızlığı en yüksek banka olduğu saptanmıştır. Bu konuda yapılmış çalışmaların başlıcaları: Alex Cukierman; «Central Bank Strategy, Credibility and Independ-

ence: Theory and Evidence», (MIT Press, 1992). Patricia S. Pollard; «Central Bank Independence and Economic Performance», Federal Reserve Bank of St. Louis, (July/August, 1993). Alberto Alesina ve Lawrence H. Summers; «Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence», Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 25, No. 2, (May, 1993).

(2) David Marsh; «The Most Powerful Bank: Inside Germany's Bundesbank, Times Books, 1992, s. 76.

(3) John B. Goodman; «Monetary Sovereignty: The Politics of Central Banking In Western Europe», Cornell University Press, 1992, s. 31.

(4) J. K. Galbraith; «Money: Whence it came, where it went», Penguin Books, 1975, s. 164.

(5) John B. Goodman; a.g.e., s. 32

(6) J.K. Galbraith; a.g.e., s. 166.

(7) William Wiseley; «A Tool of Power», A Wiley-Interscience Publication, 1977, s. 104.

(8) Hjalmar Schacht; «Paranın Sihri», Ak Yayınları, İstanbul, 1968, s. 147.

(9) Robert L. Hetzel; «Central Banks' Independence in Historical Perspective», Journal of Monetary Economics, Vol. 25, No. 1, (January, 1990), s. 166.

(10) Carl-Ludwig Holtfrerich; «Relations Between Monetary Authorities and Governmental Institutions: The Case of Germany from the 19th Century to the Present», Ed., Gianni Toniola, Central Banks' independence in historical perspective, Berlin and New York, de Gruyter, 1988, s. 140.

(11) John B. Goodman; a.g.e., s. 34.

(12) Hans Tietmeyer; «The Role of an Independent Central Bank in Europe», Ed., P. Downes ve R. Vaez-Zadeh, The Evolving Role of Central Banks, Washington: IMF, 1991, s. 186.

(13) John B. Goodman; a.g.e., s. 39.

(14) Mark Swinburne ve Marta Castello-Branco; «Central Bank Independence and

Central Bank Functions», Ed., P. Downes ve R. Vaez-Zadeh, The Evolving Role of Central Banks, Washington: IMF, 1991, s. 428.

(15) David Marsh; a.g.e., s. 28.

(16) John B. Goodman; a.g.e., s. 38.

(17) Stephan Haggard ve Steven B. Webb; «What Do We Know about the Political Economy of Economic Policy Reform?», The World Bank Research Observer, Vol. 8, No. 2, (July, 1993), s. 154.

(18) Deutsche Bundesbank; «The Deutsche Bundesbank: Its Monetary Policy Instru-

ments and Functions», Special Series, No. 7, (Frankfurt, 3rd ed., 1989), s. 110 – 135.

(19) David Marsh; a.g.e., s. 11.

(20) Hans Tietmeyer; «Economic and monetary union: a German perspective», Deutsche Bundesbank: Auszüge Aus Presseartikeln, No. 16, (27 Februar 1992), s. 6.

(21) Robin Leigh Pemberton; «Approaches to Monetary Integration in Europe», Deutsche Bundesbank: Auszüge Aus Presseartikeln, No. 83, (1990), s. 3.

(22) John B. Goodman; a.g.e., s. 101.

ULUSLARARASI BANKACILIKTA TÜRKİYE'NİN GURURU
ZİRAAT 132 YAŞINDA

1863
132. YIL
1995



T.C. ZİRAAT BANKASI

BASAĞININ ADI

Sermaye Piyasası

Doç. Dr. MEHMET BOLAK

İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Fakültesi Öğretim Üyesi

Borsa Hükümet Boşluğuna Düştü

SİYASİ ve ekonomik istikrarsızlığın bulunduğu bir ortamda gerek borsanın, gerekse döviz ve faiz piyasalarının bu ortama ayak uydurmaları kaçınılmazdır. Nitekim Mayıs ayı, piyasaların istikrarsızlığın faturasını yaşadığı bir ay olmuştur. Ay içinde faiz oranları ve döviz kurları yukarı doğru tırmanırken, borsa da sürekli bir gerileme eğilimi içinde olmuş, Nisan ayından sonra Mayıs ayında da hisse senedi yatırımcıları zarara uğramışlardır.

Büyük umutlarla kurulan ANAP-DYP veya popüler tanımlamayla ANAYOL Koalisyonu, çok kısa bir süre içinde hayal kırıklığı yaratmış, koalisyon ortaklarının icraat yapmak yerine birbirlerini yıpratma politikası gütmeyi tercih etmeleri, hükümeti hiçbir iş yapamaz hale getirmiştir. Parti liderleri arasındaki çekişme, karşılıklı dosyalar savaşına dönüşmüş, bu gerginlikten menfaat sağlamayı bekleyen ve dolayısıyla gerginliği arttırmak için her fırsatı değerlendiren Refah Partisi'nin de katkılarıyla, Meclis mahkeme salonuna dönmüştür. Kamu oyundan da ilgi gören konuları gündeme getirmeyi başaran Refah Partisi, sonuçta iki parti lideri arasındaki gerginliği had safhaya çıkarma ve ipleri koparma noktasına getirme becerisini göstermiştir. Hükümetin DYP kanadından iki bakanın istifa etmesi ve ardından DYP Genel Başkanı Tansu Çiller'in, hükümetten desteğini çekme ancak bakanlarını çekmeme gibi dünya siyaset tarihinde bir eşine daha rastlanamayacak bir düşünceyi gündeme getirmesi, siyasi hayatımıza bir de kara mizah boyutu kazandırmıştır. 2 Haziran yerel ara seçim sonuçlarının ve «3 Haziran 1996, Pazartesi» günü Meclis gündemine getirilecek olan hükümetin güven oylaması sonuçlarının geçersiz olduğu ve yenilenmesi gerektiği konusunun siyasi dengelerde yeni dalgalanmalara yol açacağı kuşkusuzdur. Ancak, açıkça görünen bir gerçek, bu koalis-

yon hükümetinin fazla uzun ömürlü olmadığı, lider değişimi, yeni koalisyon for-
mülleri ya da bir erken seçim ihtimalinin yakın zamanda karşımıza geleceğidir.

Siyasi sorunlarımızla paralel olarak, enflasyon, dış açık gibi ekonomik göster-
gelerimizin de olumsuz gelişme göstermesi sonucunda, dolar fiyatı Mayıs ayında
uzun süredir göstermediği bir artışla 74.000 lira mertebelerinden 79.000 lira merte-
belerine yükselmiştir. Bu yükselişte, uluslararası piyasalarda doların değer kazan-
masının da rolü olduğu gözden kaçırılmamalıdır. Bu gelişmelerle birlikte, İMKB Bi-
leşik İndeksi «31 Mayıs 1996, Cuma» günü kapanış fiyatları itibariyle 61.150,41 pu-
ana gerilemiş ve Nisan ayı sonuna göre % 5.52 oranında bir düşüş kaydetmiştir.
Tablo 1'den de görülebileceği üzere borsadaki genel düşüşe karşın önemli oran-
da prim yapan hisseler de rastlanabilmektedir. Yine «31 Mayıs 1996, Cuma» gü-
nü kapanış fiyatları itibariyle, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi İndeksi de %
4.82 oranında gerilemiş ve 166.514,22 puana düşmüştür. İndeks kapsamındaki 40
hisseden 9'u ay içinde prim yaparken, 31 tanesi yatırımcısına şu veya bu oranda
zarar ettirmiştir. Her ay olduğu gibi, Mayıs ayının en başarılı ve en başarısız hisse-
leri Tablo 1 ve Tablo 2'de verilmeye çalışılmıştır.

