

BANKA-MALİ VE

# EKONOMİK 2

# YORUMLAR

AYLIK DERGİ  
YIL : 38  
ŞUBAT 2001  
•  
2.250.000 LİRA

İSTIKRAR POLİTİKASINDA "İSRAR"  
REÇETEDEN "AYAR" GEREK

- EKONOMİK İSTIKRAR PROGRAMI  
VE BORÇLANMA STRATEJİSİ
- TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASI
- 2001 BÜTÇE FELSEFESİ VE YAPISI

Yatırım bankacılığı  
hizmetlerinde önünüzü  
gösteren bir ışık var:



#### DENİZ FENERİ

Sığ koyak, tehlike  
suların işaret eder,  
denizleri uyarır ve  
onlara seyrüsefere  
elverişli derinliklerde  
yollar gösterir.  
Gece karanlığında bile,  
güçlü ışığıyla, kobby,  
güvenli yol almaya sağlar.  
Mendirek girişlerinde parlar,  
fırtınalı havalarda sığınacak  
limanları işaret eder.  
Bir deniz feneri, kendini,  
millerce uzaktan gösterir,  
uzak görüklüğün  
avantajlarını sunar.

## Kurumlara yönelik finansal çözümlerde Yapı Kredi Yatırım farkı !

### Hepsi birarada...

Başansı uluslararası kurumlarca tanınmış, deneyimli  
uzmanlardan oluşan profesyonel bir kadro.

Yatırımcıdan en iyi bilgilendiren sektör ve şirket araştırmaları.

Yürüçüne yayılmış geniş şube ağına sağladığı  
etkin plasman gücü.

Yabancı yatırım bankalarına ve fonlara etkin ulaşım ve işbirliği.

### Sadece Yapı Kredi Yatırım'da.

Yatırım bankacılığı hizmetlerinde, yolunuzu, en hızlı ve  
en güvenli biçimde Yapı Kredi Yatırım aydınlatıyor.

YKY uzmanları, kuruluşunuzla işbirliğine ve  
her aradığınızda hizmet sunmaya hazır.  
Halka arz, finansal ortaklık (private equity),  
stratejik ortaklık, şirket evlilikleri,  
proje finansmanı konularında YKY  
uzmanlığından yararlanın.

## Halka arzda lider.

# YAPI KREDİ YATIRIM

## BANKA – MALİ VE EKONOMİK YORUMLAR

ŞUBAT 2001 • YIL: 38 • SAYI: 2 • 2.250.000 LİRA (KDV DAHİL)

Ekonomik Mali Yayınlar San. ve Tic. A.Ş. Adına  
İmtiyaz Sahibi  
**ADNAN NAS**

Yazı İşleri Müdürü  
**DR. ÖZTİN AKGÜÇ**

Danışma Kurulu Başkanı  
**ALİ İHSAN KARACAN**

Danışma Kurulu

Prof. Dr. Asaf Savaş Akat • Dr. Öztin Akgüç • Prof. Dr. Erdoğan Alkin • Tevfik Altınok • Yılmaz Argüden • Prof. Dr. Mustafa A. Aysan • Uğur Bayar • Afa Boran • Prof. Dr. Ünal Bozkurt • Yavuz Canevi • Ege Cansen • Dr. Doğan Cansızlar • Bülend Çorapçı • Ahmet Demirel • Zeki Döşlüoğlu • Necdet Durakbaşı • A. Aydın Dündar • Maftı Eğilmez • Gazi Erçel • Zeynel Abidin Erdem • Meral Gezgin Eriş • Prof. Dr. Cumhuri Ferman • Prof. Dr. Atilla Gönenli • Zeki Gündüz • Doç. Dr. Seyfettin Gürsel • M. Akif Hamzaçebi • Prof. Dr. Zeyyat Hatiboğlu • Avni Hedili • Erhan İşil • Prof. Dr. Haluk A. Kabaalloğlu • Adnan Başer Kafaoğlu • Ali İhsan Karacan • Kemal Kurdaş • Korhan Kurdoğlu • Mehmet Kutman • Prof. Dr. Orhan Morgil • Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu • Adnan Nas • Ergin Neng • Sezai Onaral • Prof. Dr. Suat Oktar • Prof. Dr. İsmail Özasan • Tuncay Özilhan • Ersin Özince • Ertuğrul İhsan Özoğlu • Prof. Dr. Merih Paya • Mehmet Faruk Sabuncu • Prof. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş • Dr. Turgut Telman • Yaman Törüner • Cihan Turper • Prof. Dr. T. Güngör Uras

Yazı Kurulu

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

Genel Yayın Yönetmeni  
**MUSTAFA BARIŞ**

**BU SAYIDA**

Okurlara Mektup ..... 3

### EKONOMİK YORUMLAR

PROF. DR. T. GÜNGÖR URAS

PROF. DR. OKTAY YENAL

İstikrar Politikasında "İsrar"

Reçete de "Ayar" Gerek ..... 5

**Prof. Dr. Özer Ertuna**

Ekonomik İstikrar Programı ve

Borçlanma Stratejisi ..... 19

**Prof. Dr. Cevat Sarıkamış**

Türkiye'de Sermaye Piyasası ..... 41

Ekonomik Göstergeler (Dış) ..... 48

**Mustafa Barış**

Sermaye Piyasası ..... 49

**Prof. Dr. İzzettin Önder**

2001 Bütçe Felsefesi ve Yapısı ..... 58

**Banka-Mali ve**

**Ekonomik Yorumlar Dergisi**

Bankacılık Sektöründen Haberler ..... 67

**Yrd. Doç. Dr. Fulya Alpan**

İMKB Endeksi Döngülerinin Spektral

Analizle Belirlenmesi ve Endeks ile

Alternatif Getiri Araçları Arasındaki

Döngüsel İlişkiler ..... 83

Abone Formu ..... 96

İdare Yeri: Binbirdirek Mah. Suterazisi Sok. No: 6/2: 34400 Sultanhanmet – İstanbul • Tel: (0212) 518 17 32 - 516 11 45 • Faks: (0212) 518 66 43 • Açıklama: Dergideki yazılar kaynak göstermek koşuluyla alınabilir. • Dergide yayınlanan yazılardaki görüşler, yazarlarına aittir. 2001 Yılı Abone Bedeli (KDV dahil): 25.000.000.- TL. • Öğrencilere: 17.500.000.- TL. • Banka Hesap Numaraları (İstanbul): Akbank Nuruosmaniye Şubesi Hesap No: 35875-4, Garanti Bankası Nuruosmaniye Şubesi Hesap No: 6299897, İş Bankası Çağaloğlu Şubesi Hesap No: 530979 • Baskı: Arayış Matbaacılık, Telefon: (0212) 280 90 64 • Dizgi: Zafer Dizgi, Celal Aydın Tel: (0212) 520 74 45 - (0532) 540 24 23 • Baskı Tarihi: 16 Şubat 2001 • Genel Dağıtım: Dünya Süper Dağıtım

# Euromoney de aynı fikirde:

Global Menkul Değerler,  
"2000 yılında Türkiye'nin En İyi Aracı Kurumu"



Global Menkul Değerler, kurumsal finansman, satış ve araştırma alanlarındaki başarısını onurlandıran ve uluslararası finans kuruluşlarından aldığı 40'a yakın performans ödülüne şimdi de dünyanın en saygın yayınlarından Euromoney'nin verdiği: "2000 Yılı Türkiye'nin En İyi Aracı Kurumu" Ödülü'nü ekledi.

 **GLOBAL**  
MENKUL DEĞERLER

Kayıtlı sermaye tavanı 20 Trilyon, çıkarılmış sermayesi 8 Trilyon 750 Milyar Türk Lirası'dır.

Merkez: Maya Akar Center Büyükdere Caddesi No: 100/102 Esentepe 80280 İSTANBUL Tel: (0212) 211 49 00

[www.global.com.tr](http://www.global.com.tr)

---

# Görüşler

---

## OKURLARA MEKTUP

---

### İlle de Kararlılık...

*Sevgili Okurlar,*

*Yıl sonuna doğru patlayan finans ve likidite krizinin etkileri giderilmiş ya da azalmış değil; ama Türkiye'nin dayanılmaz değişkenlikteki gündeminin ön sıralarındaki yerini yitirmiş görünüyor. Ön plana ise başta ermeni sorunu ve Fazilet Partisi'nin kapatulması olmak üzere çeşitli siyasal gelişmeler ile birlikte aslında bunlardan da daha önemli olan ve toplumun tüm kesimlerini ilgilendiren "istikrar programının durumu ve akıbeti" geçmiş durumda.*

*Bunun hem olumlu hem olumsuz tarafları var. Olumlu, çünkü Türkiye'nin geleceği açısından gerçek gündem bu ve gözden kaçırılmaması gerekiyor. Olumsuz, çünkü programın yörüngesinden çıkabileceği yönünde belirtiler de var. Gerçekten bir yandan IMF'ye verilen ek niyet mektubunda taahhüt edildiği halde geciken elektrik piyasası ve şeker kanunları ile Türk Telekom'un satışı ile ilgili kanun gibi yapısal düzenlemelerde endişe verici gecikmeler, öte yandan yıllık bazda makul düzeye gerilemekle birlikte aylık bazda % 2 de kilitlenmiş görünen enflasyon kayguları arttı-*

yor. % 1'in altında olan aylık kur ayarlaması dolayısıyla kur-enflasyon makasında devamlılık eğilimi, belki de programın en kritik darboğazı olacak.

Üstelik, toplumun değişik kesimlerinden program uygulamasının şimdiye kadar en güvenli ayağı olan bütçe disiplini tehlikeye sokabilecek baskılar yoğunlaşmaya başladı. Tam anlamıyla "borç affı" niteliği taşınamaması ve gelir bütçesinin tahsilat etkinliğini arttırması dolayısıyla bir ölçüde tolere edilebilecek vergi taksitlendirmesinin ardından daha tehlikeli başka paketlerin uygulamaya sokulması Kasım ayındaki likidite krizini mumla aratacak bir "program krizi" yaratabilir. Programın sonuna kadar ısrarla uygulanması ve bu arada cari açığın küçültülmeye çalışılması, büyümenin de kontrol altında tutulması kaçınılmaz gibi duruyor. En önemlisi de reel ve nominal ekonominin birbirinden bağımsız ve ayrı kategoriler gibi düşünülmemesi zorunlu.

Bu sayının kapak konusu, Danışma ve Yazı Kurulu üyemiz Prof. Dr. T. Güngör Uras'ın, ülkemizin yetiştirdiği önemli iktisatçılardan olan ve Dünya Bankası'nda da uzun bir deneyimi bulunan Prof. Dr. Oktay Yenal ile yaptığı son krizi ve reçeteyi konu alan ilginç söyleşisi. Medya'da alışkın olunan jargondan farklı bir yaklaşımı gösterdiği için çok yararlı bulunacağını umuyoruz.

Yayın politikamızda genellikle uymaya çalıştığımız temel ilke doğrultusunda diğer yazıların üçü de aynı konu ile bağlantılı: İstanbul Yeminli Mali Müşavirler Odası'nın 25 Ocak 2001 tarihli toplantısında tebliğ olarak sunulan bu yazılarda değerli akademisyenler Prof. Dr. Özer Ertuna "Ekonomik İstikrar Programı ve Borçlanma Stratejisi"ni, Prof. Dr. İzzettin Önder "2001 Bütçesinin Felsefesi ve Yapısı"nu irdeliyor. Türkiye'de sermaye piyasası ile ilgili Prof. Dr. Cevat Sankamış'ın değerlendirmeleri de bu tabloyu tamamlıyor. Bir de teknik analizimiz var: Yrd. Doç. Dr. Fulya Alpan "İMKB Endeksi Döngülerini ve alternatif getiri araçları ile ilişkilerini" analiz ediyor.

Yeniden ve umarız daha iyi bir tabloda buluşmak üzere...

Saygılarımla,

*Adnan Nas*

# Ekonomik Yorumlar

## SÖYLEŞİ

### İstikrar Politikasında

"İsrar",

Reçete de "Ayar" Gerek

### KATILANLAR:

- Prof. Dr. T. Güngör URAS
- Prof. Dr. Oktay YENAL

**URAS** – Sayın Oktay Yenal, sizin akademisyen olarak ekonomi bilginiz üzerine, Ankara deneyiminiz var, bürokrasiyi tanıyorsunuz, Washington deneyiminiz var, IMF'yi ve Dünya Bankası'nı tanıyorsunuz, Hindistan deneyiminiz var. Bir ülke IMF ile nasıl ilişkiye girer biliyorsunuz... Türkiye şimdi gene bir IMF reçetesi uyguluyor. Herşey iyi gidiyor derken bir kriz çıktı... Bu kriz nereden çıktı? Sayın Ecevit'in

kuşkulandığı gibi acaba birisi düğmeye mi bastı? Türkiye'nin derdi nedir? Neden bu deritten kurtulamıyoruz?

**YENAL** – Genelde ekonomideki dengesizlik hastalığı, özelde enflasyon olayı, toplam talebin toplam arzdan daha hızlı artmasından kaynaklanıyor. Nedeni ise devletin, gelirlerinin çok üstünde harcama yapması. Yarım yüzyıldır eko-

nomimize musallat olan bu hastalık özellikle son otuz yılda iyice kötüye gitti, yıllık ortalama fiyat artış hızı 1970'li yıllarda % 34'e 1980'li yıllarda % 44'e, 1990'lı yıllarda ise % 74'e yükseldi. Enflasyon hükümet bunu istediği için değil, fakat siyasi nedenlerle hovardalığı daha çok sevdiği için sürüp gidiyor.

**"Kriz 'reçete'den mi çıktı,  
'reçete'mi iyi  
uygulanmadı"**

**URAS** – Kasım ayında düğmeye kim bastı da durup dururken kriz çıktı?

**YENAL** – Zamanlaması bazı finans güçlerinin davranışlarından doğmuş olabilir fakat ekonominin bir tıkanıklığa doğru gittiği açıktı. Bir yılı aşan bir süredir Türk Lirası döviz karşısında değerleniyor, üretim, ithalat dış ödemeler açığı ve dış borçlanma hızla büyüyor.

**"Bazı sapmalar oldu ama  
Hükümet genelde  
'reçete'yi uyguladı"**

**URAS** – Hükümet IMF ile kararlaştırılan stabilizasyon

programının uygulanmasında büyük hatalar mı yaptı?

**YENAL** – Bazı sapmalar oldu fakat asıl sorunun bunlardan kaynaklandığını sanmıyorum. Programın enflasyonu yaşılatma bölümünün dört önemli ayağı vardı: (1) Kamu mali açığının azaltılması, (2) Para arzının Merkez Bankası kredileri ile artırılmaması, (3) Kamu kesimindeki ücret ve maaşların ancak enflasyon hedefi oranında yükseltilmesi ve (4) Döviz kurunun önceden ilan edilen bir çizgide tutulması. Bu dört alanda da hükümet genellikle programa uydu.

**"Özelleştirme  
gecikmesinin birden  
patlayan kriz ile ilgisi  
olamaz"**

**URAS** – Özelleştirme konusunda rakamlarda gecikme olmadı mı? Bu gecikme krizi körükledi mi?

**YENAL** – Gerçi özelleştirme ve öbür yapısal reformlar IMF-Dünya Bankası-Hükümet programının önemli bir parçasıydı ama bunların kısa süreli anti-enflasyon çabası ile ilgisi,



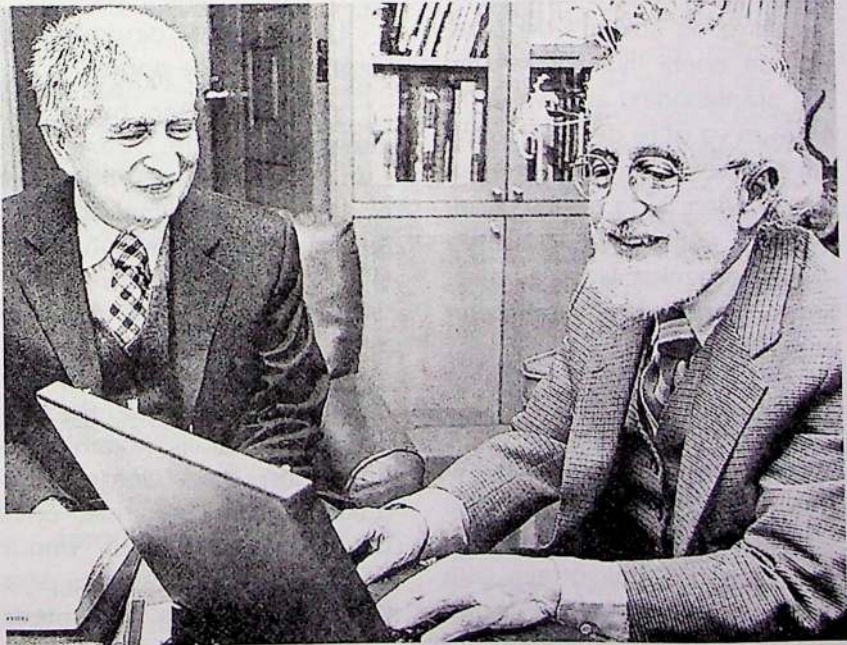
kamu bütçesi üzerindeki olası etkileri kanalıyla olacaktı. Kamu bütçesinde programdan önemli sapma olmadığına göre, Telekom ile Türk Hava Yolları'nın birkaç hafta önce ya da sonra özelleştirmeye başlanmasının stabilizasyon süreci ve aniden parlayan kriz ile ilgisi olduğunu sanmıyorum. Aynı nedenle, ekonomideki alevlenmenin en kızgın günlerinde yangından mal kaçırılırcasına yabancıların bu isteklerinin Meclisi, Hükümet ve Cumhurbaşkanı'na meş-

gul etmesi için de, enflasyonu yavaşlatma amacı yönünden, bu kadar telaşa lüzum yoktu.

**"Krizin nedeni Merkez Bankası'nın likiditeyi beklenmedik biçimde gevşetmesidir"**

**URAS** – Öyleyse son kriz neden oldu? Krizden neden çıktı? Düğmeye kim bastı?

**YENAL** – İsterseniz sorunuzun cevabını IMF'den alalım. Krizden sonra imzalanan Türki-



ye Stand-by anlaşmasının (ve herhalde IMF İkinci Başkanı Stanley Fischer'in kaleminden çıkan) basın bildirisinde IMF krizin nedenini şöyle açıklıyor:

"Önceden ilan edilen kambiyo kuru takvimi, faiz hadlerine bir çıpa işlemleri yaptı fakat enflasyon beklentileri üzerindeki etkisi o kadar güçlü olmadı. Faiz oranlarındaki hızlı düşüş, enflasyon beklentilerinin yavaş değişmesi ile birleşince, yurt içi talebin, programlanandan daha hızlı artması sonucunu doğurdu. İç talepteki hızlı artış ve dıştan gelen şoklar - dış piyasalarda enerji fiyatlarındaki ve faiz oranlarındaki artış ve doların euro'ya göre değerlendirilmesi dış ödemeler açığının büyümesine neden oldu. Bunlara ek olarak yapısal reformlarda -özellikle bankacılık ve özelleştirme alanlarında- gecikmeler yaşandı.

