

BANKA VE EKONOMİK

AYLIK DERGI
YIL : 35
TEMMUZ 1998
450.000 LİRA

YORUMLAR 7



- YATIRIM FONLARIYLA PİYASALARA ERİŞİM:
TÜRKİYE SERMAYE PİYASASINDA YATIRIM FONLARININ
DOĞUŞU ve GELİŞİMİ
- SERMAYE PİYASASINDA DERECELEME (RATING)

Otomobil kavramını değiştiren otomobil.

Özeldi firmamız, önceden beürtençen model, renk, tabanik özelliik, eüigman ve aksesuar dögüsküüüü naktın saklıdır.



Kim demiş emniyet artıkça sürüş zevki azalır diye? Mégane size bir otomobilde aradığınız bütün emniyet unsurlarını getirdi. Üstelik yüksek performans, etkilileydi dış görünüş, ergonomik tasarım, yüksek konfor düzeyiyle birlikte... Mégane, otomobil kavramını değiştirdi. Artık hem içiniz rahat, hem sürüş zevkiniz tam!



Mégane'yi kullanmaya başladığınızda, önce **yeni tasarım motorunun** gücünü avuçlarınızda hissediyorsunuz. **Hidrolik direksiyon, yükseklik ve eğim ayarlı sürücü koltuğu, "akıllı" silencerler** sürüş zevkini doruğa çıkarıyor. Mégane'in üstün emniyet unsurları ise bu mükemmel tabloyu tamamlıyor: göğüs kafesinizi



koruyan **"emniyetli" emniyet kemerleri**... otomobilin taşımakta dđduęu ağırlığı kilosunu hissedilen bir sistemin sağladığı **"süper kısa" fren mesafesi**... **yolcu hava yastığı**... **ABS**... kaza anında **yakıt akışını kesen** sistem... çalınmaya karşı motorun çalışmasını önleyen **"immobilizer"**...



Renault Mégane

Renault Mégane ile ilgili ayrıntılı bilgi için BİLGİ RENAULT MAİS' in (0212) 293 26 26 numaralı telefonunu arayın, sırasıyla 1-1-9 numaralı tuşlara basın.

BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR

TEMMUZ 1998 • YIL: 35 • SAYI: 7 • 450.000 LİRA (KDV DAHİL)

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

Yazı İşleri Müdürü
DR. ÖZTİN AKGÜÇ

Danışma Kurulu Başkanı
ŞİNASI ÇELİKKOL

Danışma Kurulu

Prof. Dr. Asaf Savaş Akat • Dr. Öztin Akgüç • Prof. Dr. Erdoğan Alkin • Prof. Dr. Güven Alpay • Dr. Orhan Altan • Tevfik Altınok • Prof. Dr. Mustafa A. Aysan • Prof. Dr. Ömer Faruk Batırel • Dr. Metin Berk • Prof. Dr. Ünal Bozkurt • Prof. Dr. Kenan Bulutoglu • Prof. Dr. Nasuhi Bursal • Yavuz Canevi • Ege Cansen • Haluk Ceyhan • Mehmet Gün Çalika • Özer U. Çiller • Bülend Çorapçı • Ahmet Demirel • Zeki Döğüoğlu • Needet Durakbaşı • A. Aydın Dündar • Gazi Erçel • Kaya Erdem • Tarhan Erdem • Oktay Ersoy • Prof. Dr. Cümhur Ferman • Prof. Dr. Atilla Gönenli • Prof. Dr. Emre Gönenşay • Doç. Dr. Seyfettin Gürsel • Prof. Dr. Zeyyat Hatiboğlu • Erhan Işıl • Prof. Dr. Haluk A. Kabaalioglu • Prof. Dr. Müh. Kemal Kafalı • Adnan Başer Kafaoğlu • Y. Doç. Dr. Ahmet S. Kalm • A. Nazif Keyman • Prof. Dr. Yıldırım Kılış • Prof. Dr. Tamer Koçel • Kemal Kurdaş • Prof. Dr. Kemal Kurtuluş • Prof. Dr. Erol Manısalı • Prof. Dr. Orhan Morgil • Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu • Ziya Nebioğlu • Ergin Neng • Alp Orçun • Rahmi Önen • Prof. Dr. İsmail Özsan • M. Celalettin Özgen • Ertan Özgür • Tunçay Özlhan • Selâhattin Özmen • Ertuğrul İhsan Özal • Prof. Dr. Erguut Özsunay • Prof. Dr. Merih Paya • Prof. Dr. Reha Porroy • Prof. Dr. Dündar Sağlam • Halit Seydan • Prof. Dr. Melimet Şikriü Tekbaş • Osman N. Torun • Fikret M. Tuncer • Nezir Tunçşiper • Prof. Dr. Gül G. Turan • Doç. Dr. Şeref Türen • Prof. Dr. T. Güngör Uras • İbrahim Ülkem • Dr. Cüneyt Ülşer • A. Doğan Yalim • Melmed Tarık Yaşa • Doç. Dr. Güksel Yücel • Prof. Dr. Ahmet Yüksel

Yazı Kurulu

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

Genel Yayın Yönetmeni
MUSTAFA BARIŞ

BU SAYIDA

Eyüp Bastı

Yatırım Fonlarıyla Piyasalara Erişim:
Türkiye Sermaye Piyasasında Yatırım
Fonlarının Doğuşu ve Gelişimi 3

Yrd. Doç. Dr. Ahmet Atılğan

Avrupa Para Birliği ve Sonuçları 15

Doç. Dr. Mehmet Bolak

Sermaye Piyasası 23

Ekonomik Göstergeler (Dış) 32

Gökhan Bacık

Ekonomik Dış Politika:
Yeni Dünya Düzeninde Bir
Zorunluluk 33

Yrd. Doç. Dr. Fehmi Karasioğlu Sezgin Demir

Sermaye Piyasasında Dereceleme
(Rating) 45

Yrd. Doç. Dr. Sefer Gümüş

Rusya Federasyonu Gıda Maddeleri
İhracat Pazar Araştırması 53

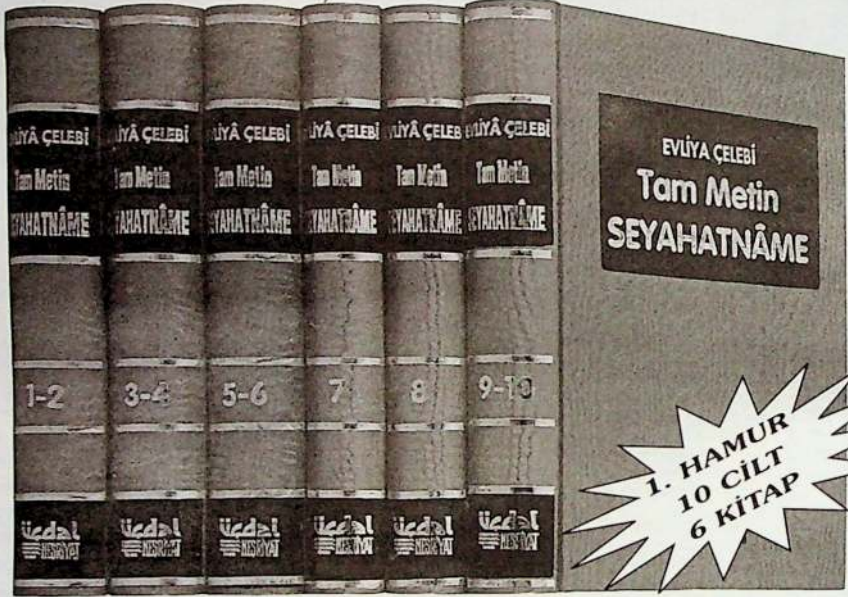
Abone Formu 64

DÜNYA KLASİKLERİNDE YER ALAN

BU BÜYÜK ESERİ OKUDUNUZ MU?

EVLIYA ÇELEBİ SEYAHATNÂMESİ

Şark Edebiyatında üzerine çıkılmamış, Dünyada 17 dile çevrilmiş, akıcı,mizaha yatkın talı bir Türkçe ile tasvir yeteneği emsalsiz bir kalem tarafından yazılmıştır. Gezdiği ülkelerin, beldelerin lehçelerine, şivelerine kadar eğilmiştir. Her yerin halkının örfü, adeti, ahlaki, hayat tarzı, geçim kaynakları, etnolojik ve etnografik yapısı, kılık kıyafetleri, inançları ve itikatları bu eserin konusudur.



VADE	AYLIK TAKSİT	TOPLAM
8 AY	2.200.000	17.600.000

Kampanyamıza katılmak için müracaat formunu tam olarak doldurup göndermeniz, fax çekmeniz veya telefon etmeniz yeterli olacaktır. Müracaatiniz bize ulaştığında kitaplarınız takım halinde PTT ile adresinize birinci taksit bedeli ödemeli olarak gönderilecektir. Diğer taksitler için posta çeki gönderilecektir.

MÜRACAAT FORMU

Adı - Soyadı:

Ev Adresi:

Tel/Ev:

İş Adresi:

Tel/İş:

İmza

Teslimat Adresi : İş Ev

Tarih:/1998

İş bu form ödeme taahhütnamesi olup sözleşme yerine geçer.

AKİDE YAYINCILIK

Tel: (0212) 518 79 36

518 83 98

Fax: (0212) 516 27 75

Su terazisi sok. No: 6/12

Sultanahmet / İSTANBUL

Görüşler

EYÜP BASTI

Fatih Üniversitesi İşletme Bölümü Araştırma Görevlisi

Yatırım Fonlarıyla Piyasalara Erişim: Türkiye Sermaye Piyasasında Yatırım Fonlarının Doğuşu ve Gelişimi

1. Yatırım Fonlarının Ortaya Çıkışı

Para ve sermaye piyasalarına yatırım yapmak sistematik ve sistematik-olmayan iki temel risk içerir. Enflasyon, resesyon, yüksek faiz oranları gibi genel ekonomik problemlerden kaynaklanan ve piyasadaki bütün firmaları az çok etkileyen sistematik riski elimine etmek mümkün değildir. Başka bir deyişle sistematik risk piyasada yatırım yapmanın riskidir. Sistematik-olmayan risk ise firmalara özgü olan dava, grev, başarısız pazarlama programları gibi nedenlerden kaynaklanır ve bazı teknikler kullanılarak yatırımların yeterli sayıda şirkete yapılmasıyla azaltılabilir. Ancak etkin çeşitlendirme yapabilmek için yeterli finansal kaynağa sahip olmak

gerekir. Tasarrufları kısıtlı olan bireysel yatırımcılar etkin çeşitlendirme yapamayacakları için sistematik-olmayan riski dağıtamazlar. Buna ek olarak, finansal piyasalara yatırım yapmak belli bir bilgi birikimini ve bu işe zaman ayırmayı gerektirir. Bu durumda tecrübesiz küçük tasarruf sahiplerinin bir kısmı finansal piyasalara hiç girmemeyi tercih ederler. Girenler ise yeterli çeşitlendirme yapamadıkları için hem riske maruz kalırlar hem de yeterli bilgiye zamamında ulaşamadıkları için yükselen piyasada zamanlama hatası yapabilirler. Zamanlama hatası yaparak trene en son atlayan küçük yatırımcılar ise, büyükler çoktan piyasadan çekildikleri için, düşen piyasada genellikle bütün zararını çekmek zorunda kalırlar.

Yeterli çeşitlendirme yoluyla sistematik-olmayan riski elimine ederek profesyonel portföy yönetimi hizmeti sunmak ve küçük tasarrufları sermaye piyasasına çekmek amacıyla 1920'li yılların sonlarında Amerika'da yatırım fonları ortaya çıkmıştır. Yatırım fonları yatırımcıların tasarruflarını bir havuzda toplayarak onlar adına finansal enstrümanlara yatırım yaparlar. Gelişmiş piyasalarda yatırım fonları risk dağıtımı ve profesyonel portföy yönetimine ek olarak likidite, otomatik yatırım yapma ve fona yatırılmış tasarruflara çek yazma gibi hizmetlerde sunmaktadırlar.

2. Yatırım Fonlarının Avantajları

Yatırım fonları yoluyla piyasalara yatırım yapmanın bireysel olarak yatırım yapmaya karşı birçok avantajları vardır:

Birinci olarak; bireysel yatırımcılar kısıtlı kaynaklarından dolayı az sayıda şirketin hisse senedine yatırım yapabilecekleri için riski yeterince dağıtamazlar. Fakat yatırım fonları katılımcılarına yatırım miktarı ne kadar az olursa olsun risk dağıtımı sağlayarak kaybetme riskini azaltırlar. Bununla birlikte, bütün hisse senetlerinin % 60 – 70 ihtimalle genel piyasayla birlikte hareket ettiği bilinmektedir. Bu piyasa riski ise fon yatırımlarının hisse senedi, tahvil, para piyasası, değerli madenler ve yabancı fonlar arasında çeşitlendirilmesiyle elimine edilebilir.

İkinci olarak; yatırım fonları yatırımcılar katılma belgelerini geri getirdiklerinde bu belgeleri geri almakla yükümlüdürler, dolayısıyla yatırım fonlarının likiditesi yüksektir. Yatırım

fonlarının fiyatları fon kapsamında bulunan enstrümanların değerine göre belirlenmekte, fiyat değişimleri katılma belgesi fiyatlarına günlük olarak yansıtılmakta ve böylece fondan çıkan yatırımcılar otomatik olarak getirilerini realize etmiş olmaktadır. Ayrıca bir fondan aynı şirketin yönettiği başka bir fona telefona geçilebilmekte ve bazı fonlar fondaki hesaba çek yazma olanağı sağlamaktadırlar.

Üçüncü olarak; hisse senedi ve tahvil yatırımları gibi finansal yatırımlar belli bir bilgi birikimini, doğru araştırma yapmak için zaman ayırmayı ve düzenli olarak piyasaları takip etmeyi gerektirmektedir. Yatırım fonları analistleri ve araştırma personeli ekonomik ve finansal verileri sürekli olarak değerlendirmekte ve profesyonel fon yöneticileri de analistlerin yaptığı araştırmalar doğrultusunda fon portföyünü yatırımcılar adına yönetmektedirler. Ayrıca birçok yatırım fonu şirketi genel piyasa endeksinden daha fazla getiri sağlayan fon yöneticilerini ödüllendirmektedirler.

Dördüncü olarak; bütün fonların izahnamelerinde aynı tür bilgilerin açıklanması kanunen zorunludur. Yatırım fonları denetleyici kurumlar tarafından sıkı bir şekilde kontrol edilmektedirler. Bu bağlamda, yatırımcılar yatırım fonları katılma belgelerini güvenle satın alabilirler.

Beşinci olarak; yatırım fonları finansal piyasalara ucuz maliyetle yatırım yapma yoludur. Satış komisyonu olmayan birçok fon vardır. Satış komisyonu olan fonların komisyonu ise % 2 – 8.5 arasındadır. Bazı yatırım fonları bu satış komisyonunu katılma

belgelerini satarken, tahsil ederken bazılarında katılma belgeleri geri geldiğinde alış fiyatından düşmektedirler. Yatırım fonları fon yönetimi için ise % 0.5 ya da daha az ücret almaktadırlar⁽¹⁾.

Bütün bu avantajlarından dolayı hızlı bir gelişim gösteren yatırım fonları, gelişmiş piyasalarda küçük yatırımcıları finansal piyasalara yönlendirmekte, piyasaların derinliğinin artmasına katkıda bulunmakta ve şirketlere uzun vadeli fon sağlamaktedirler.

Gelişmiş mali piyasalarda menkul kıymet yatırım fonları;

– Yeni kurulan kamu kuruluşlarının ve belediyelerin finansmanında önemli roller oynamakta.

– Hazine bonoları ve tahvillere yatırım yaparak kamu açığının finansmanına yardımcı olmaktadır.

– Portföylerine aldıkları ipoteğe dayalı menkul kıymetler ile konut ipoteği piyasasına yeni kaynaklar yaratmakta.

– Portföylerine yüksek getirili bono, tahvil ve finansman bonusu alarak şirketlerin borçlandırma maliyetini düşürmektedirler⁽²⁾.

3. Türkiye'de Yatırım Fonlarının Gelişimi

a) Hukuki Çerçeve

Bütün dünyada etkili olan liberalizasyon akımının bir sonucu olarak Türkiye'de 1980'li yılların başında sermaye piyasasının hukuki ve kurumsal altyapısının oluşturulması için ilk çalışmalar başlatılmıştır. Bu çerçevede 2499 sayılı Sermaye Piyasası

Kanunu 1981 yılında çıkarılmış, sermaye piyasasını (birincil ve ikincil piyasaları) düzenleyici ve denetleyici otorite olan Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'da 1982 yılında kurulmuştur. Sermaye piyasasının alt yapısının oluşturulmasıyla ilgili çalışmalar 1982-1985 yılları arasında tamamlanmış ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) 1986 yılında faaliyete geçmiştir.

Dünyada 70 yıllık bir geçmişi olan yatırım fonları, Türkiye'de İMKB'nin faaliyete geçmesinin ardından 1987 yılında kurulmaya başlanmıştır. Başlangıçta menkul kıymet yatırım fonu kurma ve işletme izni sadece bankalara verilmiştir. Bu uygulama bankaların Türkiye'nin ekonomik yapısı içinde lokomotif rolü üstlenmeleri, bankalara duyulan güven, sermaye piyasasının gelişmemiş olması ve sigorta ve emekli sandığı gibi mali aracı kuruluşların işleyişindeki zayıflıklardan kaynaklanıyordu⁽³⁾. Fakat 1992 yılında çıkarılan 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'yla yatırım fonu kurma ve işletmede bankaların tekeli kaldırılmıştır. Bu yeni Sermaye Piyasası Kanunu'yla birlikte bankaların yanı sıra sigorta şirketlerine, aracı kurumlara ve kanunlarında engel bulunmayan Sosyal Sigortalar Kurumu, Emekli Sandığı ve Bağkur gibi emekli ve yardım sandıklarına da yatırım fonu kurma ve işletme izni verilmiştir.

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre yatırım fonları kanun hükümleri uyarınca haktan katılma belgeleri karşılığı toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayri-

menkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan malvarlığıdır.

Yatırım fonlarının tüzel kişiliği yoktur. Kurucu yatırım fonunu kurarak katılma belgelerini halka arz eder. Yatırım fonunun portföyü kurucu tarafından atanan bağımsız yetkili bir portföy yöneticisi şirket tarafından yönetilir. Bu suretle fon portföyünün kurucu tarafından kötü kullanımının önlenmesi ve bir başka ifade ile kurucunun değil, bu fona katılanların menfaatleri doğrultusunda yönetilmesi ve kurucu ile fon arasındaki menfaat çatışmasının önlenmesi amaçlanmıştır. Kurucu, portföy yöneticisinin faaliyetlerinin mevzuat ve fonun amaç ve ilkelerine uygunluğunu gözetlemekle yükümlü olup, onun fon adına yaptığı tüm işlemlerden sorumludur. Yediemin, fonun portföyündeki varlıkları muhafaza eder ve portföy yöneticisinin verdiği direktiflere uygun olarak portföydeki menkul kıymet hareketlerini yürütür, ayrıca fonun portföyündeki menkul kıymetlerin faiz ve temettü gelirlerini tahsil ederek katılımcılara aktarılmasına aracılık eder⁽⁴⁾.

Halen yürürlükte olan mevzuata göre yatırım fonları aşağıda belirtilen türlerde kurulabilmektedirler:

1) Fon portföyünün en az % 51'ini devamlı olarak;

a) Kamu veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırmış fonlar "Tahvil ve Bono Fonu."

b) Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar "Hisse Senedi Fonu."

c) Belirli bir sektörü oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırmış fonlar "Sektör Fonu"

d) Kurucunun iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlere yatırım yapan fonlar "İştirak Fonu."

e) Belirli bir topluluğun menkul kıymetlerine yatırım yapan fonlar "Grup Fonu."

f) Yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırmış fonlar "Yabancı Menkul Kıymetler Fonu."

g) Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar "Altın ve Diğer Kıymetli Madenler Fonu."

2. Portföyünün Tamamı;

h) Hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşan ve herbirinin değeri fon portföy değerinin % 20'sinden az olmayan fonlar "Karma Fon."

i) Vadesine 90 günden az kalmış sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlar "Likit Fon."

j) Portföy sınırlamaları itibariyle yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fonlar "Değişken Fon."

k) Borsa endekslerindeki oranlara göre endeks kapsamındaki hisse senetlerinden oluşan portföyü işleten fonlar "Endeks Fon" olarak adlandırılmaktadır.

Yukarıda sayılan fon türlerinden başka ayrıca her fonun birde tipi bulunmaktadır. Portföy değerinin aylık

ortalama bazda en az % 25'ini devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınan Kamu İktisadi Teşebbüsleri dahil Türkiye'de kurulmuş olan ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar A tipi, diğerleri B tipi olarak adlandırılır ve bu tipler fon türleri ile birlikte belirtilir. B tipi fonlar elde ettikleri gelir üzerinden % 10 oranında vergiye tabi iken, A tipi fonlar vergiden muaftırlar.

b) Genel Değerlendirme

1987'de 7 olan menkul kıymet yatırım fonu sayısı 1997 sonunda 156'ya çıkmıştır. Bu 156 fonun 72'sini portföy değerinin % 25'ini hisse senetlerine yatıran A tipi yatırım fonları, kalan 84'ünü ise B tipi yatırım fonları oluşturmaktadır. Yatırım fonlarının toplam portföy değeri de yine aynı tarihten itibaren 183 trilyon 658 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bu miktarın 69 trilyon 522 milyar TL'sini A tipi fonların portföy değeri, 114 trilyon 136 milyar TL'sini de B tipi fonların portföy değeri oluşturmaktadır.

Yatırım fonlarını kurucuları bazında incelediğimizde, Türkiye'de faaliyette bulunan 156 fonun 112 tanesini 41 bankanın, geriye kalan 44 fonu da 24 aracı kurumun kurduğunu görmekteyiz. Bankaların kurduğu 112 fonun portföy değerinin yatırım fonları toplam portföy varlığı içindeki oranı % 79, aracı kurumlar tarafından kurulan yatırım fonlarının oranı ise % 21'dir. (Tablo 1) Bu tablodan da anlaşılacağı gibi bankalar yatırım fonları sektöründe en önemli role sahiptirler. 1992 yılına kadar sadece bankalara yatırım fonu kurma ve işletme izni verilmesi, bankalara duyulan güven, bankaların yaygın şube ağına sahip olmaları nedeniyle bireysel yatırımcılara ulaşma kolaylığı ve banka-dışı finansal kurumların henüz yeterince gelişmemiş olmalarının bankaların bu alanda üstünlüğüne sebep olduğu söylenebilir.

Burada dikkat çeken bir diğer konu da fon sayısı ile kurucu sayısı arasındaki aynı yönlü olmayan ilişkidir. 1992 yılına kadar SPK faaliyette bulunan yatırım fonlarının portföy de-

Tablo 1
Yatırım Fonlarının Kurucularına Göre Sınıflandırılması

Kurucular	Yatırım Fonu Sayısı	Yatırım Fonlarının Toplam Değeri (Milyon TL)	%
Bankalar	112	145.090.112.1	0.79
Aracı Kurumlar	44	38.568.257.6	0.21
Toplam	156	183.658.369.7	1.00

Kaynak: SPK, Aylık Bülten, Aralık 1997.

ğerin artırılmasına izin vermemekteydi. Bu sebeple bankalar faaliyetteki fonların değerini arttırmadıkları için yeni fonlar kuruyorlardı. 1992 yılında bu uygulama kaldırılmıştır. Dolayısıyla banka ve aracı kurumların birden fazla yatırım fonuna sahip olmalarının nedeni kanuni kısıtlamalar değil, yatırımcıların ihtiyaçlarına göre değişik risk ve getiri seviyelerinde yatırım fonları kurmalarıdır. Zira başlangıçta A tipi ve B tipi olarak iki değişik fon tanımlanmışken, Aralık 1996'da yayınlanan bir tebliğ ile Haziran

1997'den itibaren yatırım fonları tip sınıflandırmasına ilaveten, risk ve getiri seviyelerine göre de 12 türe ayrılmıştır.

1987-1997 döneminde B tipi yatırım fonlarının portföy yapısını incelediğimizde, devlet borçlanma araçlarının B tipi yatırım fonları portföyünde çok büyük ağırlığa sahip olduğunu, hisse senedi oranının ise 1993 yılı dışında % 2.51'i geçemediğini görüyoruz. (Tablo 2) Yine tablodan, 1990 öncesinde yatırım fonları portföyünde

Tablo 2
Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı (%)

Yıllar	Devlet Tahvili	Hazine Bonosu	Döviz Endeksli Senetler	Özel Sektör Tahvili	Finansman Bonosu	Hisse Senedi	Diğer	
1987	12,67	11,90	10,10	51,00	6,72	0,46	7,15	
1988	3,70	4,98	4,04	65,20	4,69	0,17	17,22	
1989	9,22	19,84	5,18	38,62	24,45	1,98	0,71	
1990	58,64	15,11	1,91	19,03	1,79	2,14	1,38	
1991	43,11	27,01	4,87	19,14	3,21	2,51	0,15	
1992	16,06	69,11	2,43	7,55	0,96	1,34	2,55	
1993	11,93	62,04	-	3,13	1,55	18,04	3,31	
1994	A Tipi	1,30	64,43	-	0,59	-	33,68	-
	B Tipi	1,76	90,10	0,17	0,14	0,05	1,47	6,31
1995	A Tipi	0,48	63,21	-	0,11	-	36,20	-
	B Tipi	12,60	83,06	0,02	0,02	-	0,36	3,94
1996	A Tipi	0,34	67,30	-	-	-	32,36	-
	B Tipi	1,50	95,73	-	0,01	0,07	0,95	1,74
1997	A Tipi	1,76	58,98	-	-	-	39,08	0,18
	B Tipi	6,64	84,81	-	-	-	0,27	8,28

Kaynak: SPK, Aylık Bülten, Aralık 1997.