TABLO 1
Mayıs Ayının En Başarılı Hisseleri

Dergimiz İndeksinde	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
Yasaş	43.53	Metaş	26.32
Çukurova El.	26.83	Net Turizm	20.41
Ege Bira	22.22	Turcas	15.22
Yapı Kredi B.	11.13	Takaş	10.15
Güney Bira	6.25	Milpa	7.35
Arçelik	5.59	Net Holding	7.02
Erdemir	3.66	Enka Holding	5.55
Migros	2.91	Esem Spor	3.51
Teletaş	2.00	Demirbank	3.09
		Merko Gıda	3.08

TABLO 2
Mayıs Ayının En Başarısız Hisseleri

Dergimiz İndeksinde	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
Eczacı Yat.	-27.06	Peg Profilo	-49.21
Olmuksa	-26.67	Finans F.K.	-31.91
Akçimento	-24.07	Aktaş Elek.	-28.38
Koç Holding	-23.86	Dışbank	-27.66
Pınar Süt	-22.09	Kütahya Por.	-27.05
Hektaş	-21.45	Usaş	-26.67
Kartonsan	-20.48	Kerevitaş	-26.42
Güber Gab.	-19.30	Tire Kutsan	-25.51
Kav	-18.92	Egeplast	-25.00
Koç Yatırım	-18.73	Eczacı Yapı	-24.10

Şirket Haberleri

Bu sene Mayıs ayında sermaye artırımına giden şirket sayısı rekor düzeye ulaşmış, tam 49 şirket sermaye artırımını Mayıs ayında gerçekleştirmiştir. Tablo 3'de bu şirketlerin yaptıkları bedelli ve bedelsiz sermaye artırımlarının dökümü yer almaktadır. Şirketler temettü karşılığı verdikleri hisseleri bedelsiz hisse olarak belirtmekle birlikte, bu uygulamanın eski sistemde temettünün nakit ödenip, ardından bedelli artırım yapılmasından bir farkı olmaması nedeniyle, temettüye mahsuben bedelsiz verilen hisse senetleri Tablo 3'de bedelli artırımlar içinde yer almıştır.

Genellikle şirketlerin sermaye artırımlarıyla kâr payı dağıtımlarını birlikte gerçekleştirmeleri dolayısıyla Mayıs ayında kâr payı dağıtımları da yoğunlaşmıştır. Hatta sermaye artırımını yapmaksızın kâr payı dağıtımını Mayıs ayında gerçekleştirmiş çok sayıda şirket de bulunmaktadır. Bu durum, kâr payı dağıtımıyla birlikte teorik olarak hisse fiyatının kâr payı kadar gerilemesi nedeniyle, borsadaki düşüşün nedenlerinden birini oluşturmaktadır. Muhakkak ki borsadaki düşüşü kâr payı dağıtımlarıyla açıklamak çok büyük bir iyimserlik olacaktır, ancak, yine de kâr payı dağıtımı yapılan hisselerde fiyatın bir-iki basamak gerileyeceğini ve bu durumdaki hisselerin sayısının artmasıyla indeks üzerinde belli bir etki yapacağını düşünmekte yarar vardır.

Tablo 4'de Mayıs ayında kayıtlı sermaye tavanı artırımları Sermaye Piyasası Kurulu tarafından onaylanan beş şirket yer almaktadır. Bu şirketlerden ikisi kayıtlı sermaye sistemini yeni kabul etmişlerdir.

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

Şirket	Eski Kay. Ser.	Yeni Kay Ser.
Anadolu Bira	0	4.000.000
Eczacıbaşı Yapı	0	10.000.000
Makina Takım	750.000	3.500.000
Pınar Süt	218.700	656.100
Yasaş	324.000	972.000

Ay içinde halka arz edilen iki yeni hisse borsada işlem görmeye başlamıştır. Bunlardan Akın Tekstil, 2 Mayıs tarihinden itibaren 4900 TL baz fiyat ile, Mudurnu Tavukçuluk ise 13 Mayıs tarihinden itibaren 7500 TL baz fiyat ile borsa ulusal pazarında yer almışlardır. Et ürünlerine karşı duyulan tedirginliğin de verdiği ivmeyle, tavukçuluk sektörünün temsilcisi Mudurnu borsaya çok hızlı bir giriş yapmış, fiyatı birkaç gün içinde 7500 liradan 12.500 liraya çıkmıştır. Ancak, daha sonra yaşanan genel eğilimden o da nasibini almış ve fiyatı gerilemiştir.

Kâr Payı Dağıtım Oranları

1996 yılı başında İMKB 100 İndeksi'ni oluşturan şirketlerin 1995 yılı kârından ortaklarına dağıtmış veya dağıtacak oldukları kâr payı oranları Tablo 5'de görülmektedir. Adana Çimento ve İş Bankası'nın üçer farklı türde hisse senetlerinin indekste yer alması nedeniyle tabloda 104 hisse yer almaktadır. İMKB 100 İndeksi'nde bulunmayan, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi İndeksi'nde yer alan 8 hisse de bu listenin sonuna ilave edilmiştir. Kâr payı dağıtım oranları, hisselerin nominal değerlerine oranla ifade edilmektedir. Örneğin 1000 TL nominal değerli bir hisseye 1000 TL kâr payı ödeyen bir şirket için kâr payı dağıtım oranı % 100 ol-

TABLO 3
Mayıs Ayında Sermaye Artırımları
(Milyon TL)

Şirket	Eski Ser.	Bedelli	%	Bedelsiz	%	Yeni Ser.
Abana	162.000	-	-	81.000	50,00	243.000
Adana Çim.	920.844	920.844	100,00	598.549	65,00	2.440.237
Akal Tekst.	599.219	149.805	25,00	149.805	25,00	898.829
Akçimento	253.969	-	-	1.777.781	700,00	2.031.750
Aksa	1.757.000	878.500	50,00	702.800	40,00	3.338.300
Aksu İplik	577.600	144.400	25,00	144.400	25,00	866.400
Aktif Fin.	189.000	141.750	75,00	-	-	330.750
Alarko Hol.	498.086	498.086	100,00	-	-	996.172
Alarko San.	300.000	300.000	100,00	-	-	600.000
Anadolu Cam	294.208	580.000	197,14	94.792	32,22	969.000
Arçelik	4.500.000	1.125.000	25,00	1.125.000	25,00	6.750.000
Ardem	480.000	-	-	480.000	100,00	960.000
Aselsan	968.000	387.200	40,00	96.800	10,00	1.452.000
Beko	1.200.000	300.000	25,00	300.000	25,00	1.800.000
Borova	45.000	22.500	50,00	22.500	50,00	90.000
Dışbank	1.750.000	1.295.000	74,00	455.000	26,00	3.500.000
Ditaş Doğan	87.500	56.000	64,00	31.500	36,00	175.000
Döktaş	240.000	120.000	50,00	120.000	50,00	480.000
Eczacı İlaç	1.522.800	380.700	25,00	1.142.100	75,00	3.045.600
Ege Endüstri	70.000	140.000	200,00	140.000	200,00	350.000
Ege Seramik	300.000	750.000	250,00	750.000	250,00	1.800.000
Finans F.K.	350.000	216.000	61,71	34.000	9,71	600.000
Güneş Sig.	500.000	250.000	50,00	250.000	50,00	1.000.000
Halk Sig.	750.000	430.195	57,36	419.805	55,97	1.600.000
Hektaş	453.000	200.000	44,15	275.000	60,71	928.000
İhlas Hol.	1.386.749	439.724	31,71	45.638	3,29	1.872.111
İnterna	64.800	174.960	270,00	246.240	380,00	486.000
İktisat Fin.	200.000	50.000	25,00	-	-	250.000
İzocam	300.000	60.000	20,00	90.000	30,00	450.000
Kelebek Mob.	100.000	50.000	50,00	50.000	50,00	200.000
Koç Yatırım	585.000	117.000	20,00	117.000	20,00	819.000
Lüks Kadife	65.000	24.700	38,00	20.300	31,23	110.000
Mardin Çim.	288.000	230.400	80,00	129.600	45,00	648.000
Migros	360.000	-	-	180.000	50,00	540.000
Maret	105.000	-	-	105.000	100,00	210.000
Nergis Hol.	720.000	280.000	38,89	-	-	1.000.000
Niğde Çim.	199.795	109.887	54,99	139.857	70,00	449.539
Otokar	80.000	160.000	200,00	40.000	50,00	280.000
Polylen	400.000	80.000	20,00	-	-	480.000
Sifaş	500.000	250.000	50,00	-	-	750.000
Tofaş Oto F.	4.800.000	1.200.000	25,00	2.400.000	50,00	8.400.000
Tukaş	165.000	277.296	168,06	52.704	31,94	495.000
T.Şişe Cam	2.300.000	1.150.000	50,00	2.150.000	93,48	5.600.000
Türk D. Döküm	1.000.000	250.000	25,00	250.000	25,00	1.500.000
Tütünbank	3.000.000	1.750.000	58,33	250.000	8,33	5.000.000
Ünye Çim.	347.949	208.769	60,00	243.564	70,00	800.282
Vakıf Y.O.	45.000	55.000	122,22	-	-	100.000
Y.K.B.	8.316.000	1.663.200	20,00	15.800.400	190,00	25.779.600
Yünsa	600.000	200.000	33,33	400.000	66,67	1.200.000