Son zamanlara kadar finans piyasaları bu gelişmelere fazla tepki göstermedi. Fakat Kasım sonuna doğru kriz, orta büyüklükte bazı bankaların likidite sorunu olarak ortaya çıktı ama krizin kökleri daha derine

gidiyordu. Dış ödemeler açığındaki kötüleşme ve piyasalarda güvenin azalması faiz oranlarını yükseltmiş, bu da bankaların aktif ve pasiflerindeki uyumsuzluk nedeniyle kâr marjlarını düşürmüştü. Bu ortamda, ve likiditedeki önemli bir gevşeme sonrasında bankalar arası piyasada yaşanan sarsıntı, döviz rezervlerinde büyük kayıp doğurdu.

**"Merkez Bankası piyasaya para sürdürdü dövize talep doğdu"**

**URAS** – IMF'nin kriz açıklaması ne derece doğru?

**YENAL** – Ben bu açıklamaya katılıyorum. Ancak IMF samimi olsaydı dış ödemeler açığının büyümesi sebeplerinin başında kambiyo kurunun düşük tutulmasını da sayardı. Bir de son cümlede belirtilen "likiditedeki önemli gevşeme" ile ilgili gözlem çok ilginç. Benim bakabildiğim Merkez Bankası hesapları, haftalık rakamlar olduğundan gazetelerde okuduklarımda da etkisinde, önce dövize hücum oldu, bunun üzerine Merkez Bankası piyasada azalan para arzını telafi

etmek için IMF anlaşmasını ihlal ederek piyasaya para sürdü sanıyor, bunun için de Merkez Bankası'na iyi not veriyordum. IMF'nin açıklamasından anlaşıyor ki, 20 Kasım izleyen günlerde önce Merkez Bankası piyasaya para sürmüş, döviz alımları bunun sonucu olmuş.

**"IMF suçu Merkez Bankası'na atıyor. Ama 'reçete'nin krize katkısından hiç söz etmiyor"**

**URAS** – Bütün suç Merkez Bankası'nın mı?

**YENAL** – Ancak krizin açıklamasını IMF'nin işine geldiği gibi bu noktada bırakmamak, programın bütçe, para ve kambiyo hedeflerinde önemli sapma olmadığı halde enflasyon, ödemeler dengesi ve faiz oranlarındaki uyumsuzluğun ve spekülasyona duyarlılığın sebeplerini de sormak lazım.

**"IMF 'reçete'sini sorgulamamız gerekir"**

**URAS** – IMF Reçetesini sorgulamamız gerekmez mi?

**YENAL** – IMF'in bize dayattığı stabilizasyon programı, maliye ve bütçe disiplini bakımından yerinde bir modeli içerdiği halde, para arzı ve kambiyo kuru siyasetleri konularında dizayn hatası taşımaktadır.

**"IMF 'reçete'sinde büyük deprem yaratacak iki fay hattı var. En önemlisi döviz kuru enflasyon uyumsuzluğu"**

**URAS** – Dizayn hatası diye adlandırdığınız hatalar neler?

**YENAL** – Kanımca bu programda Türkiye ekonomisi bakımından iki önemli fay hattı yatıyor. Bunlardan birincisi, 2000 yılı başında zaten değeri yükselmiş olan Türk lirasında bir devalüasyon yapmadan döviz kurunun 18 ay için önceden ilan edilen ve hedef enflasyon oranının altında bir cetvele, bir çöpüye bağlanması idi. Gerçek enflasyon oranı, hedeflenen oranın üstünde seyredince, zaten program başında bile değeri yüksek olan ve program gereği enflasyonun biraz gerisinden gideceği planlanan kambiyo cetveline göre, Türk Parası gittikçe daha da değer-

lendi, yani döviz fiyatı enflasyonun epeyce altında kaldı. (Yıl başından Kasım ayı sonuna kadar Tüketici Fiyatlarının % 35 oranında artmasına karşılık döviz fiyatı ancak % 18.5, yani enflasyonun yarısı hızında arttı). Böyle olunca da BMW otomobilleri bizdeki fiyatlara göre ucuzladı, bizim tekstilimiz de dolar alıcılarına pahalı gelmeğe başladı. Program düzeltilmezse iç fiyatlarla döviz kuru arasındaki bu aykırılık Temmuz kadar giderek artacak çünkü ilan edilen cetvele göre 2001 yılının ilk 3 ayında döviz fiyatı ayda % 0.9, ikinci 3 ayında ise ayda % 0.85, yani altı ayda toplam % 5.4 artacak. Enflasyon oranının, paramızın bugünkü yüksek değerini de telafi etmesi için, önümüzdeki altı ayda % 5'in altına düşürülebileceğine inanan bir tek kişi bulunabilir mi? Yeni Stand-by Niyet Mektubu'nda da bu cetvelde ısrar edilmesinin sebebi nedir? Kamımca, hatada ısrar programa güveni artırmaz, azaltır.

**"Ne kadar döviz o kadar Türk Lirası Politikasının sabit döviz kurunda sonuç vermesi güç"**

**URAS** – IMF Reçetesinde sadece bir konuda mı "dizayn" hatası var?

**YENAL** – İkinci dizayn hatası, para arzı denetimi konusundaydı. IMF anlaşmasına göre Merkez Bankasının Net İç Varlık Toplamı artırılmayacak, yani Merkez Bankası, iç senetler (hazine, diğer kamu işletmeleri, bankalar ya da özel sektör senetleri) karşılığında kredi vermeyecek, para basmayacaktı. 1950'den beri ülkemizdeki sorumsuz hükümet ve Merkez Bankası uygulamaları gölgesinde bu reçete kuramsal yönden savunulabilecek bir tutumdur. Buna karşılık, dışardan giren döviz karşılığında TL para stoku artacak, dışarıya giden döviz de para arzının azalması sonucunu doğuracaktı. 1960 ve 1970'li yılların, gelişen ülkelere fazla bir dış paranın girip çıkmadığı ortamda bu yöntem tehlikeli olmayabilirdi. Fakat, uluslar arası para akımlarının çok büyümüş ve hızlanmış olduğu günümüzde ülke para arzının bu türlü oynamalara açık bulundurulması, hele bir yan-

dan da kambiyo kuru sabitleştirilmiş ise, iktisadi yönden savunulacak bir model değil.

**"Son IMF 'reçete'si  
genelde 1995  
'reçete'sinin benzeri"**

**URAS** – IMF'nin reçete'si öncekilerden farklı mı?

**YENAL** – Hayır. 1995 Programında da Net İç Varlıklar tabanı koyulmuş ve para arzı döviz rezervi oynamalarına bağlanmıştı. Ancak o vakit hiç olmazsa kambiyo kuru sabitleştirilmemişti. IMF'e "gelin toplam para arzını disiplin altında tutacak bir formül koyalım," dendiğinde cevapları, içe döviz akımı sonucu artacak para arzının, kambiyo kurundaki düşme ve bunun ithalat fazlasını artırması yoluyla emilebileceğine işaret ediliyordu.

**URAS** – 1995'de olan biten ile 22 Kasım 2000 de olan biten farklı mı?

**YENAL** – Mekanizma bakımından evet, sonuç bakımından hayır. 1995 de IMF programı, büyük bir devalüasyon izlediği için dışardan sıcak para girişini hızlandırmış, bu da para arzında genişleme yaratarak fi-

yat artışlarını körüklemişti. Bu kez tersi oldu. Devalüasyon olasılığı yabancı sermayedarları korkutunca, sıcak para kaçtı ve ekonomiyi altüst etti.

**"Merkez Bankası piyasayı  
rahatlatmak için para  
basıyor ama bu para  
döviz alımına gidiyor"**

**URAS** – Merkez Bankası parayı kısıyor diyorlar, kısımadı mı?

**YENAL** – Hayır. Merkez Bankası o günlerde ekonomideki para darlığını ve yüksek faizleri gevşetmek için IMF anlaşmasına aykırı olarak iç kredilerini artırdı, fakat bu artan para döviz almağa gittiği için para arzı fazla değişmedi. 17 Kasım ile 24 Kasım arasında Merkez Bankası iç kredilerini (NİV) 1.4 katrilyon lira artırdı, ertesi hafta da piyasaya 1.7 katrilyon liralık daha fon sürdürdü. Yani iki hafta içinde piyasalara 3.1 katrilyon lira tutarında ek kredi verilmişti. Bu iki hafta içinde Merkez Bankası dış varlıklarında (dövizlerinde) azalma ise 3.9 trilyon liraya tekabül eden 5.8 milyar dolar oldu. Bu rakamlar günlük olmadığı için sebep sonuç tahlili yapılamıyor. Merkez Bankası

sı'nın krediyi çoğalttığı için mi dövizin kaçtığını, yoksa döviz kaçtığı ve para arzı daraldığı için mi Merkez Bankasının açık piyasa işlemleri ile piyasaya para sürdüğünü anlayamıyoruz. Ama IMF Basın Bülteni, birinci ilişkiyi ima ediyor.

**"IMF 'reçete'sinin hatalarından IMF'cilerin de haberi vardır mutlaka"**

**URAS** – IMF reçetedeki hataları biliyor mu?

**YENAL** – Programın ne kadarı IMF'in tavsiyesi, ne kadarı bizim hükümetin bilmiyorum. Bildiğim, IMF'in başında bu işleri çok iyi bilen bir iktisatçı var. IMF'in başında formel olarak ikinci, fakat entellektüel ve etkinlik yönlerinden birinci kimse, Stanley Fischer, bu konulardaki en önde gelen iktisatçılardandır. Birkaç yıl önceki bir sempozyumda Fischer şunları söylüyor:

"Enflasyon ancak para stoğu denetlenebilirse kontrol altına alınabilir. Toplam talepteki azalmanın büyüme üzerindeki etkisi, talep net ihracata kaydırılarak telafi edilebilir. Stabilizasyon programlarının çoğu-

nun reel bir devalüasyonla beraber yapılmasının bir nedeni de budur. Elbette stabilizasyon yapan ülkeler arasında reel devalüasyon gereği, başlangıçtaki ödemeler dengesinin durumuna göre değişebilir. Buna rağmen, kambiyo kuruna dayandırılan her stabilizasyonun, bu programın ilk dönemindeki uygulama ile ortaya çıkacak paranın reel değerlendirilmesini hesaba katması gerekir. Enflasyondaki düşmenin programın ilk aylarında yavaş olacağı göz önünde tutularak ülke parasının başlangıçta fazlasıyla devalüe edilmesi gerekir. Programın ilk birkaç ayından sonra da ihracat için yeterli teşvik sağlayacak bir reel kambiyo kurunu planlanmaması, uzun süre büyümenin yavaş kalmasını doğuracak reçetedir." (Bruno, Fischer, Helpman&Liviatan (Editörler), Lessons of Economic Stabilization and Its Attenuation).

**"Reçete Washington'da hazırlanıyor. Cotarelli emir kulu"**

**URAS** – IMF'nin en yetkili elemanı bunları söylüyor da, Bay Cotarelli ile Türkiye yetkili-

lerinin bunlardan haberi yok mu?

**YENAL** – Bay Cotarelli'nin Fenerbahçeli olduğunu biliyorum ama iktisadi tahlil kapasitesi hakkında bilgim yok. Zaten o da emir kulu. Sorunuza cevap verebilmek için Washington'daki kararların kimler tarafından ve hangi esintiler altında alındığını bilmek lazım. Ama biz kendi sorunlarımıza doğru teşhis koyup çare bulamaz isek yabancıları nasıl suçlayabiliriz? Bu programların bizim tarafımızdan hazırlanması ve IMF'e anlatılması esas olmalıydı.

**"Sadece IMF'in döviz desteği sayesinde taşların yerli yerine oturması imkansız. Sabit döviz kuru deprem yaratacak"**

**URAS** – IMF'den alınan Döviz Rezervi desteği ile döviz hücum durdurulmuş görünüyor. Fakat faiz oranları hala çok yüksek ve piyasalarda likidite sıkıntısı olduğu anlaşılıyor. Hükümette, iş aleminde ve medyada, Türk ekonomisine

güvenin artması sonucunda gelmeğe başlayacak dış kredilerle ve Dünya Bankası kredileri ile durumun düzeleceği ve istikrar programının tekrar aynı rayında devam edeceği umuluyor. Siz bu görüşlere katılıyor musunuz?

**YENAL** – Hayır. Yukarıda sözünü ettiğim ikinci fay hattı -döviz rezerv ve para arzı durumu- şimdilik yatıştırılmış olsa bile, programda düzeltme yapılmadıkça, ikinci fay hattında enerji birikimi giderek artmaktadır. Kambiyo kuru cetvelinin, son anlaşmada da yinelendiği gibi, Temmuz'a kadar ayda %



PROF. DR. OKTAY YENAL

1'in bile altında bir devalüasyon trendinde tutulması:

- Dışardan mal ve hizmet alımını teşvik edecek, ihracatımızı yavaşlatacak, dış ödemeler açığımızı ve dış borçlanmamızı yükseltecek.

- Bu yüzden talep daralmasının üretim üzerindeki yavaşlatma etkisi çok daha büyük olacak.

- Türk lirasının giderek daha da değerlenmesi, devalüasyon korkularını canlı tutacak, fay hattının ufak kırılma yerine 6 ay sonra yüksek Richter ölçeğinde kırılması ekonomide büyük bir deprem doğurabilecek.

### **"Son ek anlaşma 'reçete'deki yanlışlarda ısrar edildiğini gösteriyor"**

**URAS** – IMF'e verilen son niyet mektubunun sorunların çözümünde hiç mi yararı olmayacak?

**YENAL** – Bu son anlaşma eskisinden daha da ayrıntılara giden ve koşulların sıkılaştırıldığı bir anlaşma. Ne yazık ki yu-

karıda sözünü ettiğim hatalarda ısrar ediyor. Bu ısrarın ne derece bizim hükümetten, ne derece IMF tarafından kaynaklandığını bilmiyorum. Genel olarak dikkatimi çeken birkaç önemli noktaya değinmek isterim: Önceki Mektupta her üç ay sonunda Türkiye'nin uyması gereken kıstaslar (performans kriterleri) şimdi aylık bazda düzenlenmiş. Herhalde bu Türk ekonomisinin artık her ay denetleneceği anlamını taşıyor. Hatta Niyet Mektubunun 26. paragrafında belirtildiği gibi 11 Aralık ile 11 Ocak arasındaki dönemde para siyasasının idaresi bütünüyle IMF'e bırakılmış gibi:

"26. Para tabanına olan talebin ve net uluslar arası rezervlerin 11 Aralık 2000 ve 11 Ocak 2001 tarihleri arasında dini bayramlar ve yıl sonunda hesapların kapatılması nedeniyle büyük mevsimsel dalgalanmalar göstermesi beklenilmektedir. Bu durumda Net İç Varlıklar ve Net Uluslar arası Rezerv hareketleri Fon uzmanları ile istişare edilerek yakından izlenecektir ve para politikası, bu ha-



reketlerde mevsimsel dalgalanmaları aşan bir seyir tespit edilmesi halinde, derhal sıkıştırılacaktır."

İkinci olarak, son kriz günlerinde Merkez Bankasının Program hedeflerini aşan büyüklüklerde piyasayı fonlamanın sadece durdurulması değil, geriye çekilmesi öngörülmüyor. Net İç Varlıklarda (yani M.B.nin verdiği iç kredilerde) kriz sırasında gerçekleşen artışın yarısı kadarının Haziran sonuna kadar geri çekilmesi şart koşuluyor. Hatta gelen dış sermaye fazla olursa, NİV'lar azaltılarak para arzının fazla artmasının ve faizlerin fazla düşmesinin önüne geçilecek deniyor. (Paragraf 27).

Dikkatimi çeken başka bir konu, önceki Niyet Mektuplarında da olduğu gibi, yine IMF'e Büyük Millet Meclisinin egemenliği ile bağdaşmayacak şekilde sözler verilmiş, Elektrik Piyasası Kanununun, Alkollü İçkiler Kanununun, Tütün Kanununun ve 233 sayılı KİT kanunundaki değişmelerin Ocak 2001 sonuna kadar, Şeker Kanununun 15 Şubat 2001'e ka-

dar Mecliste kabul edileceğinin taahhüt edilmiş olması.

### "İçeride para basmak için yabancılardan döviz dilenmeye gerek yok"

**URAS** – Dışardan döviz gelmesinin piyasalarda likidite darlığını gidereceği, faizlerde düşüş sağlayacağı ve reel kesimde de rahatlık yaratacağı beklentisi çok yaygın. Hatta sıcak paranın tekrar ülkemize gelmesi için Hükümet de seferber, Frankfurt'ta, New York'ta toplantılar düzenleyerek büyük çaba sarfediliyor. Bu senaryo hakkında ne düşünüyorsunuz?



PROF. DR. T. GÜNGÖR URAS

**YENAL** – Bu türlü yaklaşımları, iktisadi yönden hatalı tahlil ürünü, ekonomimizi büt-bütün tehlikeye sokacak düşünceler olarak görüyor, çok kaygı duyuyorum. Bir kez "likidite" kavramını çok gevşek anlamlarda kullanıyorlar. Eğer bu terim ile para arzı kastediliyorsa, yukarıda bahsettiğim tezada düşülüyor demektir. Yani, ekonomideki para arzı artırılmak isteniyor, IMF programına göre de bu ancak döviz girmesi ile olabileceği için dış kredi alınmağa çalışılıyor. İki soru akla geliyor. Birincisi, ekonomide para arzı artar ise bu enflasyonu hızlandırmaz mı? İkinci olarak, eğer Hükümet, benden farklı olarak ekonomide para arzının faydalı olacağını düşünüyor ise, neden IMF'in Merkez Bankasının iç kredilerine koyduğu kısıtlamayı kaldırmıyor? Bunu yapsalar, Merkez Bankası para basar, birilerine kredi verir, olur biter. İçerde para basmak için gidip yabancılara yalvarmağa, çok yüksek faizler ödemeğe ne lüzum var? Ancak, anladığıma göre IMF, bizim amatör iktisatçılardan farklı düşünüyor ve dış para

yurda girdikçe, Merkez Bankası kredilerinin daraltılmasını, para arzını bir süre etkilemesini planlıyor.

