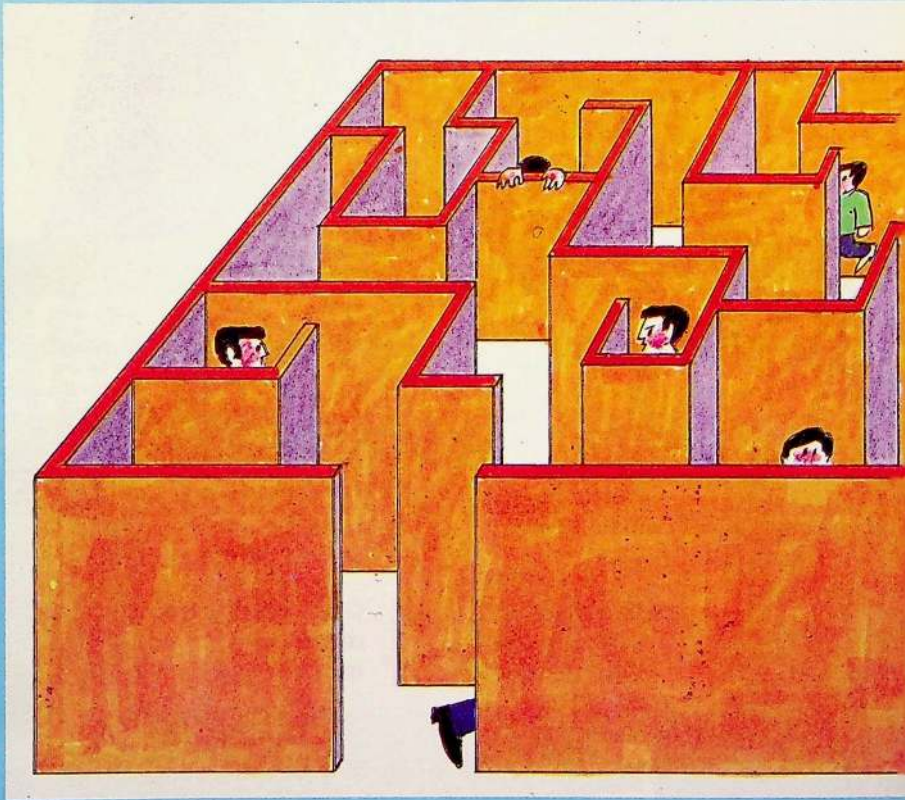


BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR

AYLIK DERGİ
YIL : 34
NİSAN 1997
●
200.000 LİRA

4



TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ GELİŞMELER, UYGULANAN KUR VE FAİZ POLİTİKALARI FİRMALARIN FİNANS YAPISINI NASIL ETKİLİYOR?

"Şimdi,
gözünüzü
dört açın!"



Ev sahibi olmanız için dört seçeneğiniz var!

1 Peşin ödeyin,
indirimli
alın!

3 Üç eşit
taksitle
faizsiz ödeyin!

2 10 yıla kadar
vadeyle alın,
taksitle ödeyin!

4 Grup oluşturun,
daha çok
indirim alın!



EMLAK BANKASI

"Daha Uygur Bir Yaşam İçin"

AYRINTILI BİLGİ VE SATIŞ İÇİN TÜM EMLAK BANKASI ŞUBELERİ, YURTDIŞI TEMSİLCİLERİ VE PAZARLAMA OFİSLERİMİZ HİZMETHİZDEDİR.

Emlak Pazarlama Müdürlüğü: (0 212) 276 58 34 - 276 56 48 İçmeler Emlak Pazarlama Müdürlüğü: (0232) 336 04 49 - 336 07 54 - 336 13 92

Ankara Emlak Pazarlama Müdürlüğü: (0 312) 427 52 22 - 426 04 06 Ataşehir: (0 216) 455 25 97 - 455 25 98 - 455 15 10

Galleria: (0212) 559 46 72 - 559 68 72 - 560 45 43 Gazanir: (0232) 274 14 16-17 Sınaroba-Mimaroba: (0212) 864 00 10

Mavişehir: (0232) 324 14 67 / 2 hat Bilkent: (0312) 266 45 54 Konutkent: (0312) 240 03 55 Evrankent: (0312) 260 15 18

Ümitköy: (0312) 235 43 50 Bahçeşehir: (0212) 669 00 10 Mudurkent: (0262) 642 03 88

BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR

NİSAN 1997 • YIL: 34 • SAYI: 4 • 200.000 LİRA (KDV DAHİL)

Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş. Adına
İmtiyaz Sahibi
BÜLEND ÇORAPÇI

Yazı İşleri Müdürü
DR. ÖZTİN AKGÜÇ

Danışma Kurulu Başkanı
ŞİNASI ÇELİKOL

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 Canevi • Ege Cansen • Halûk Ceyhan • Mehmet Gün Çalık • Özer U. Çiller • Bülend Çorapçı • Ahmet Demirel • Zeki Döşlüoğlu • Necdet Durakbaşı • A. Aydın Dündar • Gazi Erçel • Kaya Erdem • Tarhan Erdem • Oktay Ersoy • Prof. Dr. Cumhuriyet Ferhan • Prof. Dr. Atilla Gönenli • Prof. Dr. Emre Gonensay • Doç. Dr. Seyfettin Gürsel • Prof. Dr. Zeyyat Hatiboğlu • Erhan İşıl • Prof. Dr. Halûk A. Kabaaloğlu • Prof. Dr. Müh. Kemal Kafalı • Adnan Başer Kafaaloğlu • Y. Doç. Dr. Ahmet S. Kalın • A. Nazif Keyman • Prof. Dr. Yıldırım Kılıç • Prof. Dr. Tamer Koçel • Kemal Kurdaş • Prof. Dr. Kemal Kurtuluş • Prof. Dr. Erol Manisalı • Prof. Dr. Orhan Morgil • Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu • Ziya Nebioğlu • Ergin Neng • Alp Orçun • Rahmi Önen • Prof. Dr. İsmail Ozaslan • M. Celâlettin Özgen • Ertan Özgür • Tunçay 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. Gul G. Turan • Doç. Dr. Şeref Türen • Doç. Dr. T. Güngör Uras • İbrahim Ülkem • Dr. Cüneyt Ülsever • A. Doğan Yalım • 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

Genel Yayın Yönetmeni
MUSTAFA BARIŞ

BU SAYIDA

EKONOMİK YORUMLAR	3
Dr. ÖZTİN AKGÜÇ Prof. Dr. İHSAN ERSAN Prof. Dr. BELKİS SEVAL Prof. Dr. MEHMET ŞÜKRÜ TEKBAŞ	
Ekonomik Göstergeler (İç)	22
Doç. Dr. Mehmet Bolak Sermaye Piyasası	23
Dr. Seyhun Doğan Bahar Şanlı 5 Nisan 1994 Ekonomik Önlemler Uygulama Planı'nın Kamu Kesimi Açıklarına Yönelik Tedbirleri ve Sonuçları	33
Ekonomik Göstergeler (Dış)	48
Ufuk Selen Finansal Serbestleştirme ve Kamu Açıklarının Enflasyonist Etkisi	49
Dr. Yıldırım Kılıç Ayın Ekonomik Olayları	59
Abone Formu	64

İdare Yeri: Binbirdirek Mah. Suterazisi Sok. No. 6/2; 34400 Sultanahmet – İstanbul • Tel: (0212) 518 17 32 • Faks: (0212) 518 66 43 Yazışma: P.K. 769; 80005 Karaköy – İstanbul • Açıklama: Dergi'deki yazılar kaynak göstermek koşuluyla alınabilir • 1997 Yıllık Abone (KDV dahil): 2.400.000 TL • Öğrencilere: 1.440.000 TL • Banka Hesap Numaraları (İstanbul): Akbank Nişanca Şubesi 10469–5, İş Bankası Çağaloğlu Şubesi 256319, Yapı ve Kredi Bankası Çemberlitaş Şubesi 2269–9, Ziraat Bankası Beyoğlu Şubesi 768 • T. Ticaret Bankası Nuruosmaniye Şubesi 21345 • Baskı: Kent Basımevi, Telefon: 629 02 62 • Cilt: Esra Ciltvi, Telefon: 544 11 04 • Baskı Tarihi: 14 Nisan 1997 • Genel Dağıtım: Yayıncı •

Oyak Sigorta

850 milyar sermayesi,
Ordu Yardımlaşma
Kurumu, Türkiye Emlak
Bankası ve Fransa'nın
büyük sigorta şirketi
Axa'nın ortaklığıyla
daha güçlü...

Müşteri mutluluğunu
temel alan ve değişen
müşteri beklentilerini
etkin bir biçimde
karşılatabilecek
yepyeni organizasyon
yapısıyla
daha çağdaş...

6 Bölge Müdürlüğü,
449 acentesi, 390 Emlak
Bankası şubesi,
eğitilmiş, genç ve uzman
kadrosuyla
daha dinamik...

*ve istikrarlı
büyüme ilkesiyle zirveye
daha yakın...*

Daha...

OYAK SİGORTA

Genel Müdürlük: Meclisi Mebusan Cad.

Oyak İş Hani, No: 81 80040 Salıpazarı-İSTANBUL

Tel: (212) 252 60 20 Faks: 249 48 28

Ankara: (312) 232 20 30 Faks: 232 17 24

İzmir: (232) 464 33 00 Faks: 463 39 97

Adana: (322) 457 19 65 Faks: 457 45 10

Bursa: (224) 250 40 60 Faks: 250 40 62

Samsun: (362) 234 15 55 Faks: 230 20 42

Anıya: (242) 247 49 00 Faks: 242 47 68

Ekonomik Yorumlar

AÇIK OTURUM

TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ GELİŞMELER, UYGULANAN KUR ve FAİZ POLİTİKALARI FİRMALARIN FİNANS YAPISINI NASIL ETKİLİYOR?

AKGÜÇ – Bugünkü toplantıda önce Türk ekonomisindeki gelişmelerin, özellikle izlenen kur politikasının faiz politikasının firmaların finans yapılarını nasıl etkilediğini belirtelim. Sonra da işletmelerin finansal yapılarının daha sağlıklı hâle gelebilmesi için ne gibi önlemler alınması gerektiğini tartışalım. Dilerseniz konuşmalarımızı bu iki başlık altında toplayalım. İlk olarak sözü Sayın Tekbaş'a verelim. Sayın Tekbaş ekonomideki gelişmeler, kur politikası, kur beklentileri, enflasyon, faiz oranlarındaki dalgalanma, firmaların dışa açılma çabaları ve Gümrük Birliği. Bu gelişmeler firmaların finans yapılarını nasıl etkiliyor.

TEKBAŞ – Bugün 1997 yılının Şubat ayının sonlarına geldiklerimizde;

KATILANLAR:

- Prof. Dr. İhsan ERSAN
- Prof. Dr. Belkıs SEVAL
- Prof. Dr. M. Şükrü TEKBAŞ

YÖNETEN:

- Dr. Öztin AKGÜÇ

mevcut ekonomik tabloya baktığımızda faizlerin yüksek ancak dalgalandığını, enflasyon oranının da yüksek bir düzeyde sürdüğünü görüyoruz. Yıllık bazda enflasyon % 80'ler düzeyinde, milli gelir geçtiğimiz yıl ilk üç ayda oldukça yüksek bir oranda gelişme gösterdi. Daha sonra büyüme giderek yavaşladı. Geçen yıldaki politik istikrarsızlık, izlenen popülist yaklaşımlar ekonomideki gelişmeler üzerinde etkili oldu. Bu yıl beklenen büyüme hızı daha düşük seviyede gerçekleşecek.

Bu arada gelir dağılımındaki bozukluk giderek artıyor. Dış ticarete baktığımızda ise ihracatın ithalatı karşılama oranı son derece gerilemiş durumda, yaklaşık % 50 düzeyinde. İthalat bir yıl itibarıyla yaklaşık 42 milyar

dolar, ihracat ise 22 milyar dolar düzeyinde olması bekleniyor. Bu ekonomik tablo, bir anlamda bireyin ama bir anlamda da bireysel olarak her bir firmanın davranışı sonucunda oluşuyor. Genel karakteristiği belirsizliğin egemen olması ve bu belirsizliğin ekonomiye de, firma davranışlarına da yansması. Bu ortamda maliyetler içinde faiz oranlarının, faizin yapısını, payını görmek lâzım. Siz sürekli olarak inceliyorsunuz, 500 büyük firmada bu oranları. Nasıl bir seyir izliyor? Yanılmıyorsam son yıllarda burada bir düşme var, artma değil.

"geçen yıldaki istikrarsızlık, izlenen popülist yaklaşımlar ekonomideki gelişmeler üzerinde etkili oldu; bu yıl beklenen büyüme hızı daha düşük seviyede gerçekleşecek; bu arada gelir dağılımındaki bozukluk giderek artıyor; ihracatın ithalatı karşılama oranı son derece gerilemiş"

AKGÜÇ – Evet. Şöyle söyleyelim. Son zamanlarda özkaynak kullanımı daha yüksek olduğu için –özellikle 500 büyük firmadan kastediyoruz– kısa vadeli borçlar içerisinde satıcı kredileri, banka kredilerine nazaran biraz daha ağırlıklı olduğu için göreceli tabii faiz giderlerinde bir yükselme yok. Bir de faiz ödemelerini, vadeli dış satım da et-

kiliyor. 500 büyük firma dış kredi de kullandığı için, kur riskini göze almak suretiyle bu sorunu çözüyor. Vadeli dış alım yapıldığında kur farklarını stok maliyetine eklemek suretiyle finansman giderlerine tam yansıtıyorlar. Bu nedenle gelir tablosunda gözlenen finansman giderleri, katlanılan tüm yükü göstermiyor.

TEKBAŞ – Burada durum tespiti yaparken, birde döviz kurlarındaki gelişmeleri ele almamız lâzım. Bunlar da sıcak paraya imkân verecek şekilde enflasyonun birkaç puan gerisinde seyrediyor. Böyle bir kur politikası da tabii belli ölçüde finansal kararlarında etkili oluyor.

AKGÜÇ – Firmalar daha çok kısa vadeli kredi, kısa vadeli kaynak bulabiliyorlar. Bu da enflasyonun doğal sonucu olarak karşımıza çıkıyor. İkincisi de gerek bankacılık sistemi, gerek firmalar döviz kredisine daha çok yöneliyorlar. Geçen yıla baktığımız da banka kredileri içerisinde, döviz kredilerinin büyük ölçüde arttığını görüyoruz. Firmalar yurt dışından kabul kredili ithalat yapmak yoluyla döviz kredisini kullanmayı yeğliyorlar. Bu nedenle kaynaklar içerisinde yabancı para ile ödenecek yükümlülükler giderek artıyor. Bu bankacılık sisteminde de, özel kesimde de böyle. Hem vadeler kısalıyor, hemde yabancı para yükümlülükleri artıyor.

TEKBAŞ – Bunu sonuç olarak ele alalım düşüncesindeydim. Yurtdışı kaynaklar giderek daraldığı için Türkiye'nin kredi notunun da düşmesi sonucunda Devlet açıklarını kapatılabilmek için tamamen iç piyasaya yönelmiş durumda. Kendi yükümlülüklerini sürekli olarak ihalelerle ertelıyor. Bu durumda özel kesimin iç piyasalarda bankacılık



AÇIK OTURUMA KATILANLAR: Yukarıdaki fotoğrafta, soldan sağa doğru; **Dr. Öztin Akgüç** (İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi Öğretim Üyesi), **Prof. Dr. Belkis Seval** (İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi Öğretim Üyesi), **Prof. Dr. İhsan Ersan** (İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi Öğretim Üyesi), "Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler, Uygulanan Kur ve Faiz Politikaları Firmaların Finans Yapısını Nasıl Etkiliyor?" konulu toplantıda bir arada görülmüyorlar.

kesimi dışında fon bulması, bir tahvil çıkarması veya bir finansman bonusu çıkarması giderek zorlaşmış durumda. Çünkü bu fonların tamamına yakın bir kısmını Devlet kendisine çekiyor. Bir "crowding out" var.

Bunun sonucunda Türkiye'de artık özel kesimin tahvil çıkarması mümkün değil. Vadelerin "over night"lara geldiği bir ortamda bir aylık, iki aylık vadelerle Devlet kendisi borçlanırken, özel kesimin iki yıllık vadelerde borçlanması mümkün değil. Finansman bonusu için de aynı şeyleri söylemek mümkün. Bu durumda ister istemez özel kesim için mevcut olan kaynak yalnız kısa vadeli banka kredileri. Bunların maliyetleri için ayrı bir yönü. Bir de kredibilitesi mevcut olan firmaların yurt dışından borçlanmaları. Burada tabii kur riskini yükleniyorlar. Ama kur riskinde belli dönemler haricinde 1994 yılı Nisan ayında olan olaylar dışında döviz kredisi bulmayı cazip hâle getiri-

yor. Bunların dışında firmaların yapabilecekleri nelerdir dersenez. Satış politikalarını gözden geçirmeleri, alacak vadelerini veya şartlarını yeniden tespit etmek olabilir, bunu yapmak da pek kolay değil. İçinde buldukları sektörde rekabet şartları bu esnekliğe her zaman olanak vermiyor.

AKGÜÇ – Bir de dış pazarlara yönelme – özellikle Gümrük Birliğinden sonra – bir pazar değişimi söz konusu olabilir mi?

TEKBAŞ – Olması gerekir ancak olabilir mi diye baktığımızda, şu ana kadar tüm yıla ait dış ticaret rakamları açıklanmamış olsa da, Gümrük Birliğinden Türkiye'nin kısa vadede etkileneceği olumlu değil. Ama daha uzun bir vadeye baktığımızda ister istemez firmalarımızın ihracat yapmalarını kaçınılmaz olacak. Bu da tabii dış pazarlarda rekabet etme güçlerine bağlı. Belli sektörlerimizin dünya piyasalarından bağımsız düşünülebilmeleri mümkün

değil. Dışarıdaki fiyatların rekabet edilebilir fiyatlar olması lâzım. Burada ister istemez kur ayarlaması önem kazanıyor. İhracat için kurların hızlı değişmesi gündeme gelirken, öbür taraftan da enflasyonla kur arasındaki dengenin sürrekli bir biçimde gözetilebilmesi lâzım.



DR. ÖZTİN AKGÜÇ

AKGÜÇ – Sanıyorum son yıllarda Hükümetler kur ayarlamalarını enflasyona paralel götürüyor. 1995 ve 1996'da bunu gördük. 1997 yılında da bu izlenim var. Geçen sene özellikle dış pazarlarda doların değer kazanmasıyla doların bir reel getirisi bile oldu.

TEKBAŞ – Geçen sene sepetteki artış yine enflasyonun gerisinde ama beklenti artık bu farkın giderek daralacağı yönünde, belki de baş başa gideceği yönünde.

AKGÜÇ – Şu aşamada uzun vadeli olarak firmalara neler önerebiliriz. Finansman kaynakları ve finansal yapıları konusunda.

TEKBAŞ – 1996 yılında bir gelişme de; geçmiş yıllardan farklı olarak halka açılmaların yavaşlamış olmasıdır. Tabii bu da finansal pazarlardaki gelişmelerin sonucu.

AKGÜÇ – Onu vurgulayalım. Geçen sene ilk kez menkul kıymetler borsasında (İMKB) işlem hacmi reel olarak daraldı.

TEKBAŞ – 1996 yılının sonlarında ve 1997 yılının başlarında borsa endeksinde artış var, işlem hacminde önemli bir artış var. Bunun birinci el piyasalara yansımaları, bu çerçevede firmaların menkul kıymet yolu ile fon teminine gideceklerini beklemek mümkün. İlk akla gelecek menkul kıymet de doğal olarak hisse senedi. İkinci olarak Devlet bu yılın başlarında vadeleri uzatmaya yönelik bazı operasyonlar yaptı. Bu vade uzatmaları böyle devam ederse; burada özel sektörde, eskiden sahip olduğu finansman bonusu ve tahvil çıkarma şansını yeniden yakalayabilir. Ancak bu beklenti 1997 yılı için iyimser bir tahmin olabilir. Ancak daha sonraki dönemler için böyle bir imkandan söz etmek mümkün. İlk akla gelen halka açılma daha sonra diğer tür menkul kıymetler ile fon bulma.

AKGÜÇ – Hisselerin bir kısmını yabancı yatırımcılara satmak, yani halka açılma şekli ile değil, yabancı ortaklıklar kurma yoluyla büyüme, finansman sorunları çözmek için bir yol değil mi?

TEKBAŞ – Bu Türkiye'de son yıllarda başlamış bir trend. Burada da tabii olayın bir yönü Türkiye riski, yabancı

çılar açısından Türkiye'ye yatırımın riski. Diğer taraftan da sektörün durumu, o firmanın özellikleri, pazar payı gibi konuları yabancılar son derece iyi değerlendireyorlar. Böyle bir imkan her zaman için mevcut. Firmaları gelecekte bu yolla biraz daha dış dünyaya entegre olacak şekilde olayları incelemelerinde yarar var.

AKGÜÇ – Uzun sürede Avrupa Finansal Pazarı bize bir olanak sağlar mı? Gözleyebildiğimiz kadarıyla Avrupa Birliğinde, finansal pazarlarda bir entegrasyon yaşanıyor. Bunun getirdiği hacim büyüklüğü, maliyetler üzerindeki olumlu etkisi burada fon bulma ve ucuz fon bulma olanağını artırıyor. Bu pazardan Türk firmaları uzun vadede yararlanabilir mi?

TEKBAŞ – Belli büyüklükteki Türk firmalarının bundan yararlanmaları mümkün. Zaten yararlananlar var. Ancak Türkiye'nin ülke riskini ele almamız gerekiyor. Bütün olay burada, son yıllarda kredi notumuzun sürekli olarak düşmesi bu pazarlardaki alabileceğimiz potansiyel büyüklüğü etkiliyor. Ama bütün bunların hepsi birer imkandır. Önemli olan firmaların kendi dinamiklerini harekete geçirmeleri, ihracatlarını arttırmaları, bu ihracatlarını arttırırken ithalat da önemli. Türkiye'de ihracat ile ithalat arasında önemli bir ilişki var. İhracat yapabilmek için de belli bir ithalatı finanse etmek lâzım. Bu da güçlü firmalar için belki kolay. Ama orta büyüklükteki veya dışarıda kendini kanıtlamamış firmalar için oldukça zor.

AKGÜÇ – Bu zorluk acaba firmalar arası birleşmelere neden olabilir mi? Yatay veya dikey birleşmelere?

TEKBAŞ – Bütün dünyada belli trendler var. Bizim firmalarımızda bu trendler dışında kalması mümkün değil. Bütün dünyada bugün bu tür birleşmeler söz konusu. Yabancı ortakla birleşmeler, sizin az önce işaret ettiğiniz gibi, bunlar bizim firmalarımızın dış piyasaları çok iyi analiz etmeleri ile mümkün, böyle bir imkan mevcut. Türkiye'nin Gümrük Birliğine girmiş olması da bu açıdan bir imkân yaratabilir.

AKGÜÇ – Türkiye'de tamamlayıcı piyasalar dediğimiz, finansal pazarları tamamlayıcı, future, opsiyon piyasaları gibi türev ürünleri piyasalarının gelişme durumları var mı? Özellikle firmaların risklerini paylaşmaları, dağıtılmaları, belirsizlikleri ortadan kaldırmaları açısından.



PROF. DR. M. ŞÜKRÜ TEKBAŞ

TEKBAŞ – Şüphesiz bu piyasada bunlar çok önemli piyasalar. Bunlar gerek üretici için, gerek alıcı için riskin azaltılmasına yönelik önemli piyasalar.

AKGÜÇ – Pazarların entegrasyonu tamamlayıcı piyasaların gelişmesini de gerektiriyor. Bunlar Türk finansal pazarlarında bir eksiklik. Türkiye’de bir kambiyo borsası bile yok. Henüz finansal pazarlarımız, birçok gereksinimi karşılayacak durumda değil.

"1996 yılında, geçmiş yıllardan farklı olarak halka açılmalar yavaşlamıştır; geçen sene ilk kez İMKB’da işlem hacmi daralmıştır. Türkiye’de bir kambiyo borsası bile yok; henüz finansal pazarlarımız birçok gereksinimi karşılayacak durumda değil"

TEKBAŞ – 1989–1990 yılında Sermaye Piyasası Kurulu, Dünya Bankası ile ortaklaşa bir proje başlattı. Bu projede Türkiye’de hangi türevsel pazarların açılacağı ve bunların ekonomiye olan etkileri şeklinde. O tarihte altı tarımsal ürün belirledik. Bunların başında pamuk geliyor. Türkiye hem önemli bir pamuk üreticisi aynı zamanda da tekstil sektöründe önemli bir pamuk işleyicisi konumunda olduğu görülüyor. İzmir’de böyle bir borsanın, pamuk future piyasasının kurulması çalışmalarını yürüdü. Bugün de böyle bir

çalışma var. Ama bu çalışma çok büyük bir zaman kaybına neden oldu. Türkiye’de başta pamuk olmak üzere bu tip türevsel pazarlar veya borsalar kurulur ise bunların sonucunda hem üretici riskini bu pazarlarda azaltır, aynı zamanda pamuk alıcısı da dünya piyasalarındaki dalgalanmalardan doğan riski azaltır. Bunun dışında diğer tarımsal ürünler için de, örneğin, gıda sanayi için, belli sektörler için türevsel pazarların açılmasıyla bu risklerin azalması mümkün olabilir.