maktadır. Bilindiği gibi şirketlerin kâr payı dağıtımlarına esneklik getirilmiş, diğer bir deyişle kâr payı dağıtılıp dağıtılmayacağı veya hangi oranda dağıtılacağı şirketlerin inisiyatifine bırakılmıştır. Bu nedenle, kâr elde etmiş olmakla birlikte kâr payı dağıtmayan şirketler labilemektedir. Öte yandan şirketlerin kâr payının tamamını veya bir kısmını bedelli sermaye artırımına mahsup edip, ortaklarına, bedelsiz hisse vermeleri imkân dahilindedir. Tablo 5'de kâr payı oranı olarak, şirketlerin nakit ve/veya bedelsiz hisse şeklinde dağıttıkları kâr paylarının toplamı alınmıştır.

Kâr payı dağıtım oranları belirlenmiş olan şirketler için hesaplanan basit aritmetik ortalama «kâr payı dağıtım oranı» % 142.89 olup, bu değer geçen seneki ortalamanın altındadır. Aktaş Elektrik (% 2500), İş Bankası A (% 2307.80) ve Uşaş (% 1940.20) hariç tutulduğunda, ortalama 78.41'e gerilemektedir. 1994 yılının kriz yılı, 1995 yılının ise ekonomik açıdan başarılı bir yıl olarak lanse edilmiş olmasına karşın, 1994 yılı kâr payı oranlarının daha iyi olduğunu söylemek mümkündür. Yukarıda sayılmış olan, % 1000'in üzerinde kâr payı dağıtan 3 şirketin dışında, Petkim (% 668.80), Gentaş (% 300.00), Kepez Elektrik (% 300.00), Good-Year (% 300.00) ve Otokar (% 250.00) yüksek kâr payı dağıtan diğer şirketler olmuşlardır.

Tablo 6 ise yıllardır yapıldığı gibi, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi İndeksi kapsamındaki hisselerle ilgili kâr payı dağılımlarını göstermektedir. Tablo, borsanın başlangıç yılı olan 1986'dan, günümüze kadar karşılaştırma imkânı vermektedir. Dilimlerdeki şirket sayıları büyük değişkenlik göstermekle birlikte, bu sene % 30'un altında kâr payı dağıtan şirket sayısının azaldığı gözlenmektedir. Buna karşılık, % 200'ün üzerinde kâr payı dağıtan şirket sayısı da 1'e düşmüştür. Aritmetik ortalama % 69.78 hesaplanırken, önceki yıllardan pek farklılık göstermemiştir. Geçen seneki yüksek ortalama aşırı değere sahip bir şirketten kaynaklanmaktaydı. Aşırı değerlerden etkilenmeyen bir gösterge olan medyan oran, sıralamada 20. ve 21. sırada yer alan şirketlerin kâr payı dağıtım oranlarının ortalaması şeklinde hesaplanmakta olup, çok küçük bir farkla, bugüne kadarki en yüksek değerine ulaşmıştır. Aşırı değerlerden pek fazla etkilenmeyen diğer bir gösterge de tartılı ortalamadır. Tartılı ortalama şirketlerin 1995 yıl sonu ödenmiş sermayeleriyle ağırlıklandırılmıştır. Bu değer 1988 haricinde her yıl olduğu gibi yine medyan değerinin aritmetik ortalamanın altında kalmıştır.

TABLE 6
Kâr Paylarının Dağılımı

Ş i r k e t S a y ı s ı

Kâr Payı Oranı (%)	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
0	3	2	4	4	7	8	4	4	1	3
1 - 29	11	5	4	10	11	13	12	10	13	7
30 - 49	11	13	8	10	5	4	9	1	2	7
50 - 74	6	5	9	7	10	6	5	8	5	6
75 - 99	1	5	6	4	3	5	4	5	5	3
100 - 199	5	8	7	4	3	2	6	8	9	13
200 -	3	2	2	1	1	2	-	4	5	1
Medyan Oran	40.00	47.50	60.00	42.00	33.80	25.00	33.75	60.00	60.11	61.25
Aritmetik Ort.	72.10	66.28	68.83	50.16	46.04	52.24	43.42	76.13	92.60	69.78
Tartılı Ort.	35.24	53.33	71.80	48.87	36.53	39.79	39.06	56.11	49.07	48.15

TABLO 5
Dağıtılacak Kâr Payları (%)

Adana Çim. A	129.34	Frigo Pak	100.00	Pınar Süt (*)	120.00
Adan Çim. B	91.97	Gertaş	300.00	Polylen	20.00
Adana Çim. C	12.77	Gübre Fab. (*)	10.00	Raks Elek.	Dağıtmıyor
Akal Tekstil	45.00	Hektaş (*)	89.23	Sabah Yay.	20.95
Aksu İplik	40.00	Hürriyet G.	28.00	Sarkuysan (*)	100.00
Aktaş Elek.	2500.00	İhlas Hol.	31.70	Sifaş	50.00
Alarko Sanayi	100.00	İntema	50.00	Soktaş	150.00
Anadolu Bira	30.00	İ.M.P.	148.00	Teletaş (*)	75.00
Anadolu Cam (*)	(1) 50.70	İzmir D.Ç. (*)	Dağıtmıyor	Tire Kutsan	108.00
Arçelik (*)	35.00	İzocam (*)	40.00	Tofaş Oto Fab.	25.00
Aselsan	40.00	Kartonsan (*)	130.00	Trakya Cam	111.00
Aygaz	(2) 119.12	Kav (*)	65.00	Transtürk Hol.	Zarar
Bağfaş (*)	100.00	Kepez Elek.	300.00	Tukaş	153.06
Borusan	164.43	Kerevitaş	45.00	Turcas	160.00
Bossa	25.00	Koç Holding (*)	15.00	Türteks	73.64
Brisa (*)	110.00	Koç Yatırım (*)	(3) 37.50	Tüpraş	Zarar
ÇBS Boya	12.50	Konya Çim.	13.50	T. İş Bank. (A)	2307.80
Çelik Halat (*)	27.00	Kordsa (*)	140.00	T. İş Bank. (B) (*)	114.29
Çermtaş	Dağıtmıyor	Kütahya Por.	Dağıtmıyor	T. İş Bank. (C)	39.04
Çukurova Elek. (*)	130.00	Makina Takım (*)	6.00	T.H.Y.	Dağıtmıyor
Dardanel	GKY	Mardin Çim.	124.90	T. Siemens (*)	100.00
Demirbank	165.00	Medya Hol.	GKY	T. Şişe Cam (*)	50.00
Denizli Cam	80.00	Merko Gıda	33.00	Uşaş	1 940.20
Deva Holding	10.00	Metaş	Zarar	Ünye Çim.	74.28
Dışbank	74.00	Migros (*)	40.00	Vestel	16.00
Doğan Holding	GKY	Milpa	18.00	Viking	182.00
Eczacı İlaç	25.00	Mutlu Akü	89.25	Y.K.B. (*)	20.00
Eczacı Yapı	Dağıtmıyor	Nergis Hol.	38.89	Yasaş (*)	17.00
Eczacı Yatırım (*)	Dağıtmıyor	Netaş	113.00		
Ege Bira (*)	Dağıtmıyor	Net Holding	10.00	ORTALAMA	142.89
Ege Gübre (*)	37.00	Net Turizm	150.00	Akçimento	89.00
Egeplast	174.30	Olmaksa (*)	110.00	Bolu Çim.	31.44
Enka Holding	35.00	Otokar	250.00	Çimsa	115.00
Erciyas Bira	190.00	Otosan (*)	100.00	Döktaş	62.50
Ereğli D.Ç. (*)	65.26	Peg Profilo	44.25	Doktaş—Year	300.00
Esbank	14.92	Petkim	668.80	Güney Bira	60.00
Esem Spor	140.00	Petrol Ofisi (*)	144.34	Marshall	30.00
Finans F.K.	71.43	Pınar Et	77.00	T.D. Döküm	25.00

(*) Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi İndeksi Kapsamındaki hisseler.