özel sektör tahvillerinin önemli bir ağırlığa sahip olduğu fakat bu oranın 1990'dan itibaren hazine bonusu ve devlet tahvilleri lehine gittikçe azaldığı, en sonunda da sıfırlandığı görülüyor. Devletin 1990'dan itibaren harcamalarını ve yatırımlarını finanse etmek için, vergi toplamadaki güçlüklerden dolayı, gittikçe artan bir oranda borçlanmayı tercih ettiği bilinmektedir. Bu politikayla birlikte devletin borçlanma ihtiyacı arttığı için, devlet tahvili ve hazine bonolarının faizleri özel sektör tahvillerine göre genelde daha yükseklere seyretmiştir. Ayrıca devlet tahvili ve hazine bonoları faizlerinin çok yükseklerde seyretmesi, şirketlerin borçlanma maliyetini yükseltmiştir. Dolayısıyla yatırım fonlarının sayısı gittikçe artarken özel sektör tahvillerinin şirketlerin toplam menkul kıymet ihracıları içindeki payı azalmıştır. (Tablo 3) Bu durumda yatırım fonları vadesi dolan özel sektör tahvilleri yerine, yenilerini bulamadıkları için, hazine bonusu almışlardır.

Hazine bonusunun B tipi yatırım fonları portföyü içindeki 1996'da % 95.7 olan oranı 1997'de % 84.8'e düşmüştür. 1996'da % 1.5 olan devlet tahvili oranı da 1997'de % 6.6'ya çıkmıştır. Yine aynı yıl hisse senetleri oranı % 1.3 olarak gerçekleştirilen yabancı tahvil oranı da sıfıra düşmüştür. 1997 yılında İMKB endeksinin % 253.6 oranında artmasına rağmen yatırım fonlarının portföylerine sadece % 1.3 oranında hisse senedi almalarının, fonların risken kaçınma karakterinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Başka bir ifadeyle, B tipi yatırım fonları daha az getiri sağlasa bile risksiz sabit getirili devlet borçlanma

enstrümanlarını tercih etmektedirler. Zira borsa kurulduğundan itibaren İMKB endeksi çok değişken bir performans sergilerken, devlet borçlanma araçları devamlı olarak enflasyon üstünde getiri sağlamışlardır.

1994'te fonların A ve B tiplerine ayrılmasından bu yana A tipi fonlar da borçlanma enstrümanlarına ağırlık vermişlerdir. Bununla birlikte, 1996 yılında A tipi yatırım fonları portföyünde ortalama % 67.64 oranında borçlanma enstrümanları bulunurken, bu oran 1997'de % 60.74'e düşmüştür. Diğer taraftan, 1996'da A tipi yatırım fonları portföyündeki % 32.36 olan hisse senedi oranı, 1997'de % 39.08'e yükselmiştir. Bir başka ifadeyle, borsa endeksinin % 253.63 oranında yükseldiği 1997'de B tipi fonlar portföylerindeki hisse senedi oranını iyice azaltırlarken, A tipi fonlarda hisse senedi oranı % 7 oranında artmıştır. Buradan, A tipi fonların B tipi fonların aksine yükselen piyasada ortaya çıkan yüksek kâr imkanlarını değerlendirme eğiliminde oldukları anlaşılmaktadır.

1987-1997 döneminde şirketlerin nominal sermaye artırımlarının ortalama % 55'i nakit sermaye artırımını, % 45'i ise yeniden değerlendirme artış fonu, yedekler, gayrimenkul ve şirak kârlarının sermayeye ilavesi suretiyle gerçekleştirilmiştir. (Tablo 3) Bu gelişme, hisse senetleri, fiyatları ile hisse başına kâr payı verimini düşürmüş ve şirket sermayelerinin sulanmasına neden olmuştur. Bu durum, yatırım fonlarının hisse senetlerinden uzak durmalarının, hissé fonlarının, karma ve tahvil fonlarından daha az getiri sağlamalarının diğer bir sebebini oluştur-

maktadır. 1990'dan itibaren şirketler artan oranda emisyon pirimli, piyasa fiyatıyla hisse senedi ihraç etmişlerdir⁽⁵⁾. Emisyon pirimli hisse senedi ihraçlarının da yatırım fonlarının hisse senetlerinden uzak durmalarında etkili olduğu düşünülmektedir.

1990–1996 arasında yatırım fonlarının özel sektör menkul kıymet ihraçları içindeki payı değişkenlik göstermektedir. (Tablo 4) 1995'te 4 trilyon 249 milyar TL olan yatırım fonları katılma belgesi ihraçları 1996'da, özel sektör menkul kıymet ihraçları toplamının azalmasına rağmen, % 100'den

fazla bir artışla 8 trilyon 945 milyar liraya çıkmıştır. 1995 ve 1996 yıllarında yatırım fonları katılma belgesi ihraçlarının toplam menkul kıymet ihraçları içindeki ağırlığı da sırasıyla % 2.4 ve % 5.5 olarak gerçekleşmiştir. Bu oranlar da yatırım fonlarının ülkemizde hızla gelişmeye devam ettiğini göstermektedir.

Yatırım Fonlarının Problemleri

Yatırım fonu yöneticilerinin yeni katılma belgesi sattıklarında fona yeni menkul kıymet satın almaları, yatırımcılar fondan çıkmak istediğinde de

Tablo 3
Şirketlerin Nominal Sermaye Arttırmaları

Yıllar	Nakit Artışı MilyonTL	Diğer	Toplam	Nakit Artışı %	Diğer
1987	187.2	119.1	306.3	61.11	38.89
1988	364.5	374.9	739.4	49.29	50.71
1989	966.7	771.5	1.738.2	55.61	44.39
1990	1.807.0	1.498.4	3.305.4	54.66	45.34
1991	3.606.9	2.617.7	6.224.6	57.94	42.06
1992	4.812.7	4.342.3	9.155.0	52.57	47.43
1993	8.275.8	7.602.0	15.877.8	52.12	47.88
1994	32.256.7	13.580.0	45.836.7	70.37	29.63
1995	43.080.1	42.835.5	85.915.6	50.14	49.86
1996	89.246.9	86.551.0	175.797.9	50.77	49.23

fondaki menkul kıymetlerin bir kısmını satarak geri gelen katılma belgelerini satın almaları öngörülmektedir. Bu sayede, başarılı fonların portföy varlığı gittikçe artarken, başarısız olanlarınkı de gittikçe azalacaktır. Uygulamada menkul kıymet yatırım fonları yukarıda açıklanan arz-talep prensibine göre faaliyet göstermemektedir. Fon yöneticileri geri dönen katılma belgelerini kendi portföyelerine almakta, talep geldiğinde de tekrar satmaktadırlar. Bu durumda ise, fonlar likidite problemi yaşamadıkları için fon yöneticiliği önemini kaybetmemektedir. Yatırım fonları arz-talep prensiple-

ri çerçevesinde yönetildiğinde fon yöneticiliği ön plana çıkacak, fonlar arası rekabet artacak ve başarılı fonların piyasa kapitalizasyonu artacaktır.

Türkiye'de 1996 yılının sonlarına kadar fon kurucusu, yöneticisi ve saklayıcısı aynı şirket olabiliyordu. Bu uygulama, fonların katılma belgesi sahipleri yerine, fon kurucularının menfaatleri doğrultusunda yönetilmesine neden olabilmekteydi. Ayrıca, fon yöneticileri vadesi dolan tahvilleri fona devrederek stopaj vergisi ödemekten kurtulabiliyorlardı. 19 Aralık 1996'da SPK'nın çıkardığı bir tebliğ ile yatırım fonu kurucuları, yöneticileri ve sakla-

Tablo 4
Özel Sektör Menkul Kıymet İhraçları (Milyon TL)

Menkul Kıymetler	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Hise Senedi	4,106	4,444	5,332	9,574	37,553	51,335	102,456
Tahvil	762	813	797	715	491	1,883	1,228
Finansman Bonusu	215	667	1,007	1,205	156	1,533	2,880
Varlığa Dayalı Menkul Kıymet	-	-	14,481	52,756	42,299	113,928	41,629
Kâr-Zarar Ortaklığı Belgesi	4	15	60	-	-	-	-
Banka Bonusu	330	726	770	2,388	2,024	1,300	2,362
MKYF Katılma Belgesi	855	65	92	5,355	2,203	4,249	8,945
Gayrimenkul Sertifikası	-	-	-	-	-	-	2,714
TOPLAM	6,273	6,730	22,529	71,993	84,728	174,228	162,215

Kaynak: Creative Yayıncılık ve Tanıtım Ltd. Şti., Finans Yıllığı, 1997.

yıcıları birbirinden ayrılmıştır. Bu yeni tebliğ ile birlikte yatırım fonlarına duyulan güven artmış ve artan taleple birlikte 1996'da 115 trilyon 61 milyar TL olan yatırım fonlarının toplam portföy değeri 1997'de 183 trilyon 658 milyar TL'ye çıkmıştır.

İç tüzüklerinde hüküm bulunmak kaydıyla hisse senedi fonları, katılma belgesi fiyatları bir günde % 2'den daha fazla artarsa, % 2'yi aşan kısım, katılma belgesi fiyatları % 2'den daha fazla azaldığında, % 2'yi aşan değer azalışını karşılamak üzere ihtiyat olarak ayrılabilir. İsteğe bağlı olan bu uygulama, katılma belgesi fiyatlarındaki dalgalanmayı azaltarak yatırım fonlarının piyasasının istikrarını artırmaktadır. Dolayısıyla, bu ihtiyat uygulamasının zorunlu hale getirilmesi faydalı olacaktır.

Türkiye'de halka açık şirketlerin risk seviyeleri ilan edilmediği için, bireysel ve kurumsal yatırımcılar şirketlerin risklerini tam olarak tahmin edememektedirler. Şirketlerin risk seviyelerinin borsa tarafından belirlenip açıklanması ya da bu görevi yapacak özel bir risk belirleme (rating) şirketinin kurulmasının sağlanması gerekmektedir. Böylece yatırımcılar daha doğru yatırım kararları verebileceklerdir.

Yatırım fonları piyasasının en önemli eksiklerinden birisi de, yatırım fonlarının performansını ölçecek bir endeksin bulunmamasıdır. Endeks olmadığı için yatırımcılar tek tek fonların performansını takip edebilseler bile, genel olarak fonların düşüş eğiliminde mi yoksa yükseliş eğiliminde mi olduğunu tahmin edememektedir-

ler. Endeks oluşturulduğu takdirde yatırımcılar fonların genel eğilimini takip edebilecek, getirilerini karşılaştırabilecek ve bu sayede daha sağlıklı yatırım kararları verebileceklerdir.

Gelişmiş ülkelerde, yatırım fonları endeksteği artıştan daha fazla getiri sağladığında, endeksi aşan kısım fon yöneticilerinin başarısı kabul edilmekte ve bu fon yöneticileri ödüllendirilmektedir. Bu uygulama fon yöneticilerini yüksek getiri sağlamaya ve fon portföyünü katılma belgesi sahiplerinin menfaatleri doğrultusunda yönetmeye teşvik etmektedir. Böylece profesyonel fon yöneticiliği gelişmekte ve yatırım fonlarına duyulan güven artmaktadır. Benzer bir ödül sisteminin uygulanması Türkiye'de yatırım fonları piyasasının gelişmesine katkıda bulunacaktır.

Sonuç

Menkul kıymet yatırım fonları yoluyla piyasalara yatırım yapmanın profesyonel yönetim, likidite, güvenilirlik ve ucuz maliyet gibi birçok avantajları vardır. Fonların bir diğer özelliği de değişik risk ve getiri seviyelerinde birçok türe ayrılmasıdır. Bu sebeplerle fonlar özellikle Amerikan sermaye piyasasında, 1992'lerin sonunda ortaya çıkışından itibaren çok büyük ilgi görmüştür. Investment Company Institute'e göre Amerika'da her dört aileden biri yatırım fonlarına yatırım yapmaktadır. Yatırım fonları İMKB faaliyete geçtikten sonra, 1987 yılından itibaren Türkiye'de de kurulmaya başlanmıştır ve hızla gelişmektedir.

Gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye'nin yatırımlar için kaynak ihti-

yacı tasarruflarından daha fazladır. Bir taraftan özel sektör yatırım için finansmana ihtiyaç duyarken, diğer taraftan devlet de sabit getirili finansal araçlar piyasasını neredeyse tamamen ele geçirmiş durumdadır. Bu anormal yapı sebebiyle Türkiye'de yatırım fonları portföy varlıklarının çok büyük bir kısmını devlet tahvili ve hazine bonolarına yatırmakta ve özel sektöre kaynak aktaramamaktadır. Devletin borçlanma ihtiyacının yükseklığı ve bu durumun ortaya çıkardığı tablo Türkiye ekonomisinin en önemli problemini teşkil etmektedir. Bu ekonomik problemlerin çözülmesiyle birlikte yatırım fonları özel sektöre fon aktarılmasına daha fazla aracılık edebileceklerdir.

Henüz bazı yapısal problemleri olmasına rağmen, geçen 11 yılda sermaye piyasasıyla birlikte yatırım fonları da kayda değer bir gelişme göstermiştir. SPK tarafından çıkarılan tebliğlerle hukuki altyapının oluşturulmasına paralel olarak yatırım fonlarının piyasa kapitalizasyonu da artmıştır. Bu gelişme yatırım fonlarının gelecekte hem özel sektöre fon sağlama da, hemde bireysel ve kurumsal yatırımcılara alternatif bir yatırım aracı olarak Türkiye ekonomisinde daha etkin bir konuma geleceğinin göstergesidir.

Kaynaklar

BAUMOL, William J., GOLD-FELD, Stephen M., GORDON, Lilli A., COEHN, Michael F., The Economics of Mutual Fund Markets: Competition versus Regulation, Kluwer Acade-

mics Publishers, Massachusetts, 1990.

BRIGHAM, Eugene F., Fundamentals of Financial Management, 6th ed., The Dryden Press, Orlando, 1992.

CHENEY, John M., MOSES Edward A., Fundamentals of Investments, West Publishing Company, St. Paul, 1992.

ERTAŞ, Vahdet, Yatırım Fonları: Eğitim ve Tanıtım Grubu Seminer Notları, Bankalar Birliği, Ankara, 1997.

ERTAŞ, Vahdettin, TUNCEL, Kürşat, TEKER, Bahadır, Yatırım Fonları ve Türkiye Uygulaması, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 1997.

LAVINE, Alan, Getting Started with Mutual Funds, John Wiley & Sons Inc., New York, 1994.

MADURA, Jeff, Financial Markets and Institutions, 2nd ed., West Publishing Company, St. Paul, 1994.

Mutual Fund Factbook, 35th ed., Investment Company Institute, Washington, 1995.

REILLY, Frank K., Investments, 3rd ed., The Dryden Press, Orlando, 1992.

ROSE, Peter S., Money and Capital Markets, 5th ed., Richard D. Irwin Inc., Boston, 1994.

Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Eğitim Yayınları, İstanbul, 1997.

TAYLOR, John H., Building Wealth with Mutual Funds, Windsor Books, New York, 1992.

TEVFİK, Gürman, Dünyada ve Türkiye'de Yatırım Fonları, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara, 1995.

ÜNAL, Targan, Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar, Türkiye Örneği: Sorunlar ve Çözüm Önerileri, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 1995.

Dipnotları

1- LAVINE, Alan, Getting Started with Mutual Funds, John Wiley & Sons Inc., New York, 1994, s. 9.

2- ÜNAL, Targan, Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar, İMKB, İstanbul, 1995, s. 49.

3- ÜNAL, Targan, a.g.e., s. 70.

4- ERTAŞ, Vahdettin, TUNCEL, Kürşat, TEKER, Bahadır, Yatırım Fonları ve Türkiye Uygulaması, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 1997, s. 12.

5- ÜNAL, Targan, a.g.e., s. 59.

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 hiçbir zaman bilimsel, ciddi politika ve tedbirlere başvurmayacaklardır. Böyle bir tutuma girmeyeceklerdir. Oysa devlet gemisi fırtınalı bir denizde kayalıklara doğru hızla sürüklenmektedir."

Fiyatı: 800.000 TL / Öğrencilere indirimli

İsteme Adresi

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

Telefon: (0212) 518 17 32 Fax: (0212) 518 66 43

Görüşler

Yrd. Doç. Dr. AHMET ATILGAN

Dumlupınar Üniversitesi Bilecik İ.İ.B.F. Öğretim Üyesi

Avrupa Para Birliği ve Sonuçları

Avrupa Para Birliği (UEM) 7 şubat 1992'de imzalanıp 1993'te yürürlüğe giren Maastrich Anlaşması gereği en geç Ocak 1999'da gerçekleşecekti. 2 Mayıs 1998'de Brüksel'de yapılan Bakanlar Konseyi, Devlet ve Hükümet Başkanları Zirvesi ve Avrupa Parlamentosu toplantılarında para birliğine geçişin oylanıp kabul edilmesi olağan bir gelişmedir. Çünkü Maastricht Anlaşması yapıldığında zaten para birliğine tüm üyelerin birlikte geçemeyecekleri biliniyordu. Dört üyenin para birliğinin dışında kalmaları değil onbir üyenin birliğe katılmaları 1990'ların ilk yarısında beklenenden daha iyi bir sonuçtur. Böylece Avrupa Federasyonuna geçiş sürecindeki olağan ama önemli aşamalardan birisi aşılmış oldu.

Parasal Birliğin üyelere önemli avantajlar sağlaması bekleniyor. Kendi hesaplarına göre birliğin gayri safi hasılasında % 5'lik ek bir artışa imkan verecek, yani % 5'lik ek bir büyüme elde edilecek. İstihdam iki ila beş milyon arasında genişleyecek. Enflasyon 5-6 yıl içerisinde % 8 civarında düşecek. Sektörlere göre farklılaşmak üzere, maliyetler % 1 ila % 7 arasında azalacak. Para ve sermaye piyasaları büyüyüp bütünleşerek faiz oranlarını düşürecek. Avrupa Para Sistemini (EMS) sürdürmek için yüksek faiz politikası uygulamak gerekiyordu. Üye ülkelerin enflasyon düzeyi, enflasyon oranı en düşük üç ülke ortalamasından en fazla % 1.5 yüksek olabilirdi. Kamu borçları ulusal gelirin % 60'ını aşamaz, kamu açıkları ulusal gelirin

% 3'ünü geçemez, uzun vadeli faiz oranı bu oranın en düşük olduğu üç ülke ortalamasından en fazla iki puan yüksek olabilirdi. Üye bir ülkenin ulusal parasının Birliğe üye diğer ülkelerin paralarına paritesi en az iki yıl kur ayarlaması yapmadan sürdürülebilir olmalıydı. Maastricht Anlaşmasının koyduğu bu uyum kriterleri kamu harcamalarının daraltılmasını ve sıkı para politikası izlenmesini zorunlu kılıyor. Bu da büyümeyi yavaşlatıyor. Çünkü bilinen tüm teoriler faiz oranları ile yatırımlar arasında tersine bir ilişki olduğunu doğrular. Zaten sıkı para (ve yüksek faiz) politikasının amacı ekonomik faaliyetleri daraltmaktır.

Avrupa Birliği'nde parasal birliğin gerçekleştirilmesinin siyasal, ekono-musal ve teorik açıdan irdelenmesi gereken önemli boyutları vardır.

1. Siyasal Açıdan Para Birliği

Marshall yardımlarının koordina-syonu amacıyla ABD tarafından Avrupa Ülkelerinin işbirliğine yönlendirilmesi Avrupa Birliği sürecinin başlangıcını oluşturur. Kömür ve Çelik Birliği, Avrupa Ortak Pazarı ve Avrupa Topluluğu parasal birliğe gelinceye kadar geçirilen çok önemli aşamalar-dır. Ocak 1999'da girilecek yeni aşama, öngörüldüğü gibi Temmuz 2002'de tamamlanabilirse, Alman Birliği'nden sonra tarihte ikinci büyük parasal birlik gerçekleştirilmiş olacaktır. 1865'de bazı Avrupa ülkeleri arasında Latin Para Birliği, 1873'te İskandinav Para Birliği kurulmuş, başarısız olmuştur. Avrupa Birliğinin bu girişimi

başarılı olursa, tıpkı Alman Birliği gibi, siyasal birlik için, yani Avrupa Federa-sonu için tek bir aşama kalacaktır. Anayasa niteliğindeki çerçeve karar-lar için oybirliği kuralının kaldırılması sağlanırsa Avrupa'nın siyasal birliği tam gerçekleşmiş olacaktır. Tarihte de 1828'de başlayan Alman Birliği süreci 1857'de para birliğine ulaşma-yı başardı. Parasal birliğe geçilmeden önce Alman devletlerinde yedi çeşit para tedavülde bulunuyordu. 1867'de Zollverein'de (Alman Gümrük Birliği) kararların oyçokluğu ile alınması kabul edildi; parasal birliğin arkasından siyasal birlik geldi. Bazı karşıtlıklar da giderildikten sonra 1871'de Alman Birliği kuruldu.

Burada, Avrupa Birliği'nin doğru anlaşılması ve geleceğinin doğru yorumlanması bakımından, bir örnek olay olarak, Alman Birliği'nin kurul-ması özet halinde anlatılacaktır.

Almanya 19. yüzyıl başında kü-çük prensliklere bölünmüş bir ülkey-di. 1815'te Viyana Anlaşması ile 38 devletçilik oluşturulmuştu. Birinci Sa-nayi Devriminin gerisinde kalmıştı. Tarım ve zanaatkar üretimi ekonomi-ye egemendi. Junkers denilen büyük malikaneler Alman Topraklarının 1/4'ünü oluşturuyordu. Bu çiftlikler tarımda yeni teknikler uygulayabiliyor-du. 1850'lerde sanayi işçilerinin sayısı 700 bin, demiryollarının uzunluğu sa-dece 2800 km. idi. Bu rakamlar o dö-nemin ölçeklerine göre bile son dere-ce küçüktü.

Zollverein süreci Prusya ile ku-zeydeki 4 küçük prenslik arasında

1828'de başladı. 1834'de gümrük birliğinin bütün prenslikleri kapsamaya yönünde kuvvetli bir eğilim beliriyor, ancak ünlü Metternich buna karşı çıkıyor. Metternich'in karşı çıkışının nedeni Habsbourg Hanedanı'nın çıkarlarını korumaktır. Çünkü Metternich ekonomik birliğin eninde sonunda siyasal birliğe dönüşeceği görüşündedir.

1848'de Zollverein'e dahil prenslikler parasal işbirliği ve yasaları birbirine yaklaştırma gibi konularda anlaşma sağladılar. 1857'de parasal birliğe ulaşılar.

1852'de Zollverein'le ticaret anlaşması yapmayı yeterli bulan Avusturya 1862'de Birliğe katılmak istiyor, reddediliyor. Çünkü birlik içerisinde Prusya güç kazanmış, rakip bir güç istemiyor.

1867'de Birlik Parlamentosu basit çoğunlukla karar almayı kabul ediyor, konfederasyondan federasyona geçiyor. 1871'de de siyasal birliğe karşı tüm engeller kaldırılıyor. Aynı yıllarda devletin yönlendirdiği ve bankacılık kesimi ile sanayi kesiminin güçlü bir işbirliği içerisinde gerçekleştirdikleri hızlı bir gelişme başlıyor. İngiltere ve Fransa'yı bazı sektörlerde 1900'lerde, bazı sektörlerde de 1910'larda yakalıyor ve geçiyor.

Alman Birliğinin Avrupa Birliği için iyi bir örnek oluşturmadığı öne sürülebilir. Gerçekten, bir siyasal birliğin başarıya ulaşması açısından tarih, dil, kamuoyu ve bütününle ortak kültür çok önemlidir. Bu yönden Avrupa Birliği'ne dahil ülkelerin tarihsel biri-

kimleri siyasal birliği zorlaştırabilir. Ama Batı kültürü tarihinin en açık ve değişimci döneminde bulunuyor. Siyasal birliğin Avrupa'nın geleceğini daha iyi kurmak anlamına geldiği ilgili toplumlara iyi anlatılabilirse bir Avrupalılık bilinci pekala oluşturulabilir. Fakat birliğin siyasal düzeyde oluşması, yine de ekonomik başarılarına sıkı sıkıya bağlı olacaktır. Birlik içerisinde Almanya ile diğer büyükler arasındaki herkesi bildiği örtülü rekabetin şaşırtıcı engeller çıkarıp çıkarmayacağı da elde edilecek ekonomikal sonuçlarla ilişkili olacaktır. Dolayısıyla Birliğin ekonomikal yönünü tartışmakta yarar vardır.

2. Ekonomik Açıdan Parasal Birliği

Parasal birlik para ve sermaye piyasalarına güveni artırır, dalgalanmaları azaltır, yabancı sermaye çeker, faiz oranlarını düşürür, yatırım ve istihdamı genişletici etkiye bulunur. Birliğe dahil ülkelerin döviz rezervi tutma maliyetini azaltır, dahası öteki ülkelere döviz rezervleri içerisinde euro'nun payı arttığı ölçüde Avrupa Birliği Dünya Merkez Bankalarından birine sahip olmanın avantajını elde eder; ithalatının finansmanı ucuzlar. Birlik iç ticareti büyür, ölçek ekonomileri doğar, piyasanın teknoloji geliştirme gücü artar, genişleyen piyasalarda faktör hareketliliği ve rekabet düzeyi yükselir.