AKGÜÇ – Onun dışında özellikle menkul kıymetler ve kambiyo piyasalarında riskin dağıtılması, paylaşılmaması.

TEKBAŞ – Menkul kıymetler ve kambiyo için aynı şeyleri söylemek mümkün. Türkiye hâlâ ICS istatistiklerinde bu pazarların kurulmasını taahhüt etmiş ülke olarak geçiyor. Türkiye’den sonra başlamış bütün ülkeler, bugün bu pazarları kurmuş durumdadır. Ama Türkiye’de bu konudaki bir çekişme bunların kurulmasını erteledi.

AKGÜÇ – Bu konuda Merkez Bankası, SPK önemli bir rol oynayabilir mi?

TEKBAŞ – Oynaması gerekir. Bütün olay burada ekonomideki istikrara gelecek. Ekonomideki istikrarın firmalara yansımaya gelecek. Firmaların sağlıklı finansal kararlar almaları belirlilik ortamında biraz daha kolaylaşacak.

AKGÜÇ – Firmalar bizde çok edilgen bir durumdadır, hükümete çok bağlılar. Hâlbuki hükümetle firmalar arasında, özellikle güçlü firmalar arasında karşılıklı bir iletişim, etkileşim olmalı. Bizde tek taraflı bir etkileme var. Firmalar farklı politikalar izlemek veya önlemler almak suretiyle belki hükümet

metin izlediği politikaları da bu veya şu şekilde yönlendirebilirler.

TEKBAŞ – Doğal olarak biz her şeyi devletten, hükümetten bekliyoruz. Tenkit etmek çok kolay. Ama mevcut ortamda ne yapılabilir? Mevcut ortamda konuştuğumuz konular çerçevesinde riski azaltıcı kararlar alabilirler.

AKGÜÇ – Kaynakları kullanma imkanını genişletmek lâzım. Ayrıca Türkiye’de kaynak savurganlığı var, bunu azaltmak önemli olanak yaratabilir. İkincisi kaynak aktarımlarını daha ekonomik hâle, maliyeti daha düşük hâle getirmek lâzım. Üçüncüsü iyi planlamayla bu riski azaltmak lâzım. Belki dördüncüsü yurtdışında gelişen, entegre olan finansal pazarlar var. Bunlardan belki daha fazla yararlanmanın yollarını araştırmak, bulmak gerekli.

TEKBAŞ – Bütün birycilerin iyi bir vatandaş olarak kendi yükümlülüklerini yerine getirmelerini, özellikle vergi konusunda dile getirmemiz gerekecek. Sonuçta bunun kendilerine olan olumlu etkilerini de görecekler. Yani devlet açıkları kapanacak, enflasyon buradan düşecek, faizler düşecek ve olumlu meyvalarını görmeleri mümkün.

AKGÜÇ – Sayın Ersan, enflasyon bir ölçüde de Gümrük Birliği, firmaların finans yapısını nasıl etkiliyor?

ERSAN – Sayın Akgüç belirttiği gibi kronik enflasyon, gerçekten işletmeleri etkiledi. İşletmelerin finans yapılarında ve finansal politikalarda gerçekten köklü değişimler gözlenmekte. Bir kere 1980 sonrası gelişim daha fazla yabancı kaynak kullanma yolunda. Yüksek faiz 1980’ler öncesinden farklı bir trend getirmiş durumda oldu.

Negatif faizden, yüksek faize geçtik. Bu finansal kaldıraç etkisinin ters yönde çalışması sonucunu gündeme getirdi. yüksek faiz şirketleri gerçekten çok zorluyor. Bu doğrultuda da özellikle kur ve faiz riski arttı işletmelerimizin. Ancak kur ve faiz riski yönetiminde de yeni araçlar çok fazla ölçüde kullanılmıyor ülkemizde. Planlama zorlukları gündeme geliyor.

AKGÜÇ – Belirsizlik ve enflasyon nedeniyle vadeler kısalmıyor.



PROF. DR. İHSAN ERSAN

ERSAN – Belirsizlik dolayısıyla, her şeyden önce uzun vadeli fon arzında daralma gündeme geliyor. Özkaynak bulma zorluğu var. Enterasan bir gelişme, sermaye piyasası, borsanın önemini gecikmeli olarak da gündeme getirmiş gibi. 1988–1996 arasında 175 şirket halka açılmış. Yaklaşık 2.6 milyar dolarlık bir kaynak sağlanmış du-

rumda. % 72'si özel sektör, % 28'i kamu sektörü. Sabancı grubu başı çekiyor. 1990 sonrasında. Grup 5 şirketini halka açmış, 420 milyon dolarlık bir kaynak sağlandığını görüyoruz. Onu İş Bankası 103 milyon dolarla, Eczacıbaşı grubunda 79.8 milyon dolarla izliyor. Bu ne ölçüde tatminkârdır? Ama yüksek faiz işletmeleri özkaynaklara doğru itiyor gibi gözüküyor. Özellikle 1996 yılında 26 şirketin halka açıldığını görüyoruz. 1992 ve 1993 yılında bir durulma var. 1994 krizi sonrasında halka açılma biraz hız kazanıyor.

AKGÜÇ – Ancak 1996 yılında şöyle bir olay var, borsada ilk defa işlem hacminin azaldığı, reel bir daralma olduğu görülüyor.

ERSAN – Bu doğrultu da, yüksek faizin getirdiği bir zorlama diye düşünüyorum. İstenen ölçüde değil ama sermaye piyasasının önemi gecikmeli olarak da anlaşılıyor gibi geliyor bana. Alınabilecek önlemlere gelmeden önce yüksek faiz konusunda da bazı şeyler söylemek mümkün. Sayın Tansu Çiller'in getirdiği enterasan bir tartışma var, risksiz faiz oranı konusu. Sayın Çiller enflasyon + risk primi şeklinde söyledi. Hazine bonosunda risk primi yok. Devlet borçlanmalarında riskin olmadığı varsayımıyla, artı ne olabilirdi? Reel faiz + beklenen enflasyon biçiminde olabilirdi. Bu nedenle Sayın Çiller'in ifadesi TEFE + risk primi çok yanlış bir ifade gibi gözüküyor.

Kamu kâğıtlarının enflasyon dışında risk priminin olmadığı varsayımı var, olmaması gerekir. Peki bu durumda reel faiz daha doğrusu reel getiri ne olacak? Cari fiyatlarla sağlanan getiri oranını enflasyona göre düzeltmek gerekir. Yatırımcının beklediği reel getiri

riyi hesaplama açısından. Bu arayış içerisinde, endeksli kâğıtlara ilgide artıyor, yüksek enflasyon nedeniyle. Yatırımcıya deklare edilen reel getiriyi sağlamak için bu tür endeksli araçlara da gereksinim var. Planlama zorlukları dedik. İşletme sermayesi gereksinimindeki artış yine yüksek enflasyonun şirketler üzerindeki, daha doğrusu şirketlerin finans politikaları üzerindeki bir diğer önemli etkisi. Reel düzeyde aynı iş hacmini götürebilmek için daha fazla işletme sermayesine kaynak bağlanması gerekiyor. Alacaklara bağlanan fonlarda artış, stokların yüksek maliyette yenilenmesi, yüksek ücret talepleri, şirketlerin işletme sermayesi gereksinimlerini artırıyor.

"firmaların nakit yaratma sorunu var; reel faizin çok yüksek olması firmaların alacağı bütün finansal kararları çarpıtıyor; reel faizin çok yüksek olması nedeniyle, firmalarda ciddi yatırım faaliyeti girişimi yok"

AKGÜÇ – Burada etkinlik sorunu gündeme geliyor. İşletme sermayesi gereksinimin arkasında hem enflasyonun, hem de etkinliğin etkisi var. İşletme sermayesi artışında enflasyonun etkisini bir bakiye olarak hesaplıyoruz. O halde firmalarda işletme sermayesinin yönetimini etkinliği artırma çok önemli bir sorun olarak karşımıza çıkıyor.

SEVAL – Benim izleyebildiğim firmaların gerçekten nakit yaratma sorunu var. Burada iki faktör var. Birincisi reel faizin çok yüksek olması gerçekten firmaların alacağı bütün finansal kararları çarpıtıyor, hayatı çok zor hale getiriyor. Olaya kararlar diye bakacak olursak, bu kapsamda yatırım kararları var. İkincisinde finansman kararları var. Reel faiz çok yüksek olunca parayı nereden bulabiliriz. Bulsak bile, bulduğumuz paranın maliyetini karşılamak çok zor hale geliyor. Yatırımların fizibil olma ihtimali çok azalıyor. Reel faizin çok yüksek olması nedeniyle izleyebildiğimiz kadarıyla pek ciddi yatırım faaliyeti girişimi yok. Ben ilk 500 büyük firmanın nakit yaratma gücüne, yaratılan nakitin ne kadarı yatırıma yönlendirilmiş diye baktım. Oransal olarak % 25 düzeyinde. Bırakın borç almayı, kendi yarattığı nakitin bile % 25–30'nu yatırıma ayırıyorlar. Parası olan da büyümeyi hedefleyen yatırıma karar almıyor. Para yaratanın yaratma nedeni de bunu çoğu kez devlet kâğıtlarına yatırmak, değerlendirme. Yatırıma pek fazla kanalize etmiyor. Çünkü risk alıp da yatırıma yöneltmek yerine, menkul kıymette tutup, yüksek reel faiz almak çok daha cazip geliyor. Bunu da bilançolar da izliyoruz. Hiç görülmemiş bir şekilde kasa + menkul kıymetlerin, aktiflerin önemli bir yüzdesine ulaşmış. Bütün bunlar işletme mantığının dışında. Sanki şirketler finansal aracı bankalar gibi.

ERSAN – Şirketlerde fon yönetimi bölümlerinin oluşturulması konusunda ciddi atılımlar var.

AKGÜÇ – Firmalarda işletme sermayesi veya yatırım yönetiminden çok para yönetimi var. Ağırlık para yönetimine veriliyor.

SEVAL – Nakit yaratan firmalara özellikle bakarsanız, işletme sermayesi yönetiminde belli bir etkinlik sağlamışlar. Yeni yatırım yapmıyorlar, alacak devir hızları yüksek, stoklarını kontrol altına almışlar. Orada belli bir etkinliği sağladıkları için nakit fazlası yaratmışlar ama yarattıkları fazlalığı da pek fazla yatırıma kanalize etmiyorlar. Yatırımlara bakıyorsunuz daha çok, var olan kapasiteyi sürdürücü yatırımlar. Kapasite artırıcı yatırımlar çok az. İlk 500 büyük firmaya bakarak bu gözlemlerimi söylüyorum.

AKGÜÇ – Faiz yüksekse, enflasyon yüksekse mümkün olduğu kadar firmalar kısa süreli yatırımlara yöneliyorlar.

SEVAL – Reel faiz aşağıya çekilmeden, sağlıklı finansman kararı alınabileceği kanısında değilim. Reel faiz bu kadar yüksek olunca fon bulmakta da çok zorlanıyorsunuz. Yatırım yapalım, yatırım için ne yapacağız fon piyasalarından fon bulacağız. Yüksek enflasyon, yüksek reel faizde uzun vadeli para yok. Ne almak isteyen var, ne de satmak isteyen. Bugün bankaların sattığı kredilere bakın, bırakın uzun vadeli, orta vadeli krediyi borçlu cari hesap bile kalmamış. Spot krediden başka kredi satan görmüyorum. Bir kredi türü var ortada, o da spot kredi. Spot kredi nedir? İşte vadesi 30 gün, 45 gün, bilemediniz en fazlası 3 ay. Zaten bizim fon piyasasında bankacılığın ağırlığı çok yüksek, hisse senedi, tahvil gibi uzun vadeli fon piyasamız zaten yok. Eskiden bankalardan orta vadeli kredi alınırdı, krediler ine ine nereye inmiş, spot krediyne inmiş. O zaman döviz riskinde yüklenerek, döviz kredisini kullanıyoruz. Eskisi kadar da agresif kullanılmıyor.

AKGÜÇ – Ancak 1996 yılında döviz kredileri çok fazla artmış.



PROF. DR. BELKİS SEVAL

SEVAL – 1994'ün sonuna ve 1995'e nazaran çok fazla artmış. Çünkü Türk Lirası kredileri kullanılacak gibi değil. Türk Lirası krediyle iş yapmaya kalkarsanız, baştan belli pek fazla başarılı olamazsınız. Nakit yaratamayacağınız çok açık seçik belli. Gerçekten reel faiz çok yüksek. Ben Sayın Ersan'ın tersine Türk Lirası faiz çok yüksek o yüzden borsaya dönüşe inanmıyorum, olması çok zor. Çünkü borsadan temin edilen fon, bedava fon değil. Halka açıldınız, parayı topladınız. Hisse senedi alan adama risksiz faiz oranının üstünde bir getiri sağlayacaksınız ki, sizin kâğıdını almaya devam etsin. Reel faizi, risksiz faiz oranını aşağıya çekmeden ben borsanın çare olacağına inanmıyorum. İşlem hacminin düşüklüğünün bir nedeninde o olabilir. Borsadan

gelen para, bedava para değil ki. Zaten işletme finansmanının mantığına da aykırı. Biz diyoruz ki; borç yüksek, daha pahalı bir kaynak olan özsermayeyi alalım. Özsermaye bedava kaynak değil. Yeterince getiri sağlamadan bir kere hisse senedi satarsın, iki kere satarsın bir daha da o insanlar senden kâğıt almaz.

AKGÜÇ – Borsadan sağlanacak olan özkaynağın maliyeti Sayın Seval'inde dediği gibi, teorik olarak borç almadan daha yüksek olması lâzım. Özkaynak normal olarak kaynak maliyetini arttıran bir faktördür. Ama Türkiye'deki geçmiş uygulamalar belki bunun tersi yönde oldu. Primli olarak hisse senedi çıkararak özkaynak maliyetini düşürdüler. Bazı büyük ortaklar kendi portföylerini primli olarak halka açarak, temettü verimini daha da düşürdüler.

"firmalar risk alıp da yatırıma yönelmek yerine, menkul kıymette tutup yüksek reel faiz alıyorlar; sanki şirketler finansal aracı bankalar gibi; faiz yüksekse, enflasyon yüksekse mümkün olduğu kadar firmalar kısa süreli yatırıma yöneliyorlar"

SEVAL – Bence o da borsanın gelişmesini iyice ters etkiledi. Aşırı fiyatla açtınız, primli sattınız, dolayısıyla insanların getirisini düşürdünüz. Kâğıdı alan ne oldu? Bir sene elinde tutma ve-

rimine bakınca, ben bunu repoya koy-
saydım, şu kadar alacaktım. Bu kâğıt
onun yarısının altında kaldı. Böylelik-
le süreklilik sağlayamazsınız. Daha
pahalı olması gereken bir konu bir
kere, iki kere en fazla üç kere ucuza
sağlayabilirsiniz, sonunda bu yol tıka-
nır.

AKGÜÇ – Temettü oranı düştü-
ğü için, dedğiniz nedenlerden dolayı.
Spekülatörler ne yapıyorlar? Hisse
senetlerinin fiyatlarını yükseltmek yo-
luyla değer artışı sağlayarak temettü
düşüklüğünü dengeye getirmeye çalış-
ıyorlar.

SEVAL – Bildiğiniz gibi hisse se-
nedinin fiyatını ne yükseltir. O şirketin
pozitif net bugünkü değerli yatırı-
m fırsatları yükseltir: Reel faiz bu
kadar yüksek olunca pozitif net bu-
günkü yatırım fırsatı yok. Olayın do-
ğal gidiş seyri, bütün şirketler için his-
se senedinin değerini arttırıcı yönde
değil. Yeterli temettü yok, doğal gidiş
de hisse senedinin fiyatının yükselme-
sine yönelik makro ekonomik veri de
yok. Geriye kalıyor spekülasyon. Ben
öyle görüyorum reel faizin bu kadar
yüksek kalması sonuçta üretimi orta-
dan kaldıracak.

ERSAN – Niçin bu kadar yüksek
reel faize katlanıyoruz. Türk ekono-
misi olarak.

AKGÜÇ – Burada iki nokta var.
Bırakın kamu kesimi finansman açığı-
nı, yurt dışından kaynak bulacaksınız,
kaynak açığımız var. Kaynak açığımız
olduğu ve kredi değerliliğiniz de dü-
şük olduğu için, yurt dışından fon sağ-
layabilmek için yüksek faiz ödüyoruz,
yüksek spread'ler ödüyoruz.

SEVAL – Onu da nasıl önlüyoruz;
kurları yumuşatarak, enflasyonun geri-
sinde tutarak.

ERSAN – Tartışılmaya getirilmesi
gereken konu, sıcak paramıdır bunun
gerisinde, yoksa yerel paranın ikamesi
mi? Ülke içerisinde de TL, dolar geçişe
çok duyarlı hale gelmiş vaziyette. Spre-
ad'ı azalttığınız zaman faiz, borsa ve
dolar üçgeninde enterasan gelişmeler
oluyor. Türkiye'nin riski gerçekten
yüksek, rating kuruluşları en son Stan-
dard and Poors'da kredi notumuzu
B'ye düşürdü. Bakıyorsunuz bu doğrul-
tuda çok riskli bir bakış açısı var. Şimdi
diyebilirsiniz ki kamu borçlanmasında
vadeyi uzattık. Ama rating kuruluşları
bu kadar yüzcysel göstergelere göre
not vermiyorlar. Vade üç aya çıktı, faiz
% 90'na indi. En ufak bir Sincan olayı
risk primlerine nasıl yansdı. Bilebildi-
ğim kadarıyla libor artı % 5'lerde dola-
şıyor. % 5 gibi yüksek spread ödüyor
Türkiye.

AKGÜÇ – Evet, ülke riski arttı,
iki nedenden dolayı döviz kredileri art-
tı. Bankalar döviz kredisi vermeyi yeğ-
lediler, pozisyon açıkları vardı. Pozis-
yon açıklarını kapatmaya çalıştılar.
İkincisi de, firmalar açısından da döviz
kredisinin, kurun daha yavaş ayarlamaya
çalışılması nedeniyle maliyetlerin
daha düşük olması. Onun için geçen
sene döviz kredileri artarken, Türk Li-
rası kredilerde artış azaldı.

SEVAL – Demek ki firmalar bu-
nu korkusuzca alabildikleri için ne
inançları vardı? Yurt dışından nasıl ol-
sa para almaya devam edeceğiz, o yüz-
den kurları mecburen enflasyonun al-
tında kalacak.

ERSAN – Bunların 1994 yılında ne kadar tehlikeli olduğunu gördük.

SEVAL – Gördük ama, uzun vadeli kredi kullanmıyorlar, ancak spot kullanıyorlar.

AKGÜÇ – Dediğiniz gibi artık spot kredi kullanıyorlar. İşletme, ihracatçı ise, döviz geliri varsa bundan korkmuyor. Özellikle ihracatçı ise, turizmci ise kendini riske karşı korumuş (hedge etmiş) oluyor, döviz kredisi kullanmakla.

ERSAN – Politik risk konusu da çok önemli.

SEVAL – 1994 öncesi döviz kredileri ile yatırım yapıyordu. Uzun vadeli, iki yıl vadeliydiler. Şimdi döviz kredilerini de spot olarak kullanıyorlar. Bu kadar kısa vadeli fonla, ülkenin işletmelerinin hayatyeti nasıl sürdürülebilir? Yatırım politikaları nasıl oluşur?

AKGÜÇ – Yabancı şirketlerle ortaklık kurmak, yani yabancı şirketlerin büyük ölçüde özkaynak getirmesi, hisselerin % 50'sini yabancılara satmak, ortak girişimler (joint venture) oluşturmak.

ERSAN – İşte politik risk orada gündeme geliyor.

SEVAL – Politik risk yüksek olduğu için, biz burada sıkışıyoruz. Bu kadar yüksek risk ile kim gelip bize ortak olmak isteyecek. Belki de dışarıdakiler bizi, bizim gördüğümüzden daha az riskli görüyorlardı.

AKGÜÇ – Benim görebildiğim kadarıyla büyük gruplar yabancılarla ortaklık kurarak büyüyorlar. Bu gruplar yabancılarla ortak kurum kurmak suretiyle hem finans sorunlarını, hem

de pazarlama sorunlarını aşmaya çalışıyorlar. İsterseniz önlemler kısmına geçelim. Makro düzeyde ne gibi önlemler alınabilir? Firma düzeyinde neler yapabiliriz?

SEVAL – Firma düzeyinde kendi önlemlerini alıyorlar zaten. Paranın üstüne yatıp, paranın üstünden para kazanarak, riskli kararlar almayarak bu günleri geçiriyorlar. Bunun uzun vadede kendilerini etkileyeceğinin bilincindedirler herhalde.

ERSAN – Kendilerine bir savunma mekanizması geliştirmişler.

SEVAL – Şimdi belki elde ettikleri yüksek faizin, yüksek reel faizi ortalık düzelse yatırıma kanalize ederler belki. Ama o zaman da pazar payları ne olacak.

"firmalar kendi düzeylerinde önlemlerini alıyorlar; paranın üstüne yatıp, paranın üstünden para kazanarak, riskli kararlar almayarak bu günleri geçiriyorlar; bunun uzun vadede kendilerini etkileyeceğinin bilincindedirler herhalde"

ERSAN – Burada faiz riskini çok fazla hissediyorsunuz. Dünyadaki gelişim de böyle oldu. Türev piyasalarının gelişimine baktığımız zaman, nereye kadar geriye gidiyor. 1972-1973 dönemi iki önemli olay, sabit kur sistemi Bretton Woods sistemi çöküyor. Dal-

Ödemeleriniz için Yeni Vergi Daireniz!



Artık, vergilerinizi*
tüm Garanti şubelerine yatırabilirsiniz.
Üstelik, öğle tatilinde bile.

*Yıllık gelir vergisi, Gelir geçici vergisi, Gelir stopajı, Kurumlar vergisi, Kurumlar geçici vergisi, Kurumlar stopajı, Katma değer vergisi, Banka ve sigorta muameleleri vergisi, Fon payı, Damga vergisi, Savunma sanayii destekleme fonu, Toplu konut fonu, Veraset ve intikal vergisi, Götürü vergiler...



GARANTİ

Başka bir arzunuz?

galı kur sistemine geçiyoruz. Yine aynı yılın sonunda da petrol krizini yaşıyoruz. Sabit kur sistemi nedir? Kurlar sabit, uzunca zaman değişmiyor. Hükümet kararlarına dayalı bir kambiyo rejimi ve kur riski, buna bağlı olarak da faiz riski ihmal edilebilir boyutta. Ondan sonra ne oluyor; kurların piyasada serbestçe, arz ve talebe göre belirlenmesine geçiliyor. Amerikan Merkez Bankası, ben artık clinizdeki dolarları - 1 ons altın eşittir 38 dolardan- altına çevirmem diyor. O zaman herkes başının çaresine bakacak.

Bırakın piyasa en gerçekçi fiyatı belirlsin. Bu doğrultuda dalgalı kur dünyası ile tanışıyoruz. Dalgalı kur dünyası ne demek; risk demek. Kur riskiyle tanıştırıyor işletmeleri, bankacıları. Türkiye bu sistemi çok gecikmeli olarak yaşadı. Şöyle bir bakıyoruz, 1980'li yıllarda esas kur uygulamasını yine Merkez Bankası belirliyor, merkezi otorite belirliyor. Yalnız bankalara bir esneklik verilmiş; deniyor ki, Merkez Bankasınca belirlenen % 6 alt ve üst limitleri dahilinde kurları belirlersiniz. Sonra ne oluyor, % 1'e çekiliyor. 1988 yılı 29 Temmuzunda da serbest kur uygulamasıyla, bir yıl sonra da 32 sayılı kararlarda kovertibilite ile tanışıyoruz. Türk Lirası en azından yasal olarak kovertibile oluyor. Tabii tartışılacak bir konu yasal olarak kovertibile olması. Paranın fiilen kovertibil olması anlamına gelmiyor.

Bankalardaki treasury bölümlerinin oluşturulması. 1980'li hatta 1990'lı yılların gelişmesi. Eskisi gibi sabit kur yok, kurlar sık sık değişiyor. Merkezi otorite, yani Merkez Bankası bir miktar sazi alıp, yön veriyorsada, yinede eskisi kadar statik bir piyasa değil, önemli iniş ve çıkışlar olabiliyor. Şir-

ketlerde bunun bilincinde, özellikle döviz cinsinden aktif ve pasifi olan şirketler. Bu doğrultuda kur ve faiz riskinin hedge etme tartışılmaya başlanıyor. Gördüğümü kadariyle ilk aşamada yabancı sermayeli şirketler ve dış dünya ile, dış finans piyasalarıyla, dış borçlarla entegre olmuş şirketler kendi çözümlerini üretiyorlar. ama 1990'lı yıllarda konu tartışılmaya başlanıyor.

İlk gelişme, Sayın Tekbaş'ında vurguladığı İzmir'de vadeli bir pamuk kontrat borsası kurulsun. Aslında bu borsa 1991 yılında faaliyete geçecekti. O tarihlerde erken seçim, ondan sonra ki politik belirsizlik, SPK ile İzmir Ticaret Odası arasındaki yetki tartışması sonucunda halen realize olmamış durumda. Son aldığımız habere göre 1997 yılı Haziran ayında faaliyete geçeceği söyleniyor. Diğer bir gelişme İMKB'da borsa endeksi üzerine bir kontrat dizaynı söz konusu. Dünya uygulamasında önce şöyle oldu. Tarımsal ürünler emtiada bu tür risk yönetim araçları, türevleri kullandık.