### "Döviz kuru politikası 2001'in kaderini belirleyecek"

**URAS** – Tenkit etmek kolay. Sen olsan ne yapardın? Deseler ne gibi bir ara ayarlamak önerirsiniz?

**YENAL** – Yeni anlaşmada döviz -para arzı bağlantısının zayıflatılmış olmasının olumlu bir adım olarak gördüm. Akıllı bir şekilde uygulanır, "aman dışardan kredi bulalım içerde likidite artsın" gibisinden yanlış yollara sapılmazsa, sözünü ettiğim ikinci fay hattı tehlikesi azaltılabilir. Fakat ikinci tehlike, kambiyo kuru sorunu hala ciddi ve Temmuz beklemeyen ele alınması gerek. Programda koyulan kambiyo cetvelinden çıkmanın, bunun zamanlama sorununun ve ekonomide yaratacağı sarsıntının bilincinde olmakla birlikte, korkunun ecele yararını olmadığını düşünüyorum. Hele son olaylardan sonra artan enflasyon beklentileri ve reel kesimdeki çok ciddi da-

ralma tehlikesi karşısında, Türk lirasının değerinin Temmuzda kadar ayda yalnızca % 0.8 - 1.0 arasında devalüe edilmesinde ısrar etmenin çok zararlı olacağına inanıyorum. Zaten bir düşününüz, dışardan döviz getirecek yabancı ya da Türkiye yatırımcılar, bugün 100 doları bozdurup Temmuz vadeli borç senetlerine, diyelim ki % 80 faizle yatırırsalar, Temmuzda, altı aylık faizle 140 dolar alacaklar, bunu yalnızca % 6 pahalanması garanti edilen dolara çevirecekler, dolar üzerinden 6 ayda % 30'un üzerinde (yıllık % 60'dan fazla) kazanacaklar. Buna hangi ekonomi dayanır? Anormallikler bu dereceye varınca "faiz oranları yüksek mi yoksa düşük mü olsun?" konusunda karar vermek de zorlaşıyor.

**"Türkiye IMF ve Dünya Bankası'nı kullanmasını bilmiyor ve beceremiyor"**

**URAS** – İçeride dışarıda, IMF'de Dünya Bankası'nda bu kadar birikiminiz oldu. IMF, Dünya Bankası ve Türkiye ilişkilerini nasıl değerlendiriyorsunuz?

**YENAL** – Ben sorunu IMF ve Dünya Bankasında değil, Hükümetimizde görüyorum. Bu uluslar arası kurumların, genelde, kalkınan ülkeler yararına faaliyetlerde buldukları kanısındayım. Türkiye'de de Dünya Bankasının desteklediği projeler, Türkiye için iyi uygulansaydı, ülkeye yararlı projelerdi. IMF'de iyi niyetle Türk ekonomisinde enflasyon hastalığını yenmeğe destek vermektedir. Uluslar arası kurumlar, bizim kullanabileceğimiz önemli olanaklardır. Birçok ülke IMF ve Dünya Bankasından çok büyük yararlar sağlayabiliyor. Bizim sorumuz Hükümetlerimizin ve bürokrasimizin ekonomi kültürlerinin zayıflığından, deneyimlerinin eksikliğinden kaynaklanmaktadır. Birkaç noktayı okuyucularımızın dikkatine getirmek isterim:

1- Türk Hükümeti, Dünya Bankasının finanse etmesini istediği projeleri, kendi tercihlerine göre iyi seçmeli, sonra da ciddi olarak uygulamalıdır.

2- Daha iyi bilmesi gereken bazı kimselerin yazdıklarının aksine, Dünya Bankası ve IMF'de Türkiye Hükümetinin etkinliği yok gibidir. 1950'li yıllar-

rın başlarından bu yana bu Kurumların Yönetim Kurullarında Türk İcra Direktörü bulunmamıştır. Bizi Belçika, Hollanda gibi ülkelerin İcra Direktörleri temsil etmektedir. ABD, İngiltere, Fransa yanında Hindistan, Çin gibi gelişen ülkelerin de tek başlarına icra Direktörleri bulunmakta, Latin Amerika, Arap ülkeleri gibi grup olarak temsil edilen önemli ülkeler ise münavebe ile ya da pazarlıkla, hiç olmazsa aralıklarla İcra Direktörlüğünü almaktadırlar. Onların Washington'dan en üst düzeyde temaslarda bulunmasının, bizim bakanlarımız düzeyinde bile, Ankara'da muhatap alınan, birlikte fotoğraflar çektiler Dünya Bankası ve IMF'nin karar kademesinde olmayan memurları ile müzakere yürütmekten farklı olduğu kolayca görülür. Bu arada, Bakanlarımızın temaslarda protokol konusunda titizlik göstermemeleri de üzücüdür.

3- Bu kurumlar giderek kredilerinin dayandıkları koşulları genişletmek istidadı göstermişlerdir. Ancak, ülkelere dayatılan koşullar, ülkelerin gücü ve saygınlığı ile ters orantılıdır. Örneğin birkaç yıl önce Hindistan ile yapılan Stand-by anlaşmasında, bazı yasaların Parlamentodan çıkarılması koşulu koyulmağa teşebbüs edildiği zaman, IMF yetkilileri Hint otoritelerinden demokrasi dersi almışlar, hükümetin ancak yasa taslaklarını parlamentoya sunmayı söz verebileceğini öğrenmişlerdir. Buna rağmen bizimle yapılan anlaşmada Hazine'den sorumlu Bakan ve Merkez Bankası Başkanı, yasaların belirli tarihlerde Meclis tarafından kabul edilmiş olacağına söz verebilmektedirler. Her ne kadar son telekom örneğinde Cumhurbaşkanımız bu emrivakiye tepki göstermiş ise de Parlamento'muzun bu konuyu bir anayasal sorun ya da onur konusu olarak görmediği, ya da bundan haberdar olmadıkları anlaşılıyor.



# Görüşler

Prof. Dr. ÖZER ERTUNA

## Ekonomik İstikrar Programı ve Borçlanma Stratejisi

### Türkiye'de Uygulanan İstikrar Programı

**T**ürkiye, 2000 yılı başından bu yana, üç yıllık bir dönem kapsayan bir istikrar programı uygulamaktadır. 2000 yılı başında ortaya konan programın ana hatları şöyle belirtilebilir.

- Program kur ve ücretlerin kontrol altına alınması temeline oturtulmuştur. Buna ekonomi dilinde kur ve ücret çıpası denir. Bir yıl boyunca ücretlerin %

25, kurların ise % 20 dolaylarında artmasına müsaade edilecektir.

- Programın kaynak ihtiyacı, yurt dışından ve özelleştirmeden karşılanacaktır.

- Faizler serbest bırakılacaktır. Yurt dışından ülkeye, kısa vadeli yabancı sermaye veya borç olarak akacak kaynakların faizleri düşürmesi beklenmektedir.

- Bütçe harcamaları kontrol altında tutulacak, faiz öncesi

bütçe dengesi, % 5 dolaylarında fazla verecektir.

- Kısıtlanan talep, ücretlerin kontrol altında tutulması, ithalatın ucuzlaması enflasyonu da aşağı, hedeflenen % 20 düzeyinde çekecektir.

- Program gücünü, ilgili kesimler arasında (işçi, işveren, banka kesimi ve devlet arasında) sağlanacak bir mutabakattan değil, beklentilerin kırılmasından ve yoğun propaganda-dan alacaktır.

2000 yılı uygulamaya konan programın büyük eksikliği, tek hedefin, her ne pahasına olursa olsun enflasyonu düşürmek olarak tanımlanmasıdır. Oysa enflasyonla mücadele-nin, hedef değil, anlamlı hedeflere götüren araçlar arasında yer alması gerekir. Türkiye'nin ana hedefinin yeni oluşan dünya düzeninde Türkiye'nin saygın bir yer kazanmasını sağlamak, milli geliri arttırmak ve artan gelirin daha hakça paylaşımını sağlamak olması, enflasyonla mücadele programının da bu hedeflere ters düşmeyecek şekilde yapılandırılması gerekir.

Türkiye'de enflasyonla mü-

cadele modeli olarak milli gelir artışlarının kısıtlanması benimsenmiştir. Oysa milli geliri arttırarak da enflasyon kontrol altına alınabilir. Talebi kısarak değil de üretimi arttırarak enflasyonla mücadeleyle ilgili bir örnek Çin örneğidir. Bugün Çin Devlet Başkanı olan Zhu Rongji, 1993 yılında ekonomiden sorumlu devlet konseyi üyesiyken, enflasyonu kontrol altına almak için bir istikrar programı hazırlanmış. Programın hedefi büyümeyi yavaşlatmadan, ekonomide istihdam olanakları yaratarak enflasyonu kontrol altına almak olarak tanımlanmış. Her yıl ekonomiye giren ve yeni iş gücüne istihdam yaratabilmek için, Çin'in % 4.5, buna, kamu kuruluşlarında yapılacak reformlar sonucunda işsiz kalacaklar için yaratılacak imkânlar da eklendiğinde % 8 dolaylarında büyümesi gerektiği hesaplanmış. Bu büyümenin gerektirdiği yatırımlar da yapılarak, 1994 yılında % 20'nin üzerinde olan enflasyon, 1997 yılında % 1'in altına indirilmiş. 1998 yılında negatif % 2.6 enflasyon yaşanmıştır. Bu ara Çin, yıllık % 9.9 gibi hızlı büyümesini sürdürmüştür.

### **Uygulanan Programın Sakıncaları**

Yukarıda da belirttiğimiz gibi, Türkiye'de enflasyonun aşacağı çekilmesi temel hedef olarak kabul edilmiş, ekonomiyi tahrip etme pahasına, talebi kısan, ithalatı arttıran bir model seçilmiştir. 2000 yılı başında yaptığım, Muhasebe ve Finans Dergisinin Nisan 2000 sayısında yayınlanan bir değerlendirmemde, sonuç kısmında uygulanan programın sakıncalarını şu şekilde özetlemiştim:

*"Türkiye bugün IMF yönetim ve denetimli bir istikrar programı uygulamaktadır. Program daha önce Türkiye'de uygulanmış olan programlardan pek farklı bir program değildir. Tek fark programın uygulanmasında hükümetin kararlılığıdır. Her fırsatta hükümet programın uygulanmasında taviz vermeyeceğini belirtmektedir. Hükümetin kararlılığının başarı için yeterli olup olmayacağını zaman gösterecektir.*

*Uygulanan program maliyeti çok yüksek bir programdır. Program, enflasyonun kontrolünde arzın artmasına değil, talebin kısılmasına öncelik veren bir programdır. Oysa, durgun-*

*luk geçiren Türkiye ekonomisinde üretimin artırılmasına ağırlık veren bir program uygulanabilirdi.*

*Program iç kaynaklara dayalı bir program değil, dış kaynaklara dayalı bir programdır. Dış kaynaklara dayalı program, dış kaynaklar yatırımlara yönelmediği takdirde, Türkiye'de ithalatı arttırıp dış ticaret açıklarını arttırabilir. Oysa bugün Türkiye ithalata değil, üretime muhtaçtır.*

*Program riskli bir programdır. Kurlar yavaş arttırılırken, faizler aynı hızla düşmeyebilir. Bu durum ekonominin sıcak para tarafından soyulması ile sonuçlanabilir. Kurlar yavaş artarken faizler de düşer, fakat enflasyon düşmezse, hızla değerlenen TL ve negatif reel faizler, gecikmeli dahi olsa yeni krizler doğurur. Ocak ayı sonuçları ele alınırsa kur artışları enflasyonun altında kalmış, faizler hızla düşürülerek enflasyonun çok altına çekilmiştir. Bu sarkaç gibi çalkantılara neden olabilir.*

*Her şeye rağmen programın başarılı olması gerekir. Başarısızlığın Türkiye'ye maliyeti çok yüksek olabilir. Ancak, programın maliyetini düşüre-*

*cek, riskini azaltacak önlemler alınmalıdır. Mal, sermaye, kambyo ve emek piyasalarındaki fiyatlar arasında dengelerin kurulmasına ve istikrar programının ilgili tüm çevrelere benimsetilmesine çaba gösterilmelidir. Ayrıca, programın uygulanması aşamasında dış kaynaklardan çok, içeride durgunluğun giderilmesiyle yaratılacak kaynaklara kaymaya özen gösterilmelidir. Aksi halde Türkiye enflasyonu yense dahi, dış borçlar altında ezilmeye mahkum bırakılmış olacaktır."*

### **Birinci Yıl Sonunda Alınan Sonuçlar**

Program, 2000 yılı başında uygulamaya konmuş ve bir yılını tamamlamıştır. Enflasyon hedefleri tutmamış, TEFE bazında enflasyon % 32.7, TÜFE bazında enflasyon ise % 39 olarak gerçekleşmiştir. 2000 yılında enflasyon hedefleri tutturulamamış olmasına rağmen, üzülerek belirtmek gerekir ki, Türkiye uygulanan programın tüm olumsuz yanlarını yaşamak zorunda kalmıştır. Türkiye açısından 2000 yılı da kaybedilmiş bir yıldır. 2000 yılında istihdamın artmadığı, ücret dü-

şüklükleri nedeniyle gelir dağılımının daha da bozulduğu anlaşılmaktadır. Ancak bu konularda henüz elimizde yeterli istatistikler bulunmamaktadır. DİEN'in, 1997 yılında 100 olan, İmalat Sanayii Üretimde Çalışanlar İndeksi, 2000 yılının üçüncü çeyreğinde 91.5 olarak gerçekleşmiştir. Bu sayı, 1999 yılı aynı dönemdeki indeksin altındadır. Türkiye artan insan gücüne çalışma alanları yaratamamaktadır. Gelirin paylaşımı açısından bakılacak olursa, devlet iç borçları karşılığı, Temmuz ayı sonuna kadar 13 katrilyon liranın üzerinde faiz ödemiştir. Bu ödemeler yıl sonuna kadar 20 katrilyon lirayı aşacaktır. Bu ödeme milli gelirin % 16'sını aşmaktadır. Devlet kâğıtları alanlara bu denli yüksek bir transfer yapılmış olmasının milli gelir dağılımını bozduğunu ileri sürmek hatalı olmayacaktır. Ancak, az önce de belirttiğim gibi istihdamdaki yavaşlama, gelir dağılımındaki bozulma henüz kesin rakamlarla desteklenmemektedir.

Öbür yandan, istikrar programının, diğer ekonomik dengeler üzerindeki olumsuz sonuçları konusunda elimizde ke-



sin rakamlar da bulunmaktadır. 2000 yılında Türkiye'nin ihracatı artmamış, ithalat ise çok hızla artmış, dış ticaret ve cari ödemeler dengeleri, bugüne kadar görülmemiş düzeylerde bozulmuştur. Dış ticaret dengelerinin bozulmasında temel etken, Türk Lirasının 2000 yılı içinde aşırı değer kazanması ve gelir dağılımının bozulması olmuştur. Türk lirasının aşırı değer kazanmasının nedenleri ise, kur çıpası uygulanırken enflasyonun istenilen düzeylere indirilememesi ve hatalı kullanılan "döviz sepetidir."

Türkiye, istikrar paketinin bir unsuru olarak döviz çıpası kullanmaktadır. 2000 yılında döviz kurları hedeflenen enflasyon çerçevesinde % 20 dolaylarında artırılmıştır. Oysa gerçekleşen enflasyon hedefleninin üzerinde kalmıştır. Öbür yandan Türkiye, döviz kurlarını ayarlama, 1 USD ve 0.77 Euro'dan oluşan bir "sepet" kullanmaktadır. 2000 yılında USD, Avrupa paralarına karşı değer kazanmaya devam ettiğinden, TL'de Avrupa paralarına karşı değer kazanmıştır. Türkiye yıl içinde yapılan tüm ikazlara rağmen "döviz sepetin-

de" bir düzenleme yapmamıştır. Döviz sepeti konusu hassas bir konudur. Döviz sepeti, dış piyasalardaki rakipleriniz açısından, dış piyasalardaki müşterileriniz açısından, dış ticaret ilişkilerinde bulunduğunuz ülkeler açısından farklı farklı tanımlanabilir. Pek çok alanda Türkiye'nin rakipleri Güneydoğu Asya ülkeleridir. Bu ülkeler 1998 Asya krizi sırasında kendi paralarını dolar karşısında ortalama % 30 dolaylarında devalüe etmişlerdir. Bu nedenle de dış pazarlarda fiyat avantajı elde etmişlerdir. Türkiye ise, 1997 sonrası kullandığı döviz sepetinde ısrarlı olmuş, dolarla birlikte parasının değer kazanmasına göz yummuştur. Bu da, TL'nin değer kazanmasına, ihracatın zorlaşmasına, ithalatın cazip hale gelmesine neden olmuştur.

Grafik 1 yıllar itibariyle, TL'nin DM karşısındaki değerini sergilemektedir.

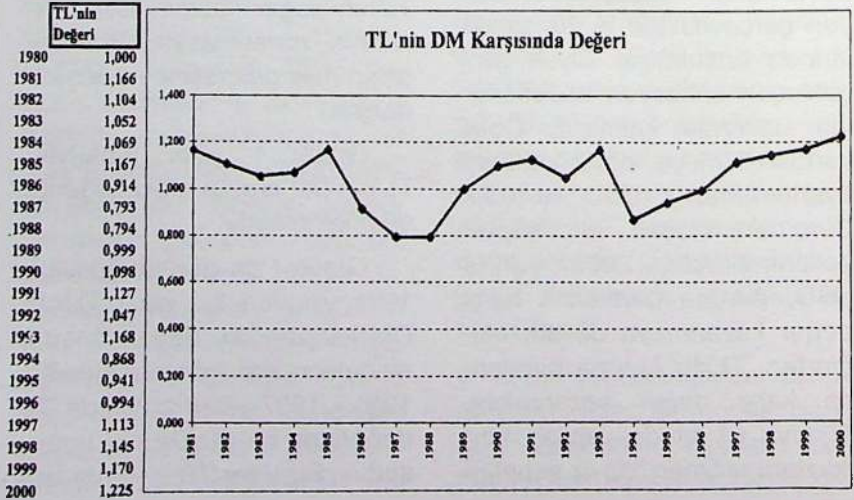
Grafik 1'de görüldüğü gibi, 1981 yılından bu yana TL'nin DM karşısındaki değeri önemli dalgalanmalar göstermektedir. 1981 - 1987 yılları arasında TL değerinde bir düşüş söz konusudur. Bu yıllar Türkiye'nin dö-

viz darboğazının atlattığı yıllar olarak bilinmektedir. 1988 - 1993 yılları arasında TL değeri bir yükseliş trendi göstermektedir. Bu dönem, dış ticaret açıklarının arttığı ve neticede 1994 krizine götüren yıllardır. Grafik 1'de görüldüğü gibi, 1994 krizi döneminde değeri düşen TL, 1995 ve izleyen yıllarda DM'a karşılık önemli boyutlarda değer kazanmıştır. Özellikle son yıllarda Avrupa Birliği ülkelerinin paralarının değeri DM ile paralel gittiğinden, TL'nin değer kazanması Avrupa birliği ile ticaretimizi ya-

kindan etkilemiştir. Sunduğumuz grafik 2, dış ticaret ve dış ticaret açıklarımızı sergilemektedir.