Avrupa Birliği nüfus, GSYİH ve dünya ticaretindeki pay yönünden ABD'den daha büyük, döviz rezervleri

içerisindeki payı yönünden ABD'nin 1/3'üne yakın bir orana sahiptir. Parasal birlik AB'nin globalleşen dünyadaki konumunu pekiştirecektir. Dünya ticaretindeki payı, uluslararası ekonomik ilişkilerdeki pazarlık gücü artacaktır.

Bu olumlu beklentilere karşılık, parasal birliğin üye ülkelerden arz esnekliği düşük olanlarda ekonomik faaliyetlerin daralmasına yol açacağı beklenmektedir. Birliğin bütçesi büyüülerek bu tür olumsuz etkiler giderilebilir. Fakat ulusal gelirlerin % 1.2'sine eşit olan şu andaki bütçe büyüklüğü böyle bir amaca yetmez. Ortak bütçeyi güçlendirmek parasal bütünleşme sürecinin başarısı açısından öncelikli önlemlerdendir.

Ayrıca ücretlerin ve diğer fiyatların karşılaştırılmasıyla ortaya çıkan gelir çekişmesinin bir ülke düzeyinden birlik düzeyine şiddetlenerek taşınması olanaklıdır. Örneğin Portekizli bir işçi kendi ücret düzeyini Hollandalı işçi ile karşılaştıracaktır. Sosyal güvenlik sistemi, çalışma koşulları ve işe alma yöntemleri yeknesak hale getirilmedikçe faktör hareketlerinin serbestliği bu problemi ortadan kaldırmaz.

Parasal birlik hem maliye politikası araçlarının bu birliği destekleyecek yönde ve kesin kısıtlar altında uygulanmasını gerektirir, hem de para politikası araçlarını kullanım imkanını önemli ölçüde sınırlar. Parasal birliğe geçiş sürecinin hazırlık ve uygulama aşamalarını düzenleyen Maastricht Anlaşmasına göre para politikası

araçlarını kullanma imkanı ulusal hükümetlerin elinden alınıyor. Birlik düzeyinde her hangi bir siyasal organa da bu yetki verilmiyor. Maastricht Anlaşması para politikasını Avrupa Merkez Bankasına (ECB) bırakıyor. Bu da salt siyasal ve ekonomsal açıdan değil, teorik açıdan da önemli bir dönüşümü destekliyor.

3. Teorik Açıdan Para Birliği

Maastricht Anlaşması'nda para birliğinden sonra kurulacak Avrupa Merkez Bankası'nın Alman Merkez Bankasını model alması öngörülmüştü. Alman Merkez Bankası (Bundesbank) ise, bilindiği gibi, dünyanın en bağımsız bankasıdır. Siyasal otoritenin müdahalesi kesinlikle sözkonusu değildir. Banka kendi asıl görevi ile çalışmadığı sürece hükümetin ekonomi politikalarına uyum gösterir, destek verir. Asıl görevi tektir: Para piyasasında istikrarı sağlamak, yani enflasyonu önlemek.

Alman Merkez Bankası kurumsal konumunu Ordo-liberalizm yahut Sosyal Piyasa Ekonomisi denilen teorik yaklaşıma borçludur. Ordo-liberal Teori'ye göre ekonomiye para politikası araçlarıyla müdahale dengesizliğin temel nedenidir. Politikacıların işsizliği azaltmak için izleyecekleri bir açık bütçe politikası dengesizliği başlatır. Çünkü açık bütçe politikası eğer işsizliği azaltır ve büyüme sağlarsa işçi sendikaları bu büyümeden pay almak isterler. Yani refah paylarının artırılmasını isterler. İşverenler büyüme konjonktüründe işçi

ücretlerini kolayca arttırmalar. Böylece kâr piramidi elde ederler, kâr marjlarını artan maliyetleri üzerinden hesaplayarak toplam kârlarını artırırlar. Bu aşamada yükselen işçi ücretleri ve genişleyen ekonomik faaliyetler kredi taleplerini artırır. Kredilerin genişlemesi işverenlerin ücret artışlarını fiyatlara yansımalarını kolaylaştırır. Hükümet ise kredi kontrolü yapamaz. Bankalar kredileri genişletmek için hükümete baskı yapar, hatta kendi likiditelerini sürdürmeye yardım etmesi için merkez bankasını oldu-bittiyle karşı karşıya bırakırlar. Merkez Bankası para-kredi sistemine güveni korumak sorumluluğu altında bu oldu-bittiye katlanmak zorunda kalır. Para arzını kontrol etmekle görevli iken, bunu istemeden genişleten bir kurum durumuna düşer. Ekonomide ücret-fiyat sarmalı ortaya çıkar, bu enflasyondur.

O halde böyle bir süreci önlemek için Merkez Bankası para-kredi hacmini kontrol edebilecek, bankacılık sektöründen ve hükümetten gelen baskılara karşı koyabilecek imkan ve yetkilerle donatılmalıdır.

Para-kredi hacminin kontrolü konusunda Ordo-liberallerden daha fazlasını Anayasal İktisatçılar öneriyorlar. Anayasal İktisatçılara göre para yönetiminde hangi organ hangi sınırlar çerçevesinde yetkili kılınacaksa bu bir kural olarak anayasada yer almalıdır. Para arzındaki artış ulusal gelirin belli bir oranı kadar mı olur, altın para sistemine benzer bir standart mı getirilir, para özelleştirilir mi, yoksa devletin sorumluluğu tamamen kaldırılır ve

para üretimi piyasaya mı bırakılır, ne yapılacaksa onun anayasal kurallara bağlanmasını istiyorlar. Çünkü ancak o yolla siyasal iktidarın para aracını kullanarak rant dağıtımını önlenebilir ve parasal değişimler belirsizlikten kurtarılabilir. Ekonomik ajanlar orta-uzun dönemli kararlarını mümkün olan en az belirsizlik ve risk şartında alabilirler.

Dikkat edilecek olursa Ordo-liberal Teori ile Anayasal İktisat Teorisi birbirini güçlendirecek içeriklere sahipler ve ikincisi sanki ilkinin uzantısı gibi. Avrupa Birliğinin Alman Merkez Bankasını örnek alacak bir Merkez Bankası yaratma çabası, üye ülke paralarının Temmuz 1998-Ocak 1999 arasında sabit kurdan birbirine bağlanması ve bunların anayasal güce sahip bir anlaşma ile gerçekleştirilmesi değinilen iki teorinin önerilerine tam uyuyor. Bu gelişme iktisat politikası teorilerinin doğrultusunu da vurguluyor. Ordo-liberal Teori ile düşümdeşen bir dönemde geliştirilen Monetarizm ve arkasından gelen Rasyonel Beklentiler Teorisi, Arz İktisadı, Yeni Avusturyalılar ve Anayasal İktisat Teorisi bir ortak paydaya alınabilir: Devletin ekonomikal yetki ve görevleri yeniden tanımlansın, bu yetki ve görevler olabilecek en alt düzeyde olsun, mikroekonomik mekanizmanın daha iyi işlemesini sağlayacak yasal, kurumsal ve beklenti gibi davranışsal değişkenler yeniden düzenlensin. Bu teoriler arasında önemli farklılıklar elbette vardır; farklılık bazen yaklaşım düzeyinde de ortaya çıkmaktadır. Örneğin Yeni Avusturyalılar doğal geliş-

mi etkileyecek düzenlemelere karşıdır, Anayasal İktisatçılar ise rasyonel kurallarla anayasal bir ekonomik yapı oluşturulabileceği görüşündedirler. Ancak hepsi de antikonjonktürel bütçe politikasına ve ince ayar para politikasına karşıdır.

Avrupa Birliği'nin büyük üyelerinde sosyal demokratların iktidara gelmeleri dahi müdahaleci teorileri kurtarmıyor. Bir yandan globalleşme süreci özellikle sermaye hareketleri açısından daha güvenli ve serbest bir ortamı zorunlu kılarken, diğer yandan kamu kesiminin toplam ulusal kaynakların % 40-50'lerini kullanıyor olmasının getirdiği kaçınılmaz olumsuzluklar teorik tutarlılık veya tutarsızlık tartışmalarının önemini küçültüyor, müdahaleci teoriler ekonomik kamuoyunda gitgide daha fazla yıpranıyor.

Kamu kesiminin kullandığı ekonomik kaynakların ulusal gelire oranının % 40-50'lere ulaşması mali araçların olumsuz etkilerini öne geçiriyor. Vergi yükünün boş zaman tercihini kuvvetlendirecek düzeye gelmesi, iç borçların faiz oranlarını yükselterek özel sektörü itecek ve reel yatırımdan caydıracak tutarlara ulaşması, sosyal yardım programlarının ve kamu tedarikinin arz-talep esnekliklerini zayıflatması kamu ekonomisini hem rant dağıtma aygıtı haline getirmiş, hem de mali politikaların olumlu etkilerini zayıflatmıştır. Para politikasının etkinliği ise, zamanında, yeterince ve doğru uygulanmasındaki güçlüklerden başka bir de ekonominin arz ve talep esnekliklerine bağlıdır. Ekonomik yapı-

daki değişimler para politikasının reel etkisini azaltmıştır.

Gelecekte müdahaleci politikalar yeniden geçerlik kazanabilir mi, yoksa ekonomik ajanlar daha etkili rekabet yöntemleri geliştirerek serbest piyasa ekonomisini güçlendirirler mi? Globalleşme, yerelleşme, Avrupa Birliğinde benimsenen kurallar ve sivil değerlerin yükselişi gibi etkenler şimdilik görünen gelecekte müdahaleci politikaların teorik onayının daha da zayıflayacağını düşündürüyor. Bütün bunlara rağmen çevre, araştırma-geliştirme gibi tam kamusal ve eğitim gibi, sağlık gibi yarı kamusal alanlar kamu kesiminin küçültülmesi imkanını daraltıyor.

Sonuç

Para da bir kültürel kurumdur. Siyasal-ekonomik süreçte sağlanan parasal birlik Avrupalı toplumların siyasal kültürüne eklenecek bilinç ve değerlerle desteklenirse kalıcı olabilir.

Avrupa Birliği'ndeki az gelişmiş bölgelere yapılacak mali yardımlar bir rant dağıtımıdır. Bu dağıtım bir uyumsuzluk kaynağı olabilir mi? Kuzey İtalya'da Güney'e ve Kanada'nın Kuzey Eyaleti'nde diğer eyaletlere karşı oluşan tepkiler Avrupa Birliği içerisinde meydana gelebilir mi?

Birliği sağlam tutmak için geliştirilen parasal ve mali kurallar ekonomik ve sosyal dinamikleri engelleyebilir mi? Yani düpedüz soru şudur: Genişlemek, ağırlaşmak tehlikesini de getirmez mi?

Parasal birlik süreci başarıyla tamalanırsa mali bütünleşmeyi de getirecektir. O durumda merkezi hükümetlerin yetkilerinin yönetsel açıdan genel sorunlarla sınırlandırılması kaçınılmazdır. Federal devletlerin yetkilerinden bir kısmı Birlik organlarına, büyük kısmı ise yerel yönetimlere geçecektir. Yani Avrupa Birliği yerel yönetimleri gitgide daha da güçlendirecektir.

Tüm bu öngörülerin doğrulanması ve sorularla ortaya konulan belirsizliklerin giderilmesi Avrupa Birliği'nin gelecekteki liderlerinin De Gaulle gibi, Kohl gibi ne istediğini iyi bilen kararlı lider profiline sahip olup olmayacaklarına bağlıdır.

Her şeye rağmen globalleşme süreci işliyor.

Kaynaklar

1. Ahmet ATILGAN, *İktisat Politikalarının Evrimi*, Alfa Yayıncılık, İst., 1997.
2. André PHILIP, *Histoire des Faits Economiques et Sociaux*, Edition Montaigne, Paris, 1963.
3. Coşkun Can AKTAN, *Anayasal İktisat*, İz Yayıncılık, İst., 1997.

4. Emin ERTÜRK, *Ekonomik Entegrasyon Teorisi*, Alfa Yayıncılık, İst., 1997.

5. Eric DEHAY, Pascal MICHELINA, "S.M.E. et Policy-mix dans la perspective de l'U.E.M.", *Revue Française d'Economie*, Paris été 1994, pp. 113-156.

6. Eric DEHAY, "La Justification Ordo-libérale de l'Indépendance des Banques Centrales", *Revue Française d'Economie*, Paris, hiver 1995, pp. 27-53.

7. Guy LONGUEVILLE, Jean-Jacques SANTINI, "L'Europe vers l'U.E.M.?", *Revue Française d'Economie*, Paris, été 1994, pp. 23-52.

8. Pierre-André CHIAPPORI, Denis Chemillier GENDREAU, "L'union économique et monétaire et la réglementation du système financier", *Revue Française d'Economie*, Paris, hiver 1993, pp. 3-25.

9. Stefano PALOMBARINI, "Soutien politique, intégration européenne et crise du S.M.E.", *Revue Française d'Economie*, Paris, automne, 1996, pp. 145-166.

10. Vural SAVAŞ, *Anayasal İktisat*, Avcıol Basım-Yayın, İst., 1997.



Yüzde yüz geri dönüş-üm!

'98 yılı Şubat ayında Arthur Andersen tarafından 20 ajans nezdinde yapılan araştırmaya göre, reklamcıların medya planı yaparken ilk tercihleri Hürriyet. Çünkü "**Hürriyet verilen ilanı en çok satışla sonuçlandıran gazete**". Yani, geri dönüşü en yüksek gazete. Hürriyet'te sözler uçmuyor, tam eli yıldır etkili reklam mesajları olarak hedef kitleye ulaşıyor!

Sermaye Piyasası

Doç. Dr. MEHMET BOLAK

İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Fakültesi Öğretim Üyesi

Türkiye İMF'nin Gözetiminde

Haziran ayına, düşük açıklanan Mayıs ayı enflasyon rakamlarının verdiği moralle yükselerek başlayan borsa, ay içinde çeşitli faktörlerin etkisiyle dalgalanmalara maruz kalmışsa da, kanımızca Haziran ayının en önemli gelişmeleri, Türkiye'nin uluslararası kredi ve derecelendirme kuruluşları nezdindeki itibar tazelenmesi olmuştur.

Türkiye hakkındaki olumlu söylemler, dünyanın önde gelen yatırım danışmanlık firmalarından Salomon Smith Barney'in yorumları ile başlamıştır. Kurum tarafından yapılan değerlendirmede, Merkez Bankası ile Hazine'nin uyumlu çalışmasına dikkat çekilmiş, Türkiye'nin son zamanlarda diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha istikrarlı ve uygun bir siyasi yönetime sahip olduğu, bu uygun atmosferin Türkiye'yi yatırımlar için güvenli bir ülke haline getirdiği belirtilmiştir. Daha sonra İMF birinci başkan yardımcısı Stanley Fishcer'in "Türkiye ekonomisindeki gelişmeyi umduğumuzdan iyi bulduk" şeklindeki açıklamaları ve OECD'nin Türkiye ile ilgili raporundaki olumlu mesajlar, Türkiye'nin uluslararası kredibilitesinde belli bir iyileşme olabileceği beklentisini arttırmıştır. Nitekim dünyanın önde gelen derecelendirme kuruluşlarından Moody's de Türkiye hakkında olumlu görüş belirtmiş, kuruluşun Türkiye sorumlusu David Larson; ekonomide-

ki olumlu gelişmeler çerçevesinde, ülkenin "durağan izleme" pozisyonunu, "olumlu izleme" şeklinde değiştirmeyi düşünmeye başladıklarını ifade etmiştir.

Ayın son günlerinde İMF ile uzun süredir sürdürülen görüşmeler sonuçlanmış ve "yakın gözetim" veya "yakın izleme" diye adlandırılan anlaşmanın imza aşamasına gelinmiştir. Bu anlaşma uyarınca, İMF'nin Türkiye'ye herhangi bir nakit kredi açması söz konusu olmayacak, ancak İMF Türkiye masası her üç ayda bir Türkiye'ye gelerek ekonomik verileri ve bütçe gerçekleştirmelerini inceleyecek ve sonuçları uluslararası kamuoyuna duyuracaktır. İncelenecek veriler arasında ödemeler dengesi, dış borçlanma, özelleştirme, sosyal güvenlik reformları, enflasyonun seyri, faiz ödemeleri, yatırım harcamaları gibi kalemler yer almaktadır. İMF'nin nakit kredi vermeyecek olmasına karşın, yapılan bu anlaşma bir ölçüde, kurumun hükümetin uygulamalarına duyduğu güvenin dünya kamuoyuna yansıtılması anlamına gelmektedir. İMF Türkiye masası şefi Martin Hardy'nin "seçim olsa bile enflasyonla mücadele programının uygulanacağına inandıklarını" belirtmesi, bu güven yansımasının ilk belirtisi olmuştur. Varılan bu anlaşmanın ardından, Standard and Poor's ve Moody's gibi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunda iyileştirme yapacakları ve kredi musluklarının açılacağı beklenmektedir. Nitekim bu konuda ilk adımlar atılmış, Dünya Bankası tarafından Türkiye'ye; 300 milyon doları sekiz yıllık temel eğitime destek, 270 milyon doları da TEAŞ'ın elektrik iletim hatları projesinde kullanılmak üzere toplam 570 milyon dolar tutarında kredi verilirken, Türkiye'deki ekonomik gelişmeler hakkında da olumlu görüş belirtilmiştir.

Sayıdığımız tüm bu gelişmelerin, yabancı yatırımcıların gözünde, Türkiye'nin "yatırım yapılabilir ülke" imajını da geliştireceği ve borsaya fon akımını arttırabileceği muhakkaktır. Bilindiği gibi Uzak Doğu ülkelerinde ve borsalarında yaşanan sarsıntılar henüz durulmamış hatta kısa sürede durulacak gibi de gözükmemektedir. Haziran ayının başlarında ve ortalarında olmak üzere iki kez, yine bu borsalardan kaynaklanan sarsıntılar tüm dünya borsalarını ve bu arada İMKB'yi de fazlasıyla etkilemiştir. Yaşanan son sarsıntı Japonya'daki banka iflaslarından ve müteakiben Japon Yeni'nin Amerikan Doları karşısında son 8 yılın en düşük düzeyine gerilemesinden kaynaklanmış, Japonya'daki krizin artarak yaygınlaşmasından korkan Amerikan Merkez Bankası'nın uluslararası para piyasalarına müdahale ederek Japon Yeni'ni desteklemeye başlaması üzerine durulmuştur. Uzakdoğu kaynaklı sarsıntılar İMKB üzerinde sert etkiler yaratmakla birlikte, şimdi yavaş yavaş, bu ülkelerin borsalarında hisse senedi satışlarıyla likide olmuş fonların kendilerine yeni ve daha az riskli yatırım alanları aramaya başlayacakları beklenmektedir. Riski yüksek olmakla birlikte, söz konusu ülkelere göre nispeten düşük kabul edilebilecek ve buna karşılık yüksek getiriler vaadedebilen

Tablo 1
Haziran Ayının En Başarılı Hisseleri

Dergi İndeksi Kapsamında	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
Bağfaş	51.85	Hürriyet G.	46.28
Yapı Kredi B.	36.00	Çemtaş	43.18
Çelik Halat	30.32	Egeser Giyim	41.79
Eczacıbaşı Yat.	25.45	Uzel Makina	33.33
Gübre Fab.	19.48	Milliyet G.	33.07
Arçelik	16.28	Dışbank	30.61
Erdemir	15.28	Turcas	27.40
Çukurova El.	13.43	Tüpraş	19.44
T.Garanti B.	11.36	Trakya Cam	17.02
İzmir D.Ç.	10.84	Egs Dış Tic.	16.33
Kordsa	10.39	Milpa	15.29
Güney Bira	9.47	T.H.Y.	14.29

Tablo 2
Haziran Ayının En Başarısız Hisseleri

Dergi İndeksi Kapsamında	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
Pınar Süt	-15.88	Sifaş	-15.72
Konya Çim.	-13.64	Yaşarbank	-15.71
Good-Year	-13.43	Aksa	-13.54
Yasaş	-10.77	Marmaris M.O.	-11.67
Çimsa	-10.00	Bossa	-11.32
Olmuksa	-8.33	Çelebi	-9.41
Hektaş	-7.31	Dardanel	-8.20
Sarkuysan	-7.23	Net Turizm	-7.46
Anadolu Cam	-6.60	Aselsan	-7.32
Kartonsan	-5.68	Netaş	-6.58

İMKB'nin de, Yunan borsası gibi diğer bazı gelişmekte olan ülke borsaları ile birlikte, bu fonlar için oldukça cazip bir alan olacağı düşünülmektedir.

Özelleştirmede Büyük Adım

Yıllardır özelleştirme listesinin ilk sıralarında yer alan, sık sık özelleştirilmesi gündeme gelip giden ve neredeyse umut kesilmiş bulunan, Türkiye'nin dev kamu kuruluşlarından Petrol Ofisi'nin % 51 hissesinin satışına ilişkin ihale, açık art-

tırma usulüyle, "29 Haziran 1998 Pazartesi" günü gerçekleştirilmiş ve şirketin % 51 hissesini, 1 milyar 160 milyon dolar karşılığında, yönetim kurulu başkanlığını Hayyam Garipoğlu'nun yaptığı, Akmaya-Ortek grubu almıştır. Bu satıştan 750 milyon dolar gibi bir gelir beklediğini açıklayan Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nın sonuçtan memnun olmasına karşın, bazı çevreler de hisselerin çok ucuza gittiğini ifade etmişler, ihalenin iptali için yargıya gidilebileceği ihtimali ortaya çıkarmıştır. Bu büyük özelleştirme hamlesinin nasıl sonuçlanmış olursa olsun spekülasyona yol açacağı kaçınılmaz olup kanımızca bu adının cesurca atılması yararlı ve gelecek özelleştirmeler için umut verici olmuştur. Petrol Ofisi'nin satışıyla birlikte, yılbaşından beri özelleştirme rakamı 3 milyar 182 milyon dolara ulaşmış, 1985 yılından 1998 yılı başına kadar elde edilmiş olan 4.4 milyar dolar düzeyine yaklaşmıştır. Yıl sonuna kadar hedeflenen tutar ise 12.2 milyar dolar olarak açıklanmıştır.

Ay içinde yaşanan bu olumlu gelişmeler sonucu, "30 Haziran 1998 Salı" günü kapanış fiyatları itibariyle İMKB Ulusal-100 İndeksi tam 4100.00 puana ulaşmış, Mayıs ayı sonuna göre % 9.99 oranında artış göstermiştir. Yine aynı günkü kapanış fiyatları itibariyle dergimiz indeksinin artış oranı da % 10.63 olarak gerçekleşmiş ve indeks 1.187.994,27 puana ulaşmıştır. Hisselerin 251'i değer kazanıp 14'ü değer kaybederken, ay içinde bölünmüş olan Gentaş hisseleri herhangi bir kâr ya da zarar sağlamamışlardır. Ayın en başarılı ve en başarısız hisseleri her zaman ki gibi Tablo 1 ve 2'de yer almaktadır.

Sermaye Arttırmaları ve Halka Arzlar

Mayıs ayından sonra Haziran ayında da sermaye arttırmaları ve halka arzlar yoğun biçimde devam etmiştir. Tablo 3'de, Haziran ayında sermaye artırımını gerçekleştiren 35 şirketin artırım öncesi ve sonrası sermaye rakamlarıyla yapılan bedelli ve bedelsiz artırımların tutarları gösterilmiştir. Ayrıca, geçen ay sermaye arttıran şirketler arasında göstermiş olduğumuz Demisaş'ta da, sermaye artırım işlemi ertelenmiş ve Haziran ayı içinde gerçekleştirilmiştir.

Sermaye arttırmalarının yanısıra, Haziran ayında 4 şirketin kayıtlı sermaye tavanı arttırmaları Sermaye Piyasası Kurulu tarafından onaylanmıştır. Bu şirketlerin eski ve yeni kayıtlı sermaye tavanları Tablo 4'de verilmiştir.