Daha sonra finansal ürünlere geçti ve yeni uygulamada döviz üzerine vadeli işlemlerde olmuştur. Onu faiz, en son borsa endeksi izlemiştir. Borsa endeksi aslında risk yönetiminde spekülasyona en açık, en profesyonellerin kullandığı bir türevsel ürün türüdür. Ama Türkiye uygulamasında bakıyoruz, en büyük borçlu devlettir. Ama faizi belirlemede devletin büyük güdümü var. Türev piyasaların gelişmesi için birinci koşul, fiyatın serbestçe belirlenmesi, arz ve talep doğrultusunda belirlenmesi. Dolayısıyla gerek dövizde, gerek faizde fiyatın oluşumunda kamu etkisi halen çok fazla. O nedenle dediler ki, en azından endeks üzerinde böyle bir çalışma yapalım. Endeks üzerindeki çalışma az önce tartıştığımız

konu ile bağlantılı. İşte sıcak para, faiz arbitrajını bir aşama daha öteye götürürelim. Kimleri davet edelim. Büyük hedge fonları dediğimiz çok büyük yatırım fonları var. Bunlar "emerging market" denen gelişmekte olan ülke borsaları ile yakından ilgililer. Bu doğrultuda da İMKB'nin adı geçiyor. Bu tür bir fon hareketi dış kaynak açısından borsaya ivme getirebilir diye düşünüldü. Bu kısa çerçeveden sonra şu sonucu getirmek istiyorum. Türk işletmeleri açısından çok önemli bir konu risk yönetimi. Türk işletmelerinin büyük bir bölümü, özellikle küçük işletmeler kur ve faiz riskini ve genelde finansal riski hedge etmeden, riski hiç önlemeden, bir anlamda hiçbir şeyi sigortalamadan güne başlıyor. Halbü ki batıda baktığımız zaman pek çok işletme bu riske karşı teknikler geliştiriliyor. Bu doğrultuda da bu risk yönetim araçlarının kısaca çok yakın bir gelecekte kaçınılmaz bir şekilde Türkiye'deki uygulamada yerini alması düşünülüyor. Eğer benzer işletmelerle uluslararası düzeyde rekabet etmek istiyorsak en azından işin finansman boyutunu sağlam tutmamız gerekiyor.

AKGÜÇ — Finansal pazarların Avrupa'da entegrasyonu oldu. Az önce Sayın Tekbaş'a yönelttiğim soruyu inceleyeyim. Türk finansal pazarı entegre olabilir mi? Avrupa Birliği'nde oluşan tek finansal pazarla.

ERSAN — Bankacılık sektörünü sizde yakından izliyorsunuz. Bankacılık sektörü bu entegrasyonu daha kolay yapacak gibi gözüküyor.

AKGÜÇ — Sayın Seval bizim bankacılık sistemi Avrupa düzeyinde bir entegrasyon sağlayabilir mi? Gümrük Birliği sonuçta bizi finansal pazarlarda-

ki bütünleşmeye, entegrasyona götürebilir mi?

SEVAL — Banka sektöründeki tüm atılımlar teknolojik alanda olmuştur.

AKGÜÇ — Zihniyet değişmedi, yönetim anlayışında pek değişim olmadı.

SEVAL — Ne basiretli kredicilik konusunda, ne risk alma konusunda çok büyük bir deneyim yaşamadı Türk bankacılığı. Pazardaki olaylar onların rahatlıkla para kazanmasına olanak sağladı. Bireysel bankacılık çok gelişti, otomasyon gelişti ve teknolojik yatırıma çok büyük kaynaklar ayırdılar. Fakat gerçek anlamda bankacılık faaliyettinden risk alan bankacıları ben pek görmedim. Bankacıların finansal piyasada disiplini içinde çalışmaya alışkın olduklarına da kâni değdim.

AKGÜÇ — Daha çok devlet kâğıdı alıp satıyorlar. Bankalar portföyündeki devlet kâğıtları 1 katrilyon lirayı aştı.

SEVAL — Hazine bonusu al, hazine bonusu sat. Bunun dışında çalışsalar, bu piyasalara girselerdi herkesin öğrendiği gibi onlar da öğrenirdi. Ben çok disiplinsiz bir şekilde çalışıklarına inanıyorum. Sermaye piyasalarının veya para piyasalarının etkinliğine ve disiplinine çok bağlı olarak çalışmaya alışık değil bizim bankacılarımız.

AKGÜÇ — Sayın Seval bende size katılıyorum. Türk bankacılık sistemi teknolojik yatırımlara çok kaynak ayırdı, ileri teknoloji kullanıyorlar. Fakat yönetim anlayışı olarak gerekli değişimi gerçekleştiremediler. Teknolojik gelişme ile uyumlu olamamalarının da iki nedeni var. Türkiye'de işin kolay tarafı var, o da devlet kâğıtları. Geçen se-

ne bankalar devlet kâğıtlarına yatırım yaptılar. Bugün 1 katrilyondan fazla portföylerinde kâğıt var. Aşağı, yukarı bazı bankalarda devlet kâğıtlarının aktifdeki yeri verdiği kredilerden daha fazla. Böyle bir bankacılık olabilir mi? Bunu tartışmak lâzım.

"banka sektöründeki tüm atılımlar teknolojik alanda olmuştur; zihniyet ve yönetim anlayışlarında değişim olmadı; daha çok devlet kâğıdı alıp satıyorlar; bizim bankacılarımız, sermaye piyasalarının, para piyasalarının etkinliğine ve disiplinine çok bağlı olarak çalışmaya alışık değil"

SEVAL – Devlet kâğıdı da olsa, orada da faiz yönetimi yapacaklar, faizdeki değişkenliğe yönelik portföy yönetimi yapacaklar. Fakat orada da piyasa da hep birlikte hareket ediyorlar, bu nedenle de çok farklı bir performans gösteremiyorlar.

AKGÜÇ – Devlet kâğıtlarından para kazanmalı, bunu büyük bir beceri olmadan da yapabiliyorsunuz.

SEVAL – Becerinin gerektirdiği yerde de çok farklı performans ölçüleri, sonuçları ortaya çıkmıyor. Çok korkak gidenler az kâr etmiş, biraz agresif gidenler daha fazla kâr etmiş.

AKGÜÇ – 1996 yılında banka kârlarının kâr/öz kaynak oranlarının reel olarak düştüğünü tahmin ediyorum. 9 aylık bilançoları pek parlak gözükmedi bana. Yıl sonu bilanço makyajıyla belki görüntüyü değiştirebilirler.

ERSAN – Asli fonksiyonlardan uzaklaştık, tamamen devlet kâğıtlarına, kamu kâğıtlarına yatırım yapan, kısa süreli kredi veren, teminat mektubu veren bir bankacılık düzeni yarattık.

SEVAL – Bir ülke düşünün; hem işletme finansmanı olsun diyoruz, şirketler kaynak yaratsın, yarattığı kaynaklarla işletme sermayesini yönetsin, yatırım yapsın. Öteki tarafta da kaynak sağlayacak bankalar kredi satmıyorlar. İhracatçıları geçen sene izlemeye almışlardı, riskli sektör diye. Çok şaşırılmışım. Nedir efendim bunların riski, ihracat öldü, kurlar kötü gidiyor, tekstilcilere özellikle kredi açmışım. Kredi açmayan bir bankacılık sistemi ile Türkiye’de işletme finansmanı nasıl yürütülür, ben anlayabilmiş değilim.

AKGÜÇ – Geçen sene bunu Eximbank kredilerini genişleterek dengelemeye çalıştılar.

SEVAL – Eximbank’ında kaynakları sınırlı, koskoca ülkede Eximbank kaynağı ile nereye gidersiniz. Maalesef devletin kısıtlı kaynakları kullanım biçimi de bilimsel kriterlere uygun değil. O da ayrı bir tartışma konusu tabii.

AKGÜÇ – Biz Gümrük Birliğine girdik, Gümrük Birliğine girmenin uzun vadede önemli etkisi, sadece gümrükleri sıfırlamak değil. İşletme yönetimi anlayışının değişmesi, finansal pazarlarda bir uyumlaşma meselesi.

SEVAL – Ama o zihniyet değişince, onun doğal sonucu finansal pazar-

larda da uyum olacak. Ama o zihniyeti değiştirmeden bunlar nasıl gerçekleşecek.

AKGÜÇ – Gümrük Birliğinin en önemli etkisi, uzun vadede firmaların yönetim anlayışının değişmesidir. Bence bu birliğin yararı olacaksa, yönetim anlayışının değişmesinde olacak.

SEVAL – Yönetim anlayışını değiştirmek için, koşullarında zorlayıcı olması lâzım. Koşullar bu kadar rahat olunca yönetim anlayışını değiştirmeyi gerektirecek bir durum da ortaya çıkmıyor.

AKGÜÇ – Bunlar da kolaylaştırılan hükümet politikalarıdır. Hükümet politikalarının devam etmesi, yüksek faiz, iç borçlanma, kurları daha düşük düzeylerde tutmaya çalışma firmaları bir anlamda tembelliğe itiyor.

ERSAN – 1996 yılında rakamlarla bakınca doların artışı % 80.7, Alman markı % 66.3, döviz sepeti 1 dolar + 1.5 Alman markından oluşan sepet % 73 artmış. Enflasyon tüketici fiyatlarında % 85 dolaylarında.

AKGÜÇ – Toptan eşya fiyatları dersiniz, dolar belki fiyat artışına uymuş.

ERSAN – Hazine bonusu dolar bazlı getiri % 34-45, neredeyse dünya rekoru bu. 1995 yılında ise % 44.60 civarındaymış. Bu rakamlara baktığınız zaman, bankacıda çok açık olarak zaman, bankacıda çok açık olarak zaman, bankacıda çok açık olarak zaman yolu seçiyor, yapacağı iş çok açık.

AKGÜÇ – Bu geçici bir dönem, bankacılık çok uzun bir süre kredi satmadan sadece devlet kâğıdı üzerine strateji kurarak hayatta kalamaz.

SEVAL – Bu dönüşü geçiş nasıl olacak?

AKGÜÇ – Türkiye’de genel makro dengelerin kurulması lâzım.

SEVAL – Değişen dengeler reel faizi aşağıya çekecek ki herkes kendi işini yapmaya yönelsin.

ERSAN – Türk insanının yapısı, umursamıyoruz, kolay alıyoruz. On sene ile % 50 ile dengeleri kurduk. 1994 krizinden sonra aynı dengeyi % 80’lerde yakaladık. Herkes soruyor; kriz var mı, yok mu, ne olacak? Bakıyorsunuz kamu borçlanma gereksinimi % 12’lerde, enflasyon % 80’lerin ötesinde, Türk parası itibarı en az paralarından biri olarak sondan ikinci sıraya yerleşmiş durumda, gelir dağılımının en bozuk olduğu ülkelerden biriyiz. Kriz derken, illâ ki finans piyasalarındaki paniği mi anlıyoruz.

AKGÜÇ – Onların anladığı 1994 yılındaki gibi bir kriz, yeniden kurlar % 300 gibi artacak.

ERSAN – Bazı akademisyen arkadaşlarımız, böyle saptamalar yapanları felaket tellali olarak da lanse ediyorlar. Fakat gerçekten çok sağlıklı makro göstergelerin kurulduğu söylenemez.

AKGÜÇ – İsterseniz şöyle bağlayalım. Firmalar büyük ölçüde izlenen makro politikalarından, makro gelişmelerden etkileniyor. Bundan dolayı yapılacak ilk şey bu makro dengelerin kurulması, dış ödemelerde denge, kamu finansmanında denge, ekonomide yatırım tasarruf dengesinin kurulması gerekli. Çünkü Türkiye’de tasarruflar çok düşük olduğu için, yatırım yapmak için mecbur kalıyorsunuz dış borçlara. Dış açık verdiğiniz zaman da bütün denge-

leri, kısa vadede olumlu gibi gözükse dahi uzun vadede bütün dengeleri bozuyorsunuz.

İkinci bir nokta üretimde bir anlayış değişikliği yapmak lâzım. Anlayış değişikliği de şudur, kâğıda yatırım yapmakla firma uzun vadede varlığını koruyamaz. Bu kâğıtların bir kısmının da ne değer taşıyacağı da belli değildir. Bir firmanın büyümesi ancak reel yatırımlar ile mümkün olabilir. O bakımdan böyle bir zihniyet değişikliğinde gerekli olabilir. Üçüncüsü de, Gümrük Birliği sonuçta hem zihniyet değişikliği, hem de uzun vadede Avrupa finans pazarlarıyla bir finansal entegrasyonu getirmelidir. Bir de türevsel pazarlarında yavaş yavaş sisteme yerleştirmek lâzım. Riski paylaşma, riski yayma açısından, belirsizliği kaldırma açısından.

SEVAL — O piyasalarında işler halle getirmek için, ilk önce makro dengeleri restore etmemiz lâzım.

ERSAN — Finansal türlevlerde döviz, faizi niçin bıraktık. Gerek kur politikasında, gerek faiz politikasında serbest fiyat oluşumu olmadığı için. Onun için de makro şartlar hazır değil.

SEVAL — Olmamasında sistem gerektiriyor. Tasarruflar bu kadar yetersiz, açıklar bu kadar fazla olursa dışarıdan para bulmak zorundasınız. Bulmak zorunda kalınca da, bu politikayı uyguluyorsunuz.

AKGÜÇ — Günübürlük yaşamaya çalışıyoruz, hem makro düzeyde, hem işletme düzeyinde. Bu anlayış uzun vadede hem işletmelerin geleceğini, hem de Türk ekonomisinin geleceğini tehlikeye düşürüyor. Günü kurtarıyorsunuz belki, bilançonuz belki kârlı gözüküyor, kamu kesimi de kendini dengelemiş

gözüküyor borç alarak. Fakat uzun vadede ekonominin geleceğini, firmaların geleceğini tehlikeye düşürüyor. Belki bu toplantıda verebileceğimiz iletici bu olmalı.

SEVAL — Biz bu mesajları vermekten sıkıldık, değişen hiçbir şey yok. Üç senedir bunu söylüyoruz. İyileşme yok, söylediğinizden daha da beter oluyor.

AKGÜÇ — Bankaların zihniyetini değiştirmek lâzım. Bugün Türkiye'de bankacılık, başarılı bankacılık kamu kâğıdı satarak, kamu kâğıdı üzerinde risk alarak yapılıyor. Kârınız yüksek gözüküyor, ama bu bankacılık değil. Uzun vadede bu tür bir bankacılık anlayışının başarılı olma şansı yok.

"ufak, tefek bir sürü banka çıkıyor ortaya, neyine güvenip çıkıyorlar; yüksek kredi bilgisine mi, piyasaya entegrasyonuna mı güveniyor; bankacılıktan bir haber, bankacılığın gerektirdiği bilgi gereksiniminden yoksun insanlar banka kurmaya veya almaya bu kadar hevesli oluyorlar"

SEVAL — Bankacılığın yatırımı da nedir? Bankacılık faaliyetlerinde uzmanlaşmak, risk almak, özellikle kredi konusunda piyasaya girmek, pi-

yasayı tutmak. Sen bunların hepsinden kaçarak, uzun vadede hayatiyetini nasıl koruyacaksın? Bakınız ufak, tefek bir sürü banka çıkıyor ortaya, neyine güvenip çıkıyorlar. Yüksek kredi bilgisinemi güveniyor, piyasaya entegrasyonunamı güveniyor. Nasıl olsa kamu kâğıdı alıp, satmak ile para kazanacağına güveniyor. Bugün dünyanın her yerinde koca koca bankalar birleşip, maliyetleri aşağıya çekmeye çalışıp, bankacılık yapmaya uğraşırken, nasıl oluyorda bankacılıktan bir haber, bankacılığın gerektirdiği bilgi gereksiniminden yoksun insanlar banka kurmaya veya almaya bu kadar hevesli oluyorlar.

AKGÜÇ – Bunun sebebi kârlılık ve prestij. Her grubun bir bankası var, benimde bir bankam olsun. Kamunun bu kadar yüksek reel faiz ödemesi çok

anormal. Bu da kamunun kötü korç yönetimi yapmasından kaynaklanıyor.

SEVAL – Orayı düzeltmeden işletme finansmanına yönelik akılcı karar almak çok zor.

AKGÜÇ – Bunlar kısa vadeli şeyler. Gümrük Birliğine girdikten sonra, Avrupa Birliğini hedefledikten sonra artık uzun vadeli planlar yapmak lâzım. Uzun vadede her karar biriminin kendine göre bir stratejisi olması lâzım. Rejimin tartışıldığı bir yerde kâğıda yatırım yapmak daha tehlikeli. Makyajlı bilanço kârları ile kendimizi aldatmıyalım. Toplantıya katıldığınız için hepimize teşekkür ederim.

Derginin Notu: Yukarıda sunulan "Açık Oturum" 24 Şubat 1997 günü yapılmıştır.

banka ve
ekonomik
yorumlar
Aylık Dergi

●
Citlenmiş eski sayıları:

●
(1 Ocak 1997'den başlayarak)
1991 Yılı Cildi: 2.000.000 TL
1992 Yılı Cildi: 2.000.000 TL
1993 Yılı Cildi: 2.000.000 TL
1994 Yılı Cildi: 2.000.000 TL
1995 Yılı Cildi: 2.000.000 TL
1996 Yılı Cildi: 2.500.000 TL
(Öğrencilere % 40 indirim)

●
İSTEME ADRESİ

Binbirdirek Mahallesi
Suterazisi Sokak No. 6/2
Sultanahmet – İstanbul
Telefon: (0212) 518 17 32
Fax: (0212) 518 66 43

Sayın
Okurumuz,
1997
abonenizi
yenilediniz mi?
Bekliyoruz...

Adres:.....

.....

Telefon:.....

Fax:

Ekonomik Göstergeler (İç)

Mart / 1997

	1994	1995	1996		
			Eylül	Ekim	Kasım
T.C. MERKEZ BANKASI					
Döviz ve Altın Mevcudu (milyon \$)	8513.0	13732.0	18604.0	18586.0	18879.0
Banknot Miktarı (milyar TL)	120212.3	223934.0	362839.0	368967.0	356589.0
T.C. Merkez Bankası İç Kredileri (milyar TL)	160530.1	206126.0	193097.0	176523.0	222093.0
Hazineye Kısa Vadeli Avans (milyar TL)	122278.0	192790.0	185212.0	167184.0	212614.0
BANKALAR (milyar TL)					
Toplam TL Mevduat	614554.3	1297155.5	2370493.2	2274638.7	2791034.0
Ticari Kuruluşlar Mevduatı	108315.1	202144.7	297719.2	312014.6	354603.8
Tasarruf Mevduatı	326651.5	684904.3	1311326.3	1004343.1	1524601.5
Vadesiz Tasarruf Mevduatı	34562.3	52471.5	109412.5	96211.0	93822.5
Vadeli Tasarruf Mevduatı	292089.2	632432.9	1201913.7	908132.0	1430778.9
Mevduat Sertifikası	4632.9	6916.6	10274.8	10088.6	10313.7
Resmî Kuruluş Mevduatı	19123.7	36839.9	115339.2	290308.7	172330.3
Bankalar Mevduatı	50305.2	178367.7	324685.6	321123.9	392236.8
Diğer Kuruluşlar Mevduatı	105525.9	187982.2	311147.9	336759.7	336947.6
Döviz Tevdiatı	660558.8	1367626.8	2188874.2	2337415.7	2565128.0
Toplam Krediler	789853.2	1738270.3	2842956.2	2842956.2	3293359.1
Tarım	120427.7	326982.3	399895.0	420709.0	443161.0
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	92014.5	178290.2	295110.0	294909.6	321892.7
Mesleki (Küçük Esnaf ve Sanatkar)	15227.5	47242.0	59051.0	63028.0	67724.0
Gayrimenkul	46118.3	56350.0	64537.0	65753.0	66945.0
Denizcilik	397.8	1562.0	3160.0	3357.0	3950.0
Turizm	4916.0	7903.2	10580.0	10934.9	11075.3
Diğer İhtisas Kredileri	308.5	1842.0	47253.0	68604.0	74381.0
Ticari, Sınai, Sair	510442.9	1118098.5	1963369.5	2074544.7	2304230.0
PARA ARZI (milyar TL)	238981.0	396047.0	620375.0	624939.0	-
FIYATLAR (DİE; 1987 = 100, 1994 = 100)					
Toplam Eşya Fiyatları İndeksi (Genel)	5196.3	8733.7	358.0	377.6	369.9
Tarım (Genel)	4874.0	9313.7	413.3	444.6	465.3
İmalat Sanayii (Genel)	5287.6	8403.9	339.4	355.3	374.0
Tüketici Fiyatları (Türkiye)	6127.0	10962.3	371.9	396.0	416.5
Tüketici Fiyatları (İstanbul)	5856.8	10718.2	378.3	403.7	422.2
DIŞ ÖDEMELER (milyon \$)					
Dışalım (CIF)	23270.0	35709.0	-	-	-
Dışsattım (FOB)	18106.1	21635.9	-	-	-
İşçi Dövizleri	2627.0	-	-	-	-

Notlar: (1) TCMB altın ve döviz mevcuduna, altın stokunun yeniden değerlendirilmesinden doğan değer artışları dahildir. (2) TCMB kredilerine, borç tahkimleri (konsolide edilen krediler) dahil değildir. (3) Para arzı (M₁) dar tanımlıdır. (4) Fiyatlar, Ocak/1996'dan itibaren «1994=100» olarak verilmektedir. (5) Dışalım, dışsattım rakamları Şubat/1996, işçi dövizleri Ocak/1996 itibarıyla.

Sermaye Piyasası

Doç. Dr. MEHMET BOLAK

İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Fakültesi Öğretim Üyesi

Borsa İkinci MGK'yı Bekliyor

Birçok ay olduğu gibi, Mart ayında da, siyasi gelişmeler sermaye piyasasının bir numaralı belirleyicisi olmuştur. Şubat ayı sonunda gerçekleştirilen Millî Güvenlik Kurulu toplantısında alınan kararlar hükümette gerginlik yaratmış, koalisyonun DYP kanadıyla, Refah kanadı arasında sürtüşme havası doğmuştur. Başbakan Erbakan'ın, kurul kararlarını imzalamayacağı şeklindeki tavırları bir süre gündemi işgal etmiş, bu arada Şubat ayı enflasyon rakamlarının yüksek çıkması da borsada düşüş eğilimini körüklemiştir. Bir hafta kadar gecikmeyle imza krizinin sona ermesi piyasaları bir miktar rahatlatmış olsa da, koalisyon ortakları arasında her an uyumsuzluk çıkabileceği ve hükümetin ömrünün çok uzun olmadığı düşünceleri bir kez zihinleri bulandırmıştır.

Nitekim Mart ayının ortalarından itibaren, bu sefer zorunlu temel eğitimin kesintisiz 8 yıl mı, yoksa Refah partisinin emelleri doğrultusunda 5 + 3 yıl olarak mı uygulanacağı tartışması ipleri germiş, bu konu, 31 Mart'taki Millî Güvenlik Kurulu toplantısı yaklaşırken henüz bir çözüme kavuşmamış, piyasalar "31 Mart 1997 Pazartesi" gününün gergin bekleşiyi içine girmişlerdir.

Bu arada ekonomik ortamın, Refah Partisi'nin vurgulamaya çalıştığı gibi toz pembe olmadığı gün be gün anlaşılmakta, ortamın iyi gösterilmesi için bazı rakamların çarpıtıldığı ortaya çıkmaktadır. Bu durum bono piyasalarında güvensizliğe ve faiz oranlarının yükselmesine yol açmıştır. Böylece son zamanlarda en olumlu gösterge olarak yansıtılan; faiz oranlarının düşüklüğü ve düşük enflasyon oranı hedefleri de geçerliliğini yitirmiş ve enflasyon hedeflerinin revize edildiği resmi ağızlardan açıklanmıştır.

Bu olumsuz siyasi ve ekonomik koşullar altında, dış politikada da potlar kırılması, Avrupa Birliği konusunda da olumsuzluklara yol açmış, Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne hiçbir zaman giremeyeceğini imâ eder nitelikteki açıklamalar Al-

manya başbakanı, Helmut Köhl tarafından açıkça telif edilmiştir. Bu gelişmeler de iyimser davranmak için tutunacak dal arayan yatırımcıları iyice karamsarlığa sevk etmiştir.

Ayın son haftasında, bu olumsuz koşullar sonucu gelen satış baskısı, borsayı geriletmiş, "28 Mart 1997 Cuma" günü kapanış fiyatlarıyla İMKB Ulusal 100 indeksi 1552 puana gerilemiş, Şubat ayı sonuna göre % 3.72 oranında değer kaybetmiştir. Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi indeksindeki düşüş ise daha yüksek olmuş, yine "28 Mart 1997 Cuma" günü kapanış fiyatlarıyla, dergimiz indeksi 449.760,66 puana gerilemiş, Şubat ayı sonuna göre % 6.60 oranında değer kaybına uğramıştır. İndeks kapsamındaki hisselerden 11'i değer kazanır, 26'sı değer kaybederken, Aktaş, Gentaş ve Gübre Fabrikaları, ay içinde değerlerini koruyan hisseler olmuşlardır. Mart ayında en çok değer kazanan ve kaybeden hisseler Tablo 1 ve 2'de listelenmiştir. Şirketlerin 1996 yıl sonu mali tablolarının yayınlanması daha yeni tamamlanmış olmakla birlikte, önümüzdeki günlerde 3 aylık mali tablo beklentilerinin hisse fiyatlarına yön vermeye başlayacaklarını söylemek mümkündür. Ancak siyasi gelişmelerin her zaman bu tür ekonomik beklentilerin önüne geçtiğini de vurgulamakta yarar vardır.