Grafik 2'de 2000 yılı verileri yalnızca 10 aylık verilerdir. 2000 yılı verileri 10 aylık veri olmasına rağmen 2000 yılının dış ticaret açıkları 21 milyar doları bulmuştur. 1996 yılından bu yana Türkiye'nin ihracatı artmaktadır. Her ne kadar, yaşanan krizler (Asya ve Rusya) çerçevesinde ithalat da yavaşlamış olmasına karşın dış ticaret açıkları önemini korumuştur. 2000 yılı dış ticaret açıkları

Grafik 1

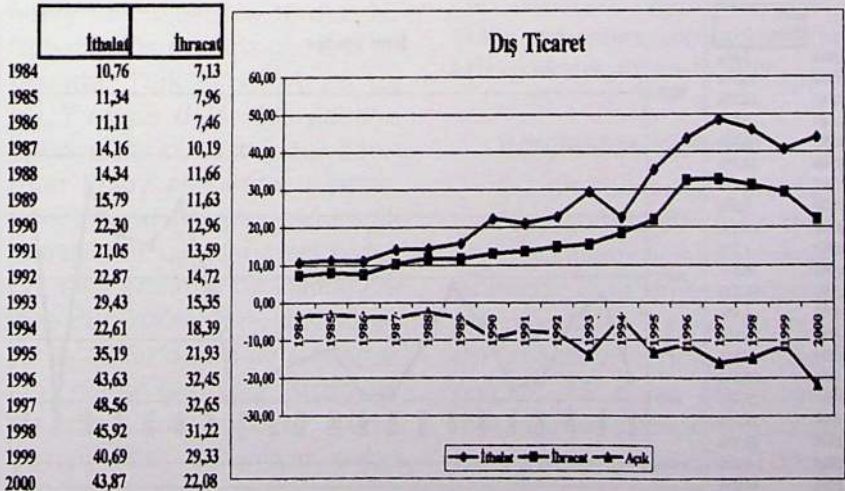


rında görülmemiş bir artışın yaşandığı bir yıldır. Bu nedenle, cari ödemeler açığı da 10 milyar dolar düzeyini aşmıştır. Bu durum Türkiye ekonomisinin sağlığı konusundaki endişeleri arttırmıştır.

Dengelerin bozulduğu diğer alan faizler olmuştur. Türkiye enflasyonla mücadele döneminde faizlerle borçların vade yapısı arasındaki ilişkiyi bir türlü kuramamıştır. Enflasyon düşerken faizlerin de, borçların vade yapısına uygun bir biçimde düşmesi gerekir. Bunun için de enflasyon programının hedefleri konusunda tüm kesimlerin fikir birliğine varması, her

kesimin kendine düşen görevi üslenmesi gerekir. Bunun, enflasyonla mücadele programındaki adı "ulusal mutabakat"tır. Üzülerek belirtmek gerekir ki, Türkiye bu türden bir mutabakat arayışına gitmemiş IMF'nin desteklediği programı bazı kesimlere empoze ederek enflasyonla mücadelede başarılı olabileceğini sanmıştır. Ancak bu durum, borçlanmalarda "risklerin" ve buna bağlı olarak "risk primlerinin" yüksek düzeylerde kalmasına neden olmuştur. Hal böyleyken, Türkiye faizleri gerçek nedenlerle, değil de, iç borçları dış borçlarla ikame ederek düşürmeye niyet-

Grafik 2



Not: 2000 yılı on aylık.

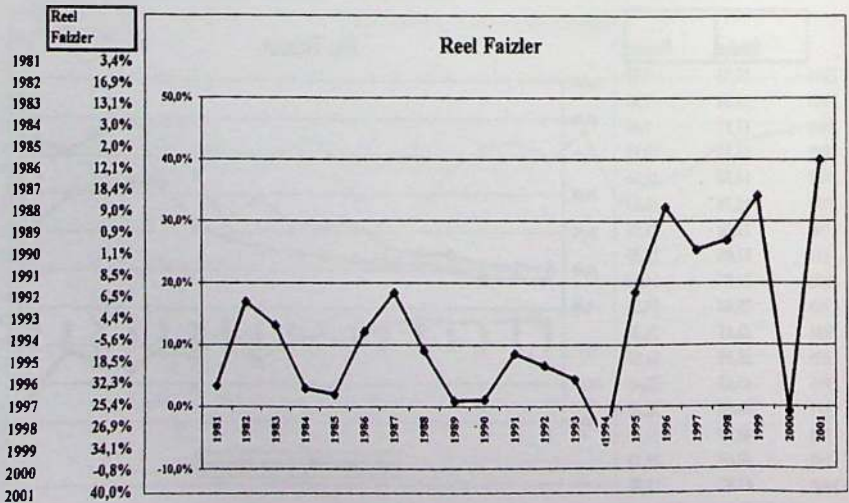
lenmiştir. Ocak 2000'de yapılan operasyon önemlidir. Bu operasyonda Türkiye dış piyasalarda 30 yıllığına, % 11.875 faizle 1.5 milyar dolar borçlanmıştır. Avrupa Birliğinde 10 yıllık devlet borcu faizleri % 6'nın altındadır. Türkiye, 2004 yılına kadar Avrupa Birliği Maastrich kriterlerini yakalama iddialarını ileri sürdüğü bir dönemde bu borçlanmayı bir başarı olarak kabul etmiştir. Bu borçlanma ile fazla ödenecek faizin bugünkü değeri yaklaşık 1.2 milyar dolardır. Öbür yandan, bu borçlanma, devlet iç borç faiz-

leri için bir referans olmuş, döviz kuru çıpası nedeniyle kurlar % 20 dolaylarında yükseleceğinden, yurt içi faizler de % 35 seviyelerine gerilemiştir. Ancak, bu ara enflasyon yeteri kadar düşmediğinden reel faizler negatif faize dönüşmüştür.

Aşağıda sunduğumuz Grafik 3, yıllar itibariyle reel faizleri sergilemektedir.

Reel faizlerin negatife dönüşmesi er geç paranın yurt dışına kaçmasıyla sonuçlanır. Türkiye'nin yaşadığı tüm krizlerde reel faizlerin negatife dönüşmesi önemli etken olmuş-

Grafik 3



tur. Yukarıda, grafikte görüldüğü gibi Türkiye'de reel faizler çok yüksek ve artış trendi içinde görülmektedir. 1994 krizi sırasında şiddetlenen enflasyon nedeniyle reel faizler negatife dönüşmüş, fakat izleyen yıllarda % 30 düzeylerini aşmıştır. Bu düzeylerdeki reel faizle hiçbir ekonominin ödeyemeyeceği düzeylerde reel faizlerdir. Bu düzeylerdeki reel faizler ekonomideki tüm dengeleri sarsmaktadır.

Ödemeler dengesi açıklarına ilave olarak, faizlerin de negatif reel faize dönüşmesi, Türkiye'de Aralık ayı, başında önemli sonuçları olan bir kriz yaşanmasına neden olmuştur. Esasında yaşanan kriz, hafif ve kolay atlatılabilecek türden bir "döviz hücum" krizidir. Kriz sırasında, Türkiye'den, topu topu, 7 milyar dolar dolaylarında döviz çıkışı olmuştur. Bu durumun kolay atlatılması gerekirken, istikrar programının kurlarının katı uygulanması sonucu, ülke çapında bir likidite krizine dönüştürülmüş, reel faizlerin % 40-50 dolaylarına fırlamasına neden olmuştur. Krizin daha da kötü sonucu, Türkiye'nin, krizi, 10 milyar doları

aşkın bir dış kaynakla atlatmak zorunda kalmasıdır. Aşağıda da tekrar belirtileceği gibi, Türkiye dış kaynaklarla ekonomisini düzlüğe çıkartamaz. Dışardan gelecek kaynaklar yatırıma dönüştüğünde ekonomik kalkınmaya hizmet eder. Fakat dışardan gelen kaynaklar tüketim malları ithalatını arttıracak şekilde kullanılırsa, bu kaynaklar Türkiye'nin borç yükünü arttırır, Türkiye'yi ekonomik ve politik taviz vermeye zorlar.

2000 yılı istikrar tedbirleri uygulamalarının üzülecek yönü, ekonomi yönetiminin, hatalardan ders almamış olması ve programı katı bir şekilde uygulamaya devam etmesidir. Böyle bir tutum, bir taraftan programın ekonomi üzerindeki maliyetini arttırırken, bir yandan da kriz risklerini arttırmaktadır.

### **Borçlanma Stratejisi**

Bugün Türkiye'de karşı karşıya olduğumuz en büyük tehlike, sorunlarımızı kendi imkanlarımızla çözemeyeceğimize inanmamızdır. Türkiye Cumhuriyetinin ilk yıllarında 12 milyon nüfusu, 45 dolar kişi başına milli geliriyle ekonomik mucizeler yaratmıştır. Bugün Türkiye

65 milyon nüfusuyla, 3000 dolar kişi başına milli geliriyle çok stratejik bir coğrafyada bulunmaktadır. Coğrafyası Türkiye'ye çok büyük stratejik iş birliği olanakları tanımaktadır. Maalesef Türkiye potansiyelini tam anlamıyla değerlendirememektedir. Bunun da temel nedeni özgüvenini kaybetmiş olmasıdır. Türkiye, ancak dış kaynaklarla ekonomisini rayına oturtacağına, ekonomisini geliştirebileceğine inanmaktadır. İstikrarın ve kalkınmanın dış kaynaklarla gerçekleşebileceği konusundaki yanılğı, maalesef yaygındır. "Hatta dış kaynak olsun da nasıl olursa olsun, ne maliyetle olursa olsun" türünden görüşlere dahi rastlanmaktadır. Bu nedenlerle borç ödemek değil, borçlanmak "başarı" olarak görülmekte, borçlanmanın ekonomik ve politik maliyetleri hesaba katılmamaktadır.

### **Borsada Yabancı Sermaye**

İMKB'yi ele alalım. Türkiye'de yabancı yatırımcıların borsaya girmesiyle her şeyin düzeleceği kanısı yaygındır. Gazetelerin ekonomi sayfalarında "Borsa yabancı yatırımcı-

ları bekliyor!" türünden başlıklar sık sık yayınlanmaktadır. Oysa, borsaya gelen yabancı sermaye, sığ borsalarda en maliyetli ve en riskli türden dış kaynaklardandır. Genellikle borsaya gelen yabancı sermaye giderek borsaları şişirmekte, "spekülatif köpük" oluşmasına neden olmakta, ürküp kaçtığında ise çok büyük tahribat yapmaktadır. Genel olarak kalkınmakta olan borsalara yabancı sermaye büyük kazançlar (% 32 dolaylarında) elde etmek için girmektedir. Bu denli yüksek kazançlar sürdürülebilir kazançlar değildir. Bu nedenle eninde sonunda bu borsalarda köpük patlaması yaşanmaktadır. İMKB'den örnek verecek olursak, 1996'dan bu yana elimizde güvenilir istatistikler bulunmaktadır. Bu istatistiklere göre 1996 yılı başında İMKB'de yabancı yatırımcılar 2 milyar 457 milyon dolar yatırıma sahiptir. 1996 yılından bu yana borsaya net bir yabancı sermaye girişi olmamış, tersine, 2 milyar 495 milyon dolarlık çıkış olmuştur. Yani bu dönemde yabancı yatırımcılar paralarını fazlasıyla geri çekmişlerdir. Fakat, 2000 yılında borsadaki büyük düşüşlere rağmen, yıl so-

nunda yabancı yatırımcılar 7 milyar 404 milyon dolarlık hisseye sahiptir. Bu tutar yabancı yatırımcıların 1986'dan bu yana elde ettikleri kazançtır. Diğer bir açıdan basarsak, 1996 - 2000 döneminde borsada yabancı yatırımcıların dolar bazında ortalama aylık kazançları % 3.32, ortalama yıllık kazançları ise % 48'dir. 2000 yılında borsadan yabancı yatırımcılar 3 milyar 138 milyon dolarlık çıkış yapmıştır. Bu çıkışın, yıl sonuna doğru yaşanan kriz üzerinde etkileri olmuştur.

### **Devlet Kâğıtlarına Yatan Yabancı Kaynaklar**

Diğer bir tür yabancı kaynak devlet kâğıtlarında değerlendirilen yabancı sermayedir. Yabancıların devlet kâğıtları mülkiyetinin çapı bilinmemektedir. 1999 yılı sonu itibarıyla Türkiye'de devlet kâğıtlarının ortalama faiz yükü % 109, ortalama vadesi 479 gün dolaylarındaydı. 2000 yılı başı itibarıyla enflasyonda ve reel fazilerdeki düşüşler, döviz kurlarının çıpa olarak kullanıldığı da hesaba katılırsa, devlet kâğıtlarına yatan yabancı kaynakların, dolar bazında çok yüksek oranlarda

kazanç sağlamasına neden olmuştur. Yılın ilerleyen aylarında faizler düştüğünden yabancı yatırımcıların paralarını yurt dışına çıkardığı anlaşılmaktadır.

Burada borsaya gelen ve devlet kâğıtlarına yatan kısa vadeli yabancı kaynaklar için birkaç genel değerlendirme yapmak yerinde olacaktır. Bugün pek çok ülke, "sıcak para" diye adlandırılan bu tür kaynakların çok riskli olduğunu, ekonomik istikarı bozduğunu ve krizlere neden olduğunu bilmektedir. Bu nedenle de bu tür sermayenin risklerini azaltıcı yöntemler araştırılmaktadır. İlginç olan, Türkiye'de bu tür risklerin konuşulmaması bu tür kaynakların kurtarıcı olarak görülmesidir.

### **Dış Borçlar**

Kısa vadeli dış borçların ne için kullanıldığı önemlidir. 2000 yılında istikrar programı, yurt dışından elde edilecek yabancı kaynaklarla iç borçları ikame etme stratejisi gütmektedir. Bu stratejiyle faizler düşürülecektir. Bu strateji hem hatalı, hem de ekonomik ve siyasi maliyetleri çok yüksek bir stratejidir. Dış borçlar iç borçları ikame etme-

de kullanıldığında, ekonomiye üretime dayanmayan bir satın alma gücü girmiş olacaktır. Eğer bu satın alma gücü, elde, yastık altında ya da kasada ölü olarak tutulursa, enflasyonu arttırıcı etkisi olmayacaktır. İka-me edilen borç döviz olarak ülkeyi terk edecekse gene durum aynıdır. Ama, yaratılan satın alma gücü tüketime dönüşecekse, üretim karşılığı olmayan bu satın alma gücü enflasyonu körükleyecektir. Enflasyonun körüklenmemesi yalnızca ithalat artışlarıyla sağlanabilir. 2000 yılında olan da bunlardır. 2000 yılında dışarıdan borç olarak gelen para kısmen kısa vadeli borçların ülkelere dönmelerine yaramış, kısmen enflasyonun hedeflerin üzerinde kalmasına neden olmuş, ama çoğunlukla da ithalatı körükleyerek dış ticaret açıklarının artmasına neden olmuştur.

Bir ülkede ülke kalkınmasına yardımcı olacak yabancı kaynak "dolaysız yabancı yatırım" olarak adlandırılan yabancı sermaye yatırımlardır. Ancak bu yatırımların da her türlü de-ğil, stratejik ortaklık olan türü yararlıdır. Bir ülkeye doğrudan doğruya ucuz iş gücünden ya-

rarlanmak için, ya da piyasayı paylaşmak için gelen yabancı sermaye yatırımları ülkenin kal-kınmasına hizmet etmeyebilir. Çünkü bu tür yatırımlar bu avantajlarını yitirdikleri anda yurt dışına kayacaklardır. Ma-alesef, bugün Türkiye stratejik ortaklık türünden yabancı ser-maye yatırımlarından yeterli de-recede yararlanmamaktadır. Daha da kötüsü, TL aşırı de-ğierlendirildiğinden, Türk işçisi maliyetleri suni olarak artmakta ve Türk şirketleri üretim tesisle-rini başka ülkelere taşımakta-dır.

Grafik 4'te görüleceği üze-re, istikrar programı çerçeve-sinde, Türkiye'de dış ve iç borçlardaki gelişmeleri açıklama-yaya çalışacağız.

### Dış Borçlar

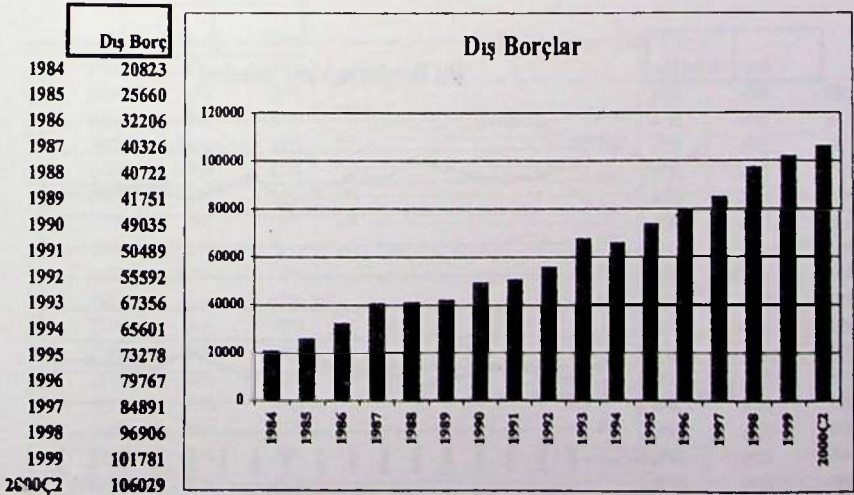
Grafik 4'te de görüldüğü gi-bi, Türkiye'nin dış borçları hızla artmaktadır. Bir kriz yılı olan 1994 yılında 66 milyar doların altında bulunan dış borçlar 2000 yılı Haziran ayı sonunda 106 milyar doları aşmıştır. Tür-kiye'nin milli gelirinin 200 mil-yar dolar dolaylarında olduğu göz önünde tutulduğunda bu borç düzeyinin pek de yüksek



olmadığı savunulabilir. Ancak, dış borçların hem ekonomik hem de politik maliyetleri giderek artmaktadır. Uluslararası ilişkilerde borçlandırma, politik taviz elde etmenin aracı olarak kullanılabilir. Ulusların, uluslararası itibarı da borç düzeyleriyle ölçülmektedir. Örneğin, Rusya Cumhurbaşkanı Putin'in, uluslararası ortamda Rusya'nın itibarını arttırmak için yaptığı dış temaslar, yaygın batı dergilerinde hafife alınmakta ve "Borçlarını ödeyemeyen bir ülkenin cumhurbaşkanı olmasına rağmen - 157 milyar ve art-

makta olan bir dış borç - Putin, bu günlerde dünyayı güçlü bir lider edasıyla dolaşmaktadır." şeklinde yorumlanmaktadır. (Newsweek, 1 Ocak 2001) Türkiye'nin bugünkü dış borç düzeyinin yalnızca düzey olarak değil de yapı olarak da değerlendirilmesi gerekmektedir. Grafik 5' de, dış borçların vade yapısını sergilemektedir. Grafik 5'te de görüldüğü gibi Türkiye'nin dış borçları içinde kısa vadeli borçlarının payı giderek artmaktadır. 1990'da % 19 olan bu pay, 2000 yılında % 23'ü aşmıştır. Kısa vadeli borçların ya-

Grafik 4



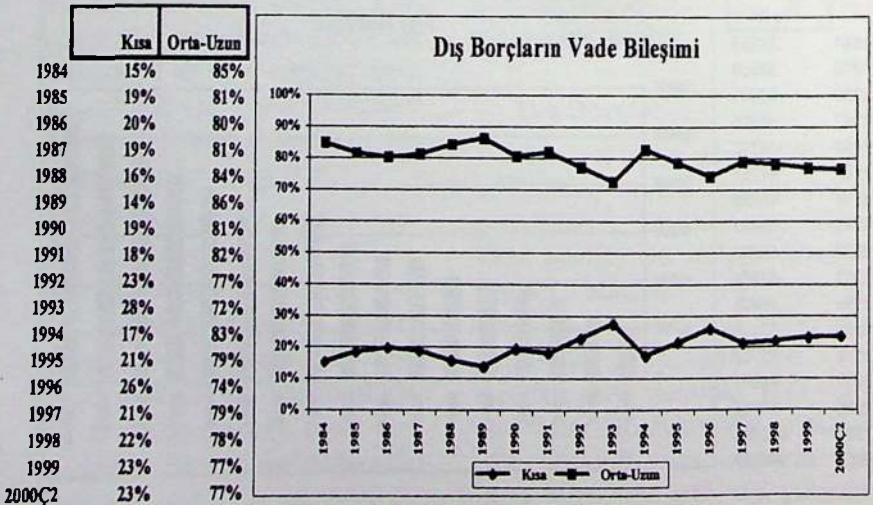
tırımları değil de tüketimi desteklediği söylenebilir.