Son zamanların en yoğun halka arz gündemi de yine Haziran ayında yaşanmış, tam 5 şirketin hisseleri ay içinde halka arz edilmiş ve borsa ulusal pazarında işlem görmeye başlamıştır. Söz konusu şirketler, borsada ilk işlem görme tarihleri ve baz fiyatları Tablo 5'de listelenmiştir. Bu 5 şirketle birlikte, hisseleri borsada işlem görmekte olan şirketlerin sayısı 271'e yükselmiştir. Halka arz olaylarında sık sık gözlendiği gibi, bu ay halka yeni arz edilen hisselerin de ilk günler

Tablo 3
Haziran Ayında Sermaye Artırımları
(Milyon TL)

Şirket	Önceki Ser.	Bedelli	%	Bedelsiz	%	Yeni Ser.
Akın Tekstil	700.000	-	-	1.400.000	200.00	2.100.000
Ardem	1.920.000	960.000	50.00	960.000	50.00	3.840.000
Ala Y.O.	250.000	250.000	100.00	-	-	500.000
Banvit	550.000	577.500	105.00	372.500	67.72	1.500.000
Berdan Tekst.	520.000	-	-	2.080.000	400.00	2.600.000
Bolu Çim	4.356.084	871.217	20.00	2.831.454	65.00	8.058.755
Bursa Çim.	734.832	-	-	2.204.496	300.00	2.939.328
Çarşı	300.000	1.350.000	450.00	-	-	1.650.000
Demirbank	21.450.000	17.048.500	79.48	1.501.500	7.00	40.000.000
Ditaş Doğan	175.000	-	-	87.500	50.00	262.500
Eczacı Yat.	800.000	-	-	400.000	50.00	1.200.000
EGS Dış Tic.	625.000	1.375.000	220.00	-	-	2.000.000
Finansbank	25.000.000	2.500.000	10.00	-	-	27.500.000
Gentaş	449.280	-	-	898.560	200.00	1.347.840
Hektaş	1.577.600	639.875	40.56	827.293	52.44	3.044.768
İktisat F.K.	650.000	600.000	92.30	-	-	1.250.000
Konfrut Gıda	600.000	180.000	30.00	420.000	70.00	1.200.000
Lüks Kadife	250.000	225.000	90.00	125.000	50.00	600.000
Makina Takım	2.669.640	5.739.727	215.00	-	-	8.409.367
Mardin Çim	1.121.040	493.258	44.00	627.782	56.00	2.242.080
Meges	250.000	390.000	156.00	360.000	144.00	1.000.000
Milliyet G.	4.578.750	2.060.437	45.00	3.434.063	75.00	10.073.250
Milpa	2.073.600	1.244.160	60.00	829.440	40.00	4.147.200
Nergis Hol.	1.500.000	760.000	50.66	240.000	16.00	2.500.000
Net Hol.	4.900.000	4.606.000	94.00	490.000	10.00	9.996.000
Rant Leasing	450.000	900.000	200.00	-	-	1.350.000
Şekerbank	4.000.000	1.370.000	34.25	1.630.000	40.75	7.000.000
Silaş	1.500.000	500.000	33.33	500.000	33.33	2.500.000
Taç Y.O.	300.000	750.000	250.00	-	-	1.050.000
Tansaş	250.000	-	-	500.000	200.00	750.000
Tukaş	1.066.000	642.556	60.28	291.444	27.34	2.000.000
Ünye Çim.	1.504.531	2.933.836	195.00	616.858	41.00	5.055.225
Vakıf Leasing	3.000.000	1.050.000	35.00	-	-	4.050.000
Vakıf Y.O.	250.000	250.000	100.00	-	-	500.000
Viking Kağıt	120.000	240.000	200.00	480.000	400.00	840.000

de hızla değer kazandıkları, ardından belli bir durgunluk hatta gerileme sürecine girdikleri dikkati çekmiştir. Özellikle, Kardemir hisselerinde yaşanan spekülâtif hareketlerle, borsada ilk işlem görme fiyatı olan 3.300 TL'nin 8.800 liralara kadar yükseltildiği, daha sonra ise fiyatın 4.500 TL düzeylerine kadar geri geldiği görülmüş, yüksek fiyatlardan hisse alan küçük yatırımcılar madur olmuşlardır.

İndeks Kapsamında Değişiklik

Her üç ayda bir olduğu gibi, Temmuz ayı başından itibaren geçerli olmak üzere, yine indeks kapsamında değişikliğe gidilmiş, Borsa Yönetim Kurulu'nun 9 Haziran 1998 tarihli toplantısında alınan karar uyarınca, 3 hissenin İMKB Ulusal-100 indeksi kapsamından çıkarılması ve 3 yeni hissenin indeks kapsamına dahil edilmesi kararlaştırılmıştır. İndeks kapsamından çıkacak ve girecek hisseler Tablo 6'da gösterilmiştir. Bu sefer indeks kapsamında yapılan değişikliğin çapının küçük tutulduğu dikkat çekmiştir.

Tablo 4
Haziran Ayında Kayıtlı Sermaye
Tavanı Arttırmaları
(Milyon TL)

Şirket	Önceki Tavanı	Yeni Tavan
Ege Seramik	1.800.000	18.000.000
Marshall	1.250.000	5.000.000
Medya Hol.	15.000.000	60.000.000
Sabancı Hol.	50.000.000	250.000.000

Tablo 5
Haziran Ayında Halka Arzlar

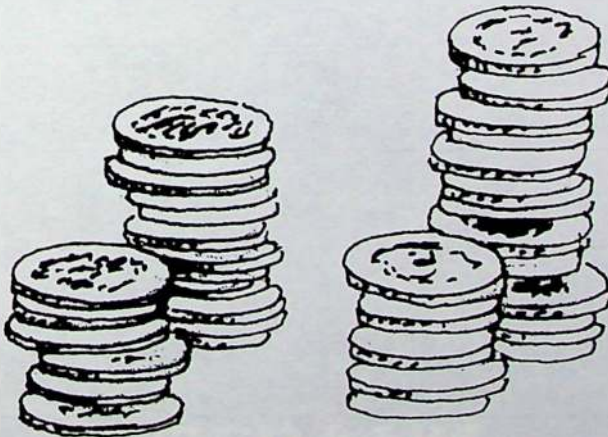
Şirket	İlk İşlem Günü	Baz Fiyat
Bak Ambalaj	18.6 Perşembe	7.000
İdaş Döşeme	25.6. Perşembe	13.000
Kardemir	08.6. Pazartesi	3.300
Toprakbank	25.6. Perşembe	2.900
YKB Koray GMYO	18.6. Perşembe	3.500

Tablo 6
İndeks Kapsamında Değişiklik

Çıkan Hisseler	Giren Hisseler
Marmaris Martı Otel	Çarşı
Olmuksa	Efes Holding
Trakya Cam	Kipa

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

Aylar	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Ocak	6793.38	8224.39	12953.90	10382.15	46499.72	66641.02	121282.26	482009.45	970038.69
Şubat	7402.13	10950.59	9572.27	14056.56	43685.74	72135.19	148672.55	481567.26	870185.89
Mart	6957.24	9793.56	11006.98	13455.69	36336.97	94874.84	178248.67	449760.66	936427.88
Nisan	7054.56	8814.38	10128.12	20399.46	37260.41	109201.43	174945.81	419157.76	1246481.82
Mayıs	8438.48	7932.99	9067.92	21856.16	40688.45	112502.77	166514.22	468188.27	1073822.72
Haziran	7573.16	8275.36	12297.79	26303.88	52300.27	116528.07	193595.07	526546.21	1187994.27
Temmuz	10664.47	7533.47	11754.44	24501.68	59216.98	128087.60	176955.20	568012.42	
Ağustos	10166.14	7950.10	11314.53	27193.90	69147.24	110555.47	183969.42	579112.78	
Eylül	10907.66	6913.80	10310.15	33729.97	68630.14	98538.52	207830.76	779779.25	
Ekim	10596.87	6835.47	9077.97	34444.97	66413.15	114393.38	238854.42	849700.62	
Kasım	6955.17	10214.39	9344.20	44519.48	74373.54	96196.98	267385.51	839360.91	
Aralık	6750.24	11048.39	9744.28	51099.56	71525.29	96450.06	277923.68	956310.79	



Sıra No.	Kuruluşun Adı	Kayıtlı Sermaye (Milyon TL)	Çıkarılmış (Ödenmiş) Sermaye (Milyon TL)	Takvim Yılı Kârı (Net)			Dağıtılan Kâr Payı (%)			Piyasa Fiyatı (TL)			
				1995 (Milyon TL)	1996 (Milyon TL)	1997 (Milyon TL)	1995 (Net)	1996 (Net)	1997 (Net)	Haziran 1997	Nisan 1998	Mayıs 1998	Haziran 1998
1	AKT-Ş	-	1 000 000	929 662	3 231 885	5 026 515	-	1 100 00	450 00	245 000	160 000	135 000	140 000
2	AN-DOLU ÇAMLI	24 000 000	6 170 000	163 595	328 300	19 951	39	29 00	-	1 825	2 650	2 650	2 475
3	ARÇELİK	30 000 000	20 250 000	3 010 177	8 705 597	18 901 661	35	50 00	30 00	19 250	26 000	10 750	12 600
4	BAĞF-Ş	2 000 000	2 000 000	300 947	667 192	2 694 148	100	170 00	600 00	32 500	32 500	27 000	41 000
5	BOLU ÇİMENTO	20 000 000	8 058 754 926	554 630	1 222 117	2 343 031	31 44	41 65	45 89	3 700	5 000	5 400	3 100
6	BRIŞA	25 000 000	7 441 875	2 469 222	6 829 680	11 910 227	110	322 00	75 00	48 500	14 750	13 500	12 750
7	CELİK HALAT	5 000 000	997 150	109 668	109 668	557 599	27	48 50	45 00	4 400	7 200	9 400	12 250
8	ÇİMSA	10 000 000	4 212 000	670 379	1 138 237	3 393 778	115	39 00	38 00	18 250	15 500	15 000	13 500
9	ÇUKUROVA ELEKTRİK	5 000 000	500 000	538 409	5 446 640	12 957 796	130	967 65	2356 46	255 000	720 000	670 000	760 000
10	DOKTAŞ	1 000 000	2 400 000	273 144	278 166	553 279	62 50	50 00	19 79	19 250	12 500	10 250	10 750
11	ECZ-ÇİBAŞI YATIRIM	3 000 000	1 200 000	132 597	313 660	170 613	-	-	-	11 250	10 500	13 750	11 600
12	EGE BIRA-ÇUKUK	4 256 532 4	1 097 296 2	1 217 144	1 056 326	1 604 178	-	35 00	25 00	34 500	33 000	29 000	31 500
13	EGE GÜBRE	2 000 000	432 000	97 490	71 402	166 267	37	28 00	30 00	5 800	12 250	14 500	14 250
14	EREGLİ DEMİR ÇELİK	20 000 000	6 336 000	8 786 278	6 109 443	436 225	65 26	45 37	-	24 000	41 500	36 000	41 500
15	GENTAS	600 000	1 347 840	257 981	539 035	1 091 569	-	-	-	8 800	16 500	15 000	5 000
16	GOOD YE-R	1 500 000	4 540 062 466	1 855 422	3 722 772	5 277 081	300	500 00	650 00	52 000	177 500	16 750	14 500
17	GÜBRE F-BERKAL-Rİ	2 500 000	576 000	114 913	508 705	534 326	10	40 00	45 00	10 500	26 500	36 500	46 000
18	GÜNEY BIRA	1 000 000	1 097 296 2	434 383	600 596	655 540	60	55 00	30 00	8 000	27 000	23 750	26 000
19	HEKTAŞ	5 000 000	3 044 769	499 190	790 278	788 164	69 23	75 09	40 56	3 050	5 050	4 800	2 500
20	İZMİR DEMİR ÇELİK	30 000 000	8 300 000	54 452	247 950	633 191	-	-	-	1 775	2 700	2 075	2 300
21	İZOCAM	4 000 000	1 800 000	220 972	420 809	648 739	40	20 00	33 00	5 000	8 500	3 900	4 200
22	KARTONSAN	2 700 000	2 025 000	2 030 810	2 739 522	4 004 058	130	120 00	130 00	11 500	19 250	22 000	20 750
23	KAY	7 000 000	2 340 000	151 776	733 144	385 694	65	22 40	13 00	5 000	4 100	4 100	4 200
24	KOC HOLDING	50 000 000	16 025 550	3 702 432	6 676 664	14 193 141	15	15 00	20 00	34 500	53 000	49 000	52 000
25	KONYA ÇİMENTO	-	2 436 720	120 783	467 259	960 453	-	60 00	18 50	9 200	4 250	5 500	4 750
26	KORDAŞ	10 000 000	2 126 250	1 259 441	2 889 202	4 690 334	140	400 00	105 00	11 500	32 500	38 500	42 500
27	M-KINA TAKIMI	15 000 000	8 409 366 59	50 016	242 291	514 997	6	25 00	15 00	1 425	1 875	1 750	1 175
28	MİGROS	4 000 000	945 000	716 101	1 345 346	4 432 806	40	50 00	100 00	110 000	245 000	240 000	260 000
29	MİLDURNU TAV	-	750 000	224 902	250 539	507 170	-	-	-	4 200	7 400	7 700	8 000
30	OLMUKSA	2 000 000	1 270 500	587 737	26 053	607 905	110	-	23 00	5 700	10 500	9 600	8 800
31	OTOSAN	2 500 000	1 392 500	2 607 219	9 532 194	26 749 881	100	401 06	1100 00	81 000	180 000	145 000	142 500
32	PETROL OFİSİ	20 000 000	7 000 000	4 027 689	10 575 635	21 744 401	144 34	272 65	268 55	28 000	75 000	64 000	68 000
33	PINAR SUT	984 150	984 150	105 016	688 452	1 036 843	120	56 00	60 00	6 700	14 000	19 250	16 250
34	SARKIYAN	10 000 000	1 134 000	887 118	1 621 319	2 876 541	100	90 00	120 00	17 000	20 000	20 750	19 250
35	TELETAŞ	10 000 000	2 000 000	552 445	1 705 621	5 613 207	75	30 00	50 00	27 000	39 500	33 000	35 000
36	TÜRK DEMİR DOKUMU	15 000 000	5 000 000	371 859	969 314	2 148 231	25	50 00	65 00	7 400	12 000	4 350	4 550
37	T. GARANTİ BANKASI	-	40 000 000	9 029 604	1 973 440	60 206 087	-	78 64	-	5 600	13 250	11 000	12 250
38	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM	50 000 000	23 100 000	1 312 990	3 130 151	3 833 884	50	50 00	19 40	17 250	12 250	6 400	8 600
39	YAPI KREDİ B.	-	107 518 977 72	16 225 432	22 724 428	61 707 502	20	60 00	40 00	3 350	12 250	5 000	6 800
40	YASAŞ	972 000	324 000	66 892	865 960	2 106 602	17	232 00	200 00	21 750	42 500	65 000	58 000

Egebank 70 yıllık
tecrübesiyle sizlere
geleceđi kazandırmaya
devam ediyor.



EGEBANK

EKONOMİK GÖSTERGELER DIŞ DÜNYA (TEMMUZ 1998)

Ülkeler	GSYİH*	Tüketici Fiyatları*	Ücretler Kazançlar*	İşsizlik Oranı (%) (En Son)	Dış Ticaret Dengesi** (Milyar \$) (Son 12 Ay)	Cari İşlem Dengesi** (Milyar \$) (Son 3 Ay)	Faiz Oranları (%)	
							Para Piyasası (Son 3 Aylık)	Kredi
A.B.D.	3.7	1.7	4.4	4.8	-208.9	-165.4	6.25	8.50
Almanya	3.8	1.3	1.6	11.4	74.3	1.1	3.45	4.90
Avustralya	4.9	-0.2	3.0	8.8	-0.6	-5.8	5.00	8.75
Avusturya	2.5	1.0	5.0	7.1	-4.9	-3.5	3.38	6.50
Belçika	2.5	1.6	2.3	12.5	11.6	13.5	3.56	7.25
Danimarka	3.7	2.0	3.9	8.0	3.7	0.5	4.25	6.75
Fransa	3.4	1.0	2.6	12.5	29.7	40.9	3.44	6.55
Hollanda	4.2	2.0	3.1	5.6	16.7	22.1	3.44	5.25
İngiltere	3.0	4.2	5.2	7.3	-25.0	-0.2	7.44	8.50
İspanya	3.7	2.0	2.9	21.3	-18.9	7.1	3.95	7.00
İsveç	2.5	0.9	4.3	7.8	17.1	5.5	4.00	4.59
İsviçre	2.4	0.1	0.5	5.3	0.2	21.1	2.00	4.25
İtalya	2.5	1.7	2.6	12.1	27.3	30.3	5.00	7.88
Japonya	-3.7	0.5	-0.2	3.5	113.2	106.4	0.27	1.63
Kanada	3.8	1.1	2.1	9.4	13.8	-11.2	4.81	6.50

Açıklamalar: (b.d.) = Belli Değil. Kaynak: The Economist, 4 Temmuz 1998.

(*) Yıllık Yüzde Değişim.

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

Görüşler

GÖKHAN BACIK

Fatih Üniversitesi Uluslararası İlişkiler Bölümü Araştırma Görevlisi

Ekonomik Dış Politika: Yeni Dünya Düzeninde Bir Zorunluluk

Yeni Ekonomik Düzen

1989 yılı kendisinden iki yüzyıl önceki 1789 gibi uzun dönem tarih yazıcılığında önemli bir eşik noktası olarak kabul edilecektir. Biçimsel olarak SSCB ve dıştaki çemberini oluşturan Doğu Avrupa rejimlerinin çöküşünü belirten 1989, aslında geçmişe dayanan daha büyük ve derin global değişimlerin belirlediği bir yıldır. Önemli olan taraf bütün dünyada farkedilen bir değişimin artık sonuçlarını herkes hissettirecek biçimde ortaya çıkmış olduğudur. Bireyin kendisiyle ilgili olanlarından başlamak üzere devletlerarası ilişkilere kadar eski kalıpların/modellerin terk edildiği ve yenilerinin icad edildiği bir dönemi yaşamaktayız. Üstelik her alanda yaşanan bu

durum küresel bir yarış halini aldığı için daha da önemli bir boyutu içermektedir: Değişime ayak uydurma zorunluluğu. İnsanlığın ileriye doğru bir sıçrama yaptığı bu dönemde aile, ekonomi, siyasal sistem gibi geleneksel kurumlar sürekli yenilenmektedir. Bunlarla birlikte bürokrasi, ulusal devlet gibi geçmişin hayati önemdeki parçaları yeniden anlamlandırılmaktadırlar. Doğal olarak bu şemaya göre kızışan küresel rekabette, uluslar yarışmalarını en iyi şartlarda sürdürmek için, büyük bir çaba içinde bulunmak zorunda kalmaktadırlar. Bu noktada akla gelen ilk önemli pratik sorun anlatılan değişimin zorunlu kıldığı yeni araçları/modelleri benimsemede gecikme tehlikesidir. Tehlike iki nedene dayandırılabilir. Birincisi, ekonomik ve

teknolojik vb. yetersizliklerden dolayı hızla ilerleyen evrimin arkasında kalmak. İkincisi ise, çözülmesi biraz daha zor olan paradigma problemidir. Devlet yönetimi, uluslararası ilişkileri gibi alanlarda yeni gelişmeleri dikkate almayarak, eski zihniyette ısrar etmektedir.

Bütün sözü edilen değişimleri iki genel çerçeve içinde toplayabiliriz. Birinci çerçeve; iletişim merkezli teknolojik gelişmenin hayatla ilgili her alana yeni buluşlarını sunmasıdır. İletişim imkanlarının geçmişte hayal edilemeyecek kadar ilerlemesi global bir toplum ortaya çıkarmıştır. Öte yandan teknolojinin özellikle finans, üretim gibi alanlarda kullanımı ekonomik zihniyeti değiştirmiştir⁽¹⁾. Böylelikle dünya pazarından pay kapma yarışında sözü edilen teknolojik birikime sahip olma çok önemli bir avantaj haline gelmiştir. İkinci çerçeve ise; "serbest piyasa -serbest dış ticaret- serbest sermaye hareketleri" formülleriyle ifade edilebilecek olan global ekonomik yapıdır⁽²⁾. Sermaye artık küreselleşmekte ve önündeki türlü ulusal (aynı zamanda geleneksel) engelleri yıkmaktadır. Sermayenin küreselleşmesi devletlere yeni zorunluluklar yüklemektedir. Yeni araçları benimseyerek dünyanın gerekli her köşesinde büyüyen ve globalleşen sermayeden ve pazarlardan olabildiğince büyük pay kapmak. Gelişmiş ülkelerden kaynaklanmış çok uluslu şirketler global sermayenin en önemli taşıyıcılarıdır. 2. Dünya Savaşı'ndan sonra sayıları artan çok uluslu şirketler, savaşta sora korumacılığı azaltan ve

dünya iticaretini özændiren düşüncelerin hakim olduğu zaman diliminde palazlanmışlardır. 1970'lerde ABD'nin altın standardından vazgeçmesi ve buna müteakip birçok ülkede kambiyo kontrollerinin serbestleştirilmesi de çok uluslu şirketlerin yaygınlaşmasına katkıda bulunmuştur⁽³⁾. Geline nokta itibarıyla çok uluslu şirketler hem dünya pazarında etkili hale gelmiştir hem de siyasal roller üstlenmişlerdir. "Teknoloji yeni bir safhaya sıçrayınca ve milletlerarası bankacılık sistemi kendisini devasa, çok uluslu şirketlere hizmet verecek şekilde yenedi düzenleyince bilgisayar ve yeni iletişim sistemleri ortaya çıktıkça dünya üretiminin çok büyük bir kısmı milli pazarlar yerine çok uluslu pazarlar için yapılmaya" başlanmıştır⁽⁴⁾. Bu çok uluslu pazarların yıldızları ise çok uluslu şirketlerden başkası değildir. Ortadoğu, Avrasya gibi önemli pazarlardan Nijerya gibi çeşitli özellikleri nedeniyle önemli olan ülkelere kadar her alanda çok uluslu şirketler etkilidir.

Hatta çok uluslu şirketler, ulus devletin sahip olmaya alışık olduğu "bütünlüğün bölünmezliği" temeline dinamik koyma tehdidinde bulunmaktadırlar⁽⁵⁾. Ne var ki, dünya üzerinde dolaşmakta olan ve yatırılmak için ülke arayan sermayenin büyüklüğü ve cazibesi benzer tehditlerin üstünü örtmektedir. 1990'lar özellikle ABD, Japonya gibi gelişmiş ülkelerden Ortadoğu, Latin Amerika ve Asya'nın belirli kesimlerine kapital akımının hızlandığı yıllardır. Birçok ulusal ekonomi artan bu sermaye akımıyla "yeni-

den dirilişe" geçmiştir⁽⁶⁾. Çünkü 1990-1994 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere yıllık net sermaye girişi 105 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir⁽⁷⁾. Bütün bunlara benzer gelişmelerden dolayı "yeni ekonomik düzen" kendisine uymayan ülkelerin dünya pazarından aldıkları payı azaltmaktadır. Hatta bir ölçüde yeni ekonomik düzene göre kendilerini yenileyemeyen sistemler, siyasetçiler yavaş yavaş tasfiye olmaktadırlar. Lester Throw, 1991 yılında İngiliz Başbakanı Margaret Thatcher'in görevinden ayrılışını, O'nun eski 20. yüzyıl ekonomisi mantığına göre yöneticilik yapma ısrarına bağlamaktadır. Thatcher, Avrupa'nın entegrasyonu konusunda, İngiltere merkezli korumacı politikalarda ısrarcı davranmıştı. Ulusal parlamento ve egemenlik eksenli anlayışın eskiye göre azalan etkisini gözden kaçırmıştı. Dolayısıyla Thatcher yönetiminin sürmesi konjonktürel olarak imkansız hale gelmişti⁽⁸⁾. Dünyanın son dönemde Soğuk Savaş'ın da sona ermesiyle iyice belirginleştiği şekliyle gittiği yön dikkate alınırsa geleneksel yönetim ve uluslararası ilişkiler paradigmalarında büyük değişiklikler olduğu açıktır. Soğuk Savaş dönemi boyunca hakim olan güvenlik merkezli politikalar artık geçersiz hale gelmiştir. Bunların yerine global ekonomik düzenle bütünleşme hedefi üzerine yoğunlaşan bir dış politika anlayışı doğmuştur. Özellikle uluslararası örgütler bağlamında geleneksel güvenlik amaçlı NATO gibi kuruluşlar yeni dönemde bir görev krizine girmişler bunlara karşılık bölgesel entegrasyonlar başta olmak üzere eko-

nomik amaçlı AB, NAFTA gibi kuruluşlar ise önem kazanmışlardır. Dolayısıyla ülkelerin ortaya çıkmakta olan yeni ekonomik kutuplar arasında uygun bir yer edinmek amacı öncelik taşımaktadır.

Güvenlik kavramı bütün bu gelişmelere uygun olarak hemen hemen tamamen değişmiş ve yeni bir anlam kazanmıştır. Klasik Soğuk Savaş düzeninin askeri güvenlik tanımı bugün yeni kavramlarla tekrar tanımlanmıştır. Rothschild'e göre güvenlik kavramı öncelikle ulusal düzeyden birey ve grupları içine alacak biçimde alt düzeylere inmiştir⁽⁹⁾. Artık birey ve doğal ihtiyaçları dikkate alınarak bir güvenlik kalıbı oluşturulmak gereği ortaya çıkmıştır. İkinci olarak güvenlik, kutuplara bölünmüş ülkelerin güvenliği olmaktan çıkmış; çevre, biosfer gibi konularıda içerir hale gelmiştir ki, bu ulusal güvenlik düzeyinden; uluslararası-sistem güvenliği düzeyine genişlemedi. Güvenlik kavramındaki bir diğer önemli değişim de, yine Rothschild'in vurgusuyla, güvenliğin askeri olmaktan siyasal, sosyal, ekonomik, çevresel ve insani olma biçimine geçmiştir. Doğal olarak kavramdaki bu değişiklik zinciri tek sorumlu olabileceği konumundaki ulus devlete yeni ortaklar getirmiş ve artık yerel yönetimler, hükümet dışı örgütler, uluslararası çeşitli örgütler, kamuoyu, basın gibi güvenlik kavramıyla ilgili yeni sorumlu kümeler belirlemiştir. Bütün bu süreç kısaca uluslararası ilişkilerin askeri-güvenlik merkezli şekilden ekonomik merkezli şekile geçişini göstermektedir.