Tablo 1
Mart Ayının En Başarılı Hisseleri

Dergi İndeksi Kapsamında	Verim (%)	Ulusal 100 İndeksi Kapsamında	Verim (%)
Petrol Ofisi	29.09	Net Holding	20.75
Pınar Süt	28.99	Ege Dış Tic.	20.73
Kav	14.46	Erbosan	20.69
Teletaş	12.70	Köytaş	18.75
Çimsa	8.00	THY	18.33
Konya Çim.	6.25	T. İş Bankası C	17.50
Çelik Halat	4.82	Gediz İplik	16.33
Ege Gübre	4.11	Çemtaş	16.07
Sarkuysan	3.85	Aygaz	11.76

Tablo 2
Mart Ayının En Başarısız Hisseleri

Dergi İndeksi Kapsamında	Verim (%)	Ulusal 100 İndeksi Kapsamında	Verim (%)
T. Garanti B.	-21.82	Altınyıldız	-22.34
Erdemir	-21.18	Doğan Hol.	-20.93
Arçelik	-20.73	Deva Hol.	-20.25
Kartonsan	-20.34	Sifaş	-20.24
Makina Takım	-19.40	Trakya Cam	-19.72
Eczacı Yat.	-16.13	Enka Hol.	-17.81
Mudurnu	-15.83	Anadolu Bira	-17.00
Ege Bira	-12.00	Mutlu Akü	-15.71
Hektaş	-11.69	Nergis Hol.	-14.44

Sermaye Artırımı ve Halka Arzlar

Yeni yılın ilk aylarında, sermaye artırımlarının düşük bir yoğunlukta gerçekleştiği gözlenebilmektedir. Mart ayında da sermaye artırımlarının sayısı 4 ile sınırlı kalmış, bu sermaye artırımları Tablo 3'de listelenmiştir.

Tablo 3
Mart Ayında Sermaye Artırımları (Milyon TL)

Şirket	Eski Ser.	Bedelli	%	Bedelsiz	%	Yeni Ser.
Akbank	18.000.000	18.000.000	100.00	14.000.00	77.78	50.000.000
Ege Profil	60.000	-	-	120.000	100.00	180.000
Finansbank	5.000.000	5.000.000	100.00	-	-	10.000.000
Raks Ev Alet.	50.000	-	-	250.000	500.00	300.000

Sermaye artırımlarının sayısının azlığına karşılık, kayıtlı sermaye tavanı artırımları, geçen aylarda olduğu gibi yine daha fazla sayıda olmuştur. Şirketlerin kayıtlı sermaye tavanlarını yükselterek, sermaye artırımlarını daha ileriki aylarda planladıkları anlaşılmaktadır. Tablo 4'de Mart ayında kayıtlı sermaye tavanı artırımları SPK tarafından onaylanan şirketler yer almaktadır.

Tablo 4
Mart Ayında Kayıtlı Sermaye Tavanı Artırımları (Milyon TL)

Şirket	Önceki Tavan	Yeni Tavan
Anadolu Sig.	3.000.000	30.000.000
Bolu Çim.	3.000.000	6.000.000
Denizli Cam	300.000	1.000.000
Gima	0	2.000.000
Kelebek Mob. (*)	250.000	2.500.000
T. İş Bankası	0	76.000.000
Teletaş	1.000.000	10.000.000

(*) Kelebek Mobilya'da kayıtlı sermaye tavanı artırımı Şubat ayında gerçekleştiği halde, geçen ayki yazımızda yer almamıştır.

Mart ayında hisseleri halka arz edilen iki şirket daha olmuş, Ceytaş Ceyhan Tekstil Sanayi A.Ş. hisseleri 3 Mart 1997 Pazartesi gününden itibaren 3.300 TL. baz fiyatla, Berdan Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. hisseleri de 27 Mart 1997 Perşembe gününden itibaren 12.500 TL. baz fiyatla borsa ulusal pazarında işlem görmeye başlamışlardır. Böylece, yıl başından beri hisseleri halka arz edilip bordada işlem görmeye başlayan şirket sayısı 5'e yükselmiştir.

Tablo 5
Şirketlerin Likidite ve Borç Durumları

ŞİRKET	CARİ	BORÇ	ŞİRKET	CARİ	BORÇ
AKAL TEKS.	1.75	50.70	HÜRRIYET G.	1.71	54.20
AKÇANSA	1.61	28.10	İHLAS HOL.	1.03	78.00
AKIN TEKSTİL	1.96	41.30	İNTEMA	1.56	55.00
AKSİGORTA	1.57	57.70	İZDAŞ	2.64	24.50
AKSU İPLİK	3.10	32.80	İZOCAM	2.48	46.40
AKTAŞ	1.63	69.40	KARTONSAN	3.25	21.30
ALTINYILDIZ	1.49	55.10	KAV	3.51	18.20
ANA. BİRA	1.07	37.70	KENT GIDA	2.25	67.30
ANA. CAM	0.43	80.50	KEPEZ ELEK.	2.75	70.60
ANA. SİG.	1.46	68.30	KEREVİTAŞ	1.17	79.40
ARÇELİK	2.03	55.50	KOÇ HOL.	4.63	6.70
ARDEM	1.94	48.90	KONFRUT GIDA	1.52	34.70
ASEL SAN	1.33	63.10	KONYA ÇİM.	1.67	33.20
AYGAZ	2.82	41.30	KORDSA	1.98	42.70
BATIÇİM	4.42	17.50	KÖYTAŞ	1.34	70.20
BAĞFAŞ	2.08	59.80	KÜTAHYA P.	1.39	53.70
BEKO ELEK.	1.51	67.50	MAKİNA T.	1.37	65.20
BİRLİK MEN.	1.78	36.40	MARDİN ÇİM.	2.30	29.20
BOLU ÇİM.	2.36	20.70	MARET	1.86	29.60
BORUSAN	1.25	61.90	MARMARİS M.O.	0.66	38.20
BOSCH FREN	1.69	46.10	MERKO GIDA	1.47	46.90
BOSSA	1.71	54.30	METAŞ	1.28	43.90
BRİSA	2.50	30.30	MİGROS	1.01	77.40
ÇELİK HAL.	2.07	37.90	MUDURNU	1.30	55.40
ÇEMTAŞ	2.29	34.70	MUTLU AKÜ	1.56	55.00
ÇİMSA	1.66	32.70	NERGİS HOL.	1.14	84.10
ÇUKUROVA EL.	0.92	76.20	NETAŞ	1.93	50.60
DARDANEL	1.05	76.60	NET HOLD.	4.50	2.80
DEVA HOL.	1.91	42.30	NET TURİZM	0.88	72.70
DÖKTAŞ	1.20	69.60	OLMUKSA	2.34	27.80
ECZ. İLAÇ	2.14	44.40	OTOSAN	2.07	43.50
ECZ. YAPI	1.60	47.90	PETKİM	3.11	20.00
ECZ. YAT.	25.91	0.20	PETROL OF.	2.01	54.80
EGE BİRA	0.83	40.40	PINAR SÜT.	1.44	65.80
EGE ENDÜSTRİ	1.64	53.30	RAKS ELEK.	1.33	62.60
EGE GÜBRE	1.16	63.90	SARKUYSAN	2.39	28.80
EGE PLAST	2.51	65.50	SİFAŞ	1.11	81.10
EGE SERAMİK	2.26	51.40	TELETAŞ	1.34	57.70
EGS DIŞ TİC.	1.04	92.90	TİRE KUT.	2.94	20.80
ENKA HOLD.	2.30	14.30	TOF. OTO FAB.	2.55	38.10
ERBOSAN	1.67	50.20	TRAKYA CAM	2.53	40.40
ERC. BİRA	1.15	56.40	TURÇAS	2.51	20.20
ERDEMİR	1.26	72.50	TÜPRAŞ	0.75	93.20
GEDİZ İPLİK	2.12	34.40	T.D. DÖKÜM	2.04	55.80
GENTAŞ	2.17	28.40	T. ŞİŞE CAM	2.46	6.90
GOOD-YEAR	2.01	50.40	USAŞ	2.07	50.00
GÜBRE FAB.	1.52	63.50	ÜNVE ÇİM.	2.65	25.60
GÜNEŞ SİG.	3.83	61.00	VAKIF FİN. K.	0.54	73.70
GÜNEY BİRA	0.87	45.60	YASAŞ	1.59	44.80
HEKTAŞ	2.00	36.00	YATAŞ	2.13	36.80
			ORTALAMA	2.126	48.23

Tablo 6
Hisse Başına Kâr, Fiyat/Kazanç ve
Piyasa / Defter Değeri Oranları

ŞİRKET	HBK	FK	PDD	ŞİRKET	HBK	FK	PDD
AKAL TEKS.	1.903.47	7.49	2.75	HÜRRİYET G.	1.400.11	6.93	1.96
AKÇANSA	545.47	36.21	5.61	İHLAS HOL.	580.76	36.16	4.58
AKIN TEKSTİL	1.390.77	9.71	3.02	İNTEMA	176.03	42.04	5.27
AKSİGORTA	273.58	23.39	3.36	İZDAŞ	29.87	70.30	1.34
AKSU İPLİK	1.271.17	9.44	2.77	İZOCAM	935.13	13.10	3.06
AKTAŞ	12.927.54	12.57	11.33	KARTONSAN	1.691.06	8.72	3.11
ALTINYILDIZ	1.599.54	14.69	4.25	KAV	313.31	13.25	3.01
ANA. BİRA	340.13	14.70	2.42	KENT GIDA	9.404.67	11.48	4.91
ANA. CAM	338.80	16.41	3.04	KEPEZ ELEK.	10.980.46	16.17	11.99
ANA. SIG.	1.090.59	6.42	2.82	KEREVİTAŞ	651.97	14.57	3.59
ARÇELİK	1.289.72	15.89	6.27	KOÇ HOL.	667.69	53.17	14.82
ARDEM	1.800.40	13.61	6.07	KONFRUT GIDA	1.261.66	11.29	3.98
ASELSAN	930.42	12.63	2.45	KONYA ÇİM.	1.116.48	14.33	3.76
AYGAZ	1.468.52	17.36	7.56	KORDSA	6.791.77	8.54	4.11
BATIÇİM	1.228.23	11.40	3.44	KÖYTAŞ	2.243.75	10.70	5.55
BAGFAŞ	3.335.96	9.59	2.55	KÜTAHYA P.	9.54	482.27	2.29
BEKO ELEK.	1.633.03	10.41	4.97	MAKİNA T.	294.96	11.36	2.42
BİRLİK MEN.	544.64	11.20	2.90	MARDİN ÇİM.	594.36	11.44	2.83
BOLU ÇİM.	490.97	9.78	2.06	MARET	1.128.60	15.51	2.34
BORUSAN	852.79	11.73	3.45	MARMARIS M.O.	225.35	14.20	1.59
BOSCH FREN	8.090.00	22.25	6.61	MERKO GIDA	619.87	12.58	2.82
BOSSA	1.324.24	7.93	2.28	METAŞ	-540.03	-18.33	2.75
BRİSA	6.424.15	9.96	4.20	MİGROS	2.491.38	55.19	23.17
ÇELİK HAL.	634.28	13.09	3.29	MUDURNU	835.13	14.37	3.21
ÇEMTAŞ	838.07	6.34	2.22	MUTLU AKÜ	453.50	15.44	3.74
ÇİMSA	810.71	23.13	4.84	NERGİS HOL.	605.15	14.87	3.20
ÇUKUROVA EL.	10.893.28	19.28	14.02	NETAŞ	3.272.31	11.00	4.95
DARDANEL	307.37	10.82	1.80	NET HOLD.	349.35	15.17	1.06
DEVA HOL.	353.96	11.16	1.56	NET TURİZM	4.021.99	8.45	3.93
DÖKTAŞ	579.51	36.67	5.57	OLMUKSA	20.51	248.66	2.49
ECZ İLAÇ	360.35	23.03	3.54	OTOSAN	7.221.36	9.97	6.59
ECZ. YAPI	473.67	10.98	2.08	PETKİM	8.148.98	7.36	1.84
ECZ. YAT.	784.65	19.75	3.48	PETROL OF.	4.196.68	13.11	8.29
EGE BİRA	479.77	78.16	11.31	PINAR SÜT.	679.22	10.16	3.02
EGE ENDÜSTRİ	1.011.77	10.08	4.12	RAKS ELEK.	4.895.27	7.66	1.98
EGE GÜBRE	330.56	22.08	2.55	SARKUYSAN	1.431.94	9.08	3.47
EGE PLAST	2.748.83	7.28	4.46	SİFAŞ	186.31	22.54	1.99
EGE SERAMİK	272.19	17.45	2.40	TELETAŞ	1.705.62	9.23	4.10
EGS DIŞ TİC.	1.353.59	15.14	2.99	TİRE KÜT.	650.85	10.76	2.61
ENKA HOLD.	488.67	74.69	22.67	TOF. OTO FAB.	545.11	15.59	2.93
ERBOSAN	772.22	11.27	3.53	TRAKYA CAM	236.23	30.06	4.13
ERC. BİRA	895.18	14.80	5.36	TURCAS	1.248.25	8.09	2.41
ERDEMİR	964.24	22.04	3.49	TÜPRAŞ	-4.060.80	-15.51	28.39
GEDİZ İPLİK	2.028.57	12.45	1.45	T.D. DÖKÜM	645.54	22.07	4.91
GENTAŞ	1.199.78	7.50	3.32	T. ŞİŞE CAM	558.96	35.33	7.92
GOOD-YEAR	6.969.85	11.76	7.52	USAŞ	51.648.72	6.58	6.18
GÜBRE FAB.	883.17	16.70	3.89	ÜNYE ÇİM.	772.18	8.42	2.73
GÜNEŞ SİG.	1.995.60	4.96	2.78	VAKİF FİN. K.	1.311.07	4.96	2.47
GÜNEY BİRA	696.52	14.64	4.25	YASAŞ	2.734.51	7.13	2.96
HEKTAŞ	851.59	9.04	3.23	YATAŞ	4.500.87	9.00	3.55
				ORTALAMA	2.409.56	23.14	4.68

Yıl Sonu Bilançoları

1996 yıl sonu bilançolarının şirketler tarafından yayınlanması tamamlanmış olup, her sene olduğu gibi, şirket bilançolarından yararlanarak bazı oran değerleri hesaplanmaya çalışılmıştır. Yıl boyunca, çeşitli bilanço dönemlerinde yapılacak hesaplamalara esas teşkil etmek üzere 100 şirketten oluşan bir örnek kütle teşkil edilmiştir. Bu örnek kütleyle, 1997 yılı başında İMKB Ulusal 100 indeksine esas teşkil etmek üzere seçilen şirketlerle, bu indeks kapsamında yer almamakla birlikte, dergimiz indeksinde bulunan şirketler dahil edilmiş, farklı bilanço yapılarına sahip olan bankalar (Akbank, Demirbank, Garanti Bankası, İş Bankası, Yapı Kredi Bankası), farklı bilanço dönemlerine sahip olan Doğan Holding ve Medya Holding, yıl içinde Koç Holding ile birleşeceği açıklanmış olan Koç Yatırım ve genellikle bilanço açıklamalarını geciktiren THY, örnek kütle kapsamı dışında bırakılarak, örnek sayısı 100 ile sınırlandırılmıştır. 1997 yılı boyunca yapılacak analizlerde hep aynı örnek kütle kullanılacaktır.

Tablo 5'te örnek kütleimizdeki şirketlerin 1996 yıl sonu bilançolarından hesaplanan likidite ve borçluluk oranları yer almaktadır. Likiditeyi ölçmekte kullanılan CARI (Cari Oran), dönen varlıkların, kısa süreli borçlara bölünmesiyle hesaplanmıştır. 100 şirket için hesaplanan ortalama CARI değeri, tablodan görülebileceği gibi 2.126 olmakla birlikte, CARI değeri çok yüksek olan Eczacıbaşı Yatırım hariç tutulduğunda ortalama 1.886'ya gerilemektedir. Bu ortalama, kısa vadeli borçlanmanın ağırlık taşıdığı ülkemiz koşullarında, yeterince tatminkar bir değerdir. Yatırım şirketleri ve Holdinglerde likiditenin yüksek, finansal kiralama şirketlerinde ise düşük olması, bu sektörler için normal özelliklerdir. Bu şirketlerin dışında, Batıçim, Güneş Sigorta, Kav, Kartonsan ve Aksu İplik yüksek likiditeleriyle dikkat çekerlerken, Anadolu Cam, Çukurova Elektrik, Ege Bira, Güney Bira, Marmaris Martı Otel, Net Turizm ve Tüpraş, 1'in altındaki CARI değerleriyle, ödeme güçlüğü sinyalleri vermektedirler.

Tablo 5'in ikinci sütununda görülen BORÇ değerleri ise, şirketlerin toplam borçlarının, toplam varlıklarına bölünmesiyle hesaplanmıştır. 100 şirket için hesaplanmış ortalama borçluluk oranı % 48.23 olup, oldukça makul bir düzey teşkil etmektedir. Burada da Yatırım Şirketi ve Holding'lerin düşük borçlanma düzeyine sahip oldukları gözlenmekte, ancak Nergis Holding bu konuda bir istisna teşkil ederek, en borçlu şirketler arasında yer almaktadır. Faiz oranı risklerinin çok yüksek olduğu ülkemizde % 70'in ve hele % 80'in üzerindeki borçlanma düzeylerinin son derece tehlikeli olduğunu kabul etmek gerekmektedir. Tabloda yer alan şirketlerden 5'inin BORÇ değerleri % 80'in üzerinde olup, bu şirketler, Tüpraş (% 93.20), Egs Dış Ticaret (% 92.90), Nergis Holding (% 84.10), Sifaş (% 81.10) ve Anadolu Cam (% 80.50) şeklinde sıralanmaktadır.

Tablo 6, şirketlerin hisse başına kârlarına ve borsa göstergelerine yer vermektedir. Tablonun ilk sütunundaki HBK değerleri, 1996 yıl sonu net kârlarının, yine 1996 yıl sonu itibarıyla şirketlerin ödenmiş sermayelerini temsil eden 1000

TL nominal değerli hisse senedi sayılarına bölünmesiyle hesaplanmıştır. Örnek kütlede yer alan şirketlerden ikisinin, Metaş ve Tüpraş'ın 1996 yılını zararlar kapatmaları görülebilmektedir. 100 şirket için hesaplanan ortalama hisse başına kâr değeri, 2409.56 TL bulunmuştur. Ancak ödenmiş sermayeleri son derece düşük kalmış olan üç elektrik şirketi (Aktaş, Çukurova ve Kepez) ile Usaş'ta hisse başına kârı çok yüksek olmaktadır. HBK değerleri 10.000 TL'nin üzerinde bulunan bu 4 şirket hariç tutulduğunda HBK ortalaması 1609.43 TL'ye gerilemektedir. Sayılan bu 4 şirketin dışında, HBK değeri 6.000 TL'nin üzerinde olan 8 şirket daha bulunmakta, bu şirketler, Kent Gıda (9404.67 TL), Çemtaş (8838.07 TL), Petkim (8148.98 TL), Bosch Fren (8090.00 TL), Otosan (7221.36 TL), Good-Year (6969.85 TL), Kordsa (6791.77 TL) ve Brisa (6424.15 TL) şeklinde sıralanmaktadır.

Tablo 6'nın diğer iki sütununda yer alan değerler, hisselerin fiyatlarının ucuz veya pahalı olup olmadıklarını değerlendirme amacına yöneliktir. İkinci sütunda yer alan fiyat/kazanç oranı (FK) değerleri, "28 Şubat 1997 Cuma" günkü borsa kapanış fiyatlarının, HBK değerlerine bölünmesiyle hesaplanmıştır. FK değerinin düşüklüğü, hisse fiyatının ucuzluğuna, FK değerinin yüksekliği ise hisse fiyatının pahalı olduğuna işaret etmektedir. Ortalama olarak bakıldığında, 100 şirketin FK ortalamasının 23.14 olduğu gözükmemekte, ancak 100'ün üzerinde FK değerine sahip Kütahya Porselen ve Olmuksa hariç tutulduğunda ortalama 16.15'e gerilemektedir. Zarar açıklamış iki şirket için FK değerleri doğal olarak negatif olmaktadır. Bu iki şirket dışında Ege Bira, Enka Holding, İzdaş, Migros, Koç Holding, İntema, Döktaş, Akçansa, İhlas Holding ve T. Şişe Cam'ın 30'un üzerinde FK değerlerine sahip oldukları görülmektedir. Fiyatı ucuz kalmış hisseler olarak ise, Güneş Sigorta (4.96), Vakıf Finansal Kiralama (4.96), Çemtaş (6.34), Anadolu Sigorta (6.42), Usaş (6.58), Hürriyet Gazetecilik (6.93), Ege Plast (7.28), Petkim (7.36) ve Akal Tekstil (7.49), 7.50'nin altında FK değerleriyle dikkat çekmekte, değer kazanma potansiyeli vaatmektedirler.

Fiyatların ucuz veya pahalı olduğunu değerlendirmek için yararlanılacak diğer bir gösterge de piyasa değerlerinin defter değerlerine oranıdır (PDD). PDD değerleri, yine "28 Şubat 1997 Cuma" gününe ait kapanış fiyatlarının, hisse başına düşen özvarlık değerine bölünmesiyle bulunmuştur. Ortalama PDD değeri 4.68, Enka Holding, Migros ve Tüpraş hariç tutulduğunda bulunan PDD değeri ise 4.06'dır. Yukarıdaki üç şirket dışında, fiyatı fazla yükselmiş sayılabilecek ve 10'un üzerinde PDD değerine sahip şirketler, Koç Holding (14.82), Çukurova Elektrik (14.02), Kepez Elektrik (11.99), Aktaş (11.33) ve Ege Bira (11.31) şeklinde sıralanmaktadır. Enerji sektörü şirketlerinin piyasa değerlerinin hayli yükselmiş olduğu görülmektedir. Öte yandan, piyasa değeri defter değerinin altında kalmış şirket bulunmamakta, en ucuz kalmış şirketler olarak, Net Holding (1.06), İzdaş (1.34), Gediz İplik (1.45), Deva Holding (1.56), Marmaris M.O. (1.59), Dardanel (1.80), Petkim (1.84), Hürriyet Gazetecilik (1.96), Raks Elektronik (1.98) ve Sifaş (1.99) sıralanmaktadır. Buraya kadar saymış olduğumuz çeşitli kriterler

açısından ön sıralarda yer alan şirket hisselerine yatırım yapmak, kazanç şansını arttıracaktır.

İndeks Kapsamında Değişiklik

TABLO 7
İndeks Kapsamında Değişiklik

Çıkan Hisseler	Giren Hisseler
Altınıyıldız	Aksa
Anadolu Sig.	Alarko San.
Bosch Fren	Anadolu Gıda
Bossa	Çelebi
Ege Endüstri	Döktaş
Enka Holding	Finansbank
Erbosan	Milpa
Kerevitaş	Sasa
Konfrut Gıda	Siemens
Kütahya Por.	Tansaş
Merko Gıda	Tümteks

Borsa Yönetim Kurulu'nca alınan karar uyarınca, Nisan–Haziran aylarında borsa Ulusal 100 indeksinin hesaplanmasına, açığa alım–satım ve kredili işlemlere esas teşkil edecek hisse senetlerinde değişikliğe gidilmiş, 11 hisse Ulusal 100 indeksi kapsamından çıkarılırken, 11 yeni hisse indeks kapsamına alınmıştır. İndeks kapsamından çıkarılan ve dahil edilen hisseler Tablo 7'de görülmektedir.

Kanımızca, İMKB ulusal 100 indeksinde 3 ayda bir yapılan değişiklikler biraz fazla sık olmaktadır. İndeksin sürekliliği açısından, kapsamdaki hisse senetlerinin daha uzun süreli düşünülmesinde yarar vardır. Örneğin; Ulusal 100 indeksi kapsamındaki hisselerin hiç değilse 1 yıl süreyle sabit tutulması indeksin sürekliliği ve tutarlılığı açısından daha sağlıklı olacaktır. Zaten Ulusal 100 indeksi kapsamına en yüksek performanslı, işlem hacmi en yüksek hisse senetleri dahil edilmekte, bu hisselerde en ufak bir performans düşüklüğü gözlemlendiğinde ise indeks kapsamından çıkarılmaktadırlar. Böylece, Ulusal 100 indeksi, sürekli olarak piyasanın en başarılı hisselerini kapsamakta, suni olarak değeri yüksek tutulmaktadır. Borsa indeksinin daha gerçekçi bir gösterge haline gelmesi isteniyorsa, kapsam değişiklikleri daha az yapılmalı, kapsamdaki hisselerin başarısız olmalarına da şans tanınmalıdır. Öte yandan, bu değindiğimiz hususlar açısından daha tutarlı bir gösterge olduğuna inandığımız ve teşkil edilmesini son derece olumlu karşıladığımız İMKB Ulusal–Tüm indeksine gereken önem verilmemekte ve yeterince duyurulmamaktadır. Medyada, eskiden alışlageldiği üzere, Ulusal 100, Ulusal Sınai ve Ulusal Mali indeksleri yayınlanmakta, diğer indekslere ilgi gösterilmemektedir. Oysa, Ulusal 100 indeksinin yanısıra Ulusal–Tüm indeksinin de günlük değerlerinin medyada yayınlanmasının borsanın gidişatı hakkında kamuoyuna daha güvenilir bir bilgi sağlayacağı kuşkusuzdur.

Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi Hisse Senedi Fiyat İndeksi

(Ocak 1974 = 100)

Aylar	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Ocak	714.75	6793.38	8224.39	12953.90	10382.15	46499.72	66641.02	121282.26	482009.45
Şubat	822.11	7402.13	10950.59	9572.27	14056.56	43685.74	72135.19	148672.55	481567.26
Mart	923.62	6957.24	9793.56	11006.98	13455.69	36336.97	94874.84	178248.67	449760.66
Nisan	1009.89	7054.56	8814.38	10128.12	20399.46	37260.41	109201.43	174945.81	
Mayıs	1334.72	8438.48	7932.99	9067.92	21856.16	40688.45	112502.77	166514.22	
Haziran	1745.24	7573.16	8275.36	12297.79	26303.88	52300.27	116528.07	193595.07	
Temmuz	1554.78	10664.47	7533.47	11754.44	24501.68	59216.98	128087.60	176955.20	
Ağustos	1716.64	10166.14	7950.10	11314.53	27193.90	69147.24	110555.47	183969.42	
Eylül	2673.32	10907.66	6913.80	10310.15	33729.97	68630.14	98538.52	207830.76	
Ekim	3486.07	10596.87	6835.47	9077.97	34444.97	66413.15	114393.38	238854.42	
Kasım	3241.70	6955.17	10214.39	9344.20	44519.48	74373.54	96196.98	267385.51	
Aralık	4940.99	6750.24	11048.39	9744.28	51099.56	71525.29	96450.06	277923.68	

13 Büyük Bankanın Ortak Kuruluşu

**YATIRIM
FİNANSMAN A.Ş.**

«Danışmadan Karar Vermeyiniz»

Gn. Md. Tel: (212) 282 20 10 (10 Hat) Fax: 282 15 50
Ankara Şube Tel: (312) 417 30 45 (11 Hat) Fax: 417 30 52
İzmir Şube Tel: (232) 441 80 72 (8 Hat) Fax: 441 80 94

Sıra No.	Kuruluşun Adı	Kayıtlı Sermaye (Milyon TL)	Çıkarılmış (Ödenmiş) Sermaye (Milyon TL)	Takvim Yılı Kârı (Net)			Dağıtılan Kâr Payı (%)			Piyasa Fiyatı (TL)			
				1993 (Milyon TL)	1994 (Milyon TL)	1995 (Milyon TL)	1993 (Net)	1994 (Net)	1995 (Net)	Mart 1996	Ocak 1997	Şubat 1997	Mart 1997
1	AKTAŞ	-	250.000	-	-	929.662	-	-	-	400.000	200.000	162.500	162.500
2	ANADOLU CAM	8.000.000	2.389.000	44.731	161.647	153.595	25	60	39	5.700	2.950	2.850	2.750
3	ARÇELİK	30.000.000	6.750.000	1.118.954	1.107.368	3.010.177	100	26	35	3.400	23.000	20.500	16.250
4	BAĞFAŞ	2.000.000	200.000	192.442	445.728	300.947	60	120	100	34.500	35.500	32.000	30.500
5	BOLU ÇİMENTO	6.000.000	1.900.000	52.219	201.300	554.630	13.25	27.80	31.44	3.750	4.600	4.800	4.400
6	BRISA	1.063.125	1.063.125	197.251	750.626	2.469.222	62	33	110	25.500	65.000	64.000	62.000
7	ÇELİK HALAT	1.000.000	539.000	18.606	39.071	108.668	30	20.30	27	6.000	8.000	8.500	9.700
8	ÇİİSA	1.404.000	1.404.000	245.957	614.745	670.379	220	740	115	44.000	14.000	18.750	20.250
9	ÇUKUROVA ELEKTRİK	-	500.000	590.165	8.736	538.409	120	10	130	36.000	240.000	210.000	197.500
10	DOKTAŞ	1.000.000	480.000	124.386	221.282	273.144	90	60	62.50	13.000	17.250	21.250	19.250
11	ECZACIBASI YATIRIM	3.000.000	400.000	44.543	90.339	132.597	25	50	-	16.500	14.250	15.500	13.000
12	EGE BİRACILIK	3.150.000	1.576.512	383.366	1.149.526	1.217.144	100	100	-	26.000	37.000	37.500	33.000
13	EGE GÜBRE	500.000	2.128.291.2	37.198	125.783	97.480	50	200	37	6.300	7.100	7.300	7.600
14	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	20.000.000	6.336.000	421.849	2.234.869	8.786.278	9	24.66	65.26	8.300	21.500	21.250	16.750
15	GENTAŞ	600.000	449.260	-	-	257.981	-	-	-	27.000	9.700	9.000	9.000
16	GOOD-YEAR	1.500.000	534.125	271.504	795.566	1.855.422	120	125	300	7.600	85.000	82.000	80.000
17	GÜBRE FABRİKALARI	2.500.000	576.000	100.333	250.101	114.913	20	20	10	16.000	15.750	14.750	14.750
18	GÜNEY BİRA	1.000.000	344.074	95.404	260.492	434.383	55	55	60	11.000	10.500	10.200	9.500
19	HEKTAŞ	2.000.000	928.000	17.693	14.610	499.190	16.85	5.23	59.23	1.675	7.400	7.700	6.800
20	İZMİR DEMİR ÇELİK	10.000.000	8.300.000	111.169	280.445	54.452	6.50	10.50	-	9.600	2.650	2.100	2.150
21	İZOC-İİ	4.000.000	450.000	113.750	156.335	220.972	75	50	40	27.000	10.100	12.250	11.750
22	KARTONSAN	2.700.000	1.620.000	186.437	673.242	2.030.810	60	120	130	41.500	14.750	14.750	11.750
23	KAV	3.000.000	2.340.000	1.400	148.850	151.776	-	130	65	21.500	3.800	4.150	4.750
24	KOC HOLDING	16.000.000	10.000.000	1.019.330	3.294.193	3.702.432	75	65	15	20.000	37.000	35.500	32.500
25	KONYA ÇİMENTO	-	406.120	-	-	120.783	-	-	-	17.500	15.500	16.000	17.000
26	KORDSA	10.000.000	425.250	69.839	436.633	1.259.441	21.50	100	140	1.700	65.000	58.000	54.000
27	MAKİNA TAKİM	3.500.000	821.427.75	5.779	18.734	50.016	-	2	6	7.100	3.400	3.350	2.700
28	MİGROS	1.000.000	540.000	82.729	395.144	716.101	210	220	40	76.000	152.500	137.500	130.000
29	MUDURNU TAV	-	300.000	-	-	224.902	-	-	-	17.750	11.250	12.000	10.100
30	OLUKSA	2.000.000	1.270.500	3.650	225.547	587.737	-	45	110	24.500	4.800	5.100	4.700
31	OTOSAN	2.500.000	1.320.000	743.845	397.840	2.607.218	400	25	100	23.000	70.000	72.000	73.000
32	PETROL OFİSİ	20.000.000	2.520.000	1.171.665	2.924.574	4.027.689	211.34	93.18	144.34	11.000	53.000	55.000	71.000
33	PINAR SÜT	984.150	984.150	68.734	9.367	105.016	136	10	120	13.500	6.900	6.900	8.900
34	SARKUNSAN	10.000.000	1.134.000	117.760	575.334	887.118	100	150	100	32.000	14.250	13.000	13.500
35	TELETAŞ	10.000.000	1.000.000	(5.653)	(44.928)	552.445	-	-	75	8.500	15.500	15.750	17.750
36	TURK DEMİR DÖKÜM	3.600.000	1.500.000	284.596	55.742	371.859	90	6.5	25	25.000	13.500	14.250	13.750
37	T. GARANTİ BANKASI	-	18.000.000	-	-	9.029.604	-	-	-	6.700	9.400	11.000	8.600
38	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM	50.000.000	5.600.000	209.587	427.966	1.312.990	10	17	50	14.250	19.000	19.750	18.000
39	YAPI KREDİ B	-	25.779.600	66.041	2.969.293	16.225.432	27.60	60	20	5.400	5.000	5.800	5.600
40	YASAŞ	972.000	324.000	72.123	215.515	66.892	50	200	17	4.450	15.250	19.500	16.500

Araştırma

Dr. SEYHUN DOĞAN

İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Araştırma Görevlisi

BAHAR ŞANLI

İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Araştırma Görevlisi

5 Nisan 1994 Ekonomik Önlemler Uygulama Planı'nın Kamu Kesimi Açıklarına Yönelik Tedbirleri ve Sonuçları

GİRİŞ

Her şeyden önce gelişmekte olan ekonomilerin ileri boyutlardaki kamu sektörü açığı ve negatif kamu tasarrufu, yetersiz vergi gelirlerine ve aşırı kamu harcamalarına işaret etmektedir. Ülkemizde de özellikle 1980'lerin sonlarından itibaren hızlanan kamu açığındaki temel sorunların başında, vergi matrahının darlığı ve yaygın vergi kaçırılması gelmiştir.

Özelleştirmede istenilen seviyeye ulaşamayan ülkemizde, büyük ve verimsiz birimler olan KİT açıkları, son dönemde artan askeri harcamalar ve izlenen popülist politikalar sonucunda ivme kazanan konsolide

bütçe açıkları kamu kesimi açıklarında başı çekmiştir.

1994 Ocak ayında patlayan ınali krizde de bu kamu açıkları önemli rol oynamış ve yürürlüğe konulan 5 Nisan 1994 Ekonomik Önlemler Uygulama Planı da bütçe harcamalarını daraltıcı ve ek vergiler yoluyla gelir arttırıcı önlemler üzerinde yoğunlaşmıştır.

Bu çalışmayla 1990'larda ülkemizde kamu kesimi açıkları ele alınmış ve 5 Nisan 1994 Kararları'yla uygulamaya konulan önlemler ve sonuçları makroekonomik performans

göstergeleriyle karşılaştırmalı olarak incelenmiştir.

1. TÜRKİYE'DE 5 NİSAN 1994 KARARLARI ÖNCESİNDE KAMU KESİMİ AÇIKLARI

Türkiye ekonomisinde makro dengelerde meydana gelen bozulmanın başlıca nedeni, hızla artan kamu kesimi açığıdır. 1981–1987 döneminde ortalama % 4,4 düzeyinde gerçekleşen kamu kesimi açığının milli gelire oranı⁽¹⁾, sonraki yıllarda hızlı bir artışa geçmiştir. 1988–1993 döneminde ortalama % 8,4'e yükselen bu oran 1993 yılında % 12,1'e çıkmıştır. Söz konusu yılda kamu gelirlerinin GSMH'ye oranı % 19,6 iken kamu harcamaları için bu oran % 31,7 olmuştur (Tablo 1).

Toplam kamu kesimi açığının bileşiminde en büyük payı sırasıyla konsolide bütçe ve KİT almaktadır. 1993 yılı için toplam kamu açıklarının % 54,8'ini konsolide bütçe, % 20'sini ise KİT oluşturmuştur. Bir önceki yıla

göre konsolide bütçedeki açıkların payı % 34,6 oranında artarken, KİT açıklarının payında % –35,9'luk bir gerileme olmuştur (Tablo 2). Konsolide bütçe ve KİT açıklarının GSMH'den aldığı pay ise sözkonusu yılda sırasıyla % 6,9 ve % 2,5 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 3).

Son dönemlerde, önce mahalli idarelerin daha sonra da fonlar ve sosyal güvenlik kuruluşlarının gelir–gider dengeleri bozulmuş ve kamu açıkları içindeki payları artmaya başlamıştır. Bu durum, kamu açıklarının büyümesinde rol oynamıştır⁽²⁾.

1988 yılından itibaren faizlerdeki yükselme, gerek KİT'i, gerekse Hazine'yi bu yüksek faiz düzeyleriyle borçlanmaya itmiş ve bu da kamu borçlanma gereksinimini olabildiğince yükseltmiş ve bazı zamanlar karşılanamaz boyutlara getirmiştir⁽³⁾. Bununla birlikte, özellikle 1989 yılından sonra uygulanan ücret ve fiyat politikasının kamu finansman dengelerindeki bozulmanın nedeni olduğu şek-

TABLO 1
TÜRKİYE'DE KAMU KESİMİ AÇIĞI / GSMH
(1987 – 1993) (%)

Yıllar	Kamu Harcamaları / GSMH	Kamu Gelirleri / GSMH	Kamu Açığı / GSMH
1987	28,2	22,2	6,0
1988	26,7	21,9	4,8
1989	26,0	20,8	5,3
1990	27,7	20,3	7,4
1991	29,1	18,5	10,5
1992	29,7	18,8	10,9
1993	31,7	19,6	12,1

linde genel bir kanı da vardır⁽⁴⁾. Faiz yükümlülükleriyle birlikte aşırı ücret artışlarında siyasal nedenler önemli rol oynamıştır⁽⁵⁾.

1989'dan beri uygulanan popülist politikalar sonuçta, toplam gelirlerin, cari harcamaların altında seyretmesine (1993 yılı) ve hükümetin ücretleri ödeyebilmek için iç ve dış piyasalara borçlanmasına neden olmuştur⁽⁶⁾.

Ekonominin genel dengesinde toplam kaynakların yeri ve kullanımı incelendiğinde, kamu sektöründeki

dengelessizlikler açıkça görülmektedir (Tablo 4, Tablo 5).

1989'dan 1993'e kadar özel kesim tasarruflarında sürekli istikrarlı bir artış söz konusu iken kamu tasarrufları devamlı düşerek 1992 ve 1993'te negatif oranlara inmiştir. 1993 yılında özel kesimin tasarrufları GSMH'nin % 24.1'ine ulaşmış; ancak toplam iç kaynaklardan yapılacak yatırım % 19,4 olarak gerçekleşmiştir. Devletin özel kesim tasarruflarından % 4,7'sini cari tüketim harcamaları için kullanması bunun nedenini oluşturmuştur. Bu durumda GSMH'nin % 4.2'si kadar dış tasarrufa yönelmek zorunlulu-

TABLO 2
TÜRKİYE'DE KAMU KESİMİ AÇIKLARININ DAĞILIMI
(1987 - 1993) (%)

Yıllar	Konsolide Bütçe	KİT	Mahalli İdareler	Döner Serm. ve Sos. Güv. Kur.	Fonlar	Toplam
1987	57,1	54,1	7,5	-9,4	-9,5	100
1988	64,0	45,0	7,5	-5,3	-11,2	100
1989	62,5	36,0	3,9	-7,1	-4,8	100
1990	40,8	51,6	0,2	-3,9	11,4	100
1991	51,1	30,4	4,4	1,4	12,7	100
1992	40,7	31,2	7,3	2,3	18,5	100
1993	54,8	20,0	7,7	4,7	12,6	100

Kaynak: Erdoğan Öner, a.g.m., s. 178.

Türkiye 96, Finans Dünyası Eki, Ocak 1996, s. 77.

TABLO 3
TÜRKİYE'DE KAMU KESİMİ AÇIĞININ DAĞILIMININ
GSMH'YE ORANI (%)

Yıllar	Konsolide Bütçe	KİT	Mahalli İdareler	Sosyal Güv. Kur.	Diğer
1990	3,0	3,8	0,0	-0,3	0,8
1991	5,3	3,1	0,3	0,1	1,3
1992	4,3	3,3	0,8	0,2	2,0
1993	6,9	2,5	0,8	0,6	1,2

Kaynak: TÜSİAD, a.g.e., s. 35.

ğu doğmuştur⁽⁷⁾. Bununla birlikte, kamu tüketiminin GSMH'ye oranı seçim yılında yükseldikten sonra bu trendini sürdürmüştür. Ancak kamu gelirleri aynı trendi göstermemiştir. 1993 yılında kamu tüketimi GSMH'nin % 18,7'sine ulaşırken, kamu gelirleri % 14'e gerilemiştir. Kamu gelirlerindeki

bu temel sorun, vergi matrahının darlığı ve yaygın vergi kaçırılmasından kaynaklanmıştır. Bu her iki neden de, ekonominin 1920'lere dayanan yapısal sorunları olmuştur ve bir reforma ihtiyaç vardır. Kamu harcamaları cephesinde de iç açıcı bir durumla karşılaşılmamaktadır. Soğuk Savaş'ın biti-

TABLO 4
KAYNAKLAR VE KULLANIMI
(1989 – 1993) (%)

	1989	1990	1991	1992	1993
Özel Tasarruf / GSMH	17,3	18,4	22,8	23,1	24,1
Kamu Tasarrufu / GSMH	6,4	4,5	0,7	-1,4	-4,7
Toplam İç Tasarruf / GSMH	23,7	22,9	23,6	21,6	19,4
Dış Tasarruf / GSMH	-1,2	2,3	0,3	0,8	4,2
Toplam Yatırım / GSMH	22,4	25,2	23,3	22,4	23,6
Özel Yatırım / GSMH	12,5	13,5	12,3	13,2	14,2
Kamu Yatırımı / GSMH	9,9	11,7	11,1	9,3	9,4
Özel Tas. – Yat. Farkı	4,9	4,9	10,6	9,9	9,9
Kamu Tas. – Yat. Farkı	-3,5	-7,2	-10,3	-10,7	-14,1

Kaynak: Asaf Savaş Akat, "1994 Bunalımı Üstüne Çeşitlemeler", s. 18.

TABLO 5
KAMU TÜKETİMİ – YATIRIMIN FİNANSMANI VE ÖZEL
TASARRUFLARIN KULLANIMI (1989 – 1993)

	1989	1990	1991	1992	1993
Kamu Tüketimi / GSMH	11,4	13,5	16,7	17,5	18,7
Finansmanı:					
Kamu Gelirleri	11,4	13,5	16,7	16,1	14,0
Özel tasarruflar	0	0	0	1,4	4,7
Kamu Yatırımı / GSMH	9,9	11,7	11,1	9,3	9,4
Finansmanı:					
Kamu tasarrufları	6,4	4,5	0,7	0	0
Özel tasarruflar	3,5	4,9	10,4	8,5	5,2
Dış tasarruflar	0	2,3	0	0,8	4,2
Özel Tasarruflar / GSMH	7,3	18,4	22,8	23,1	24,1
Kullanımı:					
Özel Yatırım	12,5	13,5	12,3	13,2	14,2
Kamu tüketimi	0	0	0	1,4	4,7
Kamu yatırımı	3,5	4,9	10,4	8,5	5,2
Dış Borç Geri Ödeme	1,2	0	0,3	0	0

Kaynak: Asaf Savaş Akat, "1994 Bunalımı Üstüne Çeşitlemeler", s. 19, 20.

mi ve terörle mücadele nedeniyle askeri harcamalardaki artış, verimsiz birimler olan KİT açıkları, fazla merkezi yönetim gibi nedenler bu gelişmede etkili olmuştur. Buna karşılık özelleştirme çabalarında beklenen etkinlik sağlanamazken, sosyal güvenlik sisteminin yeniden yapılandırılması acil bir gereklilik göstermektedir⁽⁸⁾.

Kamu kesimi açıklarının büyüklüğü kadar, bu açıkların finansman şekli de üzerinde önemle durulması gereken bir konudur. Kamu açıklarının finansmanı iç veya dış borçlanma yoluyla yapılmaktadır. Tahvil veya bono satışı veya Merkez Bankası kaynakları yoluyla iç borçlanma gerçekleştirilmektedir.

Bu kaynaklar arasında son dönemde dış borçlanmadan çok iç borçlanmaya ağırlık verilmiş, toplam finansman içerisinde dış borçlanmanın payı giderek azalmıştır. İç borçlanmada (net) ise, Hazine kısa vadeli avansında 1991 yılıyla birlikte önemli

artışlar gözlenmiştir. Bononun iç borçlanmadaki payı 1992'de % 20'nin üzerine çıkarken, Hazine'nin Merkez Bankasından aldığı kısa vadeli avansların payı % 14,9 olarak gerçekleşmiştir. Önceleri önemli olan tahvil yoluyla borçlanma ise son dönemde önemini kaybetmiştir. (Tablo 6). Özellikle iç borçların giderek büyümesi, borç faizi ödemelerinin artmasına neden olmuş ve borç-faiz kısır döngüsü meydana gelmiştir. Sonuçta borç faizi ödemelerinin yanında, maaş ve ücretlerde sağlanan büyük oranlı yükselmeler kamu harcamalarının artmasının iki önemli nedenini oluşturmuştur.⁽⁹⁾

Ekonomide kamu açıklarının git-tikçe büyümesi hem iç hem de dış dengelerin bozulmasının da sebebi olmuştur. Kamu açığının finansmanında karşılaşılan zorluklar özellikle 1993 yılının son aylarından itibaren iktisadi faaliyeti olumsuz yönde etkilemeye başlamıştır⁽¹⁰⁾.

TABLO 6
TÜRKİYE'DE KAMU KESİMİ GELİR-HARCAMA-BORÇLANMA
GEREĞİ ve FİNANSMANI (%)

	1990	1991	1992	1993 ^(*)
Borçlanma Gereği	100.0	100.0	100.0	100.0
Dış Borçlanma (NET)	109628.3	181002.6	318544.6	575932.8
İç Borçlanma (NET)	3595.1	2769.2	16308.0	11683.4
Tahvil (NET)	27.1	3.5	13.2	9.5
Bono (NET)	6.6	19.5	20.6	25.2
Hazine (KVA)	1.1	16.3	14.9	18.0
Diğer	52.9	56.5	37.3	41.8

(*) Tahmin

K.V.A. Kısa Vadeli Avans

Kaynak: Erdoğan Öner, *a.g.m.*, s. 175.

Kamu açıklarının borçlanma yoluyla finansmanı, faiz oranlarını vade yapıları kısılacak şekilde yükseltmiştir⁽¹¹⁾.

Bununla birlikte enflasyonun kronikleşmesinin en önemli nedenlerinden biri olan ve sürekli yükselen kamu açıklarının yurtiçi faiz oranları üzerindeki baskısının devam ettiği bir ortamda sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, kısa vadeli sermaye girişlerinin kontrolsüz olarak hızlanmasına da neden olmuştur. Kısa vadeli sermaye hareketlerindeki bu hızlı yükseliş bir yandan ithalatın finansmanını sağlarken, diğer yandan kamu açıklarının kapatılması için ek kaynak yaratmıştır. Bu gelişmeler Türk Lirası'nın reel olarak değer kazanmasını hızlandırarak iç ve dış piyasalarda ekonominin rekabet gücünün zayıflamasına ve kısa vadeli-yüksek faizli dış borçlanma yoluyla ülke dışına önemli oranda kaynak transferine yol açmıştır⁽¹²⁾.

Türk Lirası'nın döviz kuru karşısında, değer kaybının enflasyon oranının altında tutulduğu son yıllarda kamu kesimi finansman gereğinin GSMH'ye oranı giderek yükselmiş ve 1991'le birlikte % 10'un üzerinde seyretmiştir (Tablo 7). Özellikle 1993 Mart ayında yerel seçimler öncesinde kamu kesimi açığının büyümeye devam etmesi ve finansmanın büyük oranda kısa vadeli avanslara dayanırılması, piyasalardaki istikrarsızlığı krize dönüştüren unsurlardan biri olmuştur⁽¹³⁾.

2. 5 NİSAN 1994 EKONOMİK ÖNLEMLER UYGULAMA PLANI'NIN KAMU KESİMİ AÇIKLARINA YÖNELİK TEDBİRLERİ

Ekonomik dengelerin kurulmasında kamu kesimi açıklarının azaltılması zorunluğu olduğu için, ülkemizde 5 Nisan 1994 tarihinde kamu açıklarını, dolayısıyla bütçe açığını hızla düşürmeyi hedefleyen, 5 Nisan 1994

TABLO 7
TÜRKİYE'NİN BAZI MAKRO EKONOMİK GÖSTERGELERİ (%)

Yıllar	Kamu Kesimi Finansman Gereği / GSMH (%)	Toptan Eşya Fiyat endeksi (%)	GSMH Reel Artış Hızı (%)	Faiz Oranları 1 Yıllık Hazine Bonosu (%)	Ort. Kur. (TL/\$) (%)	Ort. Kur. (TL/DM) (%)
1990	7.4	52.7	9.4	58.9	22.9	43.5
1991	10.2	55.1	0.4	72.9	59.8	54.9
1992	10.6	62.1	6.4	77.8	64.8	63.3
1993	12.1	58.3	7.6	89.2	61.0	55.9

Kaynak: DPT, 1994 Yılı Programı, Ankara, 1994, s. 16.

DPT, 1995 Yılı Geçiş Programı, Ankara, 1995, s. 24, 53.

İlker Parasız, Kriz Ekonomisi, 1. Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1995, s. 160.

Kararları olarak da bilinen Ekonomik Önlemler Uygulama Planı yürürlüğe konmuştur. Bu Kararlar çerçevesinde alınan, kamu gelirlerini arttırıcı ve kamu harcamalarını disiplin altına alıcı önlemler şu şekilde sıralanabilir⁽¹⁴⁾:

Gelir Arttırıcı Önlemler

– Vergi ödemeyen kesimlerin bu alışkanlıklarına son verilerek, vergi denetimleri kamuoyuna açık olarak yaygın ve yoğun olarak yapılacaktır.

– KİT mal ve hizmet fiyatları döviz kurundaki artışlar ve piyasa koşulları dikkate alınarak belirlenmek yoluyla önemli ölçüde arttırılacaktır. Altı ay içinde KİT fiyatları dondurulacaktır. Şeker ve çay fiyatlarına 1994 yılının sonuna kadar zam yapılmayacaktır.