Grafik 6, dış borçların bileşimini, borç alana göre sergilemektedir. Bu grafikte görüldüğü gibi, zaman içinde, dış borçlanmada özel kesimin payı artmış, kamu kesiminin payı düşmüş, 1999 yılında paylar hemen hemen eşitlenmiştir.

Özel kesimin kullandığı dış kredilerin vade yapısı da önemlidir. 1999 yılında 48,5 milyar dolar dolaylarında olan özel kesimin dış borçları, 2000 yılının Haziran ayı sonunda 43 milyar dolar dolaylarına inmiş-

tir. Ancak, borçlardaki azalma, orta ve uzun vadeli borçlardaki 7 milyar dolar azalmadan kaynaklanmaktadır. Kısa vadeli özel kesim dış borçlarında 1,5 milyar dolarlık bir artış yaşanmıştır. Bu nedenle de, 1999 yılında % 47 olan kısa vadeli özel kesim borçlarının toplam borçlardaki payı, 2000 yılının Haziran ayı sonunda % 56'ya yükselmiştir. Görüldüğü gibi, istikrar tedbirlerinin uygulandığı 2000 yılında özel kesim dış borçlarının da yatırımların finansmanından, tüketimin fi-

Grafik 5



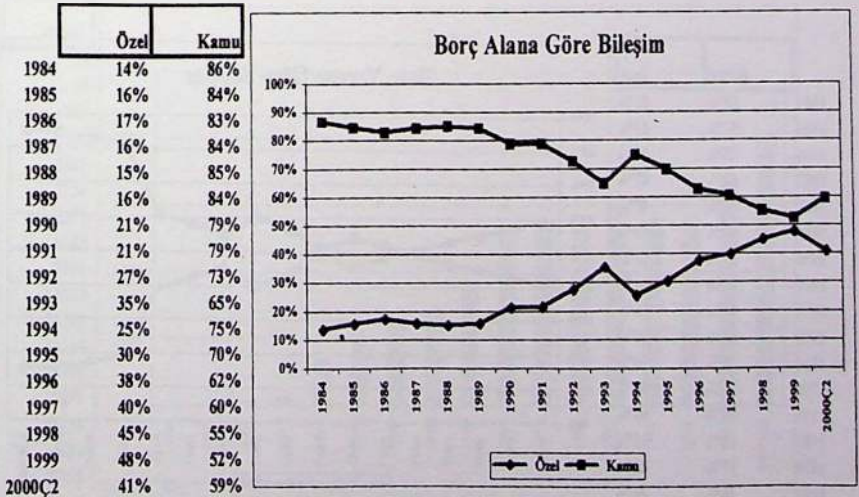
nansmanına kaydığı anlaşıl-  
maktadır.

Grafik 7, dış borçların borç  
verenlere göre bileşimini sergi-  
lemektedir. Grafik çok çarpıcı-  
dır. Dış borçlar içinde resmi ku-  
ruluşların payı giderek hızla  
azalmakta, özel kuruluşların  
payı artmaktadır. 2000 Haziran  
ayı sonunda resmi kuruluşlar-  
dan alınan borçlar toplam  
borçların % 15'ine inmiştir. Ge-  
nellikle, özel kuruluşlardan el-  
de edilen borçlar pahalı borç-  
lardır. Özellikle Türkiye zaman  
zaman çok yüksek maliyetlerle  
borç elde edebilmektedir. Yu-

karıda da belirtildiği gibi, 2001  
yılı Ocak ayında hazine, 30 yıllı-  
ğına, % 12 dolaylarında faizle  
borçlanmıştır. Bu denli yüksek  
borç maliyeti katlanılamayacak  
bir külfet anlamına gelir.

Dış borçlanmada devlet gi-  
derek dış piyasalarda tahvil ih-  
raç ederek borçlanma yolunu  
seçmektedir. Grafik 8, yıllar iti-  
barıyla ihraç edilen tahvil tutar-  
larını milyon dolar olarak sergi-  
lemektedir. Grafikte görüldüğü  
gibi devletin tahvil borçları hızla  
artmaktadır. Tahvil yoluyla elde  
edilen borçlar 2000 yılının Hazir-  
an sonunda 20 milyar doları

Grafik 6



aşmıştır. Bu borçların reel faiz yükünü % 10 olarak kabul etsek, bu borçlar Türkiye üzerine yıllık 2 milyar dolar yük bindirmektedir.

Türkiye'de dış borçlarının düzeyi çok yüksek kabul edilirse bile, dış borçların artış trendi ve yapısı endişe verecek durumdadır. Türkiye'nin, borçlanmanın değil de borç ödememinin bir maharet olduğunu öğrenmesi gerekir.

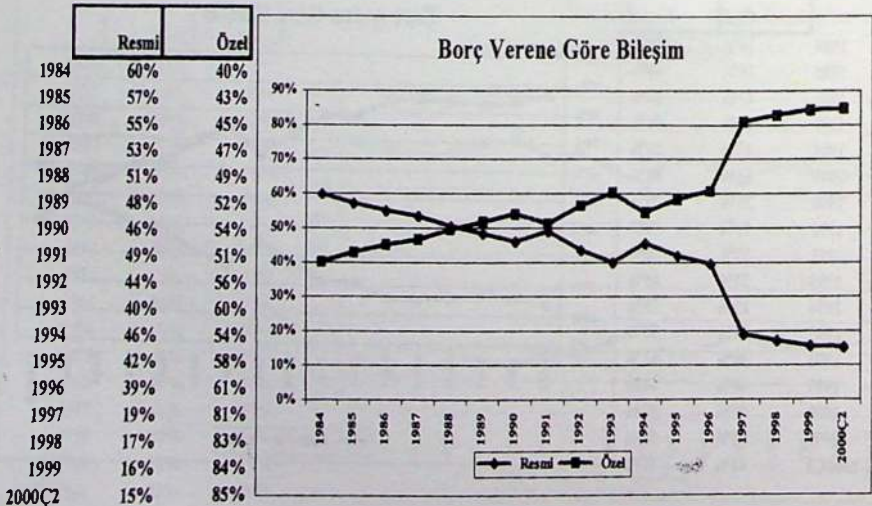
### Devlet Borçları

Yukarıda belirtildiği gibi, dış borçların hemen hemen yarısı

devlet borcudur. Bu nedenle de, iç borçları da dahil ettiğimizde, Türkiye'de devlet borçlarının düzeyi de endişe yaratmayabilir. Esasında devlet borçlarının düzeyi, Türkiye'nin Maastricht kriterlerini yakaladığı tek alandır. Maastricht kriterlerine göre, üye devletlerin planlanan ya da fiili kamu borç stoklarının, gayri safi yurtiçi hasılasına oranının % 60'ı geçmemesi zorunludur. Türkiye'de de devletin borç stokları % 60 düzeyindedir.

Grafik 9, iç ve dış olmak üzere, kamu borç stoklarının

Grafik 7



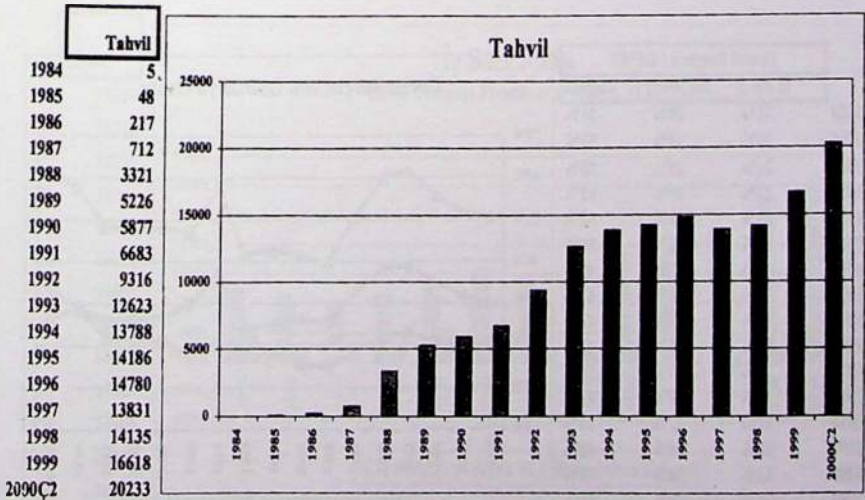
GSMH'ya oranını sergilemektedir.

Grafikte, devletin 2000 yılı dış borçlarla iç borçları ikame stratejisi açık bir şekilde görülmektedir. 2000 yılında dış borçlarda bir artış, iç borçlarda ise bir düşü olmuştur. Yukarıda bu stratejinin sakıncalı yönünü belirtmiştik. Gene grafikte gördüğümüz gibi, devletin iç borçları 1990 yılından itibaren bir artış trendi içindedir. Fakat, tehlike yaratan bu artış trendi değil, borçlanmanın maliyetidir. Yukarıda Türkiye'de reel faizlerin % 30'lar seviyelerinde

gerçekleştiği yılların olduğunu belirtmiştik.

Grafik 10, devlet iç borçlarını ve iç borçlanmayla yaratılan kaynakları sergilemektedir. Grafikten de görüldüğü gibi, devlet iç borçları 1995 yılından bu yana iki mislisinden çok artmıştır. Öbür yandan iç borçlanma devlete fazla bir kaynak da yaratmamaktadır. Çünkü, iç borçlar, faiz ödemek için de borçlanıldığından hızla artmaktadır ve de faziler çok yüksek seviyelerdedir. 1988 ve 2000 yıllarında faiz borçlarının bir kısmı bütçe kaynaklarıyla ödendi-

Grafik 8



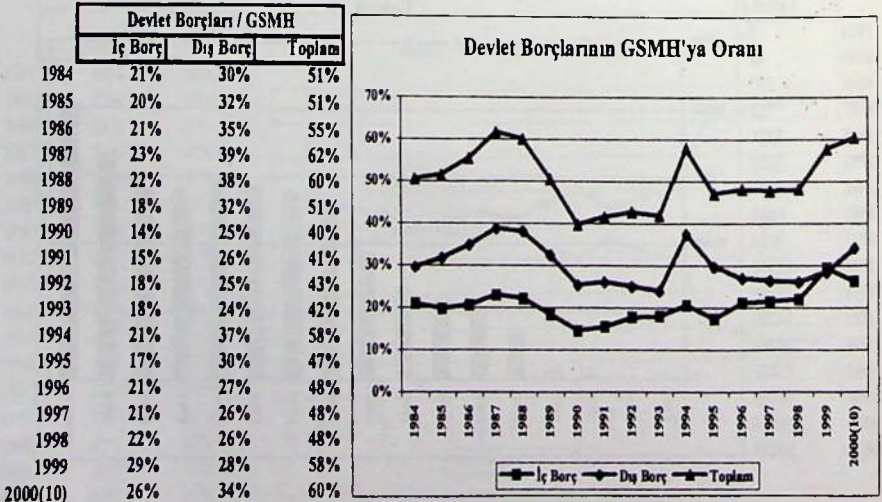
ğiden, iç borçlanma kaynak yaratmamış kaynak harcama ile sonuçlanmıştır. Fakat, buna rağmen iç borç stoku artmaktadır. Türkiye'de iç borç faizleri hayati bir sorun haline dönüşmüştür. Devlet Bütçesinin çok önemli bir kısmı, 2000 yılında tüm vergi tahsilatının hemen hemen tamamı iç borç faiz ödemelerine gitmiştir.

Türkiye faizler konusunda Maastricht kriterini yakalamak zorundadır. Maastricht kriterlerine göre, her üye devlet, fiyat istikrarı bakımından en iyi sonuç sağlayan üç üye devletin ortalama nominal uzun vadeli

faiz oranını en fazla 2 puan aşabilecektir. Fransa, İngiltere ve Almanya'da faizler % 5.5 dolaylarındadır. Türkiye'de faizler bu düzeylere düşmediği takdirde Türkiye ekonomisinin bu yükü kaldırması mümkün değildir.

Yukarıda da açıklandığı gibi, istikrar tedbirlerinin uygulandığı 2000 yılında, kısmen iç borçların dış borçlarla ikamesi yoluna gidilerek, yurt içinde faizler hızla düşürülmüş, enflasyon ise hedeflenen oranlarda düşmediğinden reel faizler negatif düzeylere inmiştir. Bu durum, yine yukarıda belirtildiği

Grafik 9



gibi Aralık ayı başında bir kriz yaşanmasının nedenlerinden birini oluşturmuştur. Ortaya çıkan kriz sonucunda faizler tekrar ekör düzeylere yükselmiş, ekonomik dengeleri tamamen sarsmıştır.

5 Ocak 2001 tarihinde yapılan devlet ihalelerinde 6 aylık borçlanmalarda bileşik faiz % 67, 14 aylık aylık borçlanmalarda ise % 65 dolaylarında gerçekleşmiştir. 2001 yılı sonunda enflasyonun % 10 düzeylerine indirilmesi hedeflendiği göz önünde tutulursa, bu ihalelerde devletin çok ağır bir faiz yükü

altına girdiği görülmektedir. Enflasyon, hedefleri tutacak olursa, devlet, 5 Ocak 2001 tarihinde 1 katrilyon 396 trilyon lira tutarındaki bu borçlanma nedeniyle, devlet makul faizlerin üzerinde 346 trilyon lira ilave faiz ödemiş olacaktır.

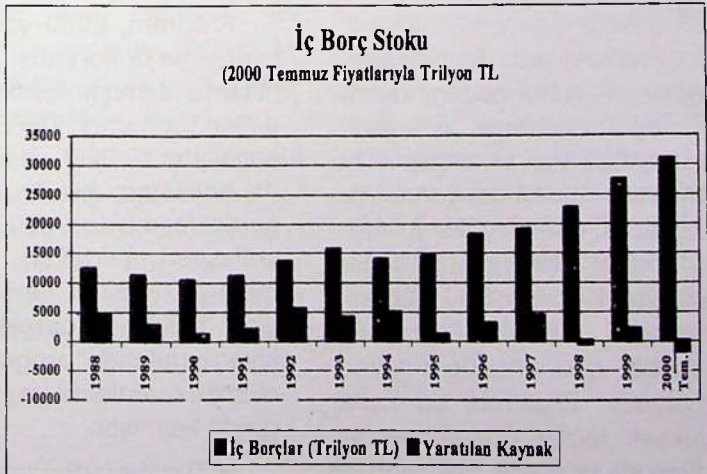
### Temel Eksiklik

Türkiye'de devlet borçlanmalarında faizlerin bu denli yüksek kalmasının iki temel nedeni bulunmaktadır. Bunlardan biri, istikrar programının içindeki risklerin boyutudur. Bilindiği

Grafik 10

#### BORÇ

1988	12359
1989	11220
1990	10295
1991	11042
1992	13608
1993	15622
1994	14002
1995	14461
1996	18096
1997	18909
1998	22655
1999	27447
2000 Tem.	30944



gibi, borçlanmaya karşılık hem faiz hem de risk primi ödenmesi gerekmektedir. Türkiye'de istikrar programının aşırı risk taşımasının nedeni ise, programın ilgili kesimler -işçi, işveren, finans sektörü ve kamu- arasında bir uzlaşma ile ortaya konmamış olmasıdır. Program doğrudan doğruya IMF'yi tatmin etmek için hazırlanmıştır. Uzlaşmaya dayalı bir programda her kesim kendine düşen görevi yerine getirmeyi kabul lenip taahhüt edeceğinden programın başarı şansı artacak riskleri asgariye indirilecektir. Böyle bir ortamda finans sektörü de piyasalarda makul faizlerin gerçekleşmesini sağlayacaktır.

Faizlerin bu denli yüksek olmasının ikinci nedeni kanımca aynı derecede önemlidir. Türkiye'de mali piyasalar ve bu piyasalar hakkında yorum yapanlar bu derece yüksek faizleri "normal" faizler olarak değerlendirmektedir. Bu faizlerin ekonomi üzerinde yapacağı tahribat göz önünde tutulmaktadır. Esasında bu kadar yüksek faizler ödenemeyecek düzeyde faizlerdir. İhalelerin bir kısmında reel faizler % 32'yi aş-

tığında yabancı yatırımcılar bu ihalelere girmekten çekinmektedir.

### Sonuç

2000 yılında uygulamaya konan programın en büyük eksikliği, tek hedefin, her ne pahasına olursa olsun enflasyonu düşürmek olarak tanımlanmasıdır. Oysa, Türkiye'nin ana hedefinin yeni oluşan dünya düzeninde Türkiye'nin saygın bir yer kazanmasını sağlamak, milli geliri arttırmak ve artan gelirin daha hakça paylaşımını sağlamak olması, enflasyonla mücadele programının da bu hedeflere ters düşmeyecek şekilde yapılandırılması gerekir.

Program, 2000 yılı başında uygulamaya konmuş ve bir yılını tamamlamıştır. Enflasyon hedefleri tutmamış, TEFE bazında enflasyon % 32,7, TÜFE bazında enflasyon ise % 39 olarak gerçekleşmiştir. 2000 yılında enflasyon hedefleri tutturulamamış olmasına rağmen, üzülerek belirtmek gerekir ki, Türkiye uygulanan programın tüm olumsuz yanlarını yaşamak zorunda kalmıştır.

- Türkiye artan insan gücü-ne çalışma alanları yaratama-



maktadır. Milli gelir paylaşımı giderek bozulmaktadır.

- 2000 yılında, enflasyonun yavaş düşmesine, doların aşırı değer kazanmasına rağmen, döviz çıpası uygulamasında ve döviz kuru sepetinde bir düzeltme yapmamış bu nedenle de, TL'nin Avrupa paraları karşısında değer kazanmasına, ihracatın zorlaşmasına, ithalatın cazip hale gelmesine zemin hazırlanmıştır. 2000 yılında rekor dış ticaret ve cari ödemeler açıkları gerçekleşmiştir.

- 2000 yılında dış borçlarda önemli artışlar olmuş, daha da önemlisi, tüketim malları ithalatına yönelik kısa vadeli borçlarda artış olmuştur. Bir genelleme yapacak olursak kısa vadeli dış borçlanma ithalatı finanse etmiştir.

- İç borçların dış borçlarla ikame edilmesi siyaseti reel faizlerin negatife dönüşmesine neden olmuş, bu da Aralık ayında yaşanan krizi hazırlayan nedenlerden biri olmuştur. Bu

kriz sonrası reel faizler % 40 gibi çok yüksek düzeylere fırlamıştır.