Aynı doğrultuda 21. yüzyıl uluslararası ilişkiler teorisini tartışan Langhorne, yeni global dünyada öncelikli olarak göze çarpan olgunun dünya iletişim sisteminin geldiği nokta olduğunu vurgular. Yine Langhorne çevresel ve iklimatik konuları uluslararası ilişkilerin önemli konuları arasına katar. Ancak Langhorne'unda en önemli olarak kabul ettiği değişim hükümetlerin global ekonomiden mümkün olduğu kadar pay kapmak zorunda kaldıklarını artık hissetmiş oldukları gerçeğidir⁽¹⁰⁾. Dolayısıyla yeni uluslararası ilişkiler alanı ekonomik motiflerle kaplanmıştır. Bütün bunlara bağlı olarak doğal seyri itibariyle eski döneme, düzene ait kurum ve kurallar da önemlerini yitirmişlerdir. Artık insanlar devletlerinin herhangi bir uluslararası askeri, güvenlikle ilgili konuda müdahil olmalarını hiç istememektedirler. Uluslar için geçim kaynaklarının artırılması, ürettikleri ürünlerin çeşitli pazarlarda rakip malları yenmesi çok daha önemlidir. ABD'de yapılan bir ankete verilen cevaplara göre "dünyada askeri açıdan üstün bulunmak" amacı dış politikada öncelikle takip edilmelidir diyenlerin sayısı ancak % 50 olarak belirlenmiştir. Halbuki bütün bir Soğuk Savaş dönemi boyunca bu Amerikan devletinin ve ulusunun en birincil amacıydı. Aynı ankete göre "Amerikalıların işlerini korumak" hedefi % 83 ile ikinci sıradadır⁽¹¹⁾. Aşılmaz hale gelen Japon rekabet gücüne karşı bir tepkiyi ifade eden "Amerikalıların işlerini korumak" isteği, amacı gerçekten de ABD dış politikasının temel hedeflerinden birisi olmuştur. Çünkü küresel rekabet

açısından ABD mallarının Japon ürünlere göre gerilemesi gerçeği, Amerikan ekonomisinde birçok sektörde (iş adamları, sendikalar, çiftçiler...) korumacı isteklerin yükselmesine neden olmuştur⁽¹²⁾. ABD'nin bu durumda askeri yatırımları artırması hem tepki çekmekte hem de "Amerikan ekonomisinin ticari rekabetini aşındırma" ihtimalini doğurmaktadır ki, bu ABD'nin tam aksine uzun dönemde daha az güvenli bir durumda olmasını doğurabilecektir⁽¹³⁾. Toplumlardaki eski askeri güvenlik ve politikalara tepki sadece ABD'ye ait bir olgu değildir. 1995 yılında Rusya içinde yapılan bir ankette Çeçenistan'a yönelik askeri müdahaleyi onaylamayanların oranı % 70'i bulmuştur⁽¹⁴⁾. Çünkü toplumlar artık ekonomik kazançlarını arttırmayı ve ürettikleri ürünleri bütün dış pazarlarda satabilmeyi öncelikli hedef olarak benimsemişlerdir. Nitekim Avrupa ülkelerinin ulusal servetlerinde savunmaya ayırdıkları paylardaki düşüşler de anlatılanları doğrulamaktadır⁽¹⁵⁾.

	1990	1994
Almanya	% 2.8	% 1.8
Belçika	2.6	1.9
İngiltere	4	3.4
Norveç	3.1	2.9
Hollanda	2.7	2.3
Türkiye	4	3.9

Dış Politika anlayışının değişimi sadece yukarıda anlatıldığı gibi savunma harcamalarının azaltılmasının

dan ibaret değildir. Bunların ötesinde devletin dış politika önceliklerinin ulusun ekonomik menfaatlerine göre belirlenmesi ve devlet aygıtının, kurumlarının bu amaca göre yeniden tanımlanması sözkonusudur. George A. Carver, Loch K. Johnson gibileri yeni ekonomik düzene uygun olarak istihbarat servislerinin de re-organize olmalarını ve ekonomik istihbarat için düzenlenmelerinin gereğini vurgulamışlardır. Carver'e göre artık ABD istihbaratı eski doğu-bloku ülkeleri ve Japonya başta olmak üzere dünyanın her alanında Amerikan ekonomisinin aleyhine olabilecek durumları engellemek için çalışmak zorundadır. İstihbarat örgütleri dünya üzerinde düşman aramak yerine ülke ekonomilerinin yararına olacak bilgileri toplatarak yatırımcılara sunmalı ve yatırım riskleri üzerinde yoğun çalışmalar yapmak zorundadır. Nitekim Johnson "ticari istihbaratın" zaten yeni bir şey olmadığını, bütün büyük şirketlerin benzer ihtiyaçlarını kendilerinin gördüğünü belirtir⁽¹⁶⁾. Başkan Bush'un 1991 yılında kabul ettiği 29 Numaralı Ulusal Güvenlik Belgesi'nde sayılan yeni istihbarat ilgi alanlarına AIDS, çevre gibi konularla beraber ABD güvenliğini ilgilendiren her türlü mikro-makro ekonomik konular da görev kapsamı içine alınmıştır. Anlaşılmaktadır ki, gelişmiş ülkeler değişimin farkında olarak doğrudan ekonomik amaçlı kurulmayan organlarını bile yeni düzene uygun olarak reforme etmektedirler. Hatta Samuel Huntington, Clinton yönetimin "ticari diplomasi"yi geleneksel diplomatik amaçları ihmal edecek kadar benimsemiş ol-

duğu için sert biçimde eleştirmektedir. Huntington'a göre, Clinton yönetiminin dış pazarlarda harıl harıl ABD mallarına yer araması takdire değer bir çabadır ancak; diğer stratejik ve politik amaçlar ihmal edilmektedir⁽¹⁷⁾. Ne olursa olsun AB ve Japonya kökenli malların hem uluslararası pazarlarda hem Amerikan iç pazarında ABD ürünlerinin payını tehdit etmesi benzer eleştirilerinin geçerliliğini ortadan kaldırmaktadır. Çünkü daha iyi üretilmiş Japon ve Alman ürünlerinin ABD pazarını istila etme tehlikesi vardır ve bu tehlike dünün askeri tehdit kavramının yerini çoktan almıştır⁽¹⁸⁾. Buna paralel olarak Başkan Clinton'un son 12 günlük Afrika gezisine verdiği önem ve yanına aldığı 800 civarındaki iş adamı Amerikan yönetiminin "ticari diplomaside" ne kadar kararlı olduğunu göstermektedir. Gezi programındaki 6 ülkenin 5'i Afrika'nın en iyi ekonomik performans gösteren ülkeleridir. Dünya Bankası Raporu'na göre 1994 yılında ABD'nin bölgeye ihracatı 4.425 milyar dolar iken aynı rakam 1997 yılında 6.175 milyar dolara ulaşmıştır. İşin en ilginç tarafı ABD'nin Afrika ülkeleriyle ticaret hacmi eski SSCB ülkeleriyle olanın % 20 kadar fazlasıdır⁽¹⁹⁾. Doğal olarak Amerikan yönetimi başta Dış İşleri Bakanlığı gelmek üzere dikkatini dış politika alanında ticari konulara yoğunlaştırmıştır.

Dünyada gerçekleşen bütün değişimlerin doğrudan etkilediği diğer bir kavram da devlettir. Açıkçası devlet net bir biçimde tek bir güç olmaktan çıkmıştır. Öncelikle iç piyasada

özelleştirme hareketleriyle müdahale yeteneğini kaybeden devlet, uluslararası alanda hükümet dışı örgütlere, çok uluslu şirketlere ve çeşitli sivil sınıflara karşı geri adım atmıştır. Özelleştirme hareketlerinin hemen her kesimin arzusu haline gelmesi devletin sihirli gücünü önce ülke içinde yok etmiştir. Fransa'da muhafazakarlardan sonra 1988 yılında iktidara gelen sosyalistler özelleştirme hareketlerine hiç ara vermeden devam etmişlerdir⁽²⁰⁾. Artık devlet uygulamalarının başarısızlığı kabul edilmiş bir gerçektir. Ancak ülke içine ait bu olgudan daha ileri olarak global düzeyde devletin önemini yitirmesi daha çarpıcı bir gelişmedir. Günümüzde en önemli tartışmaların birisi işte globalleşme ve ulus devlet zıtlığıdır ki teknolojik gelişme, ekonomik entegrasyon gibi yeni kavramlarla bir çok ekonomik gelenekle enstrümanın işe aramaz hale gelmesi tartışmayı devlet aleyhine genişletmektedir⁽²¹⁾. Bu süreç içinde devleti olmazsa olmaz kılan askeri yönü ise aynı doğrultuda önemini kaybetmiştir. Batılı toplumlarda, Drucker'ın "silahlar yüzyıllar boyu sivil ekonomi ve toplum için yükten başka bir şey olmamış, ekonomik kaynakları tüketmişlerdir" sözüne hak verenlerin sayısı gün geçtikçe artmaktadır⁽²²⁾. Günümüz *güçlü devlet* tanımı askeri kapasite ölçülerine göre değil ekonomik ve sosyal duruma göre yapılmaya başlamıştır. Wettig, "*Avrupa Güvenliğine Yeni Bir Tür Tehdit*" adlı makalesinde ülkeleri zayıf ve güçlü olarak sınıflandırırken, güçlü ülke olmanın tek yolunun vatandaşlarının ekonomik

gelir açısından tatminini sağlamak olduğunu iddia etmiştir⁽²³⁾. Bunun uluslararası yansıması olarak *güçlü devletler* arasındaki işbirliği hareketleri ekonomik amaçlı olmakta ve AB gibi kuruluşlar öne çıkmakta buna karşılık NATO gibi klasik güvenlik amaçlı örgütlerin yıldızı sönmektedir⁽²⁴⁾. Ülkeler dış politikalarını NATO şemsiyesi gibi klasik örgütlerin ışığında değil ekonomik getirisi olan örgütlerin perspektifinde algılamaktadırlar.

Yeni Dünya Düzeni'ni ele alan makalesinde Joseph S. Nye, artık üç ekonomik bloğun varlığının temel referans noktası olduğunu altını çizmektedir. Yen, ABD Doları, ve AB para birimi (Mark eksenli) temelli bu üç yeni blok dünya politikalarının belirlendiği merkezler haline gelmiştir⁽²⁵⁾. Gerçekten de sözü edilen üç yeni blok nüfus, ihracat-ithalat, GSYİH gibi ölçülerden bakılınca dünyanın tümü için belirleyici güç olduklarını göz önüne serer⁽²⁶⁾.

	Nüfus	GSYİH	İhracat	İthalat
NAFTA	382	7.654	721	902
AB	346	6.760	1.375	1.293
PASİFİK	1.760	6.866	1.094	960

(Nüfus rakamları milyon, diğerleri milyar okunacaktır.)

Bu üç merkezin dışında kalan ülkelerin – Türkiye şu anda bu üç merkezin birisine dahil olmak için çaba sarfetsede fiilen dışındadır – yapabilecekleri şeyler değişimi anlamaksızın çok sınırlıdır. Çünkü bu üç merkezden şekillenen dünya ekonomisinde

gün geçtikçe yeni metod ve uygulamalar ortaya çıkmaktadır. Ekonomik dış politika dünya ekonomisi ile bütünleşmek ve ürünlerini çeşitli pazarlarda satabilmek, dolaşmakta olan yabancı sermayeden olabildiği kadar pay almak isteyen devletlerin izlemesi gereken doğal ve zorunlu yol haline gelmiş bulunmaktadır. Temelde *Soğuk Savaş kökenli askeri ve güvenliğe dayalı yönlendirme ve endişelerin kapladığı dış politika anlayışından uzaklaşarak; savunma harcamalarını azaltıcı ve dünya ekonomisiyle bütünleşmek için gerekli iç ve dış yapılanmayı hedefleyen dış ekonomik politika* günümüz dünyasının bir gereğidir. Öncelikle *"rekabete ve piyasa kararlarına dayalı, her alanda uluslararası bütünleşmeye yönelik bir ekonomik yapının oluşturulması"* şarttır⁽²⁷⁾. Aynı politikanın devamı somutlaştırılması için mevcut ekonomik ilişkileri düzenleyen kurum ve kuralları yenilemek veya yeniden tanımlamak gerekmektedir. Ekonomik dış politikada klasik düşman, savaş gibi tanımlar önemlerini kaybetmişlerdir. Bunların yerine dünya pazarlarında üstesinden gelinmesi gereken rakip mallar ve ülkeler vardır. Artık ülkeler için güvenlik, bütünleşen dünya içinde en iyi ekonomik konumu sağlamaktan geçmektedir.

Acı tecrübelerden sonra ekonomik dış politikanın uygulanmasında en iyi örneği ortaya koyan Japonya konumuz açısından incelenmesi gereken ülkedir. Asya-pasifik ülkeleri ile diplomatik ilişkilerinin özünde *"ekonomik yönden etkin olan Japonya'nın*

bu bölgedeki gelişmelerin ve yüksek dengenin sağlanması için aktif işbirliği yapması" yatmaktadır⁽²⁸⁾. Aynı mantık Japonya'nın diğer dış politika ilişkilerinin de özünü teşkil etmektedir. Resmi olarak belirlenen Japon dış politikası sorumluluklarından birisi de; *"dünya ekonomisinin sağlıklı gelişmesine yardım etmektir."* Japonya bu amaçları belirlerken "serbest ve çok taraflı sistemin" dünyanın tümünün ekonomik faydasına olduğunu da vurgulamaktadır. Dolayısıyla Japon dış politikasının öncelikli hedefleri ASEAN ülkeleri başta olmak üzere, endüstrileşen ülkelerle ilişkilerin istenilen biçimde sürdürülmesi, çok taraflı ticaret görüşmelerinin başarıyla devam ettirilmesine katkı, barış için işbirliği gibi konulardır⁽²⁹⁾. Japon aktif diplomasi anlayışına göre yalnız askeri yönlere ağırlık veren güvenlik politikası yetersizdir. Dikkate alınması gereken politik ve ideolojik düşmanlar yoktur ancak girilemeyen pazarlar vardır. Japon hükümetleri sürekli olarak yeni alternatifleri kendi firmalarına sunmak, onlara yardımcı olmak için politikalar üretmektedir. Japon dış politikası ve Japon iş dünyası birbirini bütünler hale gelmiştir. Hükümet hiçbir şekilde soyut politikalar üretmemekte, iş dünyasının arzu ettiği yönde hedefleri plana koymaktadır.

Japonya'nın büyük başarısının diğer ülkelerde korumacı politikaları doğurması sonucu klasik ihracata dayalı modelden "yurtdışı üretime" dayalı modele geçiş yaşanmıştır. Otomobil sektörü başta olmak üzere yetmişe yakın endüstri kolu makine sanayiinde

yurtdışı yan kuruluşları oluşturmuşlardır. Ayrıca "birçok Japon şirketi ve bankası, ABD ve AB'de şirket ve bankaları satın alırken, bu piyasalarda Japonya'dan etkisini de arttırmıştır"⁽³⁰⁾.

Japonya'nın 1981-1986 Yılları Arasındaki Yurtdışı Yatırımları⁽³¹⁾

1981	8.9 (milyar dolar)
1982	7.7
1983	8.1
1984	10.2
1985	12.2
1986	22.3

Japonya artık kendi ülkesinde ürettiği ürünlerle değil ABD başta olmak üzere çeşitli bölgesel pazarlarda kurduğu Japon yatırımlarıyla büyümesini devam ettirmektedir. Dünya pazarında etkili olarak büyük güç olma politikasını uygulamakta olan bir diğer ülke de Almanya'dır. Almanya, AB içinde önce büyük bir bölgesel güç sonra bölge pazarlarında olan rekabet gücü yüksek sektörleri ve ürünleriyle bir ekonomik güç olmayı başarmıştır. Günümüz Alman dış politikasının profili de tıpkı Japon dış politikasında olduğu gibi ekonomik motiflere örülüdür. Doğu Avrupa rejimlerinin yıkılışının ardından yaşanan birçok tartışma devam ederken Alman endüstrisi bütün bölgeyi fethetmekte gecikmemiştir. AB içindeki bütün oluşumlarda Alman etkisi baskındır. Yeni üyelerin alım sürecinde bile Almanya'nın kendi ekonomisiyle bütünleştirebileceği tarihsel "germo-

nofil" ülkelerin öncelikle alınması için olağanüstü çabalar harcanmıştır. Alman dış politikası özellikle ticari çıkarılara göre şekillenmektedir. Almanya bütün ekonomik gücüne rağmen, Prof. Gebhard Schweigler'in tespitiyle, kendi başına davranmaya istekli olmayacaktır⁽³²⁾. Buna karşılık entegrasyon başlığı altında dünyada gelişmekte olan ticari oluşumları çok iyi değerlendirip ulusal çıkar tespitinde bulunmayı tercih edecektir.

Türkiye Açısından

Uluslararası ilişkilerdeki değişiklikler ülkeleri yeni bir dış politika tespitine zorlamaktadır. Günümüz dünyasında dış politika⁽³³⁾. Soğuk Savaş dönemine göre yürütülmesi açısından zorlaşmıştır. Klasik bloklararası sistemde düşman ve tehdit kolayca tanımlanmıştır. Ülkelerin ilişkileri aşılması zor kalıplar içinde belirli merkezler etrafında yoğunlaşmıştır. Genelde hakim olan istikrar olup, olağan dışı olaylar beklenmemektedir. Ne var ki günümüzde hakim olan faktör ise ekonomik entegrasyondur. Temel amaç ülkelerin ulusal pazarlarından kaynaklanan güçlerini dünya piyasalarıyla bütünleşmek için kullanmaları ve bu amaca yönelik işbirliğini sürdürmeleridir. Ekonomik menfaat günümüz dış politikasının en etkili baskıcı aracı haline gelmiştir.

Türkiye Soğuk Savaş'ın bitişiyle önünde bulduğu büyük fırsatlar karşısında yeni düzene uymada büyük yapısal zorluklar yaşayan ülkelerin başında gelmektedir. Her ne kadar bü-

tün zor şartlara rağmen Türk sanayi-
sinin gösterdiği (özellikle inşaat, teks-
til gibi sektörlerde) büyük dayanıklılık
ve performans gözden kaçırılmaması
gereken bir nokta ise de genel olarak
Türkiye'nin uluslararası ekonomik
performansı istenilen seviyede değil-
dir. Bunda Türk dış politikasının ha-
len klasik paradigmaya göre yürütül-
mesinin rolü büyüktür. Aynı paradig-
maya göre güvenlik-yoğun yaklaşımlar
etkisini sürdürmektedir. Yapılması
gereken ise dış politika önceliklerini
ekonomik bakışa göre yeniden belir-
lemektir.

Dış İşleri Bakanlığı'nın ekonomik
konulardan uzaklaşmaması için, dış
ticaret ilişkilerinin bu bakanlık yoluyla
izlenilmesi önemli bir noktadır. Türki-
ye'de İktisadi İşbirliği Genel Sekreter-
liği'nin Hazine ve Dış Ticaret Müste-
şarlığı'na bağlanmasıyla Dış İşleri Ba-
kanlığı'ndan kopuk "hatta bazen rek-
abet edecek biçimde" bir dış ticaret
politikası uygulanmasına neden olun-
muştur⁽³⁴⁾. Ekonomik çıkarların bir dış
politika aracı olarak kullanılabilmesi
için dış politikanın koordinasyonu bir
gerekliktir. Türkiye'de bu eksiklik
özellikle petrol boru hatlarıyla ilgili
Kafkas politikasında açıkça görül-
müştür⁽³⁵⁾. TPAO, BOTAŞ gibi kuru-
luşlar ve Dış İşleri Bakanlığı, resmi
belgelere yansiyacak derecede bir-
birleriyle çelişkiye düşmüşler, bir yet-
ki ihtilafı yaşanmıştır. Şüphesiz bunun
sonucu olarak Kafkas petrollerinde
Türkiye en azından bölge ülkeleri
nezdinde prestij kaybına uğramış-
tır⁽³⁶⁾.

Yine önemli bir eksiklik olarak dış
işleri teşkilatının Türk işadamlarına
yönelik hizmetlerinin artırılması ge-
rekli olduğüdür. Türkiye'nin yurt dışı temsil-
cilikleri buldukları ülkelerdeki Türk
yatırımcılarla son derece ileri bağlar
kurmak durumundadırlar. Türk yatı-
rımcıların resmi makamlarla olan iliş-
kilerinde diplomatik destek verilmeli-
dir. Günümüz ABD dış politikasında,
özellikle petrol konusunda, insiyatif
Amerikan büyük şirketlerinde bulun-
makla beraber ABD diplomatik deste-
ği en üst düzeyden olmak üzere sü-
rekli olarak Amerikan şirketlerinin
menfaatlerinin koruyuculuğunu yap-
maktadır.

Devlet imkanlarının Türk yatırı-
mcılarının lehine kullanılması sadece
Dış İşleri Bakanlığı ile ilgili bir sorun
değildir. Aynı zamanda geniş bir ala-
na yayın yapan TRT-Int gibi kanallar
da çeşitli bölgelerde kamuoyu oluş-
turmak için çaba göstermek zorunda-
dır. Televizyon kanalları kullanılarak
Türk işadamlarını ilgilendiren ihaleler
gibi konularda lehte yayınlar yapılma-
lıdır. Nitekim önemli bir proje olan IN-
TERTÜRK yayını ile "Avrupa'da yaşa-
yan Türkler ile bütün Türk Cumhuri-
yetleri'ni kapsayan, ortak bir dil kulla-
nan ve yerel istasyonlar tarafından
dağıtılan böyle bir yayınlı hiçbir ya-
bancı medya rekabet edemeyeceğün-
den, yerli ve yabancı işadamları, itha-
latçılar, ihracatçılar ve reklam ajansla-
rı arasında kısa sürede popüler hale
gelmiş" bir kanal oluşturulabilecektir⁽³⁷⁾. Milli İstihbarat Teşkilatı veya ye-
ni oluşturulacak bir kurum aracılığıyla
ekonomik amaçlı çalışmalar yapılma-

sı bir zorunluluktur. Özellikle eski Sovyet ülkelerine yönelik yatırımlarda Türk yatırımcıların güvenilir istihbarata ihtiyaçları sözkonusudur. Çünkü Türk yatırımcıları öncelikli olarak Balkanlar, Orta Asya gibi pazarlara açılmak amacındadırlar. Gelişmiş ve yüksek rekabet gücü gerektiren Batı Avrupa, Pasifik pazarlarına göre daha avantajlı olan bu bölgesel pazarların dezavantajı "güven" ve "emniyet" sorunlarıdır. Yani piyasanın oluşumu, ihalelerin alınması gibi süreçler belirlenmiş kurallara göre her zaman oluşmamakta; mafya gibi faktörler etkili olmaktadır. Bu nedenle Türk yatırımcıların bilgi ve istihbarat açılmasından takviyeleri önemli bir fayda olacaktır.

Dış ekonomik politikanın oluşturulmasında gerekli olan daha geniş bir çerçeve de komşularla iyi ilişkileri ilerletmektir. Türkiye'nin çevresindeki komşularıyla ilişkileri bölgesel ekonomik entegrasyona gidecek kadar iyi değildir. Gerçekte ise ekonomik ilişkilerin en yoğun olduğu alanlar bölgesel işbirlikleridir. Türkiye'nin; Suriye, İran, Ermenistan, Yunanistan gibi ülkelerle sürekli olarak sorunlara sahip olması bölgesel ekonomik bütünleşmeyi engellemektedir. Bu noktada sınır komşularımızın –PKK örneğinde olduğu gibi çeşitli sorumlulukları şüphesiz vardır. Ancak sözü edilen gerginliğin devam ettirilmesinin en azından ekonomik açıdan taraflara faydası yoktur. Amerikan ticaret stratejisini anlatan Geza Feketekuty, temel stratejik amaçlardan birisi olarak ABD'yi çevreleyen pazarlarla olabildiğince iş-

birliğini kurmak olduğunun altını çizer⁽³⁸⁾. Bu Amerika'nın bütün dünya ile olan ilişkisinin kapağıdır. Aynı gereklilik şüphesiz Türkiye için de sözkonusudur. Dünya ekonomisi ile bütünleşmenin Türkiye için ilk aşamalardan birisi de bir şekilde bölgesel ekonomik işbirliğini gerçekleştirmektir. Klasik tehdit olgusu üzerine ilişkilerin devam ettirilmesi zaten ekonomik ilişkilerin oluşmasına izin vermeyecektir. Ekonomik ilişkiler, iki ülke arasında faydası hissedilmeye başlayacak kadar kurulmadan da siyasal sorunların çözülmesini beklemek güçtür. Türk-Yunan ilişkilerinde aynı problem görülmektedir. Türk ve Yunan tarafları birbirlerine bu kadar yakın olmalarına rağmen toplumlari yakınlaştırıcı çıkara dayalı ekonomik ilişkilerini arttırmadıkça, barış kısa dönemde gerçekleştirilmesi zor bir amaç olarak kalmaya devam edecektir.

Jeopolitik konumunun getirdiği avantajlar Türkiye için sürekli olarak büyük imkanlar sağlamıştır. Soğuk Savaş sonrası bu konumu Türkiye'ye çok getirisi olan bir avantaj daha sunmuştur. Yeni avantaj Türkiye'nin dünyanın en önemli petrol ve doğalgaz kaynaklarının üretildiği alanlarla tüketildiği merkezler arasında bulunmasından kaynaklanmaktadır. Kafkas Petrolleri'nden (yanısıra Orta Asya doğal gaz kaynaklarından) batı pazarlarına kurulacak hatlar Türkiye üzerinden olabilecektir. Ancak bu noktada önemli sorun Türkiye'nin bir *enerji santrali* olabileceği amacının dış politika hedefleri arasına öncelikli olarak konulabilmesidir. Türkiye'nin

yukarıda sözü edilen iki merkez arasında güvenilir bir aracı rolü üstlenmesi ülkenin ekonomik çıkarları açısından olduğu kadar uluslararası konumu ve pazarlık gücü açısından da hayati önem taşımaktadır.