GKY: Genel kurul Toplantısı yapılmadığından, kâr payı dağıtım oranları belli değildir.

- (1) Kâr payı dağıtım oranı % 39 olmakla beraber, % 30 oranında bedelsiz dağıtıldığı hisselerle de aynı kâr payını vermiştir.
- (2) Kâr payı dağıtım oranı % 67 olmakla beraber, % 77,78 oranında bedelsiz dağıtıldığı hisselerle de aynı kâr payını vermiştir.
- (3) Kâr payı dağıtım oranı % 30 olmakla beraber, % 25 oranında bedelsiz dağıtıldığı hisselerle de aynı kâr payını vermiştir.

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

Aylar	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Ocak	1711.69	714.75	6793.38	8224.39	12953.90	10382.15	46499.72	66641.02	121282.26
Şubat	1465.45	822.11	7402.13	10950.59	9572.27	14056.56	43685.74	72135.19	148672.55
Mart	1351.48	923.62	6957.24	9793.56	11006.98	13455.69	36336.97	94874.84	178248.67
Nisan	917.93	1009.89	7054.56	8814.38	10128.12	20399.46	37260.41	109201.43	174945.81
Mayıs	1005.71	1334.72	8438.48	7932.99	9067.92	21856.16	40688.45	112502.77	166514.22
Haziran	924.97	1745.24	7573.16	8275.36	12297.79	26303.88	52300.27	116528.07	
Temmuz	927.28	1554.78	10664.47	7533.47	11754.44	24501.68	59216.98	128087.60	
Ağustos	816.29	1716.64	10166.14	7950.10	11314.53	27193.90	69147.24	110555.47	
Eylül	881.71	2673.32	10907.66	6913.80	10310.15	33729.97	68630.14	98538.52	
Ekim	734.01	3486.07	10596.87	6835.47	9077.97	34444.97	66413.15	114393.38	
Kasım	777.53	3241.70	6955.17	10214.39	9344.20	44519.48	74373.54	96196.98	
Aralık	722.21	4940.99	6750.24	11048.39	9744.28	51099.56	71525.29	96450.06	



**banka ve
ekonomik
yorumlar
Aylık Dergi**

●
Citlenmiş eski sayıları:

●
(1 Ocak 1996'dan başlayarak)
1991 Yılı Cildi: 1.000.000 TL
1992 Yılı Cildi: 1.000.000 TL
1993 Yılı Cildi: 1.000.000 TL
1994 Yılı Cildi: 1.000.000 TL
1995 Yılı Cildi: 1.200.000 TL
(Öğrencilere % 40 indirim)

●
İSTEME ADRESİ:

Binbirdirek Mahallesi
Suterazisi Sokak No. 6/2
Sultanahmet - İstanbul

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

Sayın
Okurumuz,

1996 yılı
ikinci
6 aylık
abonemenizi
yenilediniz mi?

Bekliyoruz...

Sıra No.	Kuruluşun Adı	Kayıtlı Sermaye (Milyon TL)	Çıkarılmış (Ödenmiş) Sermaye (Milyon TL)	Takvimi Kân (Net)			Dağıtılan Kâr Payı (%)			Piyasa Fiyatı (TL)			
				1993 (Milyon TL)	1994 (Milyon TL)	1995 (Milyon TL)	1993 (Net)	1994 (Net)	1995 (Net)	Mayıs 1995	Mart 1996	Nisan 1996	Mayıs 1996
1	AKÇİMENTO	2.500.000	2.031.750	131.034	442.416	288.014	75	265	89	65.000	69.000	59.000	5.600
2	ANADOLU CAM	8.000.000	969.000	44.731	161.647	153.595	25	60	39	6.800	5.700	5.300	2.025
3	ARÇELİK	8.000.000	6.750.000	1.118.954	1.107.368	3.010.177	100	26	35	12.750	9.400	8.700	6.300
4	BAGFAŞ	2.000.000	200.000	192.442	445.728	300.947	60	120	100	16.750	24.500	21.500	18.750
5	BOLU ÇİMENTO	3.000.000	1.490.533,36	52.219	201.300	554.630	13,25	27,80	31,44	6.500	3.750	3.550	2.950
6	BRİSA	1.083.125	1.063.125	197.251	750.626	2.469.222	62	33	110	14.500	25.500	28.000	27.000
7	ÇELİK HALAT	1.000.000	350.000	18.606	39.071	108.668	30	20,30	27	8.700	6.000	5.300	4.750
8	ÇİMSA	1.200.000	280.800	245.957	614.748	670.379	220	740	115	220.000	44.000	40.500	38.000
9	ÇUKUROVA ELEKTRİK	-	500.000	590.165	8.736	538.409	120	10	130	14.750	36.000	41.000	52.000
10	DÖKTAŞ	1.000.000	480.000	124.386	221.282	273.144	90	60	62,50	15.250	13.000	11.500	9.900
11	EÇZACIBAŞI YATIRIM	250.000	241.920	44.543	90.339	132.597	25	50	-	24.000	16.500	12.750	9.300
12	EGE BİRACILIK	3.150.000	1.576.512	383.386	1.149.526	1.217.144	100	100	-	54.000	26.000	27.000	33.000
13	EGE GÜBRE	500.000	216.000	37.198	125.783	87.480	50	200	37	10.500	6.300	5.100	4.300
14	EREĞÜ DEMİR ÇELİK	20.000.000	6.336.000	421.849	2.234.869	8.786.278	9	24,66	65,26	6.200	8.300	8.200	8.500
15	GOOD-YEAR	1.500.000	534.125	271.504	795.566	1.855.422	120	125	300	22.500	28.500	30.000	28.500
16	GÜBRE FABRİKALARI	2.500.000	576.000	100.333	250.101	114.913	20	20	10	7.500	7.800	5.700	4.600
17	GÜNEY BİRACILIK	1.000.000	482.328	95.404	260.492	434.383	55	85	60	21.000	16.000	16.000	17.000
18	HEKTAŞ	2.000.000	928.000	17.693	14.610	499.190	16,85	5,23	89,23	11.500	11.000	9.600	3.850
19	İZMİR DEMİR ÇELİK	10.000.000	3.684.366	111.169	280.445	54.452	6,50	10,50	-	1.825	1.675	1.625	1.450
20	İZOCAM	450.000	450.000	113.750	156.338	220.972	75	50	40	7.600	9.600	9.600	6.300
21	KARTONSAN	2.700.000	1.620.000	186.437	673.242	2.030.810	60	120	130	32.000	27.000	8.300	6.600
22	KAV	3.000.000	156.000	1.400	148.850	151.776	-	130	65	40.500	41.500	37.000	30.000
23	KOÇ HOLDİNG	16.000.000	6.000.000	1.019.330	3.294.193	3.702.432	75	65	15	37.000	21.500	22.000	16.750
24	KOÇ YATIRIM	2.000.000	819.000	176.059	374.170	267.745	110	100	30	14.500	20.000	18.750	11.000
25	KORDSA	1.000.000	425.250	69.889	436.633	1.259.441	21,50	100	140	18.250	26.000	25.500	23.500
26	MAKİNA TAKİM	3.500.000	746.752,5	5.779	18.734	50.016	-	2	6	1.925	1.700	1.250	1.225
27	MARSHALL	1.250.000	725.000	95.732	275.494	328.128	55	75	30	16.000	7.100	6.400	8.300
28	MİGROS	1.000.000	540.000	82.728	395.144	716.101	210	220	40	145.000	76.000	86.000	59.000
29	OLUKSA	500.000	254.100	3.650	225.547	587.737	-	45	110	14.250	17.750	15.000	11.000
30	OTOSAN	2.500.000	1.320.000	743.850	397.840	2.607.218	400	25	100	13.000	24.500	25.500	25.250
31	PETROL OFİSİ	3.000.000	2.520.000	1.171.665	2.924.574	4.027.689	211,34	93,18	144,34	12.750	23.000	21.500	20.750
32	PINAR SÜT	656.100	218.700	68.734	9.367	105.016	136	10	120	16.250	11.000	8.600	6.700
33	SARILYAN	10.000.000	567.000	117.760	575.334	887.118	100	150	100	10.500	13.500	13.500	11.500
34	TELETAŞ	1.000.000	200.000	(5.653)	(44.928)	552.445	-	-	75	13.500	32.000	25.000	25.500
35	TÜRK DEMİR DÖKÜM	3.600.000	1.500.000	284.596	55.742	371.859	90	8,5	25	10.250	8.500	8.500	5.400
36	TÜRK SİEMENS	2.000.000	504.000	188.457	609.694	1.094.240	65	100	100	13.000	25.000	28.000	23.500
37	T. İŞ BANKASI «B»	-	30.000	2.516.752	5.529.664	12.038.043	108,93	60,22	114,29	27.500	125.000	110.000	99.000
38	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM	10.000.000	5.600.000	209.587	427.966	1.312.990	10	17	50	10.250	14.250	12.500	5.200
39	YAPI KREDİ B.	-	25.779.600	66.041	2.869.293	16.225.432	27,80	60	20	6.100	5.400	5.100	1.900
40	YASAŞ	972.000	324.000	72.123	215.515	66.892	50	200	17	31.000	4.450	4.250	6.100