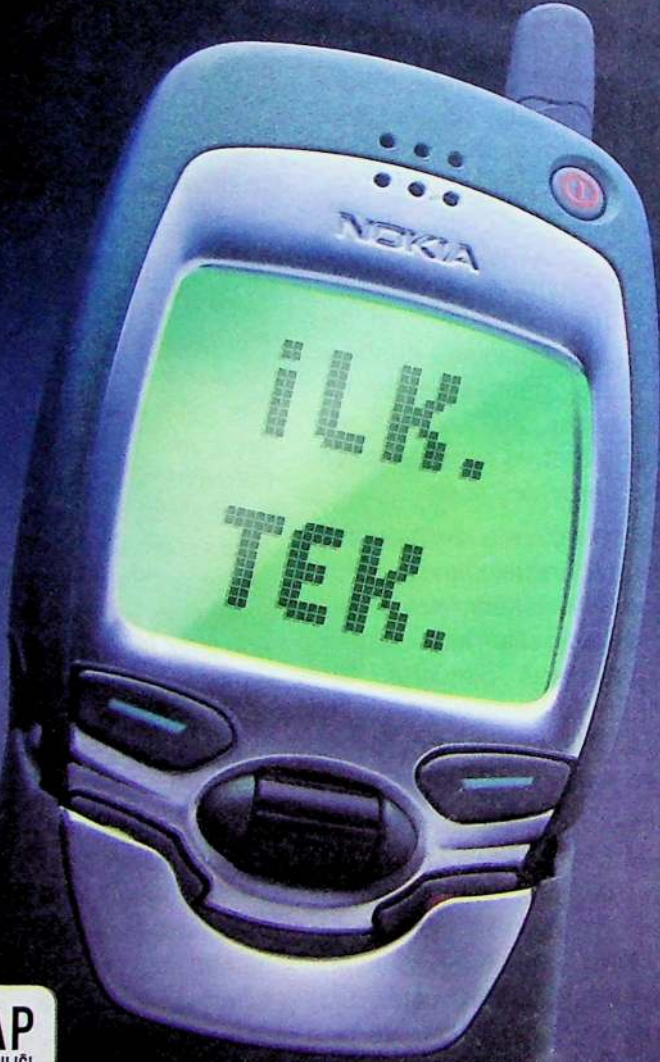
- Türkiye'de iç borçların faizleri çok hayati bir sorun olma-ya devam etmektedir.

Değerlendirmemi şu saptamayla tamamlıyorum:

*"Her şeye rağmen programın başarılı olması gerekir. Başarısızlığın Türkiye'ye maliyeti çok yüksek olabilir. Ancak, programın maliyetini düşürecek, riskini azaltacak önlemler alınmalıdır. Mal, sermaye, kam-  
biyo ve emek piyasalarındaki fiyatlar arasında dengelerin kurulmasına ve istikrar programının ilgili tüm çevrelere benimsetilmesine çaba gösterilmelidir. Ayrıca, programın uygulaması aşamasında dış kaynaklardan çok, içeride durgunluğun giderilmesiyle yaratılacak kaynaklara kaymaya özen gösterilmelidir. Aksi halde Türkiye enflasyonu yense dahi, dış borçlar altında ezilmeye mahkum bırakılmış olacaktır."*



**Pamukbank'tan bir ilk daha:  
WAP'ta online hisse senedi alım satımı.**



**7577 400**

Online hisse senedi  
alım satımı.

Kredi kartı  
ödemesi.

Fatura  
ödemesi.

Yatırım fonu  
alım satımı.

Para  
transferi.

Pamukbank size, Türkiye'de ilk defa cep telefonundan anında hisse senedi alıp satabileceğiniz teknolojiyi sunuyor. Böylece, nerede olursanız olun borsaya anında ulaşabileceksiniz.

*Peki sizin bankanız bugünlerde sizin için ne yapıyor?*

**PAMUKBANK**



# Görüşler

**Prof. Dr. CEVAT SARIKAMIŞ**

*İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Öğretim Üyesi*

## Türkiye'de Sermaye Piyasası

**S**ermaye piyasası uzun süreli fon ihtiyacı olan anonim ortaklıkların kendi menkul kıymetlerini satarak bu fonu sağladıkları ve daha sonra bu menkul kıymetlerin alınıp satıldığı bir piyasadır. Piyasanın varlığı ve etkin çalışması şu üç koşulun var olmasına bağlıdır:

– Ülkede uzun süreli fon ihtiyacını yaratacak düzeyde bir kalkınma gerçekleştirilmiş ve firmaların uzun süreli fon ihtiyacı yaratacak büyük yatırımlar yapmalarını özendirilecek

ekonomik, siyasal ve sosyal yapı var olmalıdır.

– Yatırımcı firmalar, çoğunlukla anonim ortaklık statüsünde olmalıdır ve şirket ortakları ortaklığı ve belki de şirketin yönetimini başkaları ile paylaşmayı içlerine sindirebilmelidirler.

– Tüketim fazlası olan özel ve tüzel bireyler tasarruflarını sermaye piyasasına yönlendirmeye arzulu olmalı ve devlet bu yönlendirmenin özendirilmesi için gerekli ekonomik ve

siyasal alt yapıyı hazırlamış olmalıdır.

Yukarıda sayılan kriterler göz önüne alındığında ülkemizde sermaye piyasasının işleyişinin düzgün olmasını engelleyen bazı etkenleri var olduğunu görmekteyiz. Şöyle ki:

– Sermaye Piyasası Kanununun yürürlüğe girdiği ve Sermaye Piyasası Kurulunun faaliyete geçtiği 1980'li yılların başından bu güne kadar geçen sürede ülkemiz enflasyonun olumsuz etkisinden kurtulamamış, yüksek enflasyonla mücadele için seçilen ekonomik araçların uygulanması bir taraftan talebi azaltarak, diğer taraftan yatırım maliyetlerini artırarak reel aktif yatırımların durma noktasına gelmesine neden olmuştur. 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının tekrar çalışmaya başlamasından sonra mevcut az ortaklı anonim ortaklıklarda halka açılma eğilimi hızla artarak gelişmiş, tasarruflular borsada oynamanın kendilerine büyük kazançlar sağlayacağı inancı ile fonlarını borsaya kanalize etmişlerdir. Ancak, halka açılma ile canlanması beklenen birincil pazar bu canlılığı yakalayama-

mıştır. Zira yatırım yapma ortamı yaratılamamıştır. Bu durum ikincil piyasanın derinliğini ve işlem hacmini artırmaya hizmet edecek yeni pay senetlerinin borsaya gelmesini sınırlamıştır.

– Şirket sahipleri, ortaklıklarının çok düşük bir payını halka açmışlardır. Bu da ikincil pazarın hisse senedi arzına doymasına ve buna bağlı olarak derinlik kazanmasına yetmemiştir. Kontrolü ellerinde tutan büyük ortakların ve onların atadığı yöneticilerin şirket kontrolünü kaybetme endişesi yaratmayan bu olgu, yönetimleri, halka bilgi aktarma ve yönetim kararları alırken küçük ortaklarının çıkarlarını düşünme ve pay senedi pazar fiyatını yüksek tutma endişesi dışında tutmuştur.

– Tasarruflarını sermaye pazarında değerlendirmek isteyen yatırımcıların büyük bölümü ikincil sermaye pazarını kısa vadede büyük paralar kazandıran bir pazar gibi algılamışlar ve kâr payı elde etmeyi değil yükselen fiyatlar nedeni ile sermaye kazancı elde etmeyi amaçladıkları için borsada büyük dalgalanmalara neden olan davranışlarda bulunmuşlardır.

– Borsanın çalışmaya başlayışının ilk yıllarında borsa aracı kurumlarında çalışanların sermaye pazarı bilgilerinin yetersiz olması nedeni ile aracı kurumlar, profesyonel olmayan yatırımcıları oriyente edememiş, onları doğru yatırımlar yapmaya yönlendirememişlerdir.

– Yüksek enflasyon sonucu oluşan yüksek piyasa faizi ve büyük bütçe açıkları vermesi nedeni ile bu yüksek faizle iç borçlanmaya giden devlet yıllar boyu büyüyen bir rantiyeye sınıfı yaratmış ve bu sınıf ellerindeki likit fonları, borsa, hazine bonosu ve döviz üçgeninde, en yüksek verime sahip olacak şekilde yönlendirdiği için zaman zaman borsa endeksinde büyük dalgalanmalar olmuştur. Kısa sürelerde ortaya çıkan bu yükseliş ve düşüşler yatırımlarını borsaya yönlendirmiş küçük tasarruf sahiplerine büyük kayıplar vermiş onları borsadan soğutmuştur.

Sermaye piyasasının karşısında duran bu olumsuzluklara rağmen gerek birincil, gerek ikincil pazarda oldukça gelişme kaydedilmiştir. Bu gelişme-

ler şu başlıklar altında özetlenebilir.

– Sayıları artan ve borsada oluşan gelirden daha büyük pay alma yarışına giren aracı kurumlar, eğitilmiş yatırımcı uzmanları istihdam etmeye ve yatırımcılara daha iyi hizmet verebilmek için düzenlemeler yapmaya başlamışlardır.

– Borsanın ilk yıllarında yanlış gönderilerek zarara uğrayan yatırımcılar, borsa işlemleri hakkında daha tecrübeli hale gelmişlerdir. Yatırımcıların bir bölümü bağımsız portföy sahibi olma yerine yatırım fonları katılım belgelerine yatırım yapmaya başlamışlardır.

– Kısa süreli yatırım yapmak ve "gelişen bir borsanın" sunduğu aşırı gelir elde etme olanağından yararlanmak üzere yabancı yatırımcılar borsaya gelmeye başlamışlardır.

– Sermaye Piyasası Kanununun ortamı hazırlamasına bağlı olarak kurumsal yatırımcılar, bireysel yatırımcılara hizmet veren kurumlar olarak borsada etkili olmaya başlamışlardır.

– İstanbul Menkul Kıymetler Borsası daha iyi hizmet verebilecek maddi olanaklara ka-

vuşmuş ve modern bir borsanın sahip olduğu işleyiş biçimini alabilmiştir.

– Borsanın çalışmaya başladığı ilk yıllara oranla anonim şirket yöneticileri borsa ile daha yakından ilgilenmeye başlamışlar ve hisse senetleri borsada kote ettirilmiş şirketler borsaya daha fazla ve analiz edilebilir bilgi ve finansal veri sağlamaya başlamışlardır.

Bugün ülkemizde sermaye pazarının ulaştığı yer 1980'li yılların başlarına göre oldukça ileridedir ve geleceğe umutla bakmaya ortam hazırlamaktadır. Ancak, sermaye pazarının ülke ekonomisine ve sosyal yaşamına daha etkili katkıda bulunabilmesi için bazı engellerin aşılması gerekmektedir.

– Ülkemizde birincil sermaye piyasasının hâlâ etkin ve yoğun çalıştığı söylenemez. Özel sektör tahvil ihraçları hemen hemen hiç yoktur. Hisse senedi ihraçları ise ikincil piyasada arzı artıracak büyüklüğe gelememiştir. Bu durumun başta gelen nedeni Türkiye ekonomisinin 1980'li yıllardan bu güne kadar yüksek enflasyonun etkisi altında olmasıdır. Yüksek enflasyon nedeni ile

oluşan yüksek finansman maliyetleri yatırımcı sanayi kuruluşlarını reel aktif yatırımları yapmaktan caydırmaktadır. Buna ek olarak enflasyonla mücadele etmek için seçilen "tüketimi kısma" politikası var olan potansiyel talebin efektif talebe dönüşmesini önlediği için kurulu kapasitelerini tam olarak kullanamayan veya mevcut kapasite ile yetinme zorunluluğu hisseden şirketleri yeni aktif yatırımları yapmaktan uzaklaştırmaktadır. Yeni yatırımların çok kısıtlı olması, uzun süreli fon gereksinmesini azalttığı için sermaye artırımları sadece işletme sermayesi finansmanı ile sınırlı kalma eğilimine girmektedir.

Sermaye piyasasının daha etkin olmasını sağlamak için bu enflasyon engelini mutlaka aşılması gerekmektedir.

– Yüksek enflasyon nedeni ile iş hacimleri, fiyat artışlarına bağlı olarak şişen firmaların işletme sermayeleri her yıl artış göstermektedir. Bu artışın finansman kaynağı o dönem elde edilen kâr olmakta, halka açık şirketler ortaklarına bir taraftan kâr payı dağıtırken diğer taraftan işletme sermayesi

açıklarını karşılamak için sermaye artırımına giderek dağıtıkları kâr payını ortağın cebinden geri almaktadırlar.

Birincil pazarda pay senedi ihracı sadece bu nedene dayanmamaktadır. Enflasyonun gerekli kıldığı duran varlıkların yeniden değerlendirilmesi sunucu oluşan "yeniden değer artış fonu"nun sermayeye eklenerek ortaklara pay senedi dağıtılması da birincil pazarı hareketlendirmekte ve ikincil pazarda, sınırlı da olsa, menkul kıymet arzının artmasına katkıda bulunmaktadır.

Gerek kâr payı ile finanslanan sermaye artırımını, gerek bedelsiz hisse senedi dağıtımını, ikincil pazarda arzı artırıcı etki yapmakta ise de ikincil pazarda yatırımcıları yanlış şartlandırmaktadır.

– Ülkemizde düzenli nakit kâr payı dağıtımının sınırlı kalması yatırımcıyı kâğıt üzerinde zenginleştirmektedir. Bir yıl önce, örneğin 100 hisse senedine sahip yatırımcı, bir yıl sonra, bedelsiz ve kâr payı şeklinde hisse senedi sahibi olarak portföyündeki senet sayısının 200 adede çıktığını görmekte ve ancak hisse senetlerini sattığın-

da realize edebileceği bir zenginlik artışına kavuşmaktadır. Bu durum, kanımca yatırımcının bütün dikkatini borsa endeksinin günlük değişimleri üzerinde yoğunlaştırmaktadır. Bu yoğunlaşmanın en önemli sakıncası hisse senetlerinin piyasa fiyatını oluşturan en önemli iki etkenin göz ardı edilmesine sebep olmasıdır. Bu etkenlerin birincisi şirketin dağıtacağı dönemsel kâr payı ve dolayısı ile pay senedi verimliliğidir. İkinci etken ise pay senedinin taşıdığı, ülkenin ve sektörün ekonomik yapısından ve şirketin bu ekonomik yapı içindeki konumu ve finansal yapısından kaynaklanan risktir. Bu iki etken, bütün gelişmiş ülkelerde sermaye piyasasına işlem gören pay senetlerinin gerçek değerini belirleyen etkenler olarak algılanır. Piyasada oluşan günlük arz ve talebe göre pay senedinin piyasa değeri belirlenir ki bu fiyat gerçek değer etrafında dolaşır.

– Hisse senedinin piyasa değerinin artış ve düşüşlerine göre zenginliğini belirleme eğiliminde olan yatırımcılar, bu artış ve düşüşlerin, yukarıda sayılan üç nedene bağlı olduğunu

göz ardı ederek, fiyatlar yükseleceği var sayımı ile alışa, fiyatların düşmesinden etkilenerek satışa geçme alışkanlığına sahip olduklarında ikincil piyasa riski yüksek, yakın gelecekte ne olacağının tahmin edilemediği bir piyasa konumuna düşer.

Sadece borsa endeksinin geçmişte nasıl geliştiğine bakarak bu gelişmelerden gelecek hakkında sonuçlar çıkarmayı ilke edinmiş "teknik analiz", temel analiz teknikleri kullanılacak pay senedinin gerçek değerinin hesaplanması yapılmadan uygulandığında, yanıltıcı sonuçlar verir ve spekülâtif bir pazarın oluşmasına katkıda bulunur. Bu nedenle menkul kıymetler borsası ile ilgili kişilerin, aracı kurum uzmanlarının, fon yöneticilerinin ve yatırımcıların gerçek değer hesapları yapılmasının önemini kavramalarını sağlayıcı çalışmalar yapılmalı ve bu analizlerin yapılacağı şirket verilerinin şirket yöneticileri tarafından uzmanlara ulaşması sağlanmalıdır.

-- Özellikle 1983 yılından sonra ivme kazanan "iç borçlanma ile bütçe açıklarını kapama" politikası finans piyasalarındaki yatırılabılır fonların dev-

let tarafından emilerek bu fonlara sahip küçük bir gruba pompalanmasına neden olarak elinde büyük likidite bulunan bir rantıye sınıfı yaratmıştır. Bu grup ellerindeki likiditeyi, borsa, hazine bonosu ve döviz üçgeninde dolaştırarak büyük kârlar sağlama gayreti ile bazen borsaya, bazen hazine bonosuna, bazen de döviz ve diğer yatırım araçlarına yönelmişlerdir. Bu yöneliş borsa endeksinin büyük dalgalanmalar yapmasının başlıca nedenlerinden birini oluşturmaktadır. Siyasal otoritenin enflasyonla savaşırken, bu likiditenin verimli yatırımlara kanalize edilmesini de sağlayarak finans pazarındaki dalgalanmaları hafifletmeye çalışması kaçınılmazdır.

Sonuç olarak söylenebilir ki serbest ekonomi ortamında, nasıl ki hiçbir ekonomik hareket piyasa dışı etkenlerle yönlendirilmezse sermaye piyasası da normal akışı ve pazarın işleyişini belirleyen etkenler dışındaki etkenlerle geliştirilemez. Sermaye pazarı ile ilgili bütün karar odaklarının yapması gereken pazarın gelişip serpilmesini sağlayacak ekonomik sosyal ve siyasal ortamı hazırlamak ve pazarın önündeki engelleri kaldırmaktır.





1996 yılında kurulan ve Haziran 1998'de hisselerinin % 49'u halka arz edilen **Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** (İMKB: YKGYO), Türk gayrimenkul sektöründe büyük bir güç olarak yerini aldı.

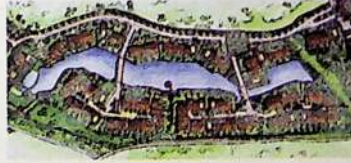
**Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı**, Yapı Kredi'nin fi-

nansal alandaki uzmanlığının ve Koray Yapı Endüstrisi'nin gayrimenkul alanındaki deneyiminin getirdiği gücü taşıyor.



Halen **Yapı Kredi Koray**

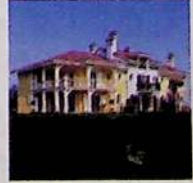
**Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı**'nin portföyünde, Yapı Kredi Plaza'da ofis katları, Kemer Country Yalikonaklar ve



Elit Residence gibi lüks konut projelerinin yanı sıra, Türkiye'de, tamamı bir gayrimenkul

yatırım ortaklığı tarafından geliştirilen ve pazarlanan ilk konut projesi olan İstanbul İstanbul bulunuyor.

**Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı**, bugün, 100 milyon dolara yaklaşan toplam aktifleri



ve yeni projeleriyle, gayrimenkulün yüksek getiri sağlayan yatırım araçlarından biri olduğu ülkemizde, olağanüstü yatırım imkânları sunmaya devam ediyor.