Soğuk Savaş'ın sona ermesiyle çeşitli fırsatları önünde bulan Türkiye dünya ekonomisi içinde iyi bir yer edinmek için çeşitli değişimleri gerçekleştirme zorundadır. Bunlar yeni ekonomik düzenin ve uluslararası ilişkilerin gerektirdiği yeniliklerdir. Fransa dışında bütün AB ülkelerini, kendi bölgesinde ise bütün diğer komşularını tarla bitkileri üretiminde geri bırakabilen Türkiye yanlış politikalar neticesinde çok yakın zamana kadar Kırgızistan'a hiçbir tarım ürünü satamamıştır⁽³⁹⁾. Benzer kötü örnekler değişik alanlarda verilebilir. Türkiye'nin önündeki fırsatları kullanabilmesi için ekonomik ilişkilerini ilerletmesi önemlidir. Çünkü ekonomik ilişkilerle somutlaştırılmayan ve yalnız *kardeşlik söylemi* üzerinde kalan dış politika güven verici olamaz. Kafkas petroleri konusunda bu en açık biçimde görülmüştür. Öte yandan Türkiye'nin yeni dış politika uygulamaları Rusya, İran, Yunanistan gibi ülkeler tarafından eleştiri konusu edilebilecektir. Bu nedenle ekonomik bir dış politikanın oluşturulması ve bölgesel işbirliği çabalarıyla desteklenmesi takip edilmesi gereken bir hedeftir. Aynı nedenden dolayı Türkiye'nin klasik anlamda düşmanlar edinmesi alternatif pazarlarda önünü tıkayacaktır. Günümüz dünyasında gerginlik hem savunma harcamalarını arttırması hem

de pazar kaybettirmesi açılarından sadece para kaybı anlamına gelmektedir. Bütün ülkeler gibi Türkiye için de değişen dünyayı anlıyarak yeni bir ekonomik dış politika oluşturmak artık zorunluluk haline gelmiştir.

Dipnotları

- 1- Paul Kennedy, *Yirbirinci Yüzyıla Hazırlanırken*, (Ankara, 1996), s. 56.
- 2- Gülten Kazgan, *Küreselleşme ve Yeni Ekonomik Düzen*, (İstanbul, 1997), ss.9-10.
- 3- Paul Kennedy, a.g.e., s. 61.
- 4- Alvin Toffler, *Dünyayı Nasıl Bir Gelecek Bekliyor?*, (İstanbul, 1997), s. 30.
- 5- Paul Kennedy, a.g.e., s. 65.
- 6- Guillermo A. Calvo, Leonardo Leiderman, Carmen M. Reinhart, "The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues", *Contemporary Economic Policy*, Vol. XII, 1994, s. 54-67.
- 7- Ekrem Keskin, "Uluslararası Sermaye Hareketleri, Nedenleri, Makroekonomik Etkileri ve Politikalar: Asya Ülkeleri Deneyimi ve Türkiye", *Bankacılar Dergisi*, Sayı: 18, 1996, s. 15.
- 8- Lester Throw, *Head to Head*, (New York, 1993), s. 27.
- 9- Emma Rothschild, "What is Security?", *Daedalus*, Summer, 1995, s. 55.
- 10- Richard Langhorne, "Paper given at a conference in London in February, 1997 on Foreign Ministries: Change and Adaptation."
- 11- Pascal Boniface, *Güçsüzlük İsteği*, (İstanbul, 1997), s. 156.
- 12- Paul Kennedy, *Büyük Güçlerin Yükselişi ve Düşüşü*, (Ankara, 1993) s. 620.
- 13- A.g.e., s. 628.
- 14- Boniface, a.g.e., s. 147.
- 15- A.g.e., s. 164.
- 16- Loch K. Johnson, "Smart Intelligence", *Foreign Policy*, No. 89, 1997, s. 59-60.
- 17- Samuel P. Huntington, "The Erosion of American National Interest", *Foreign Affairs*, Vol. 76/5, Sept-October 1997, s. 37.
- 18- Lester Throw, a.g.e., p. 23.

- 19- Zaman, 6 Nisan 1998.
- 20- Peter Drucker, *Yeni Gerçekler*, (Ankara, 1996), s. 63.
- 21- Ziya Öniş "Globalization and Financial Blow-Ups in the Semi-Periphery: Perspectives on Turkey's Financial Crisis of 1994", *New Perspectives on Turkey*, Fall 1996, ss. 1-23.
- 22- Peter Drucker, a.g.e., s. 63.
- 23- Gerhard Wettig, "A new type of Challenge to European Security", *Aussenpolitik*, Vol. 11, 1995, s. 130-145.
- 24- Bkz: John Duffield, "NATO's Functions After the Cold War", *International Security*, 18. 1/4, 1993.
- 25- Joseph S. Nye, "What New World Order?" *Foreign Affairs*, Vol. 71, No. 2 (Spring 1992), s. 87.
- 26- Mustafa Özel, Değişim ve Kriz, (İstanbul, 1995), s. 50.
- 27- Ekrem Keskin, a.g.m., s. 14.
- 28- *Bugünkü Japonya*, Uluslararası Eğitim Enformasyon Merkezi, (1989, Tokyo), s. 25.
- 29- A.g.e., ss. 28-29.
- 30- Yavuz G. Yıldız, "Uluslararası Sermaye Merkezleri ve Türkiye", *Yeni Dünya Düzeni ve Türkiye'nin içinde*. Derleyen: Sabahattin Şen, (İstanbul, 1994), ss. 223-231.
- 31- A.g.e, s. 49.
- 32- Gebhard Schweigler, "Almanya'nın Tarihsel Mirası ve Almanya'nın Gelecekteki Uluslararası Alandaki Rolü", *Diş Politika*, Cilt: VII, Sayı: 1-2, Haziran, 1996, ss. 71-89.
- 33- M. A. Mert Gökırmak, "Yeni Dünya Düzeni Kavramı ve Uluslararası Sistem", *Değişen Dünya ve Türkiye* (Der: Faruk Sönmezöğlü), (İstanbul, 1996), s. 15.
- 34- Kamran İnan, *Diş Politika*, (İstanbul, 1993), s. 102.
- 35- Rosemarie Forsythe, *The Politics of Oil in The Caucasus and Central Asia*, (New York, 1996), ss. 21-23.
- 36- Lale Sarıbrahimoğlu, *Kurt Kapanında Kısır Siyaset*, (Ankara, 1997), ss. 32-34.
- 37- Erol Mütercimler, *Türkiye-Türk Cumhuriyetleri İlişkiler Modeli*, (İstanbul, 1993), s. 214.
- 38- Geza Feketekuty, "An American Trade Strategy for the 21st Century", Council of Foreign Affairs Web sayfasından.
- 39- Semih Vaner, *Unutkan Tarih, Sovyet Sonrası Türk Dili Alan*, (İstanbul, 1997), s. 375.

banka ve ekonomik yorumlar Aylık Dergi

●
Ciltlenmiş eski sayıları:

●
(1 ocak 1998'den başlayarak)
1991 Yılı Cildi: 3.500.000 TL
1992 Yılı Cildi: 3.500.000 TL
1993 Yılı Cildi: 3.500.000 TL
1994 Yılı Cildi: 3.500.000 TL
1995 Yılı Cildi: 3.500.000 TL
1996 Yılı Cildi: 4.000.000 TL
1997 Yılı Cildi: 4.000.000 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

Görüşler

Yrd. Doç. Dr. FEHMİ KARASIOĞLU

Selçuk Üniversitesi Karaman İ.İ.B.F. Öğretim Görevlisi

SEZGİN DEMİR

Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Araştırma Görevlisi

Sermaye Piyasasında Dereceleme (Rating)

1. GİRİŞ

Sermaye piyasasının gelişmesi yönünde atılan önemli adımlardan biri de bu piyasada bulunan araçların (SP Kanununun 3. madde 1. fıkranın (b) bendinde belirlenen menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları) derecelemeye tabi tutulmasıdır. Özellikle yeni gelişmekte olan ülkemiz sermaye piyasasının bu yöndeki çabaları sonucu yatırımcılarını aydınlatma mekanizmasını işletmesi gerek ulusal ve gerekse uluslararası boyutta pozitif bir hareket olarak değerlendirilebilir. Yatırımcılarını ciddi ölçüde koruyan bir ülkenin sermaye piyasasına, uluslararası nitelikteki yatırımcıların çekilmesi ihtimali daha yüksektir. Sermaye piyasasındaki bir çok yatırımcı, bu piyasaya girerken çeşitli ülkelerin şirketleri ile ilgili genel ve özel

bir takım bilgilere sahip olamamaktadır. Dereceleme kuruluşları yatırımcıların bu tür bilgi ihtiyaçlarını karşılamak ve onlara karar vermelerinde yardımcı olmak maksadıyla, sistemleştirilmiş ve her birinin belirli anlamları olan notlarla yatırımcıların aydınlatılmasına çalışmaktadırlar. Bu makalenin amacı ; belli başlı dereceleme kuruluşlarına kısa bir bakışın yanında, derecelemenin amacı, derecelemede kullanılan semboller ve anlamlarını ele almak ve buradan hareketle derecelemede kullanılan temel kriterleri incelemeye çalışmaktır.

2. DERECELEME VE DERECELEME KURULUŞLARI

Dereceleme sözlük anlamıyla bir şeyin veya bir kimsenin sahip olduğu

değerlerin kalite düzeylerinin ortaya konulması işlemidir. Dereceleme işleminin farklı alanlarda kullanıldığı görülmektedir. Bunlardan bir kaç; menkul kıymetler, ticari şirketler, finansal kurumlar ve bankalar şeklinde sıralanabilir. Dünya geneline bakıldığında çoğunlukla kamu ya da özel sektör borçlanma menkul kıymetleri için dereceleme işlemi yapılmaktadır. Dereceleme işlemi firmaların ilgili bilgi kaynaklarından elde edilen ekonomik ve sosyal veriler çerçevesinde yapılır. Bu işlem yapılırken dereceleme kuruluşları verilen bilgilerin doğruluğunu araştırma gibi bir denetim işlemi görmezler. Bilgilerin yetersiz olduğu veya ulaşılamama gibi problemlerle karşılaşılması halinde dereceleme faaliyetini durdurabilirler.

Dereceleme faaliyeti 6 Mart 1997 tarih 22925 sayılı Resmi Gazete de yayınlanan SPK tebliğine göre ; tebliğde yer alan ortaklıkların veya Sermaye piyasası kurumlarının organizasyonunun , likiditesinin, mali yükümlülüklerini karşılama gücünün , kârlılığının ve mali yapısının sektörel , ekonomik , politik ve sosyal koşulları dikkate alarak incelemesi , değerlendirilmesi ve sınıflandırılması suretiyle yapılır.

Dereceleme işlemi global ekonomi içinde oldukça önemli bir yere sahiptir. Ülkemizin AB ile olan entegrasyonu sürecinde bankaların ve birçok önemli düzeyde şirketlerin genel yapılarına ilişkin bilgilerin ilgili yatırımcı taraflara aktarılmasında önemli sinyallerin dereceleme işleminin sonunda verilmesi mümkündür⁽¹⁾.

2.1. DERECELEME İŞLEVİNİ GERÇEKLEŞTİREN KURULUŞLAR

Menkul kıymetlerin derecelendirilmesi alanında, geçmişte önemli başarılar elde etmiş ve bu alanın liderleri durumuna gelmiş 4 şirket vardır. Bu şirketlerin ilki 1909 yılında demiryolu yatırımlarının analizini yapan *John Moody* tarafından kurulan derecelendirme şirkettir,⁽²⁾ *Dun ve Bradstreet* şirketlerinin bir bölümü olan *Moody Yatırım Hizmetleri Şirketi*, günümüzde, derecelendirme alanındaki en büyük iki firmadan biri olmuştur. *Moody*' i 1916 yılında bu alanda faaliyete başlayan *Poor's Publishing* şirketi izlemiştir. 1922 yılında *Standard Statistics Company* kurulmuş ve daha sonra bu şirket *Poor's Publishing* şirketi ile birleşerek *Standard & Poor's* adını almıştır. 1924 yılında bu alanda faaliyet göstermeye başlayan üçüncü şirket *Fitch Publishing Company of New York*'dur. Ancak 58 yıl sonra iki şirket daha bu alanda faaliyet göstermeye başlamıştır. Bunlar; 1982 yılında *Duff & Phelps of Chicago* ve 1984 yılında kurulan *Mc. Carthy, Crisonti & Maffci, Inc. of New York*'dur. Son olarak 1985 yılında *Xerox* şirketinin finansal hizmetler gurubu bu alanda faaliyet göstermeye başlamıştır.⁽³⁾

2.2. DERECELENDİRMEİN KULLANILMASI

Sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde yatırımcıların karar alma süreçlerini doğrudan etkileyen araçlardan biri de risk dereceleme faaliyetleridir. Dereceleme işlemi bankaları, kamu kuruluşlarını , yerel yönetimleri ve ge-

nel olarak devletleri değerlendirme boyutlarını da kapsayan geniş bir alana yayıldığı görülmektedir. Risk dereceleme yapılmasında çeşitli hedefler gözlenmektedir. Dereceleme işlevini yaptırın bankalar açısından değerlendirmeye başlarsak bankalar ölçülerine göre farklı beklentiler içinde olabilirler. Küçük bankalar derecelendirmeyi, portföylerinin seçiminde yardımcı olarak görürlerken , büyük bankalar kendi yaptıkları analiz için bir kontrol aracı olarak kullanmaktadırlar. Brokerlar ise genellikle derecelendirmeyi, yatırım tahminlerinde ve müşterilere sağladıkları hizmetlerde kullanmaktadırlar. Sigorta şirketleri, her ne kadar kendi elemanları ile yatırım analizlerini yapıyorlarsa da, tahvillerin satın alınması sırasında derecelendirmeden yararlanırlar.

2.3. DERECELENDİRMEDE KULLANILAN SEMBOLLER

Derecelendirme kuruluşları, hemen hemen aynı sembolleri kullanmaktadırlar. Her sembol yaklaşık olarak aynı anlama gelmektedir. Aşağıda, derecelendirme şirketlerinden dört tanesi örnek alınarak tahvil derecelendirmelerine ilişkin semboller bir tablo halinde gösterilmiştir.

"A" en yüksek kaliteyi simgeler. Tahvil açısından bakıldığında bunlar en yüksek notlu tahvillerdir. Sermaye ve gelir açısından maksimum güvene sahiptirler. İşletme koşullarındaki değişiklikler, tahviller üzerinde çok az etki yaratır. Bunlar, yüksek itibarlı şirketlerin birinci sınıf tahvilleridir ve düşük ödemeleri vardır. Faiz oranındaki

değişme, işletme koşullarındaki değişmeden çok daha önemlidir.

	Duff and Phelps	Fitch	Moody's	Standard Poor's
Yüksek Derece	AAA AA	AAA AA	Aaa Aa	AAA AA
Orta Derece	A BBB	A BBB	A Baa	A BBB
Düşük Derece	CCC CC C	CCC CC C C DDD DD d	Caa Ca	CCC CC C D
Spekülatif	BB B	BB B	Ba B	BB B

KAYNAK: Frank K. Reilly , Edgar A. Norton. *Investments*, Fourth Edition, The Dryden Press, U.S.A., s. 335

B grubu işletme sahiplerinin yatırımları olarak adlandırılabilir. Tahvillerin satın alınmada tecrübeli olan kişiler için cazip yatırımlardır. Bu tür tahvilleri satın alarak bazı belirsizlikleri kabul etmeye hazır olan bireyler, A grubu tahvilleri alanlardan daha yüksek getiri sağlayacaklardır.

Bu guruptaki tahviller, faiz, diğer yükümlülükler ve sağlık gibi bazı belirsizliklerden etkilenirler. Aynı zamanda işletme koşullarındaki değişme, tahvilin değerinin belirlenmesinde önemli ölçüde etkilidir. Belirsizlik-

ler tarafından karakterize edilmeleri nedeniyle ustaca seçilmeleri ve yönetilmeleri gerekir.

C ve D en düşük derecelendirilen tahvillerdir. Bu düzeyde olan tahvillerin gerçek bir yatırım özelliğinin olmadığı kabul edilir.

Tahvil derecelendirme sürecinde kısa vadeli olanların farklı bir takım semboller kullanıldığı görülmektedir. Moody's kısa vadeli borç ödeme gücünü mukayeseli olarak üç sembolle ifade etmektedir⁽⁴⁾,

P1 (Prime 1) :	Kısa vadeli borç ödemede güçlü bir yapıya sahip firma.
P2 :	P1'e göre biraz daha az olsa da kısa vadeli borçlarını yerine getirebilir.
P3 :	Kısa vadeli borçlarını ödeme düzeyi kabul edilebilir düzeydedir.

P1, P2 ve P3 derecesinde yer almayan ihraççılar *NOT PRİME* derecesi ile derecelendirilirler.

2.4. TAHVİLLERİN DERECELENDİRMESİ

Tahvil derecelendirmesinde, hisse senedi derecelendirmesinden çok daha bilimsel bir prosedür kullanılır. Derecelemenin belirlenmesinde bir kaç temel faktör kullanılmaktadır. Bunlar; kârlılık gücü, aktif değeri, menkul kıymet geliri ve gelirin sürekliliğidir.

Yönetim ve şirket beklentileri gibi belirli faktörlerde oyunun bir parçasıdır.

2.4.1. MOODY'NİN TAHVİL DERECELENDİRMESİ

Moody's Yatırımcılar servisi, şu anda işletmelere ve vergiden muaf kuruluşlara ait olmak üzere toplam 5.000'in üzerinde arz miktarının derecelendirmesini yapmaktadır⁽⁵⁾. Moody's, gayrimenkul tahvilleri, finansal şirketlerin yükümlülükleri, kâr amacı olmayan şirketlerin sattıkları özel statü arzlari ve 600.000 dolardan daha az olan arzlari derecelendirmez. Derecelendirmeleri, konjonktürel dalgalanmanın düşük noktasında korumayı gösteren uzun vadeli karar hükümleridir. İşletme koşullarının değişmesi ile yükselmez ya da düşmezler. Bu derecelendirmeler sadece temel koşullar, bir kısım arzın değişmesini etkilediğinde (bir borçlunun endüstrisinin diğer bölümleri ile ilişkisi gerilediğinde veya ilerlediğinde ya da borç miktarı esasen azaldığında veya arttığında) yükselir ya da düşer.

Bu şirket olağan kâr hesabının olağan testlerini ve bilanço analizini kullanır. Fakat bu analizde keyfi standartlar ileri süremez. Derecelendirmeler mekanik değildir, mekanik olmayan anlamda doğru yargılara varılması servisin güvencesidir. Olağan, istatistiksel analize ek olarak, servis, istatistiksel olmayan faktörleri, bilhassa uzun vadeli sektör eğilimlerini dikkate alır. Kâr dağıtım politikası gibi mali uygulamalar ve politikalar incelenir. İncelenen bir başka istatistiksel olmayan faktör, özel arzların yapıldığı en-

düstrilerde konjoktürel dalgalanmaların bolluğudur. Franchis, kiralama ve patent hakkı gibi maddi olmayan değerler incelenir. Diğer bir faktör, sözleşme ve bu sözleşmenin özellikleridir. Amortisman payı, ek borçlanma oluşumunda ihracın gücü, önceden kazanılmış haklar ve kiralanan ya da satın alınan mülk üzerinde ihracının hakkı buna örnektir.

2.4.2. STANDARD & POOR'S'UN TAHVİL DERECELENDİRMESİ

Bu organizasyon tahvillerin derecelendirmesine, istatistiksel testler, ekonomik ve ticari gelişmelere göre karar verir. Fiyatlar derecelendirme sistemlerinin bir parçası değildir, fakat fiyatlar bütün bir yeni çalışmayı gerektiren bir ihracın belirlenmesinde kullanılır.

Tahvil kalitesinin derecelendirmesi ile ilgili işlemlerinde şirket, derecelendirmesini yaptığı firma ve sektördeki işlemleri hakkındaki bütün kullanışlı bilgilere güvenir. Bu bilgilerin türleri, endüstriyel, kamu yararı ve demiryolları olabilir. Aşağıda belirtilen maddeler endüstriyel ihracın derecelendirmesini nisbi olarak tanımlar.

Beş önemli bilgi sınıfı endüstriyel tahvillerin derecelendirmesinde, değeri belirler. Bunlardan ilki kârlardır. Mevcut ve uzun dönem kâr beklentileri, cari kârlar, geçmiş kayıtlar, ürünlerin ve şirketin ticari itibarı, şirketin itibarını belirleyen yönetim kalitesi ve ticari karakter, kâr kayıtları, satış eğilimi, işlem oranları, verimlilik, amortis-

man uygulamaları ve kâr dağıtım politikaları bakımından değerlendirilir.

Endüstriyel arzın analizini içeren diğer faktörler, sabit varlıkların, net dönen varlıkların, nakit akımının ve işletme sermayesi yeterliliğinin korunmasını içerir.

2.4.3. FİTCH TAHVİL DERECELENDİRMESİ

Tahvil derecelendirmesinde Fitch tarafından göz önüne alınan faktörler daha önce anlatılan iki şirkete benzerdir. Kâr/Zarar tablosu ve bilançonun analizine ek olarak, bu organizasyon şimdiki mevcut ve ihracının daha çok belirsiz beklentileri ile ilgili bütün faktörleri göz önünde tutar. Şirketin cari durumu net çalışma sermayesi, kısa vadeli borçlar ve tahvilli borçların vadesinin yaklaşmasına ilişkin özel koşulları ile birlikte ele alınır. Borç karşılığı ipoteğin derecesi ve ihraç edenin borcunun yasal yapısı önemli bir faktördür. Garantiler, geri satın alma hakları ve amortismanların belirtilmesi, derecelendirme üzerinde etkiye sahiptir.

Ek olarak, şirket, geri ödemede borcun vadesi gelmiş ödemesinin durumunu, geri ödeme imkanını, firmanın bankayla olan ilişkilerini ve gelecek için yaptığı finansal planları inceler. Borç/Öz sermaye ve cari oran gibi bir çok oran, servis tarafından kullanılır. Endüstriyel işletmeler için satışlar/yatırım oranı, faaliyet oranı, amortisman, öz sermaye kârlılığı, kâr marjı, hisse senedi başına dağıtılacak kâr payı ve fiyat/kazanç oranı gibi oranların da yer alması gerekir. İsta-

tistiksel uygulamalar derecelendirmenin önemli bir parçası olduğu halde, bu servis, istatistiksel olmayan faktörlere de oldukça fazla önem verir.

2.4.4. DUFF - PHELPS TAHVİL DERECELENDİRMESİ

Duff-Phelps 1982 yılında ancak SEC'in (Securirty Exchange Commission) onayını almış olsa bile, firma 1940'dan beri arz edilen tahvilleri derecelendirmektedir. Bu firmanın derecelendirmesi Moody's ve Standard & Poor's'un derecelendirmeleriyle aynı çizgide eğilim göstermektedir. Fakat Duff-Phelps sadece 400 firmayı kapsar ve bunlar genellikle en büyük tahvil ihraçlarıdır. Firmanın diğer iki rakibi her bir ülkede 2.000 şirketi kapsar. Bu iki büyük firma derecelendirmeye ek olarak ihraç eden şirketin tahvillerinin fiyatını da belirler. Duff-Phelps ise hem ihraççılara hem de yatırımcılara fiyat belirler.

2.4.5. MC CARTHY, CRİSANTİ & MAFFCİ

McCarthy tahvil derecelendirme yapan 5 firmadan en küçüğü ve en yenisidir. 400-500 şirketin derecelendirmesini yaptığı halde diğer firmalardan çok daha az analistten yararlanır.

McCarthy'nin derecelendirmesi rakiplerinden daha düşük eğilimdedir. Tabi doğal olarak şirket daha muhafazakar derecelendirmenin bedelini, yüksek ödemeler yapmak zorunda olan şirketler tarafından seçilmemekle ödemektedir. Çünkü bu tür bir derecelendirme ile yüksek riski belirtmektedirler.

Diğer 4 firma derecelendirme isteyen veya kabul etmeyen arzıcılara izin verirken, McCarthy daha özgün bir davranış sergilemektedir. Çünkü arz edenler derecelendirme için her hangi bir ücret ödememektedirler.

Bu firma arzıcılarla nadiren buluşur, arzda ilk derecelendirmeyi yapar. McCarthy, sadece büyük miktarda arz eden firma üzerinde yoğunlaşır ve küçük firmalar, vergiden muaf arzıcılara diğer derecelendirme şirketlerine bırakır.

3. DERECELEMEDE TEMEL KRİTERLER

Dereceleme işlevi genel olarak ulusal veya uluslararası menkul kıymet ihraç etmek isteyen bankalar, ticari işletmeler ve diğer finans kurumları için yapılmaktadır. Fakat derecelendirme çoğunlukla dünya uygulamalarında kamu yada özel sektör borçlanma faaliyetlerinde gündeme gelmektedir. Derecelendirme faaliyetlerinde ölçülmek istenen borçlanma yoluna başvuran kamu kuruluşlarının veya özel sektörün piyasaya sürdüğü menkul kıymete ilişkin yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceğini ortaya koymaya yöneliktir. Dereceleme kuruluşları bu tür durumları yatırımcılara daha önceki bölümde de belirtildiği gibi verecekleri notlarla ortaya koyacaklardır.

Dereceleme faaliyetinde bulunacak kuruluşlar 22925 sayılı R.G.'de yayınlanan SPK tebliğ uyarınca;

a) Ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumlarının risk durumları ve ödeyebilirliklerinin.

b) Borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin ve delerinde karşılayabilme riskinin derecelendirme kuruluşları tarafından değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti olarak belirtilmiştir.