KREDİBİLİTE

KA

Gücünü ve güvenilirliğini, hizmet kalitesiyle bütünleştiren Bank Ekspres; yurtdışına da yansıyan saygın bankacılık anlayışı doğrultusundaki çalışmalarından, olumlu bir sonuç daha aldı. Dünyanın önde gelen bankalarıyla gerçekleştirdiği anlaşma gereği, 50 milyon DM tutarındaki sendikasyon kredisini imzaladı. İhracatın finansmanına katkı sağlayacak bu kaynakla, ülkemize yeni bir finansal olanak kazandırdı. Bank Ekspres; ekonomik alandaki sınırların ortadan kalktığı günümüzde, başarıya ulaşmak için geçerli olan en önemli unsurun kalite olduğunu biliyor. Kredibilitenin, uluslararası standartlardaki hizmet kalitesinden kaynaklandığına inanıyor.



BANK EKSPRES

"Dünya Kalitesinde Finansal Hizmet"

Denim

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

Görüşler

Yrd. Doç. Dr. E. ERTUĞRUL KARSAK

Galatasaray Üniversitesi Öğretim Üyesi

Reel Kur Hareketleri ve Türk Lirası'nın Değeri

GİRİŞ

TÜRK lirasının yabancı para birimleri karşısında değerlenmekte olduğu konusu son zamanlarda yoğun olarak gündemde tutulmakta ve bunun sonucunda gerekli olabilecek bir devalüasyona dikkat çekilmektedir. Bir başka deyişle, Türk lirasının nominal kurundaki artışların enflasyon oranındaki artışlardan düşük kaldığı ve dolayısıyla Türk lirasının yabancı paralar karşısında reel olarak değer kazandığı savunulmaktadır. Türk lirasının değerinin yabancı paralar karşısında olması gerektiği savunulan değerine getirilmesi için kur artış hızının artırılması ya da Türk lirasının değerinin bir anda belli bir oranda düşürülmesi (devalüe edilmesi) önerilmektedir.

Bilindiği gibi Türk lirası Ocak 1994'te bir günde yüzde 13.6 oranında devalüe edilmiştir. Ancak, yapılan bu ayarlama dövize karşı olan talebi kırma konusunda etkili olamamış ve daha sonraki aylarda da Türk lirası yabancı para birimleri karşısında hızla değer yitirmeye devam etmiştir. Merkez Bankası'nın piyasaya döviz satarak sürekli müdahale etmesi de etkili olmamış ve bunun sonucunda Merkez Bankası döviz rezervi 1993 yılı sonundaki 6.21 milyar dolarlık düzeyinden Mart 1994 sonunda 3.29 milyar dolara gerilemiştir. Merkez Bankası ABD doları alış kuru Aralık 1993 sonundaki 14458 TL değerinden, Nisan 1994 sonunda 34086 TL'lik düzeye yükselmiştir ⁽¹⁾. Bu arada serbest piyasadaki kurların, bu değerlerin ol-

⁽¹⁾ T.C. Merkez Bankası, Üç Aylık Bülten, Nisan - Haziran 1995.

dukça üstünde seyrettiğini hatırlatmakta da fayda vardır. Böylece dört ay gibi çok kısa bir sürede Türk lirasının yabancı para birimleri karşısında önemli ölçüde değer kaybettiği görülmektedir. Mayıs 1994'te döviz kurlarında bir miktar gerileme gözlenmiş ve takip eden yaz aylarında Türk lirasının yabancı para birimleri karşısındaki nominal değeri yerinde saydıktan sonra döviz kurlarındaki artış normal seyrine girmiştir. 1994'ün son sekiz ayı ve 1995'teki Türk lirasının nominal değerinin seyri çeşitli çevreler tarafından Türk lirasının reel olarak değer kazanmakta olduğu konusunu gündeme getirmiş ve hatta bu durumun devam etmesi sonucu bir devalüasyon beklentisine girilmiştir.

TABLO 1
Dönem Sonları İtibariyle Fiyat (*) ve Döviz Kuru (**) İstatistikleri
(Yüzde Cinsinden)

	1992	1993	1994	1995
Türkiye Tüketici Fiyatları Artışı (CPI _{TUR})	66.0	71.1	125.5	78.9
Türkiye Toptan Eşya Fiyatları Artışı (WPI _{TUR})	61.4	60.3	149.6	64.9
ABD Tüketici Fiyatları Artışı (CPI _{USA})	2.9	2.7	2.7	2.5
ABD Üretici Fiyatları Artışı (PPI _{USA})	1.6	0.2	1.7	2.2
Almanya Tüketici Fiyatları Artışı (CPI _{GER})	3.8	3.6	2.7	1.8
Almanya Üretici Fiyatları Artışı (PPI _{GER})	0.7	-0.1	3.2	-0.6
TL/USD Döviz Kuru Artışı (KA _{USD})	68.59	68.98	165.72	54.88
TL/DEM Döviz Kuru Artışı (KA _{DEM})	58.77	57.42	195.69	68.24

(*) Türkiye için DİE tarafından yayınlanan Tüketici Fiyatları Endeksi ve Toptan Eşya Fiyatları Endeksi (1987 = 100), ABD ve Almanya için ise The Economist'te yayınlanan Tüketici Fiyatları Endeksi (CPI) ve Üretici Fiyatları Endeksi (PPI) kullanılmıştır.

(**) Her yılın son günü itibariyle Merkez Bankası döviz alış kurları kullanılmıştır.

Bu çalışmada, Türk lirasının yabancı para birimleri karşısında ne ölçüde değerlendirildiği incelenmektedir. Bunun için reel kur endekslerinin hesaplanmasına gereksinim duyulmaktadır. Reel kurlardaki gelişimi ortaya koymak üzere Merkez Bankası tarafından bir Tartılı (ticaret ağırlıklı) Efektif Reel Kur Endeksi yayımlanmaktadır (2). Söz konusu endeksteeki artış Türk lirasının yabancı para birimleri karşısında reel olarak değer kazandığını, endeksteeki düşüş ise Türk lirasının reel olarak değer yitirdiğini ifade etmektedir. Alışıl gelmedik formülasyonu nedeniyle Tartılı Efektif Reel Kur Endeksi hatalı yorumlamalara neden olabilmektedir.