**YAPI KREDİ | KORAY**

**GA Y R İ M E N K U L Y A T I R I M O R T A K L I Ğ I A . Ş .**

Büyükdere Caddesi Yapı Kredi Plaza B Blok Kat: 7 Levent 80620 İstanbul

Telefon: (0212) 284 13 56 (pbx) Faks: (0212) 284 13 58

E-Posta: [ykk@yapikredikoray.com](mailto:ykk@yapikredikoray.com) İnternet Adresi: [www.yapikredikoray.com](http://www.yapikredikoray.com)

## EKONOMİK GÖSTERGELER DIŞ DÜNYA (ŞUBAT 2001)

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.	3.5	3.4	4.2	4.1	-441.7	-416.5	5.75	9.50
Almanya	2.8	2.4	1.8	10.2	52.7	-29.2	-	-
Avustralya	4.2	5.8	6.8	7.0	-4.6	-17.8	6.25	9.00
Avusturya	1.9	2.6	2.2	3.6	-4.0	-4.4	-	-
Belçika	3.2	2.2	1.6	11.3	13.5	10.3	-	-
Danimarka	2.7	2.4	3.8	5.4	4.3	2.6	5.50	8.00
Fransa	3.0	1.6	5.3	10.6	2.9	26.9	-	-
Hollanda	3.3	2.9	2.9	2.7	12.4	13.9	-	-
İngiltere	2.4	2.9	4.4	5.9	-42.4	-16.3	6.84	7.00
İspanya	3.9	4.0	2.4	15.1	-39.6	-19.2	-	-
İsveç	4.0	1.4	2.9	5.3	14.1	5.9	4.00	4.46
İsviçre	3.6	1.5	0.2	2.5	-1.1	32.5	3.45	5.50
İtalya	2.5	2.7	1.8	11.1	1.3	-5.8	-	-
Japonya	1.4	-0.2	1.8	4.7	120.5	120.0	0.24	1.50
Kanada	5.0	3.2	3.4	6.8	33.6	7.7	5.37	7.25
Euro-11	3.4	2.6	1.8	9.6	13.5	-26.2	4.82	5.55

Açıklamalar: (b.d.) = Belli Değil. Kaynak: The Economist, 3 Şubat 2001.

(\*) Yıllık Yüzde Değişim.

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

---

# Sermaye Piyasası

---

**MUSTAFA BARIŞ**

*Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi Yayın Yönetmeni*

---

## Borsa Yeni Yıla Yükselerek Başladı

**G**eçen yılı 9.437 puandan kapatan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Ocak ayının ilk işlem gününde de 2000 yılından farklı bir seyir çizemedi. 2000 yılı içinde dolar bazında % 50, Türk Lirası bazında ise % 38 oranında değer yitiren borsa 2001 yılının ilk işlem günü ise % 0.32 oranında değer kazanarak 9.467 puandan kapattı. Borsa yeni yılın ilk haftasını artışla kapattı. Salı ve Çarşamba günleri düşük işlem hacmiyle yatay seyir izleyen borsa, Perşembe günü % 40'ın altına gerileyerek, son 14 yılın en düşük düzeyine inen yıllık enflasyon ve Amerikan Merkez Bankası'nın faiz indirimi nedeniyle yurtdışı piyasalarda gözlenen çıkış eğiliminden etkilendi. Cuma günü ise kâr satışlarıyla bir miktar gerileme gözlemlendi. İMKB bu seyir sonucunda haftayı % 6.04'lük artışla kapattı.

Borsa Ocak ayının ikinci haftasında faizlerin gölgesinde kaldı. Faizlerin gevşemesi, Banka ve holding hisselerine gelen alımlar genele yayılınca borsa haftanın ilk günü ortalama % 5.53'lük artış

gösterdi. Faizlerin düşmesi nedeniyle, Salı ve Çarşamba günleri alımların genele yayılması ve yabancı yatırımcılarında bu alımlar içinde yer alması sonucu yükselişini sürdürdü. Perşembe ve Cuma günleri ise borsa kâr satışlarının etkisinde kalarak iki gün üst üste düşüşünü sürdürdü. Fakat buna rağmen borsa haftayı % 8.73'lük değer artışı ile 11.400 puandan kapadı.

Yeni yıla iyi bir başlangıç yapan ancak "Beyaz Enerji" skandalı nedeniyle hız kesen borsa Ocak ayının üçüncü haftasının ilk işlem gününde de düşüşünü sürdürdü. Salı ve Çarşamba günü çeşitli bahaneler nedeni ile düşen borsaya tepki alımları geldi. Perşembe günü Fransa'da kabul edilen sözde "ermenî soykırım tasarısı" borsada az da olsa düşüşe neden oldu. Cuma günü tekrar alışlar ile toparlanan borsa haftayı % 3.97 oranında artışla kapattı.

Borsada tedirgin bekleyiş Ocak ayının dördüncü haftasında da devam etti. Anayasa üzerindeki değişiklik hazırlıkları, Anayasa Mahkemesi'nin yaptığı açıklamalar, Fazilet Partisi'nin kapatılma davası, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) tarafından yönetilen bankaların satışları, Hükümete yönelik olası gerginlik beklentileri ve para piyasalarındaki gelişmeler hafta boyunca etkili oldu. Bu gelişmeler sonucunda borsa haftayı % 5.77 oranında düşüşle kapadı.

Yaşanan olumsuz gelişmelerin Ocak ayının son haftasında da devam etmesi sonucu borsa Pazartesi ve Salı günü de düşüşünü sürdürdü. Fakat ayın son günü Amerikan Merkez Bankası'nın faiz indirimine gitmesi nedeni ile günü yükselerek kapadı.

Sıralanan bu etkiler sonucunda "31 Ocak 2001 Çarşamba" günü kapanış fiyatları itibariyle 10.658,07 puana yükselen İMKB Ulusal - 100 endeksinin Aralık ayı sonuna göre değer artışı % 13.22 düzeyinde olmuştur. Yine aynı günkü kapanış fiyatları itibariyle, Banka - Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi endeksi, İMKB Ulusal - 100 endeksinin aksine daha az artış göstermiş ve Ocak ayında % 5.17 oranında değer kazanarak 3.035.452,15 puana yükselmiştir. Endeks kapsamındaki 40 hisseden 28 tanesi değer artışı göstermiş, 9 hisse değer kaybetmiş ve 1 hisse ise fiyatını korumuştur. (Aktaş ve Çukurova Elektrik tahtaları işleme kapalıdır.) Ay içinde en

fazla değer kazanan ve kaybeden hisseler tablo 1 ve 2'de gösterilmiştir.

**Tablo 1**  
**Ocak Ayının En Başarılı Hisseleri**

Dergi Endeksi Kapsamında	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
İzocam	51.11	EGS Fin.Kir.	178.84
Yapı Kredi Bank.	42.02	Vakıf Risk	71.42
Garanti Bank.	34.66	EGS Dış Tic.	66.66
Brisa	28.73	Konfrut Gıda	56.52
Koç Holding	24.56	Menderes Tekstil	51.42
Kav Dan.Paz.Tic.	18.42	Ceylan Giyim	44.64
Arçelik	17.39	Vakıf Fin.Kir.	44.06
Migros	16.92	İş Bankası (Kur.)	43.81
A.Teletaş	16.90	Arat Tekstil	42.50
Ege Gübre	16.17	Adel Kalemcilik	40.00

**Tablo 2**  
**Ocak Ayının En Başarısız Hisseleri**

Dergi Endeksi Kapsamında	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
Gentaş	- 61.53	Emek Elektrik	- 41.79
Mudurnu Tav.	- 49.03	Transtürk Holding	- 40.00
Makine Takım	- 32.55	Esbank	- 34.78
T. Demir Döküm	- 13.04	İhlas Finans	- 33.84
Ereğli D.Ç.	- 9.09	Esem Spor Giyim	- 30.14
Kordsa	- 6.00	İhlas Holding	- 28.39
Sarkuysan	- 1.96	Türk Tuborg	- 24.07
Pınar Süt	- 1.72	Penguen Gıda	- 23.91
İzmir D.Ç.	- 1.29	Borusan Yat.Paz.	- 23.77
		Oysa Niğde Çim.	- 21.15

### **Sermaye Artırımları**

Aralık ayından sonra Ocak ayında da sermaye artırımları devam etmiştir. Tablo 3'te, Ocak ayında sermaye artırımını gerçekleştiren 9 şirketin artırım öncesi ve sonrası sermaye rakamlarıyla, bedelli ve bedelsiz artırımlarının tutarları gösterilmiştir. Sermaye artırımlarının yanı sıra, Ocak ayında 5 şirketin kayıtlı sermaye tavanı artırımları Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından onaylanmıştır. Bu şirketlerin eski ve yeni kayıtlı sermaye tavanları Tablo 4'te gösterilmiştir.

### **Yabancı Yatırımcılardan 2000 Yılında 3.2 Milyar Dolarlık Net Satış**

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na yön veren yabancı yatırımcılar, 2000 yılında Mart ayı hariç tüm yıl boyunca satış yaptılar. Aralık ayında borsadaki net satıcı konumunu sürdüren yabancı yatırımcıların 2000 yılının tümündeki toplam net alımları 15 milyar 34.9 milyon dolar olurken, toplam satışları 18 milyar 147.9 milyon dolara ulaştı. Yabancıların 2000 yılındaki toplam net satışları da 3 milyar 140 milyon dolar oldu. Yabancı yatırımcılar, Aralık ayında net 112.7 milyon dolarlık satış yaptı. Aralık ayındaki yabancı işlem hacmi 1 milyar 541.5 milyon dolarla 2000 yılının en düşük ikinci, aylık işlem hacmini oluşturdu.

Yabancı yatırımcıların 2000 yılının tümünde yaptıkları alış ve satış toplamı 33 milyar 209.8 milyon dolara ulaşırken, 1999 yılına göre dolar bazında % 85.7 arttı. Yabancıların 3.1 milyar dolarlık net satış yaptıkları 2000 yılında portföylerinin toplam tutarında 8 milyar dolarlık azalma oldu. 1999 yılında 15 milyar 358 milyon dolar olan yabancı portföy değeri % 52 düşerek 7.4 milyar dolara indi. Portföy değerinde yaşanan 7.9 milyar dolarlık azalmanın 3.1 milyar doları net satışlardan, 4.8 milyar doları ise hisse fiyatlarında yaşanan düşüşlerden kaynaklandı.

### Hazine İhaleleri

Hazine, biri 6 diğeri 14 ay olan yılın ilk iki ihalesini yaptı. 1.5 katrilyon lira hedefleyen Hazine toplam net 1.4 katrilyon lira borçlandı. Borçlanma faizi 6 aylıkta % 67.47, 14 aylıkta % 64.99 oldu. İhaleye yabancılar da ilgi gösterdi ve iç borçlanmaya sıcak para

**Tablo 3**  
**Ocak Ayında Sermaye Artırımları**  
**(Milyon TL)**

Şirket	Önceki Ser.	Bedelli	%	Bedelsiz	%	Yeni Ser.
Alfa Menkul Değ.	2.800.000	300.000	-	-	-	3.100.000
Doğusan	784.000	706.000	90	941.000	120	784.000
Gentaş	1.348.000	-	-	2.696.000	200	4.044.000
Haznedar Ref.	1.250.000	-	-	500.000	40	1.250.000
Meges Boya	1.000.000	1.080.000	108	520.000	52	1.000.000
Okan Tekstil	1.200.000	2.400.000	200	2.400.000	200	6.000.000
Parsan	1.440.000	-	-	2.880.000	200	4.320.000
Trakya Cam	46.850.000	-	-	20.294.000	43,32	67.144.000
Yasaş	2.835.000	1.418.000	50	1.418.000	50	5.670.000

**Tablo 4**  
**Ocak Ayında Kayıtlı Sermaye Tavanı Artırımları**  
**(Milyon TL)**

Şirket	Önceki Tavan	Yeni Tavan
Deva Holding	16.000.000	100.000.000
Alternatif Bank	44.700.000	100.000.000
Batı Çimento	21.000.000	50.000.000
İktisat Fin.Kir.	6.000.000	20.000.000
Öz Finans Fact.	1.500.000	7.500.000

döndü. Toplam 2 katrilyon 361 trilyon liralık teklifin geldiği 6 aylık bono ihalesinde net 1 katrilyon 147 trilyon liralık satış yapıldı. 14 aylık tahvil ihalesindeyse gelen toplam talep 683 trilyon liraydı ve bu ihalede net 250 trilyon liralık satış % 64.99 yıllık bileşik faiz oranıyla gerçekleştirildi. Böylelikle Hazine net 1 katrilyon 398 trilyon lira iç borçlanmaya gitti.

**Tablo 5**  
**2000 Yılında Endekslerdeki Artış Oranları**

Endeksler	FİYAT ENDEKSLERİ			GETİRİ ENDEKSLERİ		
	1999 Sonu	2000 Sonu	Artış (%)	1999 Sonu	2000 Sonu	Artış (%)
İMKB ULUSAL – 100	15.208	9.437	-38.23	16.005	10.383	-35.12
İMKB ULUSAL – TÖM	14.196	8.884	-37.41	15.543	9.784	-37.05
İMKB ULUSAL – 30	19.367	11.909	-38.50	21.132	13.058	-38.20
İMKB ULUSAL – SİNAİ	9.945	6.954	-30.07	10.807	7.627	-29.42
GIDA, İÇECEK	9.065	7.619	-15.95	9.444	7.979	-15.51
TEKSTİL, DERİ	3.629	3.360	-7.41	3.973	3.727	-6.19
ORMAN, KAĞIT, BASIM	8.374	6.282	-24.98	9.654	7.429	-23.04
KİMYA, PETROL, PLASTİK	12.455	7.394	-40.63	13.855	8.377	-39.53
TAŞ, TOPRAK	10.323	6.924	-32.92	11.684	8.025	-31.31
METAL ANA	8.162	4.816	-40.99	8.581	5.047	-41.18
METAL EŞYA MAKİNE	12.960	8.363	-35.47	13.793	8.936	-35.21
İMKB ULUSAL – HİZMETLER	13.194	7.224	-45.24	14.240	7.832	-45.00
ULAŞTIRMA	7.166	5.842	-18.47	8.815	7.175	-18.60
TURİZM	3.293	2.093	-36.44	3.405	2.164	-36.44
TİCARET	15.304	10.220	-32.22	15.656	10.486	-33.02
İMKB ULUSAL – MALİ	21.180	12.837	-39.39	23.480	14.289	-39.14
BANKA	24.660	14.726	-40.28	28.005	17.170	-38.68
SİGORTA	20.715	17.873	-13.71	21.765	18.736	-13.91
FİNANSAL KİR., FAC.	3.993	3.179	-20.38	4.745	3.826	-19.36
HOLDİNG VE YATIRIM	17.743	10.513	-40.74	18.085	10.732	-40.65
İMKB BÖLGESEL, YŞP	13.450	16.718	24.29	13.492	16.770	24.29
İMKB YATIRIM ORTK.	6.612	6.219	-5.94	8.460	9.354	10.56



## Sektör Endekslerinin Yıllık Gelişimi

2000 yılında borsa yatırımcısına büyük oranlarda kayıplar vermiştir. 2000 yılında borsadaki genel düşüş oranı % 38.23 olarak hesaplanmış olmakla birlikte, tüm hisselerin veya sektörlerin aynı performansı gösterdiklerini söylemek mümkün değildir. Yıl içinde sadece iki sektör yatırımcılarına kazanç sağlamışlardır. Bu sektörler İMKB Bölgesel, YŞP ve İMKB Yatırım Ortaklıklarıdır. 2000 yılı içinde en yüksek düşüş % 45.24 ile İMKB Ulusal - Hizmetler sektöründe gözlenirken, diğer sektörler sırasıyla; Metal Ana sektörü % 40.99, Holding ve Yatırım sektörü % 40.74, Kimya, Petrol, Plastik sektörü % 40.63 ve Banka sektörü % 40.28 oranlarında düşüş gösteren sektörler olarak sıralanmışlardır.

Seçilmiş hisselerden oluşturulmakta olan Ulusal - 30 endeksinin düşüş oranı, Ulusal - 100 endeksiyle hemen hemen aynı olmuştur. Dikkat edilmesi gereken diğer bir husus da; fiyat endeksleri sadece hisselerin fiyat düzeylerine göre hesaplanırken, kâr payı verimlerini de dikkate alan getiri endekslerinin yıllık kazanç oranları hakkında daha gerçekçi bilgi vermekte olduklarıdır. Sektörler arası sıralamada ise iki endeks türü arasında pek farklılık gözlenmemekte, en çok düşüş gösteren sektörler yine aynı şekilde sıralanmaktadır. 2000 yılında endekslerdeki düşüş ve artış oranları tablo 5'te gösterilmiştir.