Derecelendirme sürecinde ele alınacak ve inceleme konusu yapılabilecek temel kriterler şöyle sıralanabilir⁽⁶⁾,

- Sermaye piyasasındaki kuruluşların organizasyon yapılarını,
- Mali yükümlülüklerini karşılayabilme gücünü,
- Şirketin orta vadeli fırsat ve risklerini,
- Şirketin sektördeki diğer şirketlerle rekabet konumu , üretim kapasitesi, dağıtım sistemi ve pazarlama ağı,
- Finansal yönetim ve muhasebe politikaları,
- Şirketin geleceğini etkileyecek yönetsel ve sermaye yapısı değişiklikleriyle yatırımlardaki değişiklikler, teknolojik yenilikler vs.

Kamunun aydınlatılması ilkesini esas alan derecelendirme işlemi sermaye piyasasına gelen çeşitli gruplardan oluşan yatırımcılara yukarıda belirttiğimiz durumları inceleyerek onların bilgi sahibi olmalarına katkıda bulunacaktır. Yatırımcılar şirketle ilgili detaylı bilgilere - yasal çerçevede duyması gereken bilgilere - ulaşması mümkün olmayabilir. Bu nedenle kendisini kamuoyuna iyi duyurmak isteyen şirketler dereceleme kuruluşla-

ryla anlaşarak bu tür bilgilerin özetlenerek ve not ile ifade edilmek suretiyle duyurulması sağlanacaktır. Özellikle bu tür çalışmalar uluslararası sermaye piyasalarına açılma ihtiyacı duyan firmalar için gereklidir. Firmaların uluslararası sermaye piyasalarına açılmada öncelikli olarak bir takım prosedürleri dikkate almaları gerekmektedir⁽⁷⁾;

1- Menkul kıymet ihraç eden ve ya edecek olan firmalar yatırımcıların kendi firmalarını diğer firmalarla kıyaslayacaklarına dikkat etmeleri gerekmektedir Yatırımcıları genellikle aşına oldukları firmalara yönelmeleri nedeniyle ihraççı firmaların uluslararası nitelikte kabul gören dereceleme şirketlerinden referans almaları uygun olacaktır.

2- Menkul kıymet ihraç eden şirketlerin mali tabloları gerek bağımsız denetim ve gerekse dereceleme kuruluşları tarafından incelenmiş ve olumlu not almış olması gerekir.

3- Ülkelerin muhasebe standartları ve politikalarının farklı olması nedeniyle bunların bağımsız denetim aracılığıyla geçerliliğinin ve tutarlılığının onaylanması gerekir. Dereceleme işlemi yüzeysel değil derinlemesine ve süreklilik arz eden bir işlemdir.

Dereceleme sırasında şirketin bütün raporları , stratejileri , özel bilgileri vs. dikkate alınmaktadır. Dereceleme yapıran firma aynı zamanda izlediği politikalarda oluşabilecek muhtemel aksaklıkları da en aza indirme yoluna gidebilecektir.

Gerek şirketler ve gerekse bankalar rating kuruluşları ile çalışması

sirasında bu konuya hakim uzmanlarını görevlendirerek dereceleme şirketlerine yardımcı olur. Bu görevli kişiler aynı zamanda bir sonraki dereceleme işleminin daha iyi sonuçlanabilmesi için kendi firmasına aşağıda sıralanabilecek türden yardımları olmaktadır⁽⁶⁾,

A- İşletmede gizemi kaldırarak kötü bir rating riskini en aza indirmek,

B- İşletmenin kuvvetli ve zayıf yönlerini en iyi şekilde nasıl tanıtılabileceğini belirlemek,

C- Rating için hangi oranların can alıcı olduğunu belirlemek ve bu oranları meydana getirecek unsurlar üzerinde yoğunlaşmak,

D- Rating kuruluşlarının hangi sorular soracağını ve hangi cevapların önemli olduğunu ortaya çıkarmak,

E- İşletme personelinin rating kuruluşlarına yardımcı olmaları amacıyla onları daha önceden bu tür çalışmaya hazırlamak ve işletme hakkında bilgi sahibi olmalarını sağlamak.

4. SONUÇ

Sermaye piyasasının gelişmesine ve derinleşmesine katkıda bulunacak olan dereceleme işlevi, piyasanın olgunlaşması bakımından olumlu bir adım olarak kabul edilmektedir. İşletmelerin sundukları finansal tabloların bütün kamuoyu tarafından tam olarak algılanması mümkün değildir. Gerek bu açıdan gerekse uluslararası piyasalarda yeteri ölçüde anlaşılma ve ilgili şirketlerin takibi açısından dereceleme işlemi sermaye piyasasının kaçınılmaz bir aracı olarak ortaya çıkmak-

tadır. Kamunun aydınlatılması işlevinin yerine getirilmesinde ve küçük yatırımcının aydınlanarak korunmasına katkıda bulunacak olan dereceleme aynı zamanda bu işleve tabi olan kurum ya da kuruluşların kendilerine göre nasıl bir gelişme kaydettiklerini de ölçme imkanına sahip olabileceklerdir. Zira dereceleme sadece belirli kriterleri ortaya koymanın yanında negatif bir hareketin pozitif yöne doğru sevk edilmesini de amaçlamaktadır. Bu bakımdan dereceleme, sermaye piyasasının gelişmesi ve derinleşmesi açısından uluslararası boyutta genel kabul görmemiş bir ölçüsü olarak ele alınabilir.

Dipnotları

1- Roger P. Nye's "Rating mücadelisine Bankalar Nasıl Karşılık Vermelidirler", *Finans Dünyası*, Ağustos 1996, s. 48-52.

2- Lawrence J. Gitman & Michael D. Joehnk, *Fundamental of Investing*, Third Edition, Harper & Row Publishers, 1988, s. 353.

3- Timothy W. Koch, *Bank Management*, The Dryden Press, 1988, s. 341.

4- Aykan Üreten, "Risk Derecelendirme (risk rating)", Ankara, Haziran 1990, s. 29-30.

5- Gitman & Joehnk, a.g.e., s. 389.

6- Gürman Tevfik, "Bankaların Derecelendirilmesi", *Uzman Gözüyle Bankacılık*, Eylül 1994, yıl: 2, sayı 7, s. 30-31.

7- Kumuki Yoshinari, "Accessing the International Capital Markets", *Finance and Development*, September, 1991, Vol. 28, Nu: 3, P. 40-41.

8- Roger P. Nye's, a.g.m., s. 48-52.

İnceleme

Yrd. Doç. Dr. SEFER GÜMÜŞ

Trakya Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Bölüm Başkanı

Rusya Federasyonu Gıda Maddeleri İhracat Pazar Araştırması

Rusya'da gıda maddeleri pazarı, üretim ve dağıtım konusunda, dört yıl önce başlatılan köklü reformların etkisinde yönlendirilmektedir. Pazar koşullarını belirleyen en önemli faktörler şunlardır:

- Tarım ve gıda maddeleri sanayiinde üretimin azalması,
- Malların dolaşımında sivilleştirilmenin çok yavaş işleminin yarattığı kısıtlamalar,
- Organize olmamış pazar sektörünün güçlenerek yaygınlaşması,
- Yiyecek maddeleri temininde, diğer ülkelere olan bağımlılığın artması.

1995 yılı tarım ürünleri beklentileri, aşağıda yer aldığı gibi planlanmıştır: 45 milyon tonu ekmeklik buğday

olmak üzere 82 milyon ton hububat (gerçekleşen ise 30.1 milyon tonu ekmeklik buğday olmak üzere 63.4 milyon ton, 1996'da 34.9 milyon tonu buğday olmak üzere toplam 69.3 milyon ton), şeker pancarı 20 milyon ton (1995'de gerçekleşen 1995'de 19.1 milyon ton, 1996'da 16.1 milyon ton), yağlık tohum 3.5 milyon ton (gerçekleşen 1995'de 4.2 milyon ton, 1996'da 2.8 milyon ton), patates 35 milyon ton (gerçekleşen 1995'de 39.9 milyon ton, 1996'da 38.5 milyon ton), yaş sebze 10 milyon ton (gerçekleşen 1995'de 11.3 milyon ton 1996'da 10.7 milyon ton), canlı sığır ve kümes hayvanları 9.5 milyon ton (gerçekleşen 1995'de 8.7 milyon ton, 1996'da 8.6 milyon ton), süt 37 milyon ton (gerçekleşen 1995'de 37 milyon ton, 1996'da 35.7 milyon ton), yumurta 35

milyar adet (gerçekleşen 1995'de 34 milyar adet, 1996'da 31.5 milyar adet), 1995 yılında et üretimi ise, 1994 yılı üretiminin % 84'ü seviyesinde 6.4 milyon ton olarak gerçekleşmiştir.

1995 yılı için kayda değer en önemli olay ise özel sektörün (bankalar, işletme tesisleri, toptancılar), üreticilere bir sonraki hasat için ön ödeme yapmaya başlamaları olmuştur. Tipik pazar ekonomilerinde olduğu gibi, tarımsal sektörün, sezonluk finansal desteklenmesi sisteminin giderek yerleştiği görülmektedir. Diğer olumlu bir faktör ise, et ve süt ürünlerinde hammadde payının giderek artmasıdır. Tüm bu olumlu gelişmelere karşın, tarımsal sektörde finansal sorunlar, diğer sektörlerle göre daha da kötüdür. İşçilerin maaş ödemeleri tüm sanayide olduğu gibi, birkaç ay geriden yapılabilmektedir.

Eskiden olduğu gibi, devlet kuruluşlarının dağıtımında önemli rol oynamasının ortaya çıkardığı bazı olumsuz sonuçlar vardır. İlk aşamada, eski tek pazar distribütörü anlayışı Avrupa bölgesi ve Uralların doğusu şeklinde ikiye bölünmüştür. Çiftliklerde üretilen malların Uralların arka bölgelerine dağıtılması, nakliye masraflarının artmasına neden olmaktadır. Bunun sonucu olarak, uzak doğu bölgeleri ihtiyaçlarını Kazakistan ve diğer Asya ülkelerinden sağlarken, Avrupa bölgesinde, Avrupa ve komşu (Bağımsız Devletler Topluluğu) BDT ülkelerinden sağlama konsepti oluşmuştur. Diğer bir sonuç ise, bölgelerin kendi içlerine kapanma temayülü içine girmeleridir. Tarımsal üreticiler, diğer bölgelerle ilişkileri koparıp, kendi böl-

ge pazarlarına satışa konsantre olmuşlardır.

Örneğin, Orel, Pskov, Rostov bölgeleri üreticilerinin dörtte üçü ürünlerini bölge dışına çıkarmamaktadırlar. Bazı bölgelerde ise, ürünlerin ihracı konusunda idareler tarafından konulan yasaklama halen geçerlidir.

Bununla birlikte, 1995 yılının üçüncü çeyreğinde, tarım işletmeleri ve ticari organizasyonlar, toptancı pazarının aktif acentaları olarak faaliyet göstermişlerdir. Şöyle ki: Bu dönemden itibaren üreticiler ve toptancılar, sırasıyla, 80 + 20 bin ton bitkisel yağ, 170 + 220 bin ton şeker, 2.8 + 0.1 ton un, 180 + 12 bin ton makarna, pazarlamışlardır. Eylül ayı verilerine göre, kuzeydoğu bölgeleri ve diğer yörelere, fark gözetilmeksizin geçen yıllara göre daha başarılı olarak dağıtım gerçekleştirmiştir. Sadece, un patates ve sebze gibi bazı ürünlerin nakliyesinde gecikmeler olmuştur.

Rusya'da tarım sanayiine yönelik yatırımlar, diğer sektörlerle göre daha azdır. RF (Rusya Federasyonu) Tarım ve Gıda Maddeleri Kaynakları Bakanlığı verilerine göre, Rusya'nın tarımsal üretim sektörüne yapılan yabancı yatırımlar yılda 30 milyon doları aşmamaktadır. Gıda maddeleri işleme sektörüne yapılan yatırımlar ise 1994'de 70-90 milyon dolar arasında olmuştur. RF Devlet İstatistik Komitesi'nin verilerine göre ise, gıda sanayiine yönelik toplam yabancı sermaye yatırımları 1995 yılında 282.9 milyon dolar iken, 1996'da 2.6 kat fazlası ile 747.2 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Gıda işleme sanayii, 1994 yılındaki olumsuz gelişmelere rağmen, bazı ürünlerde üretim artışı kaydetmiştir. Örneğin, şeker pancarından elde edilen toz şeker üretiminde votka, likör, konyak, balık ürünleri, makarna, maden suyu dahil alkolsüz içecekler ve sofraya tuzu üretiminde geçen yıllara göre belirli bir artış sağlanmıştır. Mayanoz ve ham alkol üretimi ise geçen yıllar ile aynı seviyede kalmıştır. İthal edilen ham şekerden üretilen toz şeker, şekerleme, konserve et, un, ekmekek ve fırıncılık ürünleri ile bira ve paketlenmiş çay üretimlerinde düşüş kaydedilmiştir. Konserve meyve-sebze, kutulanmış süt, eritme peyniri, sosis, tereyağ ve şarap üretimindeki azalmalar ise daha belirgin olmuştur. En kötü durum ise, % 25-45 oranındaki üretim düşüşleriyle, süt ürünleri, et, yarı işlenmiş et ürünleri, margarin, bitkisel yağ ve kesme şekerde yaşanmıştır.

İthal gıda maddelerinin Rus pazarlarına akışı devam etmektedir. Malların toptan ve perakende fiyatları sürekli değişiklik arz etmektedir. Geçen yılların istatistikleri ile kıyaslandığında, dondurulmuş et, tavuk eti, tereyağ, alkollü / alkolsüz içkiler, şeker ithalatında belirgin bir artış gözlenmektedir.

Rusya'nın, geleneksel ticari ilişkileri bulunan BDT ülkelerinden ithal ettiği gıda maddeleri fiyatlarında da git-tikçe artan farklar vardır. 1995 yılının Ocak-Eylül döneminde BDT ülkelerinden satılan hayvansal ürünlerin miktarında önemli düşüşler olmuştur. Bu, BDT ülkelerinde, tarım ürünleri üretimindeki azalmanın ve dolayısıyla

fiyatların yükselmesinin bir nedeni olarak ileri sürülmektedir.

Rusya'da, gıda fiyatları endeksinin, yaz dönemindeki fiyat düşüşleri etkilemiş, sebze-meyve ve patates fiyatları % 22-28 arasında azalmıştır. Tahıldan üretilen gıda maddeleri fiyatlarının yükselmeye devam etmesi ise yapılacak ithalat teslimatları ile yeni hasat dönemi fiyatlarının belirsizliğinden kaynaklanmaktadır.

Gıda maddelerinin perakende ticaret hacmi, 1993 yılındaki şekliyle sabit kalmıştır. Örneğin, gıda dışı tüketim malları da dahil olmak üzere, toplam perakende ticaret hacminin balık ve balık ürünleri satışı % 2.2'sini, süt ve süt ürünleri % 2.5'ini, yağlar % 2.8'ini, ekmekek ve fırıncılık ürünleri % 3.7'sini, et ve et ürünleri % 10.5'ini, alkollü içkiler % 6.1'ini teşkil etmiştir. Rusya'nın 60 bölgesinde perakende satış hacminde değer olarak azalma kaydedilmiştir. Ülkede, ortalama mağazaya satın alınabilecek ürünlerin miktarında sürekli düşüş olmaktadır.

Küçük marketlerle mukayese edildiğinde, süpermarketlerin ticari hareketlerinde bir artış varsa da, halkın geleneksel gıdası olan, ekmekek, fırıncılık ürünleri, çocuk gıdası, yağlar konusunda kesintiler ve belirsizlikler gözlenmektedir. Geçmiş istatistikler, kaynatılmış sosis, ekmekek ve fırıncılık ürünleri, tavuk hamburgerleri, patates ve makarna tüketiminde belirgin bir artış olduğunu göstermektedir.

HUBUBAT

1991 yılında Rusya'nın ekmekeklik buğday ve hayvan yemi talebi 130

milyon ton olarak tahmin edilmekte idi. 1994 yılı hububat üretimi ise 81.3 milyon tona ulaşmış ve büyük ölçüde alımlar yapmaya gerek olmadığı gibi, 2 milyon ton hayvan yemi ihraç edilmiştir. Tüketimdeki bu keskin düşüşün ana nedeni ise sığır mevcudunun % 25 azalmasıdır.

1995 yılı hububat rekoltesi, 63.4 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Bu da, kişi başına 428 kg, üretime teka-bül etmektedir. 1996 yılında ise, kişi başına 468 kg. olmak üzere, 69.3 milyon ton hububat üretilmiştir. (Rusya Hububat Birliği Başkanının basında yer alan açıklamalara göre ise, 1996'da gerçek üretim 75 milyon tona yakındır.) Kişi başına normlar 1000 kg düzeyindedir. (Sadece buğday olarak 1995-1996 yıllarında üretim sırasıyla 30.1 ve 34.9 milyon tondur.) Bu nedenledir ki, Rusya, kendi üretimiyle karşılayamadığı buğday ihtiyacını dünya pazarlarından temin etmek zorundadır.

Ancak, dünya pazarlarındaki emeklik buğday stoklarının minimum seviyede olması fiyatları etkilemektedir. 1995/96 tarımsal yılında dünya buğday üretiminin 535 milyon ton olması beklenmektedir ki bu da geçen yıllara göre oldukça yetersizdir. Yemlik tahılın ise, geçen yıla göre 44 milyon ton daha az olarak 824 milyon ton olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

Gerek iklim şartlarının kötü olması, gerek hasattaki gecikmeler, bir önceki yıl yaklaşık hektar başına 1910 kg. olan üretimin 1995'de 1160 kg'a düşmesine neden olmuştur. 1996 yıl-

ında ise hektar başına verimlilik 1290 kg. olmuştur.

Perestroika döneminin ortaya çıkışı ile ekim alanları 68.1 milyon hektardan, 54 milyon hektara gerilemiştir. 1996'da ise 1995'e göre % 2 oranında bir azalma olmuştur.

Çiftçiler ve kolektif çiftlikler ürünlerini federal veya bölgesel fonlara satmakta acele etmemektedirler. Federal fonların yıllık satın alım planları 8.6 milyon ton olduğu halde ancak, 517 bin ton alım yapabilmişlerdir. Buna neden ise, federal fonlar tarafından belirlenen 508.000 ruble/ton fiyatın çok düşük olmasıdır. Bu fiyat, çavdar için ise 382.000 ruble/tondur. Rusya Hububat Birliği Başkanı tarafından yapılan açıklamalara göre ise, 1996 yılında tonu 1.1 milyon rubleden satılan buğday, halihazırda 1 milyon rubleden (yaklaşık 175 dolar) işlem görmektedir.

Bazı bölgelerde fiyat seviyeleri çok daha yüksektir. Örneğin, Tataristan'da buğdayın tonu 660.000 ruble iken, Sverdlovsk bölgesinde 879.000 rubledir. Çavdar, Kursk bölgesinde 694.000 ruble/ton iken, Samara bölgesinde 465.000 ruble/ton olarak belirlenmiştir.

1995 bütçesinde hükümet, hububat alımları için 4,5 milyon ruble planladığı halde, uygulamada hiçbir tahsifat yapılmamıştır.

Rusya'nın hububat alımları, dünya pazarlarında hububat fiyatlarının artışına neden olmaktadır. Rusya'daki iç pazar fiyatları ise, dünya pazarları fiyatlarına yaklaşmaktadır. 1996 yılın-

da Rusya'nın hububat ithalatı 712.8 milyon dolar olmuştur.

ET VE VET ÜRÜNLERİ

1995 yılının üçüncü çeyreğinde, et ve et ürünleri üretimi, taze et ve tavuk eti dahil, geleneksel, mevsimsel bir düşüş yaşamıştır. Bu azalma 1996 yılında da devam etmiştir. Tüketim tercihlerinde ise yapısal bazı değişiklikler olmuş, en üst seviyede işlenmiş ürünlere talep artmıştır. Bunun sonucu olarak, yerli üretim et ve et ürünlerine talepte kesin bir düşüş meydana gelmiştir. Halihazırda sosislik etlerin ve diğer et ürünlerinin yaklaşık % 90'ı ithal edilmektedir. Geçen yıllarda, Ukrayna, Beyaz Rusya, Kırgızistan, Ermenistan ve Kazakistan'da et üretimi kısıtlandığından böylesine büyük ithalatın BDT ülkelerinden karşılanması olanaksızdır. Buna karşılık, Kaluga, Aszrakhan, Saratov bölgeleri ile, Mari-El ve Tataristan Cumhuriyetlerinde et üretimi bir miktar artmıştır.

1995 yılında ithal edilen et ürünlerinin önemli bir bölümü, derin dondurulmuş ve konserve ürünlerden oluşmaktadır. KDV'nin, özel tüketim vergilerinin ve gümrük oranlarının yükseltilmesiyle yüksek kaliteli ürünlerin ithali kârlı olmamaya başlamış ve % 18 ile 23 arasında değişen fiyat artışları olmuştur. Keza, düşük kaliteli ürünlerde de birleşik gümrük vergileri nedeniyle kg. da 0.4 ECU'den az olmak üzere artış meydana gelmiştir. Aynı nedenlerle, kilosu 1.5 dolar daha ucuz olan sosis ve benzeri et ürünleri ile kilosu 2 dolar daha ucuz olan konserve ürünler de bu yeni fiyat oluşumlarından etkilenmişlerdir.

1996 yılında, 1.109,3 milyon dolar tutarında 776.7 bin ton dondurulmuş et, 220.4 milyon dolar tutarında 12.9 bin ton konserve et ithal edilmiştir.

Kümes hayvanlarının yerel et üretimi daha az kâr getirmeye ve bazı hallerde zarara neden olmaya başlamıştır. Fiyatların artmadığı kabul edilen Ağustos ve Eylül aylarında ithalatçılar büyük ölçüde tavuk eti ithal etmişlerdir. 1996 yılında, 508.4 milyon dolar tutarında 752.3 bin tavuk eti ithal etmiştir.

SÜT VE SÜT ÜRÜNLERİ

Rusya'da süt ve süt ürünleri sanayii kriz yaşamaktadır. 1996'da 5.2 milyon ton süt ürünü elde edilmiştir. Üretilen toplam sütün ancak % 40-50'si işlenebilmektedir. 1990 yılında, kişi başına süt tüketimi 390 litre iken, 1994 yılında 190 litreye düşmüştür. Oysa dünya normları kişi başına 420 litre olarak kabul edilmektedir.

Süt ürünleri pazarı, özellikle peynir ve yoğurt gibi ithal ürünlerden oluşmaktadır. Ülkede, süt tozu ve konsantre süt üretimi büyük ölçüde kendi kendine yeterli durumdadır. 1995 yılındaki süt ve süt ürünleri açığının, fiyatları etkilemeye devam edeceği beklenmektedir.

Tüm RF'da yaşayan kişi sayısı ile üretim tesisleri dikkate alındığında, Rusya pazarının yıllık tereyağ kapasitesinin 1 milyon ton olduğu tahmin edilmektedir. Oysa 1996 yılında tereyağ üretimi 1995'e göre % 76 oranında azalarak, 319.000 ton olarak gerçekleşmiştir. Bu yıl ki tüm satışların

600.000 tondan fazla olmayacağı beklenmektedir.

Bu ise çeşitli nedenlere bağlanmaktadır. Tereyağ, Rusya'da tüketiminden vazgeçilmez gıda maddeleri arasında yer almaktadır. Buna rağmen, tüketimin giderek düşmekte olduğu dikkat çekmektedir. Örneğin, 1991 yılında kişi başına tüketim 6 kg. iken, 1994 yılında 4.9, 1995 yılında 4.2 kg'a gerilemiştir. Pazara sürülen ürünler, yerli üretim ve BDT ülkelerinden ve diğer ülkelerden gelen ithal ürünlerden oluşmaktadır.

Başta Beyaz Rusya ve Ukrayna olmak üzere BDT ülkelerinden yapılan tereyağ ithalatı 100.000 ton civarındadır. İç pazarın ihtiyaçları, önceden olduğu gibi büyük ölçüde diğer ülkelerden yapılan ithalatla karşılanmaktadır. En yüksek alımlar 1995 yılının ilk beş ayında gerçekleşmiştir ki, bu 1994 yılının aynı dönemine göre 1.5 kat fazladır. 1996 yılında toplam 125.5 bin ton tereyağ ithal edilmiştir. Bu alımlar, bölgesel üretimin artması ve fiyatların düşmesine bağlı olarak yaz aylarında azalmaktadır. Buna rağmen ithal tereyağ, yerli emsallerine göre, kiloda 2.3 - 2.8 dolar arasında daha düşük perakende fiyatlarla piyasaya sunulmaktadır.

1995 yılında Yeni Zelenda'dan ithal edilen 45.000 ton süt ürününün % 60'ını tereyağ oluşturmaktadır. 1995 yılının dördüncü çeyreğinde, tereyağ ithalatında uygulanan % 15 oranındaki gümrük vergisinin % 20'ye yükseltilmesiyle, yerli tereyağ'a karşı rekabet fiyatını kaybetmiştir.