Reel kur endekslerinin hesaplanmasında, inceleme döneminin başlangıcını oluşturacak bir tarihin baz olarak belirlenmesi gerekmektedir. Cari işlemlerin dengede olduğu bir yılın baz dönemi olarak seçimi uygundur. Son onbeş yıllık dönem incelendiğinde, cari işlemler dengesinin 250 milyon dolar fazlalık vererek en çok dengeye yaklaştığı yılın 1991 olduğu görülmektedir (3). Bu durum dikkate alınarak, bu çalışmada 1991 yılı baz dönem olarak belirlenmiştir. Reel kur endekslerinin hesaplanmasında ihtiyaç duyulan fiyat ve döviz kurları verileri Tablo 1'de sunulmuştur.

Reel Kur Endeksleri

Bu çalışmada, Türk lirasının ABD doları (USD) ve Alman markı (DEM) karşısındaki değerinin gelişiminin incelenmesi amacıyla dört farklı reel kur endeksi tanımlanmıştır. $RKE1_t(USD)$ ve $RKE1_t(DEM)$ formüllerinde Türk lirası ve ilgili yabancı ülke para birimlerinin deflate edilmesinde tüketici fiyatları endeksleri kullanılmıştır. $RKE2_t(USD)$ ve $RKE2_t(DEM)$ ifadelerinde ise Türk lirası ve ilgili yabancı ülke para birimleri, bir tür toptan eşya fiyatları endeksi (ABD ve Almanya için üretici fiyatları endeksleri, Türkiye için toptan eşya fiyatları endeksi) kullanılarak deflate edilmiştir. $RKE3_t(USD)$ ve $RKE3_t(DEM)$ formüllerinde, yabancı ülke para birimleri ilgili ülkenin tüketici fiyatları endeksleri kullanılarak deflate edilirken, Türk lirası toptan eşya fiyatları kullanılarak deflate edilmiştir. Bu formüller kullanılarak hesaplanan endeksler, Türkiye'nin ihraç ürünleri ile yabancı ülkelerin tüketici fiyatlarının karşılaştırılması olarak yorumlanabilir. $RKE4_t(USD)$ ve $RKE4_t(DEM)$ hesaplanırken ise, yabancı ülke para birimlerinin deflate edilmesinde bir tür toptan eşya fiyatları endeksi, Türk lirasının deflate edilmesinde ise tüketici fiyatları endeksi kullanılmıştır. Bu şekilde hesaplanan endeksler, ithal ürünlerin fiyatlarının Türkiye'deki tüketici fiyatları ile karşılaştırılması şeklinde açıklanabilir.

$$RKE1_t(USD) = \frac{RKE1_{t-1}(USD) \cdot (1 + KA_{USD}) \cdot (1 + CPI_{USA})}{(1 + CPI_{TUR})}$$

(2) T.C. Merkez Bankası, Aylık İstatistik Bülteni 1995 yılı sayıları.

(3) T.C. Merkez Bankası, Üç Aylık Bülten, Nisan - Haziran 1995.

$$RKE2_t(\text{USD}) = \frac{RKE2_{t-1}(\text{USD}) \cdot (1 + KA_{\text{USD}}) \cdot (1 + PPI_{\text{USA}})}{(1 + WPI_{\text{TUR}})}$$

$$RKE3_t(\text{USD}) = \frac{RKE2_{t-1}(\text{USD}) \cdot (1 + KA_{\text{USD}}) \cdot (1 + CPI_{\text{USA}})}{(1 + WPI_{\text{TUR}})}$$

$$RKE4_t(\text{USD}) = \frac{RKE4_{t-1}(\text{USD}) \cdot (1 + KA_{\text{USD}}) \cdot (1 + PPI_{\text{USA}})}{(1 + CPI_{\text{TUR}})}$$

$$RKE1_t(\text{DEM}) = \frac{RKE1_{t-1}(\text{DEM}) \cdot (1 + KA_{\text{DEM}}) \cdot (1 + CPI_{\text{GER}})}{(1 + CPI_{\text{TUR}})}$$

$$RKE2_t(\text{DEM}) = \frac{RKE2_{t-1}(\text{DEM}) \cdot (1 + KA_{\text{DEM}}) \cdot (1 + PPI_{\text{GER}})}{(1 + WPI_{\text{TUR}})}$$

$$RKE3_t(\text{DEM}) = \frac{RKE3_{t-1}(\text{DEM}) \cdot (1 + KA_{\text{DEM}}) \cdot (1 + CPI_{\text{GER}})}{(1 + WPI_{\text{TUR}})}$$

$$RKE4_t(\text{DEM}) = \frac{RKE4_{t-1}(\text{DEM}) \cdot (1 + KA_{\text{DEM}}) \cdot (1 + PPI_{\text{GER}})}{(1 + CPI_{\text{TUR}})}$$

Yukarıda verilen formüller kullanılarak dönem sonları itibariyle hesaplanan kur endeksleri Tablo 2'de verilmiştir. Tablo 2'de yer alan reel kur endekslerinin artması Türk lirasının reel olarak değer kaybettiğini, reel kur endekslerindeki düşüş ise Türk lirasının değer kazandığını göstermektedir.

Tablo 2'den anlaşıldığı üzere, 1992 yılında Türk lirası reel olarak ABD doları karşısında yüzde 3.19 ile 7.49 arasında değer kaybına uğramıştır. Aynı dönemde Türk lirasının, RKE1, RKE2 ve RKE4 kullanılarak yapılan hesaplamalarda Alman markı karşısında reel olarak değer kazandığı, RKE3 kullanıldığında ise yüzde 2.11 oranında değer yitirdiği görülmektedir. Çapraz kurun 1992 yılında ABD doları lehine gelişmesi bu durumu açıklamaktadır.

RKE1, RKE2 ve RKE3 kullanılarak yapılan hesaplamalar, 1993 yılında Türk lirasının ABD doları karşısında değer kaybettiğini, RKE4 ise Türk lirasının reel olarak ABD doları karşısında az da olsa değerlendiğini göstermektedir. Aynı dönem için RKE1, RKE2 ve RKE4 kullanıldığında Türk lirasının Alman markı karşısında re-

el olarak değer kazandığı görülmektedir. Öte yandan, RKE3'teki gelişme ise 1993 yılında Türk lirasının Alman markı karşısında az da olsa değer kaybettiğini ifade etmektedir. Türk lirasının ABD doları karşısında değer yitirme eğilimine karşılık aynı dönemde Alman markı karşısında değerlenmesi, 1993 yılında da çapraz kurun ABD doları lehine gelişimini sürdürmesi ile açıklanabilir.

1994 yılının ilk çeyreğinde yaşanan finansal krize paralel olarak döviz kurlarında enflasyon oranlarının üzerinde görülen artış, 1994 yılında Türk lirasının reel anlamda hem ABD doları hem de Alman markı karşısında önemli ölçüde değer yitirmesine neden olmuştur. Dövizle olan talebin kırılması için sunulan yüksek reel faiz, kurlar üzerinde aşağıya doğru bir baskı oluşturmuş ve Mayıs 1994'ten itibaren aylık kur artışlarının genellikle enflasyon oranının altında seyrettiği görülmüştür.