– Bütçe açıklarının hızla kapatılması için, akaryakıt tüketim vergisinden bütçeye ayrılan pay % 50'den % 70'e çıkartılmış; akaryakıt fiyat istikrar fonu kesintisi % 10'dan % 25'e yükseltilmiştir. Ayrıca KİT fiyat ayarlamalarıyla ortaya çıkan ilave hasılatın bir kısmı Hazine'ye aktarılacaktır.

– KİT'lerin Hazine'ye olan borçlarını hızla ödemeleri için gerekli düzenlemelere gidilecektir.

– Kamu kuruluşlarına ait paraların, T.C. Merkez Bankası veya T.C. Ziraat Bankası dışındaki bankalardaki vadeli hesaplarda veya repoda tutulması önleneyecek, kamu yararı ve Hazine birliği esası gözönünde tutularak değerlendirilmesi yoluna gidilecektir.

– Devletin mülkiyetindeki sosyal tesis, kamp ve lojmanların kira bedelleri rayiç düzeylerine çıkarılacak ve kira gelirleri bütçeye aktarılacaktır.

– Hazine'nin mülkiyetindeki taşınmaz mallarından satış işlemleri hazırlananlar satılırken, bu işlemlerin kolaylaştırılmasına yönelik düzenlemelere gidilecektir.

Harcama Kısıcı Önlemler

– 1994 yılı bütçe kanununun geçici ve sürekli işçilerin istihdamına ilişkin hükümleri titizlikle uygulanacaktır. İşçilerin fazla mesai ücretleriyle ilgili mevcut ödeneklerde % 50'lik bir kısıntı sözkonusu olmuştur.

– 1994 yılında memur maaş artışları, mevcut bütçe ödenekleriyle sınırlı tutulacaktır.

– KİT sözleşmeli personelinin ücretleriyle eş değer statüdeki memur maaşları arasındaki dengesizlik zamanla giderilecektir.

– Kamu personel alımları dondurulacaktır.

– Merkezi hükümet paralelinde yerel yönetimlerin de geçici işçi istihdamı sınırlandırılacaktır.

– 1994 yılında, kamu yatırım programına yeni projeler katılmayacaktır. Bu yılda bitecek olanların dışında tüm kamu projelerinden % 20 oranında kısıntı yapılmıştır.

– Kamu kuruluşlarının taşra harcamaları yavaşlatılarak, Hazine üze-

rindeki finansman yükü hafifletilecektir.

– Yatırımları hızlandırma ödeneği kullanılacaktır.

– Kamuda taşıt kullanımı sınırlandırılacak, mevcut taşıtların önemli bir kısmı satılacak veya trafikten çekilecektir.

Nisan–Haziran 1994 döneminde bütçe uygulamasına büyük önem verilerek, kamu kesimi borçlanma gereğinde hızlı azalma sağlanmasının öngörüldüğü programda bütçe gelirlerindeki artış;

– 3 trilyon TL'si tekel ürünleri fiyatlarının artırılması ve bu kuruluşun Hazine'ye olan vergi borçlarının tahsil edilmesinden,

– 4.3 trilyon TL'si akaryakıt fiyat istikrar fonu kesintisinin artırılmasından,

– 5,5 trilyon TL'si petrol ürünleri fiyatlarının artırılması ve akaryakıt tüketim vergisinden bütçeye aktarılan payın yükseltilmesinden,

– 3,5 trilyon TL'si diğer gelir artırıcı önlemlerin uygulanmasından,

– 3 trilyon TL'si yatırımların kısılmasından,

– 16 trilyon TL'si, başta KİT'e yapılan transferler olmak üzere faiz haric transfer harcamalarındaki kısıtlamalardan sağlanacaktır.

– Uygulanan bu önlemlerle Nisan–Haziran döneminde bütçe açığından 38 trilyon TL'lik iyileşme sağ-

lanacak ve bütçe açığı bu üç ay için 10 trilyon TL'ye indirilecektir. Böylece bu dönemde 16,3 trilyon TL. ilave gelir sağlanırken, bütçe harcamalarının 22 trilyon TL'lik kısıntı sözkonusu olacaktır. Kamu kesimi açığının Merkez Bankası kaynaklarından finansmanı önemli ölçüde azalacaktır⁽¹⁵⁾

Kamu açıklarının artışında rol oynayan, başta SSK olmak üzere sosyal güvenlik kuruluşlarının yükünü azaltmak için emeklilik yaşının ileri alınması kararıyla yapılan taslak, Çalışma Bakanlığı'nca geri çekilmiştir. T. C. Merkez Bankası'nın özerkleşmesi ve kamuya açtığı kredilerin zaman içinde gittikçe daraltılması hedefine rağmen, Hazine ödemeler için sıkıntıya düşünce, T. C. Merkez Bankası'ndan avans kullanmıştır. Ekim 1993'te kaldırılması kararlaştırılan KDV'de iade sistemi, tepkiler karşısında yürütülemezdir. İstikrarlı olarak uygulanamayan bu önlemlere rağmen 1994'ün ilk beş ayında kamu açığının giderek azaldığı ve 49,2 trilyon TL'ye indiği açıklanmıştır. Ancak program bir yıla mahsus tedbirleri (ek vergiler gibi) içermiş ve yeni gelir artırıcı politikaların mutlaka gündeme geleceği beklentisine yol açmıştır⁽¹⁶⁾.

Kamu kesimi açıklarının azaltılması için, öncelikle bütçe açığında artışın kontrol altına alınması ve Hazine'nin nakit ihtiyacının karşılanması kapsamında bir defaya mahsus olarak tahsilatı yapılan ek vergiler ve oranları, aşağıdaki (Tablo 8) gibi olmuştur:

Bununla birlikte, vergi iadesinde aylık ödeme yerine yıllık ödeme sistemine geçilmiştir⁽¹⁷⁾.

3. 5 NİSAN 1994 EKONOMİK ÖNLEMLER UYGULAMA PLANI SONRASINDA KAMU KESİMİ AÇIKLARI

1994 yılında uygulanan bu istikrar önlemlerinin etkisiyle % 7,9 oranında gerileyen kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH'ye oranı, 1995 yılında da düşüş eğilimini devam ettirmiş ve % 5,4 olarak gerçekleşmiştir. Konsolide bütçe, faiz ödemeleri dışarda tutulduğunda 1994 yılında

GSMH'nin % 0,2'si oranında açık veren kamu kesimi finansman dengesi, 1995 yılında GSMH'nin % 1,9'u oranında fazla vermiştir. 1996 yılında ise, kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH'ye oranının % 9,6 oranında gerçekleşmesi tahmin edilmektedir. Konsolide bütçe faiz ödemeleri dışarda tutulduğunda ise kamu kesimi finansman dengesinin GSMH'nin % 0,6'sı oranında fazla vereceği beklenmektedir.

Bütçe türleri bakımından ele alındığında, 1996 yılında kamu kesimi borçlanma gereğindeki bozulmanın esasen konsolide bütçeden kaynaklandığı görülmektedir. 1995 yılında %

TABLO 8
TÜRKİYE'DE 1994 YILINDA GETİRİLEN EK VERGİLER

Vergi Adı	Matrah	Oran
Ekonomik Denge Vergisi	Gelir ve kurumlar vergisi mükellefleri, 94 beyannameleri üzerinden	% 10
	Götürü usulde vergilendirilen mükellefler, 94 matrahları üzerinden	% 10
Net Aktif Vergisi*	A aktif toplam amortisman – karşılıklar	% 1,5
	B gayri safi satış hasılatı	% 2
Gayrimenkul Vergisi**	150 m ² 'yi geçmeyen bir konut dışındaki bina ve arsa	Ek vergi
Ek Motorlu Taşıtlı Vergisi	Ticari araçlar dışında kullanılan değeri 500 milyon TL'den fazla	% 4
	1 milyar TL'den fazla	% 8

* A ve B'den hangisi büyükse.

** Mevcut oranlar itibarıyla.

Kaynak: TÜSİAD, a.g.e., s. 36.

4,0 oranında gerçekleşen konsolide bütçe açığının GSMH'ye oranının 1996 yılında % 8,8 seviyesine çıkması beklenmektedir. Bütçe dengesindeki 4,8 puanlık bu bozulma, esasen, faiz harcamalarının GSMH'ye oranındaki 2,9 ve sosyal güvenlik kuruluşlarına yapılan transferlerin GSMH'ye oranında 1,0 puanlık artıştan kaynaklanmaktadır. 1995 yılında GSMH'nin % 0,6'sı oranında fazla veren işletmeciler KİT finansman dengesinin, 1996 yılın-

da % 0,2 oranında açık vereceği beklenmektedir (Tablo 9, Tablo 10).

Yapısal önlemleri de içeren 5 Nisan 1994 Ekonomik Önlemler Uygulama Planı'yla özelleştirmenin alt yapı sorunlarının çözülmesi ve özelleştirmeye hız, hacim ve etkinlik kazandırılması hedefine istenilen düzeyde ulaşılamaması^(1B) dolayısıyla da, kamu açıklarının azalmasında etkinlik sağlanamamıştır.

TABLO 9
TÜRKİYE'DE KAMU KESİMİ BORÇLANMA GEREĞİ ve FİNANSMAN
(Carli Fiyatlarla Milyar TL)

	1994	1995	1996 ⁽¹⁾	1997 ⁽²⁾
Konsolide Bütçe	152.180	316.623	1.300.000	0
KİT	54.870	-16.928	40.455	48.671
- İşletmeciler	47.254	-48.162	35.235	54.493
Mahalli İdareler	14.597	33.956	36.336	62.880
Döner Sermaye	261	3.119	1.321	1.351
Sos. G. v. Kur.	22.568	49.577	22.475	44.249
Fonlar	35.049	49.542	20.144	-43.291
Özelleştirme Kapsamındaki Kur.	26.142	-10.314	-463	-8.975
TOPLAM KAMU KESİMİ				
BORÇLANMA GEREĞİ	305.666	425.575	1.420.268	104.885
FİNANSMANI				
Dış Borçlanma (Net)	-68.349	-67.858	-205.241	-193.274
Dış Borç Ödemesi	152.966	333.333	700.061	1.079.144
Dış Borç Kullanımı	84.617	265.475	494.820	885.869
İç Borç / Alacak (Net)	374.015	493.433	1.625.509	298.159
Bono (Net)	244.217	197.218	1.152.500	-1.354.400
Tahvil (Net)	-70.339	85.657	76.700	1.412.100
Hazine Kısa Vadeli Avansı	51.857	94.723	179.000	135.600
Diğer	148.280	115.835	217.309	104.859

(1) Gerçekleşme Tahmini

(2) Program

Bununla birlikte, 1996 yılında kamu tüketiminin cari fiyatlarla % 102,8 oranında artması ve GSMH içindeki payının 1995 yılında % 9,6 olan seviyesinden 1996 yılında % 10,3'e yükselmesi beklenmektedir. Bu gelişmede, konsolide bütçe personel harcamalarının GSMH içindeki payının 0,3 puan, diğer cari harcamaların payının ise 0,4 puan artması belirleyici olmaktadır. 1997 yılı programına göre % 77,8'lik bir artışla kamu tüketiminin

GSMH'den aldığı pay % 10,7 olarak belirlenmiştir.

Kamu kesimi sabit sermaye yatırımlarının ise, bir önceki yıla göre cari fiyatlarla % 107,4'lük bir artışla GSMH içindeki payının % 4,6 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmekte olup, 1997 yılı için bu artış % 92,8 olarak öngörülmüştür.

5 Nisan 1994 Ekonomik Önlemler Uygulama Planı'nın özellikle ilk altı aylık uygulama döneminde konsolide

TABLO 10
TÜRKİYE'DE KAMU KESİMİ BORÇLANMA GEREĞİ ve FİNANSMANIN
GSMH'YE ORANI (%)

	1994	1995	1996 ⁽¹⁾	1997 ⁽²⁾
Konsolide Bütçe	3,9	4,0	8,8	0,0
KİT	1,4	-0,2	0,3	0,2
- işletmecisi	1,2	-0,6	0,2	0,2
Mahalli idareler	0,4	0,4	0,2	0,2
Döner Sermaye	0,0	0,0	0,0	0,0
Sos. GÜv. Kur.	0,6	0,6	0,2	0,2
Fonlar	0,9	0,6	0,1	-0,2
Özelleştirme Kapsamındaki Kur.	0,7	-0,1	-0,0	-0,0
TOPLAM KAMU KESİMİ				
BORÇLANMA GEREĞİ	7,9	5,4	9,6	0,4
FİNANSMANI				
Dış Borçlanma (Net)	-1,8	-0,9	-1,4	-0,8
Dış Borç Ödemesi	3,9	4,2	4,7	4,3
Dış Borç Kullanımı	2,2	3,4	3,3	3,5
İç Borç / Alacak (Net)	9,6	6,3	11,0	1,2
Bono (Net)	6,3	2,5	7,8	-5,3
Tahvil (Net)	-1,8	1,1	0,5	5,6
Hazine Kısa Vadeli Avansı	1,3	1,2	1,2	0,5
Diğer	3,8	1,5	1,5	0,4

(1) Gerçekleşme Tahmini

(2) Program

bütçe dengesinde olumlu gelişmeler sağlanmasına karşılık (Mayıs ve Haziran aylarında bütçe sırasıyla 6,4 ve 7,3 trilyon TL. fazla vermişse de) 1997 yılında kamu tasarruf-yatırım farkı -189.312 milyar TL. olmuştur (Tablo 11).

Kamu harcamaların GSMH'ye oranının % 26,1'e gerilediği 1995 y-

lında kamu gelirlerinin GSMH'ye oranı ise % 21,5'ten % 20,7'ye inmiş, 1996 yılında ise bu oranın % 20,5 olacağı tahmin edilmektedir. 1997 yılı için kamu harcamalarının ve kamu gelirlerinin GSMH'ye oranlarında denklik sağlamak üzere bir programlama yapılmıştır. Buna göre 1997 yılı program hedefleri kamu harcamaları/GSMH için % 27,8, kamu gelirle-

TABLO 11
KAYNAKLAR VE KULLANIMI
(1995 - 1997) (%)

	1995	1996*	1997**
Özel Tasarruf / GSMH	24,7	26,9	23,5
Kamu Tasarrufu / GSMH	-0,5	4,0	0,7
Toplam İç Tasarruf / GSMH	24,3	22,8	24,2
Dış Tasarruf / GSMH	3,3	5,5	4,5
Toplam Yatırım / GSMH	24,8	25,1	25,2
Özel Yatırım / GSMH	21,0	20,6	20,0
Kamu Yatırımı / GSMH	3,8	4,5	5,2
Özel Tas. - Yat. Farkı (Milyar TL)	113.428	239.255	116.456
Kamu tas. - Yat. Farkı (Milyar TL)	-189.312	-404.758	-231.256
Toplam Tüketim / GSMH	78,5	80,4	79,2
Kamu Tüketimi / GSMH	9,6	10,3	10,7
Özel Tüketim / GSMH	68,9	70,1	68,5

* Gerçekleşme Tahmini

** Program

Kaynak: T.C. Resmi Gazete, 1997 Yılı Programı, s. 228/2 Mük., 9 Kasım 1996, s. 131, 132.

TABLO 12
TÜRKİYE'DE KAMU KESİMİ AÇIĞI / GSMH
(1994 - 1997) (%)

Yıllar	Kamu Harcamaları / GSMH	Kamu Gelirleri / GSMH	Kamu Açığı / GSMH
1994	29,4	21,5	7,9
1995	26,1	20,7	5,4
1996*	30,1	20,5	9,6
1997**	27,8	27,4	0,4

* Gerçekleşme Tahmini

** Program

Kaynak: T.C. Resmi Gazete, 1997 Yılı Programı, s. 228/2 Mük., 9 Kasım 1996, s. 156.

ri/GSMH için % 27,4 olurken kamu açığı/GSMH oranı 1996 yılına göre 9,2 puan gerileyerek % 0,4 olacaktır (Tablo 12). Kamu kesimi borçlanma gereğinde öngörülen bu iyileşmede konsolide bütçe faiz harcamalarının GSMH'ye oranının 2,8 puan düşmesinin; vergi gelirlerinin GSMH'ye oranının 2,5 puan artmasının; özelleştirme ve gayrimenkul satışlarından beklenen gelirlerin etkili olacağı tahmin edilmektedir. Faiz ödemeleri ile özelleştirme ve gayrimenkul satışları hariç tutulduğunda, kamu kesimi finansman fazlası 1996 yılına göre 1,5 puan artarak % 1,9 olmaktadır.

Ayrıca, 1996 yılında da net dış borç geri ödemesi sonucunda kamu kesimi açığının yurtiçi mali kaynaklardan sağlanmasına devam edilmiştir. 1995 yılında % 6,3 olan net iç borçlanmanın GSMH'ye oranının 1996 yılında % 11,0 düzeyinde gerçekleşme-

si beklenmektedir (Tablo 9, Tablo 10).

Böylece, istikrar önlemlerinin alındığı 1994 yılının ardından ortalama kur artış hızının (TL/\$) % 54,0'e, toptan eşya fiyat endeksinin % 86'ya indiği ve GSMH reel artış hızının % -6,1'den % 8,0'a çıktığı 1995 yılı, kamu kesimi finansman gereğinin GSMH'ye oranının % 5,4'e çekildiği bir yıl olmuştur.

1996 yılındaki yükselme tahmininin ardından 1997 yılı kamu kesimi finansman gereğinin % 0,4'e geriletilmesi ve GSMH reel artış hızının ise % 4,0 olması yönünde bir program hedefi belirlenmiştir (Tablo 13).

1996-2000 yıllarını kapsayan VII. Beş Yıllık Kalkınma Planı'yla sunulan orta vadeli tahminler de, dönem sonunda kamu kesimi finansman gere-

TABLO 13
TÜRKİYE'NİN BAZI MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİ (%)

Yıllar	Kamu Kesimi Finansman Gereği / GSMH (%)	Toptan Eşya Fiyat Endeksi ⁽¹⁾ (%)	GSMH Reel Artış Hızı (%)	Rel Falz Oranı Artış Hızı (%)	Ort./Kur Artış Hızı (TL/\$) (%)
1994	7,9	120,7	-6,1	-11,4	170,6
1995	5,4	86,0	8,0	1,5 ⁽⁴⁾	54,0
1996 ⁽²⁾	9,6	72,8	7,5	-	-
1997 ⁽³⁾	0,4	-	4,0	-	-

(1) Toptan Eşya Fiyat Endeksi Artış Hızı.

(2) Gerçekleşme Tahmini

(3) Program

(4) Geçici

Kaynak: DPT, 1994 Yılı Programı, s. 16.

DPT, 1995 Yılı Programı, s. 24, 53.

Osman Demir, "5 Nisan Kararlarının Ex-post Analizi", *Görüş*, s. 25.

TÜSIAD Yayını, İstanbul, 1996, s. 37.

ğinin GSMH'ye oranının % 3-3,2'lere indirilmesi yönünde olmuştur⁽¹⁹⁾.

SONUÇ

Ülkemizde uzun yıllardan beri süregelen kamu açıkları, son yıllarda hızla yükselme eğilimine girmiştir. Konsolide bütçe ve KİT'in önemli paya sahip olduğu kamu açıklarında, son yıllarda gelir-gider dengeleri bozulan sosyal güvenlik kurumları, fonlar ve yerel yönetimlerin de payı artmaya başlamıştır.

Ülkemizde kamu harcamalarınındaki artışın en önemli nedenleri, borç faizi ödemeleriyle personel giderlerindeki büyüme olup, bunların dışında hâlen diğer harcamalarda büyük bir değişiklik görülmemiştir.

Ayrıca, kamu harcamalarının büyümesine karşılık kamu gelirlerinin artırılmaması kamu açıklarındaki büyümenin temel nedeni olmuştur.

Bu bakımdan, ekonominin iç ve dış dengelerinin bozulmasına neden olan yüksek düzeylerdeki kamu açıklarının azaltılması zorunludur. Bunun için, bütçe ve KİT ile birlikte, diğer kamu kurumlarının gelir-gider dengelerinin düzeltilmesi, kamu harcamalarının kısılması ve kamu gelirlerinde önemli artışlar sağlanması zorunludur. Bu yönde uygulamaya konulan 5 Nisan 1994 Ekonomik Önlemler Uygulama Planı'nın harcamaları azaltıcı ve gelirleri arttırıcı önlemlerine karşılık, kamu açıklarını gidermede istenilen başarı yakalanamamış, kamu kesiminde etkinliği arttıracak yapısal

değişim (vergi reformu, kayıt dışı kesimin vergilendirilmesi, kanunun çıkmasına karşılık güçlü bir özelleştirme uygulaması, sosyal güvenlik kuruluşları reformu, yerel yönetimler reformu, kamu kesiminde istihdamın rasyonalizasyonu gibi) henüz gerçekleştirilememiştir. Özellikle faiz ödemelerinin neden olduğu konsolide bütçe açıkları, kamu açıklarını hızlandırıcı etkisini devam ettirmektedir.

Sonuç itibarıyla 2000'li yıllarda tam anlamıyla bütünleşme hedefinde olan Avrupa'da Türkiye'nin söz sahibi olabilmesi için, ekonomik krizlere yol açan yapısal sorunlarının başında gelen kamu kesimi açıklarının biran önce önüne geçilmesi zorunludur. Bu bakımdan Avrupa Birliği ülkelerinde 7 Şubat 1992'de kabul edilen ve 1993'te yürürlüğe giren Maastricht Anlaşmasıyla kamu kesimine yönelik olarak;

- Bütçe açığının GSYİH'nin % 3'ünü aşmaması,

- Kamu borçlarının GSYİH'nin % 60'ını geçmemesi şeklindeki ekonomik kriterlerin gerisinde kalan Türkiye için Avrupa Birliğine girme amacı, kamu kesimine yönelik reformların hayata geçirilmesini gerekli kılmaktadır.

DİPNOTLAR

1. TÜSİAD, *1995 Yılına Girenken Türk Ekonomisi*, Yay. No: T/95, 1-169, İstanbul, s. 35.

2. Erdoğan Öner, "Kamu Kesimi Gelir-Harcama ve Borçlanma Gereği: Genel Bir Değerlendirme (1975-1983)", *Kamu Kesimi Finansman Açıkları*, İkt. Fak.

Yay. No: 554, Maliye Araş. Merk. Yay. No: 80, İstanbul, 1996, s. 160, 161.

3-5. Hurşit Güneş, "Letarjim + Popülizm = Göz Göre Göre 5 Nisan", *Görüş*, s. 15, TÜSİAD Yayını, İstanbul, 1994, s. 46.

4. M. Nazım Ekinci, "Kriz ve Para Politikası Üzerine", *Görüş*, s. 15, TÜSİAD Yayını, İstanbul, 1994, s. 38.

6. Asaf Savaş AKAT, "1994 Bunalımı Üstüne Çeşitlemeler", *Görüş*, s. 15, TÜSİAD Yayını, İstanbul, 1994, s. 18, 19.

7. Asaf Savaş AKAT, "Dönüm Noktasındaki Türkiye", *Görüş*, s. 24, TÜSİAD Yayını, İstanbul, 1996, s. 19, 20.

8. Asaf Savaş AKAT, "Dönüm Noktasındaki Türkiye", s. 19, 20.

9. Erdoğan Öner, *a.g.m.*, s. 169, 170.

10. TÜSİAD, *a.g.e.*, s. 35.

11. Erdoğan Öner, *a.g.m.*, s. 170.

12. DPT, *1995 Yılı Geçiş Programı*, İstanbul, 1995, s. 1.

13. TÜSİAD, *a.g.e.*, s. 35.

14. DPT, *Ekonomik Önlemler Uygulama Planı (5 Nisan 1994)*, Ankara, 1994, s. 7-16, İlker Parasız, *Kriz Ekonomisi*, 1. Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1995, s. 177, 178.

15. İlker Parasız, *a.g.e.*, s. 176.

16. Gülten Kazgan, *Yeni Ekonomik Düzen'de Türkiye'nin Yeri*, 1. Baskı, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul, 1994, s. 233, 234.

17. TÜSİAD, *a.g.e.*, s. 37.

18. İlker Parasız, *a.g.e.*, s. 182.

19. DPT, *VII. Beş Yıllık Kalkınma Planı Stratejisi (1996-2000)*, Ankara 1995, s. 53.

KEMAL KURDAŞ

EKONOMİK POLİTİKA ÜZERİNE

İncelemeler-Yorumlar

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

Fiyatı: 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

EKONOMİK GÖSTERGELER DIŞ DÜNYA (NİSAN 1997)

Ülkeler	GSYİH*	Tüketici Fiyatları*	Ücretler Kazançlar*	İşsizlik Oranı (%) (En Son)	Dış Ticaret Dengesi** (Milyar \$) (Son 12 Ay)	Carli İşlem Dengesi** (Milyar \$) (Son 3 Ay)	Falz Oranları (%)	
							Para Piyasası (Son 3 Aylık)	Kredi
A.B.D.	3.1	3.0	3.8	5.5	-191.2	-165.1	5.41	8.50
Almanya	1.9	1.7	1.6	10.3	65.1	-17.6	3.10	4.75
Avustralya	3.1	1.5	2.9	8.4	-0.7	-15.0	6.25	9.25
Avusturya	0.3	1.8	5.0	7.3	-8.1	-4.0	3.28	8.25
Belçika	1.9	1.5	1.8	13.7	14.9	14.9	3.23	7.00
Danimarka	3.3	2.2	3.8	9.2	5.2	1.9	3.55	6.00
Fransa	2.1	1.6	2.6	12.1	24.1	21.3	3.19	6.30
Hollanda	2.8	2.2	1.6	6.9	22.9	21.1	3.06	4.75
İngiltere	2.6	2.7	4.9	7.9	-18.1	0.1	6.00	7.00
İspanya	2.6	2.5	4.5	22.4	-19.2	8.8	5.70	8.00
İsveç	1.8	-0.4	5.7	7.7	17.6	5.5	3.65	5.70
İsviçre	-0.6	0.5	1.3	4.6	1.3	20.2	1.81	3.88
İtalya	0.5	2.4	4.5	11.8	43.9	42.9	7.44	9.38
Japonya	3.1	0.6	-0.7	3.3	83.0	67.0	0.47	1.63
Kanada	2.3	2.2	3.7	9.6	25.5	-1.3	2.93	4.75

Açıklamalar: (b.d.) = Belli Değil. Kaynak: The Economist, 5 Nisan 1997.