ALKOLLÜ VE ALKOLSÜZ İÇECEKLER

Yüksek alkollü içecekler

Rusya pazarı, ithal ürünlerle, yüksek alkollü içeceklere doymuştur. Ülkenin, BDT ülkelerinden yaptığı alkollü içki ithalatı, ihracatının 10 katından fazladır. 1995 yılının ilk üç çeyreğinde, sadece "votka" ithalatı 4 kat artmıştır. BDT ülkelerinin (Ukrayna, Beyaz Rusya, Moldavya) fiyatları, Rus ürünlerinden % 20-30 daha düşüktür. 1 Ocak 1997 tarihinden itibaren etil alkol ve votka ithalatı lisansa bağlanmıştır. 1996 Ocak-Kasım döneminde toplam alkollü içki ithalatı, 832 milyon dolardır. (1995'in aynı dönemine göre % 48 daha düşük) Bu meblağın % 42'sini şaraplar, % 16'sını votka, % 12'sini ise diğer sert içkiler oluşturmaktadır.

Tesislerin büyük bir bölümü, kapasitelerinin % 55-60 seviyesinde çalışmaktadır. Yerli, ürün etil alkolün maliyeti litrede 3-4 dolar iken, dünya fiyatları 1.5 - 2 dolar/litre dir.

Halihazırda, Almanya ve Amerika, içki ithalatı yapılan ülkeler arasında başta gelmektedirler. Alman Demidoff, Baren Ziegel, Iceberg votkalarını satışı devamlı artmaktadır. Amerikan ürünlerinin itibarı ise giderek yükselmektedir. Bu başarı, geleneksel Rus alışkanlıklarında olduğu gibi, votkanın buğdaydan damıtılmasından kaynaklanmaktadır. Diğer Avrupa ülkeleri üretimlerinde (Absolute ve Fin votkaları hariç, ilk ürün olarak patatesi kullanmaktadır). Plastik şişelerdeki votkayı ise fiyatının ucuzluğuna rağmen, düşük kalitesi nedeniyle tüketiciler tercih etmemektedir.

Amerikan votkaları arasında White Eagle, Crsytal, Russi, a Me.Cormick markaları özellikle kuzey ve batı bölgeleri pazarlarını elinde tutmaktadır.

Şaraplar

Kişi başına tüketimin 3-4 litre/yıl olduğu Rusya'da 1995 yılı sonunda yerli üretimin, toplam tüketimin üçte ikisini karşılayacağı tahmin edilmektedir. Şaraplar arasında, Bulgar Monastery Hut, Kırım'ın beyaz, Moldavya'nın pembe ve beyaz şarapları başta gelmektedir.

Alkolsüz ve az akollü içkiler

1993 yılında, 0.5 ve 0.33 litre kapasiteli yerli içecekler, kişi başına 21 litre düşecek şekilde 3 milyar litre üretilmiştir. (Bu miktar Batı Avrupa'da kişi başına yılda 210 litredir.) Hali hazırda ise, üretim, yılda 1 milyar litreye düşmüş ve kişi başına tüketim yılda 7 litreye gerilemiştir.

Coca-Cola ve Pepsi-Cola'nın Rusya pazarındaki durumu ise yapılan anlaşmaların tatmin edici olmaması nedeniyle, gerek üretim, gerek pazarlama açısından uzun vadede belirsizliğini korumaktadır. Yerli maden suyu ve alkolsüz içeceklerle ilgili girişimciler de bu şartlar altında pek istekli görünmemektedirler. Ancak, son zamanlarda, kredi ile alınan ileri teknoloji içeren ekipmanlarla üretim konusunda bir miktar ilerleme kaydedilmektedir. Genellikle Polonya'dan alınan polietilenterefalat'tan üretilen şişe yapım ekipmanlarıyla üretilen ürünlerde, ağırlıklı olarak Almanya ve

Hollanda'dan ithal edilen konsantrelerden yararlanılarak üretim yapılmaktadır. Örneğin, Hollanda'lı Quest firması, halen 70'den fazla yerli işletmeye konsantre sevk etmektedir. Bu sektörde, son mamulün maliyet yapısını, konsantrenin fiyatı belirlemede ve konsantre, 1000 litre suda 70 gr.'dan fazla olmamak üzere kullanılmaktadır.

Ortak üretim dışında, bir de doğrudan ithalatçı firmalar faaliyet göstermektedirler. (Örneğin, Soyuzkontrakt firmasının Hershi firmasıyla işbirliği gibi.) Bu tip ithalatçı firmaların başlıca ortakları, Polonya, İngiltere, Hollanda, Almanya ve İtalya firmalarıdır.

Maden suyu pazarına gelince, büyük şehirlerde bile 10 çeşitten fazlasına rastlanmamaktadır ve pazar tam olarak doymamıştır. İthal maden suyu yerel pazarda yaygın değildir ve en fazla görülen ürün ise Polonya'dan ithal edilen sulardır. Yerli ürünlerden ise 2 litrelik plastik şişelerden satılan "Borzhomı" ve "Narzan" başta gelmektedir.

Alkolsüz içeceklerin fiyat artışları, sonbahara doğru durulmakta, bu da piyasaya aşırı sürüm nedeniyle pazarda rekabetin artmasına neden olmaktadır. İthalatçıların başlıca sorunu ise, yeni gümrük tarife oranlarıdır.

Rusya'da bira üreticileri de zor durumdadır. Örneğin "Ostankino" biraçılık 1995'de arpanın tonunu 550 bin rubleye almıştır. (1994'te 120.000 ruble) Şerbetçi otu fiyatları ise, 1994 yılında tonu 1.8 milyon ruble iken, 1995'te 23 milyon rubleye yükselmiştir. Bunun dışında, birde ağır vergiler, enerji ve su fiyatlarındaki artışlar, fi-

yatların 1995 yılında 2-3 misli artmasına neden olmuştur. Rusya'da bira tüketimi düşmeye başlamıştır ve halihazırda kişi başına 12-13 litre/yıldır. Bu olumsuzlukların sonucunda ise bira ithalatı artmaya başlamıştır. Bira üretimi 1996'da, 1995 yılına göre, % 7 düşüş göstermiştir.

BİTKİSEL YAĞ VE MARGARİN ÜRÜNLERİ

Tüketici pazarında, bitkisel yağ tedariki konusunda sorunlar yaşanmaktadır. 1992'den başlayarak üretim düşmektedir. Bu dönemde ise üretimde aniden % 20 azalma olmuştur. 1993 yılındaki kısa dönemli stabilizasyondan sonra, 1994'de üretimdeki % 23 düşüşle tekrar krize girilmiştir. Bitkisel yağlardan üretilen margarinde ise 1993 yılında % 23, 1994'de % 35 azalma olmuştur.

RF Ekonomik Koşulları Araştırma Merkezi, 1995 yılında bitkisel yağ üretiminde % 45, margarin üretiminde % 44 düşüş olacağını, mayonez üretiminin ise 1994'deki seviyesini koruyacağını açıklamıştır. Ancak, diğer araştırmacılar, yıllık ayçiçek tohumu üretimine göre bir kıyaslama yaparak, bitkisel yağdaki düşmenin % 12, margarin üretimindeki düşmenin ise % 30 olacağını tahmin etmişlerdir. Devlet İstatistik Komitesi verilerine göre ise, bitkisel yağ üretimi 1995 yılında, bir önceki yıla göre % 15 azalmış, 1996'da ise 1995'e göre % 10 artışla 880 bin ton olmuştur.

Halen, Rusya'ya bitkisel yağ ihraç eden başlıca ülkeler; Türkiye, Batı Avrupa ülkeleri, Bulgaristan ve Maca-

ristan'dır. Rusya'nın 1996 yılında ne-bati yağ ithalatı, 145.2 milyon dolar (174 bin ton) olmuştur.

Rus üreticiler, pazara yerli ürün arzını artırmak için gayret içindedirler. Ancak yerli üretim maliyeti yüksek olduğundan, Ukrayna'dan ithal edilen ucuz ürünlerle açığın kompanse edilmesine çalışılmaktadır. 1995 yılının ilk yarısında, yağ ticaretiyle ilgilenen ticari kuruluşların sayısında % 69'dan % 74'e doğru bir artış olmuş, ancak yılın üçüncü çeyreğinde mevsimsel olarak yaşanan kriz ile bu oran % 59'a gerilemiştir.

Margarin tüketimi de bitkisel yağa bağlı olarak düşmektedir. 1993'ten 1994'e kadar olan dönemde kişi başına aylık bitkisel yağ tüketimi 0.382 kg'dan 0.339 kg'a kadar gerilemiştir ki, bu da yaklaşık % 11.3'lük bir azalmayı göstermektedir. Margarin tüketimi ise aynı dönemde % 42.9 oranında azalarak kişi başına aylık 0.231 kg'dan 0.132 kg'a düşmüştür.

Tüketici pazarında yaşanan tüm bu olumsuz gelişmelere rağmen, enflasyonun da etkisiyle, bitkisel ve hayvani yağ fiyatlarının artmaya devam edeceği, 1995 sonu, 1996 başlarında yağ üretimi ve stoklarıyla ilgili ticari girişimlerin artacağı beklenmektedir.

ŞEKER VE ŞEKERLEMELER

Şeker

1995 yılının ilk üç çeyreğinde, tüketicilere ve gıda işleme sanayiine şeker arzı normal düzeyde iken, bu tarihten sonra fiyatların artmasıyla satışlarda düşüş başlamıştır.

Rus şeker rafinerilerine ticari firmalar tarafından yapılan ham şeker sevkiyatları, Hükümet tarafından uygulanmaya başlayan % 20 oranındaki KDV ile azalmıştır.

RF Tarım ve Gıda Kaynakları Bakanlığı verilerine göre, 1995 yılı Ağustos ayında, firmaların bu vergi artışlarını ödemeyemeleri üzerine, Rusya limanları depolarında 160.000 ton ham şeker yığılmış ve rafineriler hammadde yokluğundan çalışamaz duruma gelmiştir. Bilahare Maliye Bakanlığının 400 milyon dolar temin etmesiyle, bu firmalar toplam olarak 1.5 milyon ton ham şeker sağlamışlardır. Ayrıca uygulanan KDV'ler Rusya ile Küba arasında yapılmış olan Yağ-Şeker anlaşmalarını sekteye uğratmıştır.

Bundan ayrı olarak, yerli şeker üreticilerini korumak için devlet, rafine şekerle % 25 gümrük tarifesi uygulama kararı almış ve bu da beyaz şeker fiyatlarında % 25-30 oranında artışa neden olmuştur. Ancak, bu uygulama da yerli sanayii pek koruyamamış ve sonuçta, Rusya'nın milli şeker kaynakları küçülmüştür. Örneğin, 1995 yılının üçüncü çeyreğinde, toptan satış şebekesindeki stokların toplamı 200 bin tonu aşmıyordu.

1995 yılında şeker fabrikalarının hammadde (şeker pancarı) ihtiyacı 2 milyon ton olarak tahmin edilmektedir. (1994'te 1.6 milyon ton) 1996 yılının ihtiyacını karşılayabilmek için Küba'dan 1 milyon ton şeker kamışı ithal edilmiştir. Bunlardan ayrı olarak, Ukrayna'dan 1 milyon ton beyaz ve ham şeker ithalatı yapılmaktadır. 1995 yılında Ukrayna'nın 1994'e göre

400 bin ton toz şeker üreterek, 3.72 milyon tona ulaşması beklenmektedir. Ancak, Ukrayna'nın yeni hasat mevsimi üretiminin toptan fiyatlarının 350 dolar/ton olan dünya fiyatlarının çok üzerinde, 550 dolar/ton olması beklenmektedir. Ağustos sonu itibarıyla Avrupa pazar fiyatları ise 440 dolar/tondur.

Rusya'da 1996 yılında şeker üretimi, 1995 yılına göre % 4 artışla 3.3 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. 1996 yılı rafine şeker ithalatı ise 1.441,6 bin ton (671.5 milyon dolar), ham şeker ithalatı ise 1.696,1 bin ton (600.1 milyon dolar) olmuştur.

Şekerlemeler

Son beş yılda Rusya'da şekerleme üretimi yarı yarıya azalmıştır. Halihazırda yıllık üretim 1.5 milyon tondur. Kişi başına yıllık tüketim ise 13 kg'dır. Bu miktarın 10 kilosu yerli üretim, 3 kilosu ithaldir. Batı ülkelerinde tüketim standartları ise kişi başına 35-40 kg/yıldır. 1995 yılında tüketimin, ithal mallara talebin artmasına rağmen % 7-8 düşeceği tahmin edilmektedir.

Bu branşın başlıca işletmeleri, Moskova Şekerlemeleridir ki bu da yabancı yatırımcıların ilgisini çekmektedir. Şekerleme pazarında fiyatları, gelecekte şeker, kakao, un fiyatlarının izleyeceği seyir belirleyecektir.

TAZE MEYVE - SEBZE

Rusya'nın 1995 yılı sebze üretimi 11.3 milyon ton iken, 1996 yılında 10.7 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Patates ürütümü ise 1995'de 39.9

milyon ton iken, 1996'da 38.5 milyon ton olmuştur.

Halihazırda Rusya'da patates tüketimi, sanayileşmiş ülkelere göre 1.6-2.7 kat daha fazla, taze sebze tüketimi 1.6-2.5, meyve tüketimi ise 2.2-3.2 kat daha azdır. Gıda sepeti tüketimi 14 kg'ı geçmemekle beraber, en yoksul ailelerde tüketilen meyve kişi başına yılda 19 kg'dır. Yüksek fiyatlar ve mevsime bağlı fiyatlar hareketleri, aile bütçesinde dengesizliklere neden olmaktadır.

Rusya pazarı, sebze-meyve bakımından % 80-85 oranında doymuş durumdadır. Toptancı mağazalarından, küçük marketlere gönderilen sebze ve meyve, doğrudan satış yapan tarımsal işletmelerden, özel girişimcilerden ve çiftliklerden temin edilmeye başlanmıştır.

Geçen iki yıl içinde meyve ve sebze fiyatları, diğer gıda maddelerine göre çok daha fazla artarak, Rus aile bütçesi için daha büyük yük oluşturmaya başlamıştır. Artan fiyatların aksine, üretimde devamlı bir gerileme gözlenmektedir.

Tarımsal işletmeler, mallarını geleneksel organizasyonlara satmayıp, alternatif satış kanalları aramaktadır. Satışlarda kendi kanallarını, ya da taksit usulünü seçerek hem finansal sorunları, hem de fiyatların yönetimler tarafından kontrolünü önlemeyi amaçlamaktadırlar.

Moskova ve bazı büyük şehirlerde dağıtım, serbest pazar sistemi ile yapılmayıp, çok güçlü ve karanlık kişilerin yönettiği karmaşık ve denetimsiz bir şekilde yürütülmüştür.

Ukrayna, Beyaz Rusya gibi BDT ülkelerinin potansiyelleri ise hızla artan nakliye ücretleri, gümrüklerin şeffaf olmaması gibi nedenlerle etkin bir şekilde kullanılamamıştır.

Belirli bir durgunluk dönemini takiben, 1995 başlarında, Macaristan, Bulgaristan ve Çek Cumhuriyetinden daha fazla meyve ve sebze akışı başlamıştır. Aynı zamanda, çeşitli ülkelerden meyve suları, tropik meyveler, dünya pazar fiyatlarında Rusya'ya sevk edilmeye başlamıştır. Rusya'ya en fazla meyve-sebze ihracatı yapan ülkeler arasında; Yunanistan, Türkiye, Kıbrıs, Hollanda, İspanya, Küba, Ekvator, Fas ve Çin yer almaktadır. Rusya'ya ithal edilen sebze ve meyvenin tüketimi bakımından, Rus halkı 3 gruba ayrılabilir. Birinci grup, dar gelirli olup, çoğunlukla patates, elma, domates, kabak, soğan, havuç gibi ürünleri talep etmektedirler. Orta gelir seviyesinde olan ikinci grup, yine aynı malları, ancak, 1.5-5 kat daha pahalı olan Batı Avrupa ürünlerini tercih etmektedirler. Bu iki grubun toplamı, piyasa talebinin çoğunluğunu temsil etmektedir. Üçüncü grup ise, Rusya için ilginç olan avakado, kiwi, mango gibi tropik meyveleri ve değişik tür sebzeleri talep eden yüksek gelir seviyesindeki kişilerdir. Bu ürünler Batı Avrupa ülkelerinden ve kısmen Ortadoğu ülkelerinden ithal edilmekte ve genellikle, Moskova vs St. Petersburg gibi şehirlerde tüketilmektedir.

Rusya'ya yapılan taze meyve-sebze ithalatının başlıca sorunları; toptan satış dahil olmak üzere uygun pazarlama şebekesinin olmaması, enflasyonun neden olduğu yüksek fiyatlar, ürünlerin bozulma riski, güm-

rük politikalarındaki belirsizlikler, küçük ölçekli toptancıların dağıtım deneyimlerinin olmaması, dağıtım zincirini oluşturacak teknoloji ve ekipmanın yetersizliği olarak kaydedilmektedir.

RUSYA'DA GIDA MADDELERİ PAZARINI ŞEKİLLENDİREN ANA EĞİLİMLER

1995 yılında, Rusya'da, tarım işletmeleri, çiftçiler, bahçe sahipleri gibi tüm tarımsal ürün üreticilerince, 63.4 (1996'da 69.3) milyon ton tahıl, 4.2 (1996'da 2.8) milyon ton ayçiçeği tohumu, 19.1 (1996'da 16.1) milyon ton şeker pancarı, 39.9 (1996'da 38.5) milyon ton patates, 11.3 (1996'da 10.7) milyon ton sebze elde edilmiştir.

Tahıl üretimi geçen yıllara göre % 20 azalmıştır. Bunun sonucunda, Volgograd, Saratov, Orenburg bölgeleri ile Kalmykia'da çok ağır tahıl sıkıntıları çekilmiştir. Durum şeker pancarı ve ayçiçeği tohumunda da farklı değildir. Sebze ve patates üretimi ise planlandığı gibi gerçekleşmemiştir.

Siğir besiciliği sektöründe durum daha da vahimdir. Et ve yumurta üretimi % 12-15, süt üretimi ise % 8-9 düşmüştür.

Tarımsal sektöre yönelik finansal destekler, ekonominin diğer sektörlerine göre daha azdır. Rusya Tarım Sanayii Kompleksi, tarımsal yılı 2 trilyon rubleye varan ağır kayıplarla tamamlamıştır. Federal bütçeden ve bölgesel fonlardan yapılacak alımları azaltmak için, satışları başka kanalla-

ra yönlendirme temayülü vardır. Ancak, tahıl satış kampanyasının yavaş işleminin esas nedeni, alım organizasyonlarının düşük fiyat kapasiteleridir.

Diğer bir olumsuzluk da devletin ana distribütör rolünü oynamaya devam etmesidir. Bu nedenle, ülkenin kuzey bölgelerinde ağır bir kriz yaşanmıştır. Ancak, 1995 yılı sonunda tarımsal işletmeler ve ticari şirketler birleşerek toptan satış acentaları oluşturmuşlardır.

Yukarda da değinildiği gibi, tarım sektörüne yönelik yatırımlar yetersizdir. RF Ekonomi Bakanlığı verilerine göre, gıda maddeleri işleme sektörünün yıllık dış yatırım ihtiyacı 600 milyon dolar olduğu halde, yapılabilen yatırım yılda 90 milyon doları aşmaktadır.

Bunun sonucu olarak, maden suyu, tuz, toz şeker, ham alkol, konyak, konserve, balık gibi bazı maddelerin üretimlerinde bir miktar artış sağlanmakla beraber, diğer gıda maddeleri üretimlerinde genelde düşmeler kaydedilmektedir.

KAYNAKLAR

- 1- RF Ekonomik Koşulları Araştırma Merkezi İstatistikleri Moskova 1995.
- 2- RF Tarım ve Gıda Kaynakları Bakanlığı 1995
- 3- Rusya Hububat Birliği Başkanının Basın Açıklamaları Moskova 1996.
- 4- Devlet İstatistik Enstitüsü, Ocak 1997.
- 5- Moskova Ticaret Müşavirliği, Haziran 1996.

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 1998 Yılı Abone Koşulları;

YURT İÇİ

- 6 Aylık: 3.000.000.- TL
 1 Yıllık: 5.400.000.- TL

YURT DIŞI

- 6 Aylık 25 \$
 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
Çemberitaş 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 makbuzun (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

1989-1998... EFES PİLSEN VE SANAT...

1989 Herbie Mann (Konser) Jose Feliciano (Konser) **1990** Efes Pilsen Blues Festival I, Lezginka Halk Dansları Topuluğu (Gösteri) İstanbul Film Festivali (Çeşitli Sponsorluklar) **1991** Efes Pilsen Blues Festival II, İstanbul Film Festivali (Çeşitli Sponsorluklar) **1992** Efes Pilsen Blues Festival III, Olympia Brass Band (Konser) Evita (Müzikal) **1993** Efes Pilsen Blues Festival IV, Gizli Oturum (Oyun, İstanbul Devlet Tiyatrosu) İstanbul Film Festivali (Çeşitli Sponsorluklar) **1994** Efes Pilsen Blues Festival V, İstanbul Annendir Çocuğum (Sinema Filmi) Antigone (Oyun, Yunus Emre Kültür Merkezi) Nikah Kaçıcı (Oyun, Yunus Emre Kültür Merkezi) Swingle Singers (Konser), Kız Kulesi Aşıkları (Sinema Filmi) Çözümler (Sinema Filmi) İstanbul Film Festivali (Çeşitli Sponsorluklar) **1995-1996** Efes Pilsen Blues Festival VI, Bir Kadının Anatomisi (Sinema Filmi) Yerçekimli Aşklar (Sinema Filmi) Aşk Üzerine Söylenmemiş Her Şey (Sinema Filmi) Noel Baba ve Karun Hazineleri (Sinema Filmi) Bir Erkeğin Anatomisi (Sinema Filmi) Bir Şehir, Bir İnsan (Sinema Filmi) Mektup (Sinema Filmi) Akrebin Yolculuğu (Sinema Filmi) Yoluma Giderken (Sinema Filmi) Glub Glub (Oyun, Yılana Komedi Grubu) Viktor Pikaizen-Ahmet Kanneçi (Konser) Seneye Bugün (Oyun, Tiyatro İstanbul) Nereye Kadar (Oyun, Tiyatro İstanbul) Çetin Ceviz (Oyun, Tiyatro İstanbul) Eskimeyen Oyun (Oyun, Tiyatro İstanbul) Aktör Kean (Oyun, Tiyatro İstanbul) Avusturya-Macaristan Haydn Orkestrası/İdil Biret (Konser) Çöplük (Oyun, Tiyatro Stüdyosu) Matmazel Julie (Oyun, TOBAV) Hadi Öldürsene Canikom (Oyun, İstanbul Devlet Tiyatrosu) Olmayan Kadın (Oyun, İstanbul Devlet Tiyatrosu) Yeşil Papağan Ltd. (Oyun, İstanbul Devlet Tiyatrosu) Bina (Oyun, İstanbul Devlet Tiyatrosu) İlk Kadın (Oyun, İstanbul Devlet Tiyatrosu) Gitgel Dolap (Oyun, İstanbul Devlet Tiyatrosu) Maymun Davası (Oyun, İstanbul Devlet Tiyatrosu) IV. Murat (Oyun, İstanbul Devlet Tiyatrosu) Kıyamet Sularında (Oyun, İstanbul Devlet Tiyatrosu) Kamyon (Oyun, İstanbul Devlet Tiyatrosu) İçerdekiler (Oyun, İstanbul Devlet Tiyatrosu) Yaşar Ne Yaşar Ne Yaşamaz (Oyun, İstanbul Devlet Tiyatrosu) Giydirci (Oyun, İstanbul Devlet Tiyatrosu) Abdülcanbaz (Oyun, İstanbul Devlet Tiyatrosu) Kardeş Sofrası (Oyun, AST) Bir Ceza Avukatının Anıları (Oyun, AST) Histeri (Oyun, Tiyatro Stüdyosu) İnadına Yaşamak (Oyun, AST) **1996-1997** Efes Pilsen Blues Festival VII, Otobüs (Oyun, AST) Oscar (Oyun, Tiyatrokare) Şaka Şaka (Oyun, Ali Poyrazoğlu Tiyatrosu) Kadınlardan Konuşalım (Oyun, İstanbul Devlet Tiyatrosu) 8 Kadın (Oyun, İstanbul Devlet Tiyatrosu) Babaannem Yüz Yaşında (Oyun, İstanbul Devlet Tiyatrosu) Orkestra (Oyun, İstanbul Devlet Tiyatrosu) Küheylan (Oyun, Hadi Çaman Yeditepe Oyuncuları) Kadı (Oyun, İstanbul Devlet Tiyatrosu) Yeni Baştan (Oyun, Tiyatro İstanbul) Hizmetçiler (Oyun, Tiyatro Oyunevi) Nihavend Mucize (Sinema Filmi) **1997-1998** Efes Pilsen Blues Festival VIII, Akrep (Oyun, AST) Sanat (Oyun, Tiyatro İstanbul) Eski Çamlar Bardak Oldu (Oyun, Ali Poyrazoğlu Tiyatrosu) Tosca (Opera, Devlet Opera ve Balesi) Yosma (Oyun, Dostlar Tiyatrosu) Söyleyeceklerim Var (Oyun, Gulriz Sururi Tiyatrosu) Sen Beni Sevmiyorsun (Oyun, Yeditepe Oyuncuları) Karışık Pizza (Sinema Filmi) Avcı (Sinema Filmi) Antigone (Oyun, Tiyatro Oyunevi) Allahaismarladık Cumhuriyet (Sadri Alışık Tiyatrosu) Küçük Bir İş İçin Yaşlı Bir Soyтары Aranıyor (Oyun, İstanbul Devlet Tiyatrosu)





“Hayatın iki yüzü”

... bazıları yalnızca bir yüzünü yaşar.

OYAK SİGORTA