TABLO 2
Dönem Sonları İtibariyle Reel Kur Endeksleri

	1991	1992	1993	1994	1995
RKE1 (USD)	100	104.51	106.00	128.28	113.83
RKE2 (USD)	100	106.13	112.10	121.37	116.50
RKE3 (USD)	100	107.49	116.37	127.23	122.48
RKE4 (USD)	100	103.19	102.12	122.37	108.27
RKE1 (DEM)	100	99.28	94.63	127.44	122.00
RKE2 (DEM)	100	99.06	97.18	118.81	120.49
RKE3 (DEM)	100	102.11	103.89	126.39	131.27
RKE4 (DEM)	100	96.31	88.53	119.80	111.98

Tablo 2'den görüldüğü üzere, hesaplanan tüm reel kur endeksleri, 1995 yılında Türk lirasının ABD doları karşısında değerlendiğini göstermektedir. Türk lirasının Alman markı karşısındaki reel değerini gösteren RKE1 ve RKE4'ün 1995 yılı değerleri incelendiğinde, Türk lirasının ABD doları karşısında olduğundan daha az olmasına karşın Alman markı karşısında da değer kazandığı görülmektedir. Ancak aynı dönem için RKE2 ve RKE3 kullanılarak yapılan hesaplamalardan, Türk lirasının Alman markı karşısında reel olarak değer kaybettiği anlaşılmaktadır. 1995 yılında çapraz kurun genel olarak Alman markı lehine gelişmesi sonucu, Türk lirası ABD doları karşısında önemli ölçüde değer kazanırken, Alman markı karşısında belli reel kur endekslerine göre değer yitirmiştir.

1991 baz dönemi olarak alındığında, inceleme kapsamındaki 1991 – 1995 arasındaki dört yıllık dönemde, Türk lirasının ABD doları karşısında reel olarak yüzde 8.27 ile yüzde 22.48 arasında değer yitirdiği görülmektedir. Aynı zaman diliminde Türk lirasının Alman markı karşısındaki değer kaybı, kullanılan dört farklı reel kur endeksi dikkate alındığında yüzde 11.98 ile yüzde 31.27 arasında yer almaktadır.

Türk lirasının 0.5 ABD doları ve 0.5 Alman markından oluşan portföy karşısındaki değeri incelendiğinde, 1991 - 1995 arasındaki dört yıllık dönem için hesaplanan reel kur endekslerinin tümü Türk lirasının değer yitirdiğini göstermektedir. Türk lirasının RKE1'e göre yüzde 18.20, RKE2'ye göre yüzde 18.90, RKE3' göre yüzde 27.18, RKE4'e göre ise yüzde 10.50 değer kaybettiği görülmektedir (bkz.: Tablo 3).

TABLO 3

Dönem Sonları İtibariyle Türk Lirası'nın 0.5 ABD Doları ve 0.5 Alman Markı'ndan Oluşan Portföy Karşısındaki Reel Değeri

	1991	1992	1993	1994	1995
RKE1 (0.5 USD + 0.5 DEM)	100	101.89	100.24	128.15	118.20
RKE2 (0.5 USD + 0.5 DEM)	100	102.59	104.51	120.46	118.90
RKE3 (0.5 USD + 0.5 DEM)	100	104.80	110.04	127.09	127.18
RKE4 (0.5 USD + 0.5 DEM)	100	99.75	95.20	121.46	110.50

Sonuç

Mayıs 1994 – Kasım 1995 arasındaki dönemde kur artışlarının genellikle enflasyon oranlarındaki artışların altında kalması, piyasalarda Türk lirasının aşırı değerlendirildiği izlenimini yaratmaktadır. Ancak 1991 – 1995 arasındaki dört yıllık dönemdeki Türk lirasının ABD doları ve Alman markı karşısında reel değerinin seyrini gösteren reel kur endeksleri dikkate alındığında, Türk lirasının her iki yabancı para birimi karşısında değer kaybettiği anlaşılmaktadır. Dolayısıyla sözkonusu reel kur hesaplamaları, 1995 yılının sonlarında gündemde olan devalüasyon beklentisini doğrulamamaktadır.

Ancak, burada birkaç noktaya dikkat çekmekte yarar görülmektedir. Bunlardan ilki, seçilen baz yılının önemidir. Bu çalışmada kullanılan reel kur endeksleri, 1991 yılı baz alınarak hesaplanmıştır. Değişik bir baz dönemi seçilmesi sonucu, sonuçların farklılık gösterebileceği açıktır. Burada baz dönemi belirlenirken, döviz

kurunun dengeye yakın olduğunun da bir göstergesi olarak kabul edilebilen, cari işlemlerin dengeye yakın olduğu bir yılın seçimi esas alınmıştır.

İkinci önemli nokta, 1995 yılında özellikle ABD dolarındaki aylık kur artışlarının genellikle enflasyonun altında kalması ve erken seçim karar sonucu dövizin prim yapması beklentisiyle birlikte piyasada dövize olan talebin hızlanması nedeniyle, seçim sonrası yaşanan siyasi belirsizlik döneminde reel faizin önemli ölçüde artırılarak döviz kurlarındaki artışın frenlenmeye çalışılmasıdır. 1994 yılının ilk çeyreğinde döviz kurlarında yaşanan daha büyük boyutlu bir artışı durdurmak için de reel faizlerin üç aylık net yüzde elli düzeyine çıkarıldığı bilinmektedir. Benzer uygulamaların bu kadar kısa bir zaman sürecinde tekrarlanmasının iç borç miktarını tırmandırıcı etkisi gözardı edilmemelidir.

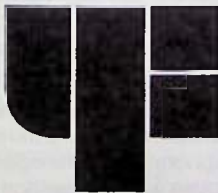
- ◆ Koyunu kurdun elinden kurtaran çoban, koyuna göre kurtarıcı, kurda göre ise özgürlüğüne engel olan bir kimsedir. Demek ki, koyun ile kurdun özgürlük deyince söylemek istedikleri şeyler birbirlerinden değişiktir.

Abraham Lincoln

- ◆ Dünyanın gördüğü her büyük başarı önce bir hayaldi. En büyük çınar bir tohumda, en büyük kuş bir yumurtada gizliydi.

Allen

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

Ayın Ekonomik Olayları

Dr. YILDIRIM KILKIŞ

TÜRK ekonomisinde zor dönemler yaşandığı bilinmektedir. Dergimizin 1996 Mayıs sayısında değerli bilim ve iş adamlarının açıkladıkları ve irdeledikleri konulara pek değinmeden, geçen ay içinde gelişen olayları kısaca hatırlayalım.

Sayın Mesut Yılmaz'ın Başbakanlığında kurulan ANAP-DYP Koalisyon Hükümeti, kuruluşunun üzerinden daha bir ay geçmeden çatırdamaya başlamıştır. Önce koalisyonu oluşturan siyasal partilerin başkanlarının birbirlerini karalayan ifadeleri ile gelişen olaylar, 14 Mayıs'da Anayasa Mahkemesi'nin TBMM'nin Koalisyon Hükümeti'ne verdiği güvenoyu kararını iptal etmesiyle devam etmiş ve 24 Mayıs'da DYP'nin Hükümet'den desteğini çekmesi ile iyice karışmıştır. Diğer taraftan, hem DYP hem Refah Partisi liderleri ile ilgili olarak TBMM tahkikatı açılması kararları da siyasi manzarayı iyice belirsiz hale getirmiştir. Ayrıca, 2 Haziran'da yapılan kısmi yerel seçimlerin sonuçları da ülke politikasının geleceğine dair bazı göstergeleri ortaya koymaktadır.

Yukarıda belirttiğimiz politik durumun ekonomik durumu etkileyeceği muhakkaktır. Halbuki ekonomimizin istikrara, yapısal değişim ve düzenlemelere ihtiyacı vardır. Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği'nin «1995 Yılı Ekonomik Raporu»nda da açıkladığı gibi, «yapısal sorunları gerçekleştirilmeden alınan kısa vadeli kararların istikrar sağlamadığı» görülmektedir.

Başbakan Sayın Mesut Yılmaz da, 6 Mayıs günü yaptığı basın toplantısında Koalisyon Hükümeti'nin takvime bağlanmış hedef ve taahhütlerini belirterek, yapısal reforma önem verdiğini açıklamıştır. Bu açıklamalarında Sayın Başbakan ekonomimizin hemen bütün sorunlarına değinmiş, bunların «ne zaman» çözümleneceğini belirtmiştir. Ancak, gerek TBMM aritmetiği ve gerekse koalisyon ortağının tutumu karşısında hedef ve taahhütlerini «nasıl» gerçekleştirebileceği anlaşılammıştır.