(*) 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

İnceleme

UFUK SELEN

Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F. Maliye Bölümü Araştırma Görevlisi

Finansal Serbestleştirme ve Kamu Açıklarının Enflasyonist Etkisi

A – Giriş

1970'li yıllarda özellikle az gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik istikrarsızlıkların nedenleri araştırıldığında finansal sistem üzerindeki baskıların önemli bir rol oynadığı tesbit edilmiştir. Finansal sistem üzerindeki baskılardan kaynaklanan istikrarsızlıkların giderilmesi için finansal sistemin serbestleştirilmesi gerektiği fikri ortaya atılmıştır. Finansal sistemin serbestleştirilmesi ile ilgili bu görüşü ilk olarak Ronald Mc Kinnon ve Edward Show adındaki iktisatçılar gündeme getirmiştir. Mc Kinnon ve Show'un gerçekleştirmiş oldukları çalışmalar, gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal kontrollerin uzun dönemde ekonomik büyüme üzerindeki olumsuz etkileri ile ilgilidir. Sonuçta, bu

kontrollerin kaldırılması veya finansal sistemin serbestleştirilmesi ile olumsuzlukların giderilebileceği vurgulanmıştır. Literatürde Mc Kinnon – Show hipotezi olarak bilinen finansal serbestleştirmeden beklenen olumlu sonuçların elde edilebilmesi için bir ön koşul oluşturulmuştur⁽¹⁾. Finansal serbestleştirmenin önşartı olarak kabul edilen bu koşul kamu finansman açığının kontrol edilmesi ve minimum düzeyde tutulmasıdır. Çünkü, kontrol edilemeyen kamu açıkları nihai olarak, merkez bankası üzerinde baskıda bulunacak ve sonuçta enflasyonist bir etkiye neden olabilecektir.

⁽¹⁾ İlyas Şıklar, Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik İstikrar, Eskişehir, 1991, s. 71

Buradan hareketle, çalışmada 1980 sonrası dönemde Türkiye'de yaşanan finansal serbestleştirme sürecinde serbestleştirmenin başarısı için öne sürülen kamu açıklarının kontrol altında tutulması gerektiği görüşüne uyulup uyulmadığının araştırılmasına gayret edilmiştir. Çalışmada, önce finansal sistem ve sistemin sahip olabileceği yapılar açıklandıktan sonra finansal serbestleştirme kavramına değinilmiştir. Daha sonra Türkiye'deki finansal serbestleştirme çalışmaları ve bu dönemde yaşanan kamu açıklarının durumu incelenerek, kamu açıklarının finansal sistem üzerinde yarattığı baskı araştırılmıştır.

B – Finansal Sistem ve Yapıları

Finansal sistem, bir ekonomideki fon dolaşımının gerçekleştirilmesini sağlayan, dolaylı ve dolaysız olarak bu akımı etkileyen ve fon oluşumuna katkıda bulunan birçok unsurun oluşturduğu bir organizasyon olarak tanımlanmaktadır⁽²⁾. Bu organizasyon içinde yer alan unsurlar, fon sunucuları, fon kullanıcıları, fon piyasaları, aracı kurumlar, finansal araçlar ve sistemi düzenleyen kurallardır.

Genel olarak finansal sistemin işlevi, bireysel ve kurumsal tasarrufları bir arada toplamak ve bunların harcamacı birimlere ulaşmasını sağlamak biçiminde özetlenebilir. Her ekonomik yapı içinde fon bulma imkanı vardır. Ancak, finansal açıdan önemli olan konu ekonomide fon ihtiyacının karşılanıp karşılanmadığı değil, finansal sistemin nasıl bir yapıya sahip olduğu veya olması gerektiğidir. Bir finansal sistem iki tür yapıdan birine

sahip olabilir. Bunlar; finansal piyasa ekonomisi özellikleri taşıyan yapı ve kredi ekonomisi özellikleri taşıyan yapılanmaıdır⁽³⁾.

1 – Finansal Piyasa Ekonomisi

Finansal piyasa ekonomisi yatırımcıların fon ihtiyaçlarını karşılayan direkt finansal araçların arz ve talebinin finansal pazarlamacılar tarafından gerçekleştirildiği ve piyasa sinyallerine göre çalışan finansal yapılanma olarak tanımlanabilir. Bu yapılanma içinde iktisadi birimlerin kendi nam ve hesabına borçlanmaları söz konusudur. Çünkü, fon arz ve talebinde bulunan birimler aracı bir kurum olmadan doğrudan birbirleri ile karşılaşır. Burada gerçekleşen fon transfer işlemleri fon arz ve talebinin esnekliğine bağlı olarak gerçekleştirilir. Fon transferinin arz ve talebe göre gerçekleşmesi fon kullanım maliyeti olan faiz oranının serbestçe belirlendiğini ifade etmektedir.

Finansal piyasa ekonomisinde devletin sistem üzerindeki baskısı en düşük düzeydedir. Devlet sistem içinde bir işlemci olmaktan öte, düzenle-

⁽²⁾ Mustafa Çıkrıkçı, Türk Bankacılık Sistemine İlişkin Bir Değerlendirme (1973–1988) Milli Produktivite Merkezi Yayınları No: 424, Ankara, 1990, s. 39

⁽³⁾ Yavuz Canevi, "Borç ve Piyasa Ekonomisi Yaklaşımları Açısından Para Politikası: Türkiye Örneği". Türkiye 2. İktisat Kongresi, T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Yayın No: 1783, Ankara, 1981, s. 366 ve Mahmut Duran, "Kamu Finansman Açıklarının Optimal Finansmanı", Kamu Kesimi Finansman Açıkları, X. Maliye Sempozyumu, 14–18 Mayıs 1994, s. 444.

yici ve denetleyici görev yapmaktadır. Ancak, sistemde kendiliğinden belirlenen arz talep dengesi, merkez bankasının yaptığı açık piyasa işlemlerinden etkilenabilmektedir. Böyle bir yapıda merkez bankası parasal dengeyi sağlamak için faiz oranları ve likidite hacmini düzenleyerek para piyasasına iradi nitelikli müdahalede bulunabilir. Ancak, bu müdahaleler sistemin işleyişini belirleyici ve devamlı değildir.

2 – Kredi Ekonomisi

Kredi ekonomisi, geniş anlamda dolaylı finansal araçların değişiminin yapıldığı finansal yapılandırma. Bu yapı içinde ekonomik birimler fon ihtiyaçlarını asıl olarak kredi ile karşılarlar. Bunun için finansal aracılık süreci oluşmalı ve bankalar ile diğer ekonomik birimler arasında bire bir ilişkiler kurulmalıdır. Böylece kredi, üretim faaliyetlerinin temel finansman biçimini oluşturur.

Kredi ekonomisi özellikleri taşıyan finansal yapıda bankalar sadece topladıkları fonların yönetimi ile yetinmez, buna ilave olarak kredi ve reeskont mekanizmaları aracıyla da kaynak yaratırlar. Dolayısıyla bu tür yapılandırma reeskont mekanizması sistemin can damarını oluşturmaktadır. Buradan hareketle, kredi ekonomisinde finansal sistemin merkez bankası katkıları ile çalıştığı ve merkez bankası sistemin nihai fon kaynağını oluşturduğu ve bu yapılandırmanın enflasyonist bir karakter taşıdığı söylenebilir⁽⁴⁾.

Kredi ekonomisi yapılanmasında, fon oluşumundan işlem hacminin ve hacminin belirlenmesine kadar her alanda yoğun bir devlet müdahalesi esastır. Sistem üzerinde fon dolaşım maliyeti olan faiz oranları ve döviz kurlarının belirlenmesi, yabancı sermaye hareketleri, kredi kontrolleri gibi finansal baskılar vardır. Ekonominin gelişme düzeyi arttıkça finansal sistemin yapısı, kredi ekonomisi koşullarından finansal piyasa ekonomisi koşullarının hakim olduğu bir yapıya dönüşmektedir. Böylece, bu dönüşümün 1970'li yıllardan başlayarak Mc Kinnon – Show hipotezinin teorik çikiciliği ile yapıy biçimde hızlandığı ve finansal serbestleştirme kavramının ekonomi literatürüne girdiği görülmür.⁽⁴⁾⁽⁵⁾

C – Finansal Serbestleştirme ve Kamu Finansman Açıklarının Enflasyonist Etkisi

1 – Finansal Serbestleştirme

Finansal serbestleştirme; finans sistemi üzerindeki devlet baskı ve müdahalelerinin kaldırılarak piyasa sinyallerine göre çalışan bir finansal yapılanma inşa edilmesini ifade etmektedir. Diğer bir ifade ile, finansal serbestleştirme; kredi ekonomisi özelliklerine sahip bir finansal sistemin finansal piyasa ekonomisi özellikleri taşıyan bir finansal yapıya dönüştürme çalışmalarını kapsamaktadır.

⁽⁴⁾ Mahmut Duran, "Kamu Finansman Açıklarının Optimal Finansmanı", Kamu Kesimi Finansman Açıkları, X. Maliye Sempozyumu, 14-18 Mayıs 1994, s. 445.

⁽⁵⁾ Şıklar, a.g.e., s. 35

Yukarıda da belirtildiği gibi bir finansal sistem, kredi ekonomisi veya finansal piyasa ekonomisi özelliklerini taşıyan bir yapıda olabilir. Daha çok, az gelişmiş ekonomilerde görülen kredi ekonomisi özelliklerini taşıyan finansal yapılanma üzerinde, finansal baskı olarak tanımlanan kontroller vardır. Finansal baskı altında yürütülen mali politikaların uygulanmasında hem ekonomik, hem de politik gerekçeler yer almaktadır. Bu baskıların temel gerekçesi kamu kesimine daha fazla ve kolay fon akımının sağlanmasıdır⁽⁵⁾. Bu amacı gerçekleştirmek için sistem üzerinde oluşturulan baskı ve kontroller; yabancı sermaye hareketlerinin kısıtlanması, seçici kredi politikalarının uygulanması, faiz oranları ve döviz kurları üzerindeki baskılar olarak sıralanabilir. Buradan hareketle finansal serbestleştirme, faiz oranları ve döviz kurları üzerindeki kontrollerin kaldırılması, devletin kredi tahsisindeki etkin rolünün sınırlandırılmasına yönelik uygulamaları kapsayan politikalar bütünü olarak tanımlanabilir. Finansal serbestleştirmeyi gündeme koyan ve kaçınılmaz kılan üç gerekçe sayılabilir⁽⁶⁾.

Bu gerekçeler; iletişim ve bilgi işlem teknolojisindeki gelişmelerin arbitraj gibi kazançlı faaliyetleri kolaylaştırarak finansal kurumların eski işlevlerinin kaldırılmasına zorlanması, ülkenin finansal hizmet alanındaki rekabet, kaynakların daha hızlı tahsisi ile kaynak kullanım maliyetinin düşürülmesi isteğidir.

Bu konjonktürel ve ekonomik gerekçelerden başka serbestleştirmeye ilk teorik gerekçe Mc Kinnon – Show hipotezi olarak bilinen mali derinleşme kuramından gelmiştir⁽⁷⁾. Bu kurama göre finansal serbestleştirmenin

finansal anlamda dışa açılmayı, tasarruf artışını ve kaynakların etkin dağılımını gerçekleştirerek bir taraftan makro ekonomik istikrarı sağlayacağı, diğer taraftan da kalkınma üzerinde olumlu etki yaratacağı savunulmaktadır. Ancak finansal serbestleştirmeden beklenen bu olumlu sonucun gerçekleşebilmesi için kamu açıklarının minimum düzeyde ve kontrol altında tutulması gerekmektedir. Çünkü; devamlı ve yüksek miktardaki kamu açıklarının finansman gereksinimi, uzun vadede nihai olarak merkez bankası kaynaklarını zorlayacak ve miktar teorisi gereği enflasyonist bir etki yaratacaktır.

2 – Kamu Açıklarının Finansmanı ve Enflasyonist Etkisi

Enflasyon; mal ve hizmetlere verilen değeri gösteren fiyatlar genel seviyesinin devamlı olarak artışını ifade etmektedir. Enflasyon, ekonomide var olan yapısal bozukluklar, makro düzeydeki gelir-gider uyumsuzlukları, bireylerin tasarruf-harcama yapısı gibi ekonomik ve psikolojik bir çok etken-den kaynaklanabilmektedir.

İç borçlanmanın enflasyon üzerindeki etkisi, büyük ölçüde borçlanmanın yapıldığı kaynakla yakından ilgilidir. Bu etki, kullanılan kaynakların türüne ve oransal büyüklüğüne göre farklılık gösterir. Söz konusu etki, çeşitli kaynaklardan yapılan borçlanmanın para arzında genişleme yapısı

⁽⁵⁾ İzzetin Önder, Oktar Türel, Nazım Ekinçi, Cem Somef, Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar, Tarih Vakfı Yayınları, İstanbul, Ekim, 1993, s. 73

⁽⁷⁾ Şıklar, a.g.e., s. 71

yapmamasına bağlı olarak ortaya çıkar. Para arzı ve enflasyon üzerindeki etkiyi açıklamaya çalışan bütün teorik ve deneysel çalışmaları para arzı ve enflasyon arasında doğrusal bir ilişkinin varlığını ispatlamaktadır⁽⁸⁾.

Fiyatlar genel seviyesi ile bire bir ilişkisi bulunan dolaşımdaki para miktarının büyüklüğü; işlem, ihtiyat ve spekülasyon amaçlı para talebinde bulunan bireyler, firmalar ve harcamacı birimler tarafından belirlenmektedir. Konu, kamu açıklarının belirlenmesi açısından ele alındığında kamu açıklarının finansman biçimi para arzının büyüklüğünü belirleyici olmaktadır. Kamu açıkları iki kaynaktan finanse edilir. Birincisi, gerçek kamu gelirlerinin artırılıp harcamaların azaltılması ile sağlanan gelir fazlasının kullanılması ve diğeri ise, finansal sistem içinden gerçekleştirilen borçlanmadır. Finans sisteminden borçlanma ise sistemin yapısına bağlı olarak merkez bankası kaynaklarında ve/veya özel sektörden borçlanma ile gerçekleştirilebilir. Devamlı kamu açıklarının yaşandığı ekonomilerde, açıkların borçla finansmanı hangi yapı içinde gerçekleştirilirse gerçekleştirilsin sonunda merkez bankası kaynaklarını zorlamaktadır. Bu zorlama sonunda kamu açıkları nihai olarak merkez bankası kaynaklarından finanse edilmektedir⁽⁹⁾. Kamu açıklarının merkez bankası kaynaklarını zorlaması iki yolla olmaktadır. Birincisi, hazinenin merkez bankasından almış olduğu kısa vadeli avans miktarının büyüklüğü ve sürekliliği, ikincisi ise devlet kâğıtlarının –özellikle bankalara satılan kâğıtların– merkez bankasında reeskont işlemine sokulmasıdır. Kısa vadeli avanslar ve reeskont mekanizması aracılığı ile kullanılan merkez bankası

kaynakları hazine tarafından vadesinde ödenmemekte veya merkez bankası tarafından silinebilmektedir. Kamu açıklarının bu yolla parasallaştırılması sonucu para miktarında ortaya çıkan artış ekonomideki harcama hızı ve zamanına bağlı olarak enflasyonist etkiye sahip olmaktadır. Bu etki, istikrar içinde ekonomik kalkınmayı amaçlayan finansal serbestleştirme başarısını azaltan bir unsurdur.

D – Türkiye'de Finansal Serbestleştirme ve Kamu Açıklarının Enflasyonist Etkisi

1 – Türkiye'de Finansal Sistemin Yapısı ve Serbestleştirilmesi

Türk finans sistemi Osmanlı'dan kalma bir alışkanlıkla devlet desteğinde gelişimini geçmişten günümüze sürdürmektedir⁽¹⁰⁾. 1850'li yılların ikinci yarısında Osmanlı İmparatorluğu kapitalist bir ekonomide bankacılık ve finans sisteminin önemini kavramış ve gelişimine destek olmuştur. Osmanlı'dan alınan bu mirasla finans sistemi günümüzde de halen değişik düzeylerde desteklenmektedir.

⁽⁸⁾ Friedman, Milton, Money: Quantity Teori, Çeviren: Suat Öksüz, Eskişehir İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Dergisi, Cilt: XV, Sayı: 1. Ocak, 1979, s. 226–232.

⁽⁹⁾ Burdekin, R.C.K. and Wohar, M.E., "Deficit Monetization, Out-Put and Inflation in The United States. (1925-1982)", Journal of Economics Studies, M.C.B. University Press, Volume: 17, Number: 6, 1990, s. 52.

⁽¹⁰⁾ Erik Jan Zürcher, Modernleşen Türkiye'nin Tarihi, İletişim Yayıncılık, İstanbul, 1994, s.101.

Türk finans sisteminin günümüze kadar olan gelişim sürecinde iki yapıya sahip olduğu görülmektedir. Bunlar, 1980 öncesi ve sonrası yapılarıdır. 1980 öncesi dönemde Türk finans sistemi, kredi ekonomisi özellikleri taşıyan ve finansal baskı altında çalışan bir yapıya sahipti. Bu dönemde sistem üzerindeki finansal baskı unsurları şunlardır; faiz oranları ve döviz kurlarının tamamen devlet denetiminde olması, seçici kredi politikaları uygulaması, finansal araç çeşidinin az olması ve bankacılık faaliyetlerinin sistemin temelini oluşturması,

2 – 1980 Sonrası Dönemde Kamu Açıkları ve Neden Olduğu Enflasyonist Etki

1980 sonrası dönemde yaşanan yoğun kamu açıkları ve bunların finansmanı, 1990'lı yıllara gelindiğinde merkez bankası kaynaklarını daha da zorlamaya başlamış ve bu dönemde yaşanan enflasyonist sürecin belirleyici bir unsuru olmuştur. 1980 sonrasıdaki serbestleştirme sürecinde kamu açıkları ve iç borçlanmanın gelişi-

mi ve sonucu aşağıdaki gibi ortaya konabilir.

Bu dönemde, bir yandan sıkı para politikası uygulanırken diğer taraftan ekonomiyi genişletici maliye politikalarının uygulandığı görülmektedir. Bu dönemde vergi sisteminde köklü düzenlemeler yapılmaya başlanmış, sistemin basitleştirilmesi yanında gelişen ekonomik şartlara karşı esneklik kazandırılması amaçlanmıştır. Bu amaçla, dolaysız vergi kompozisyonu dolaylı bir yapıya dönüştürülmüştür. Bu dönüşüm vergi gelirlerinde bir miktar artış sağlamış ancak, bu artış vergi gelirleri / milli gelir oranını O.E.C.D. ülkeleri düzeyine çıkarmada yetersiz kalmıştır.

1980 sonrası dönemde uygulanan maliye politikalarının harcamalar yönüne bakıldığında tamamen ekonomiyi genişletici olduğu görülmektedir. Bu dönemde gerçekleştirilen harcamaların artış hızı –özellikle dönemin ikinci yarısında– gelir artış hızından yüksek seyretmiş ve kaçınılmaz olarak kamu kesimi borçlanma gereksiniminde (K.K.B.G.) dolaylı fakat sürekli bir artış meydana getirmiştir.

Tablo 1
Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin Gelişimi (1980–1994)
(GSMH'nın yüzdesi olarak)

KKBG/ GSMH (%)	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Eski Seri	4.9	4.3	6.0	6.5	4.6	4.7	7.8	6.2	7.2	10.2	14.5	14.9	16.7	14.2
Yeni Seri	4.0	3.5	4.9	5.3	3.5	3.6	6.0	4.8	5.3	7.4	10.5	10.9	12.1	–

Kaynak: Ömer Arasil, Finansal Serbestleştirme ve Kamu Finansmanına İlişkin Sorunlar, Yayınlanmamış Doçentlik Çalışması, İzmir, 1995, Tablo: 5'den alınmıştır.

K.K.B.G.'de ortaya çıkan artışlar bütçe kısıtı altında bulunan hükümeti borçlanmaya yöneltmiştir. Borçlanma konusunda iç ve dış borçlanma olmak üzere iki alternatifine sahip olan hükümet 1981, 1982, 1984 ve 1986 yıllarında dış borçlanmayı tercih etmiştir. Böyle bir tercihin oluşmasında Türk finans sisteminin dışa açılması

ve aynı dönemde dış piyasalardan borçlanma maliyetinin faiz bazında düşük olmasının etkili olduğu söylenebilir. Diğer yıllarda kamu açıklarının finansmanı iç borç kaynaklarından gerçekleştirilmiştir. Özellikle 1989 yılından sonra kısa vadeli iç borç kaynaklarından finansman yoğunlaşmıştır.

Tablo 2
1982 – 1994 Döneminde Kamu Açıklarının Net Finansman Yapısı (%)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Borçlanma Gereği	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Dış Borçlanma	56.1	16.6	54.3	15.3	58.0	44.2	43.2	15.3	12.3	4.2	14.0	5.4	4.5
İç Borçlanma	43.9	83.4	45.7	84.7	42.0	55.8	56.8	84.7	87.7	95.8	86.0	94.6	95.5
1- Tahvil	5.3	24.5	11.5	39.3	25.5	19.6	39.0	48.7	27.1	3.5	13.2	9.5	8.7
2- Bono	17.2	-14.0	23.7	18.3	5.7	20.0	6.2	8.1	6.6	19.5	20.6	25.2	33.2
3- Hazine K.V.A.	8.7	10.5	15.9	21.0	13.7	7.8	10.8	3.7	1.1	16.3	14.9	18.0	21.0
4- Diğerleri	12.7	62.4	-5.4	6.1	-32.9	8.4	0.7	24.1	52.9	56.5	37.3	41.8	32.6

Kaynak: Öner, a.g.e., Tablo 4, s. 24

Kamu kesimi borçlanma gereksinimindeki artışlar ve yüksek enflasyon 1991 yılından sonra tasarruf sahiplerini kısa vadeli borç vermeye yöneltmiş ve buna bağlı olarak toplam borçlar içinde kısa vadeli borçlar artmıştır. Bono satışı yoluyla gerçekleştirilen kısa vadeli borçlanma faiz oranlarının da etkisiyle borç-faiz kısır döngüsüne yol açmış ve ekonomiyi finansal krize sürükleyen bir etken olmuştur. Özellikle 1988 yılından sonra iç borç faiz oranlarının yükselmesi sonucunda kamu iç borçlanma senetleri en fazla getiriye sahip olan yatırım araçları olmuştur. Bir yıl vadeli devlet

tahvilinin ortalama faiz oranı 1990–1994 döneminde sırasıyla % 51.9, % 72.1, % 75.4, % 68.3 ve % 102.8 olmuştur⁽¹¹⁾. Faiz oranlarındaki artışların beraberinde getirdiği yüksek maliyet artışları geri ödemelerde tekrar iç borçlanmayı kaçınılmaz kılmıştır. Nitekim, iç borç ana para ve faiz ödemeleriyle birlikte vade yapılarının daha da kısa olarak gerçekleşmesi "Hoş Olmayan Moneterist Aritmatik" olarak bilinen merkez bankası kaynakların-

⁽¹¹⁾ Devlet Planlama Teşkilatı, 1995 Yılı Geçiş Planı, Ankara, 1994, s. 86.

dan borçlanmayı beraberinde getirmiştir⁽¹²⁾.

1980–1994 döneminde devlet iç borçlanmasının dikkat çeken bir yönü de daha çok bankacılık sektöründen gerçekleşmiş olmasıdır. İç borçlanmanın toplam araçlar içindeki dağılımına bakıldığında ortalama % 80'ninin bankaların elinde olduğu görülmektedir⁽¹³⁾.

1980–1994 döneminde konsolide bütçe açıklarının (K.B.A.) para arzı üzerindeki etkisini görebilmek için K.B.A. ve kısa vadeli avansların (K.V.A.) dönem içindeki seyrine bakmak gerekmektedir.

Tablo 4'e göre 1981 ve 1985 yılları dışında tüm yıllarda K.B.A. ve K.V.A. artışlarında aynı yönlü bir ilişkinin varlığı gözlenmektedir. 1990 öncesi dönemde K.B.A.'larının genellikle bir önceki yıla göre artış oranı K.V.A.'ların artış oranından fazla olduğu görülmektedir. Buna göre K.B.A.'ları 1984 yılında % 566.4, 1986 yılında % 178.6, 1988 yılında % 148,

⁽¹²⁾ İlker Parasız, Kriz Ekonomisi, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1995, s. 183

⁽¹³⁾ Burak Atamtürk Türkiye'de Finansman Politikaları, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl, 31, Sayı 9, Eylül, 1994, s. 24.