IMF Heyeti'nin Önerileri

Geçen sayıda çıkan yazımızda belirttiğimiz gibi, IMF temsilcileri ülkemize gelerek incelemelerini yapmışlar ve tavsiyelerini bırakmışlardır. Bu öneriler kısaca şöyledir:

- Enflasyonun düşürülmesi ve ekonomik istikrarın sağlanması.
- Mali ve yapısal reformların gerçekleştirilmesi; teşviklerin daraltılması.
- İç borçlanmanın durdurulması, vadelerin uzatılması ve faizlerin düşürülmesi.
- KDV'de tek orana geçilmesi.
- Kamu ve yerel yönetimlerin harcamalarının kısılması, bütçe dışı harcamaların düzenlenmesi.
- Vergi ve Gümrük İdareleri'nin iyileştirilmesi.
- Özelleştirmenin hızlandırılması.
- Türk Lirası'ndan üç sıfırın atılması.

Bu önerilerin hemen hepsi, Türk ekonomistler tarafından çok defa açıklanan hususlardır. Ancak, bu önlemlerin alınması için istikrarlı bir politik ortam ve güçlü bir hükümet gerekmektedir. Politikacıların hiçbir konuda anlayamadığı, toplumsal bir uzlaşma görüşünün oluşmadığı ve özellikle popülist yaklaşımların ağır bastığı bugünkü durumda; yukarıdaki tavsiyelerin gerçekleşmesi konusunda karamsar olmamak mümkün değildir.

Bu olumsuz manzaraya rağmen, geçen ay içinde tespit ettiğimiz başlıca ekonomik olayları kısaca açıklayarak, ekonomiyi ilgilendiren hareketlerin seyrini takip edebiliriz.

Tarımsal Desteklere Devam

Hükümet'in politik sarsıntılar içinde olması, piyasaları tedirginliğe itmiştir. Menkul Kıymetler Borsası'nda Bileşik İndeks gerilemiş, dolar yükselmeye başlamıştır. Tarımda ise buğday rekoltesinde üretim fazlası beklenmektedir. IMF'nin tavsiyesinin aksine Hükümet çay taban fiyatlarında % 100, buğdayda ise % 157 artışı kabul etmiştir. Tarımsal alanda yapılan bir operasyon da, tarım satış kooperatiflerinin 1991'den beri birikmiş olan ve 138 trilyon liraya ulaşan Ziraat Bankası borçlarının Hazine tarafından silinmesidir.

Yatırımlar

Bakanlar Kurulu'nun aldığı diğer önemli bir karar, Güneydoğu'da yarım kalmış tesislere 4,5 trilyon lira tutarında destek sağlanmasıdır. Bu desteğin en az 5000 kişiye çalışma imkânı vereceği anlaşılmaktadır.

1996 Mayıs ayında birçok yatırım olayının gerçekleştiği görülmektedir. İzmir'in Buca Kaynakları köyünde 318 milyarlık hal kompleksi, Tarsus'ta Berdan Tekstil'in yeni üniteleri faaliyete başlamıştır. Yılbaşından beri çeşitli alanlardaki 302 yatırım için toplam 135,8 trilyon liralık teşvik belgesi verilmiştir. Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları 115 trilyon liralık yatırıma hazırlanmaktadır. Ulusoy Holding, Bursa'da, 1,1 trilyon liralık yatırımla Volvo ağır vasıta fabrikası kurmak üzere İsveç fir-

ması ile anlaşmıştır. Özel sektörde görülen bu yatırım girişimlerinin ekonomimiz için hayırlı olmasını diliyoruz.

Ayrıca, Tekel'in, Diyarbakır'da işletmeye sokacağı sigara fabrikası için 3 trilyon lira tutarında yatırım yapacağı öğrenilmiştir.

Özelleştirmede Son Durum

Geçtiğimiz dönemde özelleştirme konusunda da bazı olumlu gelişmeler olmuştur. Türkiye Denizcilik İşletmeleri'ne ait Hasköy Bakım Onarım Atölyesi 255 milyar liraya Vehbi Koç Vakfı'na satılmıştır. Çinkur'un Kayseri Maden Metal A.Ş. için satış sözleşmesi imzalanmıştır. 5 Çimento fabrikasının satışı Özelleştirme Yüksek Kurulu'nca onaylanmıştır. Kamu bankalarının özelleştirilmesi konusunun, yapılması gereken işlemler nedeni ile en az bir yıl zaman alacağı anlaşılmaktadır.

Dış Ticaretimiz

Dış ticaretimizde ihracatın durakladığı ve ithalatın çok hızlandığı söylenmektedir. Ancak, elde bunu doğrulayacak rakam yoktur. Yılın ilk altı ayına ilişkin rakamların, tek belge sistemine uyum sağlamadaki gecikmeler nedeni ile, ancak Haziran ayında yayınlanabileceği öğrenilmiştir. Türkiye İthalatçılar ve İhracatçılar Derneği (TİDER)'ne göre, ihracatta alınması gereken yapısal önlemlerin gecikmesi nedeni ile dış pazarların kaybedilmesi ihtimali artmaktadır.

Diğer taraftan Deniz Müsteşarlığı'nın yasakladığı nehir-deniz gemilerinin Türk limanlarına yanaşması konusu, yeniden düzenlenerek bu tip gemilerden dış ticarete yararlanılması sağlanmıştır.

Enflasyon

1996 Mayıs ayında, Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE) rakamlarına göre, toptan eşya indeksi % 4.1, tüketici indeksi ise % 4.5 olmuştur. Son 12 aylık fiyat artışları toptan eşyada % 73.7'ye, tüketici fiyatlarında ise % 82.9'a ulaşmıştır. İndeks rakamlarında 1996 Nisan ayına göre bir gerileme varsa da, oranlar 1995 Mayıs ayına göre oldukça yüksektir. Bilindiği gibi Nisan 1996'da toptan eşya indeksi % 8.1, tüketici fiyatları indeksi ise % 6.7 olmuştu. 1995 Mayıs ayında ise indeks rakamları sırasıyla % 1.7 ve % 3.2 idi.

BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR (AYLIK DERGİ)

İDARE YERİ : Binbirdirek Mahallesi, Suterazisi Sokak No. 6 Kat 2; 34400 Sultanahmet - İstanbul TELEFON : (0-212) 518 17 32 ● FAX: (0-212) 518 66 43 YAZIŞMA: P.K. 769; 80005 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 Nişanca Şubesi 10469-5, İş Bankası Cağaloğlu 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: 17 Haziran 1996 ● GENEL DAĞITIM: YAYSAT ●

Lukh Litimunim
Haklı Guruklu



SİĞARET ZAPATI

TEKEL

Renault 19 Europa... Yıllarca yepyeni..



Renault 19 Europa... Evet, estetik; evet, çok çekici, çok konforlu, çok dinamik... Tutkuyla bağlanacağınız bir otomobil... Üstelik, Renault 19 Europa sağlamlığı estetiğe feda etmiyor. Hem görünümüyle, hem de sağlamlığıyla yıllarca yeni. yepyeni kalıyor. Renault 19 Europa 1.8i RTi geniş iç mekanında sürücüyü ve yolculara mükemmel bir konfor sunuyor... Hidrolik ve yükseklik ayarlı direksiyon, elektrikli dış dikiz aynası,

standart klima, ileri teknoloji ürünü, güçlü, çevre dostu motor ve diğer tüm üstün özelliklerini uzun.. çok uzun yıllar aynı kalitede, aynı mükemmellikte yaşıyor. Renault 19 Europa'nın 1.8i RTi ile birlikte 1.6 RT, 1.4 RN ve 1.4i RT'den oluşan 4 değişik tipinden hangisini seçerseniz seçin, bu sizin en uzun süreli tutkunuz olacak. Çünkü yıllar geçecek, Renault 19 Europa hep yeni kalacak.



RENAULT
YAŞANACAK
OTOMOBİLLER

Renault 19 Europa ile ilgili ayrıntılı bilgi için BİLGİ RENAULT-MAİS'in
(212) 293 26 26 numaralı telefonunu arayın, sırasıyla 1-7 nolu tuşlara basın.