Tablo 3
Para Arzı, Konsolide Bütçe Açıkları ve Devlet İç Borçları (Milyar TL)

Yıllar	M ₁		K.B.A.		K.V.A.		Tahvil	Bono	K.V.A./		K.B.A./	
	M ₁	%	K.B.A.	%	K.V.A.	%			M ₁	M ₁	Enf.	
1981	972	138	0.025	100	262	139	28	166	0.27	0.00002	36.8	
1982	1.342	138	0.280	112	266	101	59	258	0.19	0.00002	27.0	
1983	1.941	145	0.173	61.8	238	89	200	78	0.12	0.00008	30.5	
1984	2.448	116	0.979	566.4	528	120	199	495	0.23	0.00004	50.3	
1985	3.420	142	0.787	80.6	794	150	673	1.218	0.25	0.00002	43.2	
1986	5.357	161	1.406	178.6	1.052	132	1.269	1.791	0.20	0.00002	29.6	
1987	8.683	168	2.598	184.7	1.407	134	2.045	3.954	0.16	0.00003	32.0	
1988	11.312	130	3.860	148.5	2.082	148	3.816	5.115	0.18	0.00003	68.3	
1989	19.558	173	7.502	194.3	2.564	123	8.983	7.634	0.13	0.00004	68.2	
1990	31.398	160	11.954	159.3	3.547	138	12.458	8.443	0.11	0.00004	53.1	
1991	46.739	149	33.516	280.3	13.605	383	11.510	34.277	0.29	0.00007	55.4	
1992	78.341	167	47.434	141.5	30.938	282	68.825	75.926	0.39	0.00006	62.1	
1993	129.087	165	133.856	282.1	0.421	227	150.090	179.151	0.54	0.001	58.4	
1994	203.208	157	145.935	109	115.621	167	186.592	647.752	0.56	0.0007	120.7	

Kaynak: (K.B.A.) Konsolide Bütçe Açıkları; T.C. Merkez Bankası Yıllık Raporlarından Alınmıştır. (K.V.A.) Kısa Vadeli Avanslar; T.C. Merkez Bankası Yıllık Raporlarından Alınmıştır. Tahvil ve Bono Verileri 1994 Yılı Hazine İstatistik Yıllığı'ndan Alınmıştır. Enflasyon Verileri Arasil,a.g.e., Tablo 3, s. 75'den Alınmıştır.

1989 yılında % 194.3, 1990 yılında % 159 olarak K.V.A. ise, 1984 yılında % 120, 1986 yılında % 132, 1988 yılında % 148, 1989 yılında % 123, 1990 yılında % 138 olarak gerçekleşmiştir. Buna göre konsolide bütçe açıklarında meydana gelen artışlar kısa vadeli avans artışlarından fazla gerçekleşmiştir. Bu durumu 1980'li yılların ortalarında yoğunlaşan finansal serbestleşme çalışmaları sonucunda hükümetin dış borçlanma ve merkez bankası kaynakları dışından borçlanma imkanının artmasına bağlanabilir.

1991 ve 1992 yıllarında bir yıl önceki döneme göre konsolide bütçe açıklarının artış oranı K.V.A. artış oranına göre daha düşük gerçekleşmiş, fakat her iki değişken de kendi içinde aşırı artışlar göstermiştir. Bu artışlar sırasıyla 1981 yılında % 280'e % 383, 1992 yılında % 141,5'e % 282 olarak gerçekleşmiştir. 1993 yılında konsolide bütçe açıkları % 282 artarken K.V.A.'lar da % 227 artmıştır. 5 Nisan 1994 ekonomik istikrar kararlarının uygulamaya girmesi ile konsolide bütçe açıklarının artış oranı % 1'e düşürülmüş ancak K.V.A.'ların merkez bankası üzerindeki baskısı devam etmiştir.

Yine bu tabloya göre kamu açıklarının finansmanının neden olduğu para arzı artışının enflasyonu belirleyici bir unsur olduğu görülmektedir. Bu dönemde M_1 para arzı ve enflasyon oranlarının bir önceki yıla göre değişimine bakıldığında aralarında gecikmeli ve aynı yönlü ilişkinin varlığı göze çarpmaktadır.

E – SONUÇ

1980 sonrası dönemde istikrar içinde hızlı bir ekonomik kalkınmayı amaçlayan finansal serbestleştirmeden beklenen olumlu sonuçlar tam manası ile gerçekleşmemiştir. Çalışmalar sonucunda Türk finans sisteminin yasal ve kurumsal açıdan "finansal piyasa ekonomisi" yapısına kavuşmasında başarı sağlanmıştır. Ancak, sistemin işleyişi açısından aynı başarının sağlandığı söylenemez. Çünkü bankacılık sektörü ve devletin sistemin işleyişi üzerinde belirleyici bir hakimiyeti bulunmaktadır. Özellikle devletin sistem üzerindeki belirleyiciliği, yoğun kamu açıkları ve bunların neden olduğu finansman gereksinimindeki artışlardan kaynaklanmaktadır. Artan kamu finansman gereksinimi merkez bankası kaynaklarını zorlayıp, enflasyona neden olan diğer faktörlerle birlikte, enflasyonist bir etki ortaya çıkarmıştır. Kamu açıklarının büyük ölçüde neden olduğu enflasyonist ortam ekonomide istikrarsızlık yaratmakla kalmamaktadır. Enflasyondan kaynaklanan istikrarsızlık içinde 1980 sonrası dönemde spekülative karakterli bir ekonomik yapı oluşmuştur. Enflasyondan en az düzeyde zarar görmek isteyen birimler sermaye hareketlerindeki serbestleşme ile birlikte para ikamesine veya menkul ve gayrimenkul alımına yönelmişlerdir. Bunun sonucunda ise kaynaklar arasında spekülative nitelikte olanlar lehine bir dışlama yaşanmıştır. Bu durum da ekonomik kalkınmayı engelleyen bir unsur olmuştur. Dolaylı ve dolaysız olarak kamu açıklarının neden olduğu bu olumsuzlukların önlenbilmesi için devletin bozulan mali disiplini yeni-

den sağlanarak kontrol altında tutulmalıdır.

KAYNAKÇA

ARASIL, Ömer; Finansal Serbestleştirme ve Kamu Finansmanına İlişkin Sorunlar, Yayınlanmamış Dokümantasyon Çalışması, İzmir, 1995

ATAMTÜRK, Burak; "Türkiye'de Finansman Politikaları", Banka ve Ekonomik Yorumlar, Yıl: 31, Sayı: 9, Eylül, 1994.

BURDEKIN, R.C.K. and WOHar, M.E.; "Deficit Monetization, Out-Put and Inflation in The United States. (1925-1982)", Journal of Economics Studies, M.C.B. University Press, Volume: 17, Number: 6, 1990.

CANEVİ, Yavuz; "Borç ve Piyasa Ekonomisi Yaklaşımları Açısından Para Politikası: Türkiye Örneği," Türkiye 2. İktisat Kongresi, T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Yayın No. 1783, Ankara, 1981

ÇIKRIKÇI, Mustafa; Türk Bankacılık Sistemine İlişkin Bir Değerlendirme (1973-1988) Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları No: 424, Ankara, 1990.

DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI, 1995 Yılı Geçiş Planı, Ankara, 1994.

DURAN, Mahmut; "Kamu Finansman Açıklarının Optimal Finansmanı", Kamu Kesimi Finansman Açıkları,

X. Maliye Sempozyumu, 14-18 Mayıs 1994.

FRIEDMAN, Milton; Money: Quantity Teori, Çeviren: Suat Öksüz, Eskişehir İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Dergisi, cilt: XV, Sayı: 1, Ocak, 1979.

ÖNDER, İzzetin, TÜREL, Oktar; EKİNCİ, Nazım; SOMEL, Cem; Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar, Tarih Vakfı Yayınları, İstanbul, Ekim, 1993.

ÖNER, Erdoğan; Kamu Kesimi Gelir-Harcama ve Borçlanma Gereği: Genel Bir Değerlendirme (1975-1993), Ankara, 1994.

PARASIZ, İlker; Kriz Ekonomisi, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1995.

ŞIKLAR, İlyas; Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik İstikrar, Eskişehir, 1991.

TÜRKİYE BANKALAR BİRLİĞİ; Bankalarımız 1992, Yayın No: 125, Ankara 1993.

UYGUR, Ercan; Financial Liberalization and Economic Performance in Turkey, T.C.M.B. Yayını, Ankara, 1993.

ZÜRCHER Erik Jan; Modernleşen Türkiye'nin Tarihi, İletişim Yayıncılık, İstanbul, 1994.



Ayın Ekonomik Olayları

Dr. YILDIRIM KILKIŞ

DPT'NİN MART 1997 RAPORU

Refah Partisi—Doğru Yol Partisi koalisyonu ile kurulan hükümetin, ekonominin gereklerine gerekli ilgiyi gösterecek davranışlarının yetersizliği, Devlet Planlama Teşkilatının 1997 Mart raporundan da anlaşılmaktadır. Bu raporun bazı önemli satır başları şöyledir:

Büyüme hızı ve sanayi üretimi yavaşlamış, sanayinin kapasite kullanımı gerilemiştir. 1995'de % 8 olan GSMH büyüme hızı, 1996'nın 9 aylık döneminde % 7.5 olmuştur. 1996 büyümesi, özellikle iç talepteki özel ve kamu kesimi talep fazlalığından kaynaklanmıştır.

Yüksek büyüme hızı ve ihracat pazarlarındaki durgunluk, dış ticaret dengesini olumsuz etkiledi. 1996'nın ilk yarısındaki ithalat artış eğilimi, yurtiçi üretimin ve talebin canlılığı ve Gümrük Birliğine uyum çerçevesinde koruma oranlarının düşürülmesi nedeni ile gelişti ve sonuçta ihracatın ithalatı karşılama oranı 1996 sonunda % 54.2'ye, 1997'nin ilk iki ayında % 51.7'ye geriledi.

Geçici verilere göre 1996 konsolide bütçe gelirleri % 95, giderleri ise % 129 oranında artış gösterdi. Dış ticaret ve cari işlemler dengesindeki yükselmeye rağmen Merkez Bankası döviz rezervleri 1996'da 4.3 milyar dolar artarak 16.5 milyar dolara çıktı.

1995'de 206 gün olan ortalama iç borçlanma vadesi, 1996'da 195 güne geriledi. 1996'nın Ocak—Şubat döneminde 132 gün olan iç borçlanma vadesi 1997'nin aynı döneminde 337 güne yükseldi. Aynı dönemler itibarıyla, yıllık bileşik bazda devlet iç borçlarının senetleri faiz oranları % 178.2'den % 107.2'ye geriledi.

DPT raporu, ekonomide 1995'in son çeyreği ile 1997'nin ilk çeyreği arasındaki büyük dalgalanmalar yaşandığını, bunun nedeninin de siyasi istikrarsızlık olduğunu ortaya koyarak, siyasi gerginliğin devamı halinde 1997'nin de 1996'dan farklı olmayacağı işaretini vermektedir.

Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne Katılması

Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne katılımı konusunda Mart ayındaki gelişmeler,

Türkiye'nin AB olmadan Gümrük Birliği içinde tutulması şeklinde görülmektedir. Bu durumda Türkiye'nin Gümrük Birliğini askıya alması olasıdır.

IMF Heyeti

Diğer taraftan IMF heyeti 1 Nisandan itibaren ülkemize gelerek 1997'ye ilişkin denk bütçe hedefinin nasıl gerçekleştirileceğini ve kaynak paketlerinin yapısını ve gerçekleşme durumlarını inceleyeceği öğrenilmiştir. Hükümet ülke ekonomisi için gerekli olan yapısal önlemler için, IMF heyetinin gelişi ile harekete geçmiştir. Örneğin, özelleştirme, bütçedeki gelir-gider farklılığı, vergi reformu, sosyal güvenlik sisteminin yeniden yapılanması, kayıt dışı ekonominin kayıt içine alınması, dış ticaret konularında çalışmalar yapıldığı anlaşılmaktadır.

Ancak en somut çalışmanın özelleştirme konusunda olduğu bilinmektedir. Özelleştirme Yüksek Kurulunun 20 Martta yaptığı toplantıda, satışı yapılmış 6 kuruluşun (Ergani Çimento, Petlas, Deniz Nakliyat, Etibank, Anadolu Bank ve Denizbank) satışları onaylanmıştır. Böylelikle 277.2 milyon doları peşin, toplam 566.2 milyon dolarlık satış IMF'ye de olumlu bir imaj verecektir.

Kamu Hesaplarının Bir Havuzda Toplanması

Hükümetin, kamu kuruluşlarının hesaplarını tek merkezde toplanması uygulamasına en önemli katkının Ziraat Bankasından geldiği, ancak havuza çekilen 2 milyar dolarlık mahalli hesapları yüzünden bankanın bilançosunun bozulduğu, bankanın Hazineden 400 trilyon lira alacaklı olduğu belirtilmektedir.

İç ve Dış Borçlar

İç borçlanmada Hazinesinin ifta süresini 399 güne çıkardığı 25 Marttaki devlet tahvili satışı 344.5 trilyon liralık satış ile ve % 114.71 bileşik faiz oranı ile gerçekleşmiştir. Dış borç konusunda 1997 Ocak-Mart döneminde 1.9 milyar dolar ödeme yapılmıştır.

Türkiye'nin ve Bankaların Kredi Notu

Bu ödemeler, Türkiye'nin ve Türk bankalarının kredi notunun düşürülmesine engel olamamıştır. Moody's, Türkiye'nin kredi notunu BA 3'ten B 2'ye düşürmüştü, bunun yanında 14 Türk bankasının da uygun vadeli kredi notu da B 2'ye indirmiştir. Uluslararası reyting kuruluşu olan Duff and Phelps, Türkiye'nin kredi notunu BB'den BB-'ye düşürmüştü, bu düşüşü Alternatif Bank, Demirbank, Garanti Bankası, TEB ve Körfezbank'a da yansıtmıştır.

İhracatın Teşviki Zorunlu

Dış ticaret açığının büyümesi ve ihracatın ithalatı karşılama oranının 1997 Ocak ayında % 51.7'ye inmesi, ihracatın desteklenmesini ön plana çıkarmıştır. Teşvik tedbirlerinin biran önce uygulanması ve ayrıca önlemlerin alınması beklenmektedir.

Kamu Personeline Ek Zam Sorunu

Bütçeye 1997 yılında 350–400 trilyon lira bir yük getirecek olan kamu personeline ek zam konusunda, hükümet 1 Ocak 1997'den itibaren % 18–40 ek zam kararı almıştır. Ayrıca, Nisan–Temmuz döneminde de enflasyon oranında zam yapılacağını, Maliye Bakanı Abdülatif Şener açıklamıştır. Bu mali külfetin nasıl karşılanacağı belli değildir, ancak para basılması ihtimali akla gelmektedir.

Çimento Boykotu

Çimentonun dolar ve akaryakıt fiyatlarındaki artışın çok üzerinde zam görmesi, çimento üreticilerinin kartel oluşturmakla suçlanmasına ve inşaat müteahhitlerinin boykot yapma kararına yol açmıştır. Yurt çapında genişleme eğilimi gösteren bu üretici–inşaatçı çatışması, önce yapılan son zamların geri alınması, sonra da ithal yoluna gidilmesi şekline ve inşaatçılar dayanışmasına dönüşmüştür. Bu konuda Sanayi ve Ticaret Bakanlığına bağlı Rekabet Kurulunun devreye girmesi ve bu çatışmaya çözüm getirmesi beklenmektedir.

Mail Konularla İlgili Olaylar

Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu İle İlgili Değişiklik

11 Mart 1997 tarihli Resmi Gazetede yayınlanan Merkez Bankası tebliği, ithalatın finansmanında finansman şirketleri tarafından kullanılan uzun vadeli kredilere % 10 KKDF kesintisi getirmiştir. Bankaların ve finansman şirketlerinin yurtdışından sağladıkları kredilerde KKDF kesintisi % 6'dan % 4'e indirilmiştir. İhracatın finansmanında kullanılan krediler ve ihracatı teşvik belgesi ile dahilde işletme izin belgesi kapsamında yapılan ithalata, kesinti oranları sıfır olarak belirlenmiştir.

Döviz Büfeleri İle İlgili Tebliğ

18 Mart 1997 tarihli Resmi Gazetede yayınlanan Merkez Bankası tebliği, döviz büfelerinin asgari ödenmiş sermaye şartını 30 milyar liradan 40 milyar liraya yükseltmiş, ayrıca Ziraat Bankasına yatırılması gereken 5 milyar lira şartı 100 bin mark olarak değiştirdi. Döviz büfelerinin açacakları her yeni şube için yine 40 milyar liralık ödenmiş sermayeleri bulunması ve Ziraat Bankasına 100 bin Mark yatırmaları gerekiyor.

Finansman Giderlerinin Gider Kaydedilmesi

Maliye Bakanlığının 54 ve 55 numaralı tebliğler için Danıştay yürütmeyi durdurma kararı aldı. Bu karar ile, imalat sanayii dışında başka bir faaliyeti olmayan firmalar da, tüm finansman giderlerini kısıtlamaya tabi tutulmadan gider kaydebileceklerdir.

Dış Ticaretle İlgili Olaylar

1997 İthalat Rejimi Yayınlandı

1996 yılı sonunda yayınlanması gereken 1997 ithalat rejimi nihayet 23 Mart 1997 tarihli Resmi Gazetenin mükerrer sayısında yayınlanmıştır.

İthalat rejimindeki başlıca düzenlemeler şöyledir:

– Tarım ürünleri ithalatında uygulanan Toplu Konut Fonu kesintileri, gümrük vergisine dönüştürülmüştür.

– Koruma oranı, 1997 yılı GATT tarife taahhütlerinin üzerinde olan tarım ürünlerinde gümrük vergisi indirimine gidilmiştir.

– Avrupa Birliği'ne karşı sanayi ürünü dışındaki mallarda, ETFA'ya karşı tarım ve hayvancılık ürünlerinde, üçüncü ülkelere karşı da GATT taahhütlerine göre indirimler yapılmıştır.

– Üçüncü ülkelere karşı Avrupa Birliği ortak gümrük tarifesine uyum için çeşitli mallarda gümrük vergisi indirimleri yapılmıştır.

İthalatta Ülke Ekonomisine Koruma Uygulanması

Dış Ticaret Müsteşarlığı, 1997'de ithalatı düzene ve denetime alabilmek için, Avrupa Birliği tarafından, Türkiye'ye ve üçüncü ülkelere karşı kullanılan 4 araçtan yararlanılması hususunda harekete geçmiştir. Bu 4 araç şöyle açıklanabilir.

- Anti-damping uygulamaları
- Sübvansiyon uygulamaları
- İthalatın gözetime tutulması
- Ticarete hakız rekabetin önlenmesi sistemlerinden yararlanılması.

Yazılım İhracatındaki Sorun Çözüm Bekliyor

Bilgisayarla ilgili yazılım ihracatında, konunun ülkemiz için nispeten yeni olması nedeni ile, ihrac fiyatı değerlendirilmesinde uygunluk araştırması sorun yaratmaktadır. Bu tür ihracatın "hayali ihracat" olarak nitelendirilmesi konusunda Dış Ticaret Müsteşarlığının olumlu bir çözüm getirmesi beklenmektedir.

Bedelsiz İthalat Konusu

Ziraat Bankasında açılacak döviz hesabı ile kullanılmış otomobillerin ithali-ne imkân sağlayan bedelsiz ithalat uygulaması Bakanlar Kurulu kararı ile bir ay uzatıldı. Bu konuda Nisan sonuna kadar uzatılan ithalat uygulamasına AB tepki göstermektedir. Buna karşın 19 Mart tarihli Resmi Gazetede yayınlanan uygulama tebliği, AB dışındaki ülkelere, teknoloji ve sermaye transferi kaydı ile ithalat imkânına kapı açmaktadır.

Avrupa Birliği'ne Pamuk İpliği İhracatı

AB'nin Türkiye'den yapılan pamuk ipliği ithalatına beş yıldan beri uyguladığı % 4.9–12.1 arasındaki anti-damping vergisi 28 Marttan itibaren sıfırlanmıştır. Bu suretle AB'ne pamuk ipliği ihracatımızın artması beklenmektedir.

Bankalarla İlgili Olaylar

Faizlerde Artış Eğilimi

Para piyasalarında, döviz kurları ile faizlerde yükselme, menkul kıymet bor-salarında düşme eğilimi sürmektedir. Bono faizlerinin Mart ayının ilk haftasında % 110'a çıktığı gözlenmiştir. Dolar ise 1997'ye 107.505 lira ile başlamış ve Mart sonunda 127.800 liraya fırlamıştır. Bu durum bankaların mevduat faizlerini yük-seltmeye zorlayacağını göstermektedir.

Bankalardaki Değişiklikler

Geride bıraktığımız dönemde bazı bankalarda isim ve el değişiklikleri oldu-ğu gözlenmiştir. Şöyle ki;

– Sürmeli grubu tarafından alınan Chemical Bank, 1 Nisandan itibaren Site-bank adı ile faaliyetine devam edecektir.

– Türk Ekspres Bank'ın hisselerinin % 96.4'ünü alan Korkmaz Yiğit, gerekli izinlerin çıkması ile bankanın sahibi oldu.

– Yatırım Bank, 21 Marttan itibaren adını TAİB Yatırım Bank olarak değiştiri-miştir. Bilindiği gibi bu bankanın en büyük ortağı, merkezi Bahreyn'de bulunan TAİB BANK E.C.'dir.

– KKTC'de 8 yeni bankanın kurulması için KKTC Bakanlar Kurulundan izin çıktı. Aşağıda isimleri verilen bu bankaların 31 Mayıs 1997'ye kadar kuruluşlarını tamamlamaları gerekiyor. Mertbank, Kıbrıs Finansbank, Enbank, Hamzabank, Kıbrıs Akbank, Alpasa Arap Bank, Viva Bank, Continental Bank.

1997 Mart Ayı Enflasyonu

Mart ayı fiyat indeksleri, Die rakamları ile şöyledir. Tüketici fiyat indeksi aylık % 5.4, yıllık % 77.3; toptan eşya fiyat indeksi aylık % 6, yıllık % 77'dir.

Zamlar

1997 Mart ayı, ekonomik olaylardan ziyade, Milli Güvenlik Kurulu kararları ile özellikle 8 yıllık zorunlu eğitim tartışmaları ile geçtiği için, zam konusunda pek fazla hareket gözlenmemiştir. Bu sürede tespit edilen zamlar şunlardır:

– SEKA, gazete kâğıdı dışında, kâğıt ve karton fiyatlarına 26 Marttan itiba-ren % 10–15 arasında zam yapmıştır.

– ERDEMİR ürünleri olan teneke, sıcak ve soğuk rulo ve levha fiyatları, 27 Marttan itibaren % 4–6 oranlarında artırılmıştır.

– İZDEMİR tarafından üretilen demir inşaat malzemeleri olan kangal, çu-buk, revrörlü, pik ve kütük demir fiyatlarına 18 Mart tarihinden itibaren % 7 zam yapılmıştır.

SİZ DE ABONE OLUN!

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

Adı Soyadı :

Firma Adı :

Adres :

Posta Kodu : Tel:

- Abone olmak istiyorum.
- Yeniden abone olmak istiyorum.
- Lütfen temsilcinizi gönderin (İstanbul'da oturanlar için).

«BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR» Aylık Dergi, 12 sayı için 1997 Yılı Abone Koşulları;

YURT İÇİ

YURT DIŞI

6 Aylık: 1.440.000.- TL

6 Aylık 25 \$

1 Yıllık: 2.400.000.- TL

1 Yıllık: 40 \$

Not: Öğrencilere % 40 indirim yapılmaktadır.

Abone bedeli (.....) TL, aşağıdaki işaretli banka hesabınıza havale edilmiştir.

T. İş Bankası
Cağaloğlu Şubesi
Hesap No: 256319

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

Yapı Kredi Bankası
Çemberlitaş Şubesi
Hesap No: 2269-9

Ziraat Bankası
Beyoğlu Şubesi
Hesap No: 768

T. Ticaret Bankası
Nuruosmaniye Şubesi
Hesap No: 21345

«EKONOMİK VE SOSYAL YAYINLAR A.Ş.» adına, abone bedeline ilişkin, bankaya yatırdığınız mabzunuz (ve öğrenci iseniz, öğrenci kimliğinizin) fotokopisini, yukarıdaki abone formu ile birlikte lütfen, « Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi; Binbirdirek Mahallesi, Suterazisi Sokak, No. 6 / 2; 34400 Sultanahmet – İSTANBUL » adresine gönderiniz. Ya da şu numaraya Fax geçebilirsiniz: (0 – 212) 518 66 43 • Tel: 518 17 32



Güzel bir dünyanın içeceği. **EFES Pilsen**

Renault I9 Europa... Yıllarca yepyeni..



Renault I9 Europa... Evet, estetik; evet, çok çekici, çok konforlu, çok dinamik... Tutkuyla bağlanacağınız bir otomobil... Üstelik, Renault I9 Europa sağlamlığı estetiğe feda etmiyor. Hem görünümüyle, hem de sağlamlığıyla yıllarca yeni.. yepyeni kalıyor. Renault I9 Europa 1.8i RTi geniş iç mekanında sürücüye 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 yaşatıyor. Renault I9 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 I9 Europa hep yeni kalacak.



RENAULT
YAŞANACAK
OTOMOBİLLER

Renault I9 Europa ile ilgili ayrıntılı bilgi için **BİLGİ RENAULT-MAİS'in**
(212) 293 26 26 numarası telefonunu arayın, sırasıyla 1-7 nolu tuşlara basın.