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

Aylar	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ocak	10382.15	46499.72	66641.02	121282.26	482009.45	970038.69	736963.15	5078678.55	3035452.15
Şubat	14056.56	43685.74	72135.19	148672.55	481567.26	870185.89	996300.48	4534752.07	
Mart	13455.69	36336.97	94874.84	178248.67	449760.66	936427.88	1224154.39	4662632.07	
Nisan	20399.46	37260.41	109201.43	174945.81	419157.76	1246481.82	1343754.27	5742031.40	
Mayıs	21856.16	40688.45	112502.77	166514.22	468188.27	1073822.72	1403551.33	4833067.82	
Haziran	26303.88	52300.27	116528.07	193595.07	526546.21	1187994.27	1288600.47	4520368.33	
Temmuz	24501.68	59216.98	128087.60	176955.20	568012.42	1210065.312	1457020.55	4518028.77	
Ağustos	27193.90	69147.24	110555.47	183969.42	579112.78	737615.22	1352406.47	4355709.75	
Eylül	33729.97	68630.14	98538.52	207830.76	779779.25	630484.23	1733920.33	3762897.75	
Ekim	34444.97	66413.15	114393.38	238854.42	849700.62	573932.44	1797901.99	4397698.60	
Kasım	44519.48	74373.54	96196.98	267385.51	839360.91	703595.71	2336373.64	2904240.15	
Aralık	51099.56	71525.29	96450.06	277923.68	956310.79	726072.07	4117624.90	2886233.86	

Sıra No.	Kuruluşun Adı	Kayıtlı Sermaye (Milyon TL)	Çıkarılmış (Ödenmiş) Sermaye (Milyon TL)	Takvim Yılı Kârı (Net)			Dağıtılan Kâr Payı (%)			Piyasa Fiyatı (TL)			
				1998 (Milyon TL)	1999 (Milyon TL)	2000 (Milyon TL)	1997 (Net)	1998 (Net)	1999 (Net)	Ocak 2000	Kasım 2000	Aralık 2000	Ocak 2001
1	AKTAŞ	-	1.000.000	4.794.000	3.310.528	7.453	400 00	99 000	275 00	227 500	150 000	150 000	150 000
2	ANADOLU CAM	70.000.000	19.237 000	174 000	1.117.488	2.342	-	1 000	-	10 000	4 450	3 850	4 050
3	ARÇELİK	100 000 000	60 600 000	25 647 000	61 253 949	86 232	20 00	6 600	60 00	36 500	13 000	11 500	13 500
4	BAĞAŞ	10 000 000	2 000 000	2 380 000	2 599 697	3 238	50 00	11 000	50 00	39 000	18 000	16 500	17 750
5	BOLU ÇİMENTO	24 788 000	24 788 000	3 389 000	3 983 369	2 838	34 56	1 875	24 44	7 900	2 250	2 050	2 100
6	BRISA	25 000 000	7 442 000	11 897 000	13 137 330	18 954	78 00	6 300	88 30	36 000	27 500	21 750	28 000
7	ÇELİK HALAT	5 000 000	1 994 000	349 000	312 820	-104	24 00	3 850	12 00	17 000	3 700	3 000	3 300
8	ÇİMSA	16 848 000	16 848 000	6 279 000	10 788 069	12 648	100 00	6 700	31 00	18 000	8 500	8 200	9 100
9	ÇUKUROVA ELEKTRİK	-	500 000	8 805 000	-23 969 824	-36 254	1601 38	310 000	-	670 000	485 000	485 000	485 000
10	DÖKTAŞ	20 000 000	9 600 000	22 113 000	-1 550 430	-2 729	25 00	5 400	-	12 500	3 500	3 300	3 700
11	ECZACIBAŞI YATIRIM	50 000 000	19 800 000	-437 000	7 897 837	8 131	-	13 000	50 00	10 500	3 250	3 700	3 700
12	EGE GÜBRE	2 009 000	2 009 000	484 000	1 259 177	1 112	36 00	7 100	57 89	11 750	3 400	3 400	3 950
13	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	44 352 000	44 352 000	-32 675 000	-24 922 263	86 604	-	12 250	-	23 500	13 250	13 750	12 500
14	GENTAŞ	4 044 000	4 044 000	1 343 000	1 199 502	1 927	-	3 500	10 00	13 500	9 200	10 400	4 000
15	GOOD-YEAR	21 000 000	11 918 000	3 237 000	-4 585 600	-5 422	25 00	6 300	-	16 000	8 900	8 400	9 200
16	GÜBRE FABRİKALARI	10 000 000	2 500 000	953 000	877 200	241	85 00	11 750	19 00	22 000	7 000	7 500	7 600
17	HEKTAŞ	15 000 000	10 308 000	820 000	-2 095 993	844	22 16	1 950	-	3 650	2 000	2 050	2 150
18	İZMİR DEMİR ÇELİK	62 250 000	62 250 000	772 000	1 147 456	-1 190	-	460	-	4 700	720	770	760
19	İZOCAM	12 000 000	4 500 000	1 154 000	1 095 371	2 678	30 00	2 625	25 00	12 000	4 900	4 500	6 800
20	KARTONSAN	2 700 000	2 025 000	4 574 000	1 868 731	5 101	130 00	12 000	57 75	39 500	28 500	34 500	35 500
21	KAV DAN PAZ. TİC.	7 000 000	6 435 000	617 000	3 888 455	3 506	8 00	1 625	40 00	9 200	4 500	3 800	4 500
22	KOÇ HOLDİNG	250 000 000	64 102 000	27 140 000	42 296 323	44 821	20 00	25 000	15 00	117 500	25 500	28 500	35 500
23	KONYA ÇİMENTO	-	4 873 000	1 966 000	3 156 398	3 228	31 30	4 600	50 00	17 250	6 800	5 900	6 300
24	KORDSA DUPONT	60 000 000	24 084 000	3 361 000	3 421 774	10 880	50 00	7 800	24 50	21 750	9 000	10 000	9 400
25	MAKİNA TAKİM	18 500 000	16 819 000	960 000	420 697	545	-	1 250	-	1 975	450	430	290
26	MİGROS	9 180 000	9 180 000	15 275 000	25 038 772	20 741	300 00	330 000	350 00	435 000	63 000	65 000	76 000
27	MÜDÜRNU TAV.	13 200 000	3 300 000	1 424 000	596 223	381	-	8 200	-	12 500	3 400	2 600	1 325
28	OLMUKSA	10 000 000	4 066 000	-994 000	659 712	3 095	-	3 550	-	21 750	8 100	7 700	8 300
29	OTOSAN	50 000 000	29 243 000	31 460 000	1 250 308	36 487	1200 00	92 000	-	28 000	29 000	27 500	28 500
30	PETROL OFİSİ	100 000 000	50 000 000	31 710 000	70 157 454	59 578	350 00	51 000	291 76	125 000	19 000	27 000	30 000
31	PINAR SÜT	15 000 000	5 167 000	1 503 000	4 497	4 497	90 00	8 400	50 00	15 500	5 400	5 800	5 700
32	SABANCI HOLDİNG	600 000 000	450 000 000	33 073 453	38 620 385	69 066	-	-	8 00	31 500	5 000	5 800	6 000
33	SARKUYSAN	10 000 000	4 000 000	3 912 000	4 020 727	3 936	200 00	13 250	55 00	23 500	10 250	10 200	10 000
34	TELETAŞ	10 000 000	2 000 000	6 796 000	4 488 080	1 554	70 00	13 000	-	135 000	60 000	71 000	83 000
35	TUPRAŞ	100 000 000	74 752 000	96 367 000	212 969 504	208 661	-	-	233 70	59 000	23 750	25 000	28 000
36	TÜRK DEMİR DÖKÜM	15 000 000	10 000 000	546 000	-4 766 215	3 148	10 00	3 150	-	9 200	5 400	4 600	4 000
37	T. GARANTİ BANKASI	1 000 000 000	260 000 000	130 075 500	181 098 648	207 453	-	8 800	-	9 500	4 200	3 750	5 050
38	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM	150 000 000	84 106 000	3 720 000	1 539 518	2 832	14 00	3 300	1 40	9 750	4 800	5 000	5 400
39	YAPI KREDİ B.	-	501 563 000	85 119 000	211 276 596	340 185	50 00	3 900	64 00	16 000	3 600	3 450	4 900
40	YASAŞ	10 000 000	2 835 000	1 426 000	1 057 215	1 659	221 00	32 500	9 49	12 750	4 100	3 500	2 175

Konuşurken kendinize güvenin...

İletişim rehberiniz Genpa, en iyilerle ve en yenilerle, teknolojiyle güveni buluşturuyor. Hayatınıza giren her sese sıcacık tonlar katıyor.

**gen  
pa**

İletişim teknolojisi ile güvenin buluştuğu nokta

**TURKCELL**

**ERICSSON**

**SIEMENS**

**AICATEL**

**NOKIA**

Nispetiye Caddesi, Etiler Sokak 3 Etiler, 80630 İstanbul Tel: 0 212 287 17 17 pbx

[www.genpa.com.tr](http://www.genpa.com.tr)

---

## Görüşler

---

**Prof. Dr. İZZETTİN ÖNDER**

*İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Öğretim Üyesi*

---

### 2001 Bütçe Felsefesi ve Yapısı

**H**ükümetlerin bir yıllık icraat programının mali portresi niteliğindeki bütçelerin, geçmiş dönemlerden ve geleceğe yönelik programlardan soyutlayarak analiz edilmesi anlamlı değildir. Zira, her dönem bütçesi geçmişten ciddi altyapılar ve sınırlayıcı (istisnai hallerde rahatlatıcı) yapılar devralır. Benzer şekilde, her dönem bütçesi, ekonominin önemli bir bölümünü oluşturması nedeni ile, geleceğe yönelik plan ve programların uy-

gulanması aracı olarak da görülür. Başka bir ifade ile, bir yıllık bütçe, geçmiş geleceğe bağlayan önemli bir programın mali görüntüsüdür.

2000 yılından itibaren uygulamaya koyulmuş olan üç yıllık enflasyonu kontrol politikası bağlamında, söz konusu dönem bütçeleri özel işlevlerle yükümlü kılınmaktadır. Nitekim, 2000 bütçesi gibi, 2001 bütçesinin de istikrar programının hedeflerini gerçekleştirmeye yönelik yapıldığı iddia edilmekte-

dir. Ekonomik istikrar programının önemli bir ayağını bütçe oluşturduğu için, bu dönemler bütçelerinin hem hazırlanma hem de uygulama dönemlerinde özel ihtimamı gerektirdiği ortadadır.

Genel tanımlamalar çerçevesinde ve Türkiye'de uygulamaya koyulmuş olan istikrar programı bağlamında yukarıda verilmiş olan nitelermeler yanında, bütçelerle ilgili şu noktayı da belirtmemiz kaçınılmazdır. Bilindiği gibi, bütçeler, bir yıllık bir süre içinde belirli hizmetlerin görülmesi ve öngörülen gelirlerin toplanması için Meclis tarafından hükümete tanınan bir tür yetki yasasıdır. Bütçenin ekonomik altyapıdan ve toplumdaki güç dengelerinden (ya da dengesizliklerinden) birinci derecede etkilenen ve böyle bir ortamda biçimlenen bir tür mali cetvel olmasının doğal sonucu olarak, başka bir açıdan bakıldığında, bütçenin, toplumdaki güç dengelerinin (ya da dengesizliklerinin) yasama organı tarafından yasa mertebesinde onaylandığının resmi belgesi görülmesi de yanlış olmaz. Başka bir ifade ile, ekonomik altyapının ortaya koydu-

ğu güç ilişkilerinin resmedilip, yasalaştırılması karşımıza bütçe olarak çıkmaktadır. Böyle bir bakış açısı ile denebilir ki, bütçe, güçlünün gücünü korumaya, güçsüzün güçsüzlüğünü içselleştirmesine yönelik bir tür resmi-siyasal belgedir.

2001 bütçesi, üç yıllık istikrar programının ikinci dilimine ait olduğundan, bütçenin incelenmesinden önce söz konusu istikrar programının genel hatlarının tartışılmasında yarar vardır.

20 yıla yakın süre, basamak oluşturacak biçimde giderek yükselen ve oldukça istikrarlı kronik enflasyonu önlemeye yönelik, IMF ve Dünya Bankası denetimi altında yürürlüğe koyulmuş olan istikrar programı başlıca üç ayağa oturtulmuş bulunmaktadır. Bunlar;

1. Para programı olarak ifade edilen, sıkı para politikasını öne çıkaran ve bu amaçla Merkez Bankası'nı "para kurulu" gibi çalıştıran dayanak. Bu politikaya göre, Merkez Bankası iç varlıklarını sınırlandıracak ve dış varlıklara dayalı olarak para emisyonunda bulunacaktır. Böylece, hem Hazinesinin ihtiyaçları için piyasaya para arzı

yapılamayacak, hem de ulusal para biriminin referans paraya dönüşümü garanti altına alınmış olacaktır. Bu politikanın diğer bir amacı da "döviz çıpası" mekanizması ile maliyet enflasyonunu engellemektedir.

Açıktır ki, böylece belirlenen para politikası ile Merkez Bankası'nın para arzını denetleme ve faiz haddini düzenleme işlevi ortadan kaldırılmış ve banka, ani döviz fiyat yükselişleri karşısında sadece döviz fiyatını denetim altına alma işlevi ile yükümlü kılınmıştır.

2. Maliye politikası çerçevesinde öngörülen önlemler ise, kamu kesiminin küçültülmesi ve bunun sonucunda bütçe hacminin denetim altına alınması, kamu harcamalarının sınırlandırılması bütçe üzerindeki faiz yükünün hafifletilebilmesi için faiz dışı bütçe dengesinin oluşturulması ve bu amaçla özelleştirme gelirlerinin bütçeye aktarılarak, borç ödemesinde kullanılması biçiminde formüle edilmiştir.

3. Yapısal önlemler çerçevesinde ise, KİT'lerin özelleştirilmesi, tarım kooperatiflerinin tasfiyesi, tarımı destekleme politikasının gelir desteğine dö-

nüştürülmesi, bankacılık kesiminin ıslah edilmesi gibi tüm ekonominin piyasa sürecine açılması politikaları önerilmiş bulunmaktadır.

Bu ve daha bazı detay politikalar sonucunda, fiyatlar genel düzeyinin, ilk yılın sonu itibariyle TÜFE'de % 25'e, TEFE'de % 20'ye, ikinci yılın sonu itibariyle TÜFE'de ise % 10'a çekileceği, üçüncü yılın sonu itibariyle de tek haneli oranlara ulaşılacağı öngörülmektedir.

Genel hatları ile ortaya koyulan üç yıllık istikrar programının çok temel ayağı olan maliye politikası ve onun da çekirdeğini oluşturan bütçe politikasına geldiğimizde, şu politikalar öngörülmüş ve uygulamaya sokulmuştur:

1. Bütçe hacminin sınırlandırılması,

2. Birincil bütçe fazlası yaratılması ve bu fazlanın büyütülmesi; ve

3. Kamu harcamalarının sınırlandırılması.

İşte, 2001 bütçesi, 2000 bütçesi gibi bu ilkeler doğrultusunda hazırlanmış ve uygulamaya koyulmuştur.

2000 ve 2001 yılları temel ekonomik büyüklükleri şöyledir.

Temel Ekonomik Büyüklükler	2000 Tahmin	2001 Program
Büyüme Oranı	6,0	4,5
GSMH Deflatörü (%)	50,0	18,0
TEFE Ortalama (%)	50,6	15,2
TEFE Yıl sonu (%)	29,0	10,0
TÜFE Ortalama (%)	54,0	19,5
TÜFE Yıl sonu (%)	34,0	12,0

Bütçenin öncelikli hedeflerine gelince, Bütçe Gerekçesi'nde belirtilen hedefler şunlardır:

– Enflasyon, yıl sonu itibarıyla TÜFE'de % 12, TEFE'de ise % 10 düzeyine çekilecektir.

– Bütçe açığının GSMH'ya oranı % 3,4 düzeyine çekilecektir.

– İç borçlanma gereksinimi sınırlandırılarak, fazi oranı düşürülecektir.

– Kamu çalışanların reel gelir düzeyi korunacaktır.

– Yatırımlar kısıtlanırken, en verimli projelere yönelinecektir.

– Marmara Bölgesi dep-

rem hasarlarının giderilmesine çalışılacaktır.

– Sosyal güvenlik kurumları için etkin bir fon kurulacaktır.

– Kaynak tahsisinde hizmet-maliyet ilişkisine dikkat edilecektir.

– Bütçe içi fonların tasfiyesine, bütçe dışı fonların da çalışmayanların kaldırılmasına çalışılacaktır.

– Cari işlemler açığının denetimi için turizm vb. gibi önlemlere ağırlık verilecektir.

– Özelleştirme kararlılıkla sürdürülecektir.

– Sürdürülebilir ve etkili bir tarım destekleme politikası uygulanacaktır.

Bu verilerin ve hedeflerin ışığı altında yapılan planlama çerçevesinde 2001 bütçesi 48,360 katrilyon TL. olarak bağlanmış bulunmaktadır. Bu bütçe büyüklüğü, dönembaşı değerleri itibarıyla, bir önceki yıl bütçesine göre sadece % 3,5 dolayında bir artışı ifade etmektedir. 2000 bütçesinin geçici sonuçlara göre % 8 dolayında arttığı hesaba katılırsa, 2001 bütçesinin geçen yıla göre küçüldüğünü söylemek yanlış olmaz. Bunun yanında, 2001 yılı

enflasyonu da dikkate alındığında, 2001 bütçesinin de yılsonu itibariyle büyüme payını saklı tutarak, bütçenin reel olarak da küçültüldüğü ileri sürülebilir.

Hacmi büyütülmeyen bütçede, doğal olarak, birincil bütçe açığını büyütebilmek ve böylece faiz yükünü hafifletebilmek için kamu harcamaları baskılanmış bulunmaktadır. Aşağıdaki tabloda, bütçe içindeki paylar olarak ekonomik kritere göre bütçe harcama kalemlerinin büyüklükleri görülmektedir.

Yıllar	Personel	Cari	Yatırım	Faiz	Transfer
1990	39,4	10,3	13,2	20,8	16,3
1993	34,9	7,3	11,0	24,0	22,8
1996	24,6	7,9	6,4	37,8	23,3
1999	24,6	8,1	5,5	38,2	23,7
2000	19,7	8,2	5,0	45,2	21,8
2001	18,9	9,4	2,9	34,7	34,1

Not: 1990-2001 Bütçe Gerekçeleri'nden derlenmiştir.

Görülüyor ki, bütçe hacmi genişletilmezken, ciddi denetim altına alınamayan faiz ödemeleri ve diğer transfer kalemleri reel kamu harcamalarını ciddi olarak sıkıştırmış bulun-

maktadır. Bu sıkışıklık içinde eğitim, sağlık ve sosyal hizmetlerin bütçe içindeki payı artmadığı gibi, bir miktar geriletilmiştir de.

Yıllar	Eğitim	Sağlık	Sosyal Hizm.	Toplam
1990	12,4	2,9	0,7	16,0
1999	11,8	2,9	0,5	15,2
2000	9,4	2,3	0,4	12,0
2001	11,3	2,7	0,4	14,3

Diğer taraftan, bayındırlık enerji, su işleri, karayolları ve ulaştırma gibi temel altyapı yatırım harcamalarının bütçe içindeki paylarına baktığımızda, yıllar itibariyle, bunların da eridiğini görmekteyiz.

Yıllar	Bütçe Payı (%)
1990	11,2
1999	5,0
2000	3,9
2001	5,7

Bütçede bir başka önemli kalem olan memur maaşlarının bütçe payı şöyle gelişmiştir.

Yıllar	Bütçe Payı (%)
1990	39,4
1999	24,6
2000	19,7
2001	18,9



Görülüyor ki, yıllar itibariyle memur sayısı artmış olduğu halde, memur maaşlarının bütçe payı geriletilmiş bulunmaktadır.

Bir başka ilginç karşılaştırma da faiz ödemelerinin kurumlar vergisinin kaç katı olduğu yönündedir. Bu durumu da aşağıda izleyebiliriz.

Yıllar	Kat
1900	3,0
1999	6,9
2000	8,8
2001	5,7

Harcamaları yönünden oldukça olumsuz bir trend sergileyen bütçenin gelir kalemleri de hem bütçe giderlerini karşılama oranı olarak, hem de iç dağılım olarak fazla parlak gözükmemektedir. Toplam bütçe gelirleri içinde vergilerin payı şöyle bir gelişme çizgisi izlemiştir.

Yıllar	Oran
1990	67,6
1999	52,7
2000	56,8
2001	66,1

Böylesi bir gelişme çizgisi izleyen bütçe gelirleri içinde, vergilerin görece paylarına baktığımızda, 2001 yılı için şöyle bir dağılım tablosu elde etmekteyiz.

Vergi Türü	Pay (%)
Gelir Vergisi	25
KDV	18
Dış Tic. al. KDV	14
Akarakit Tük. Vg.	12
Kurumlar Vg.	10
Diğer	9
Faiz Vg.	6
Banka Sig. Vg.	3
Motorlu Taş. Vg.	2
Gümrük Vg.	1

Bütçe gelir ve giderleri ile ilgili bu verilerden sonra, genel olarak, bütçe açığının bütçe büyüklüğüne oranına baktığımızda, şu tablo ile karşılaşmaktayız.

Yıllar	Oran
1900	17,8
1999	32,6
2000	25,5
2001	10,3

2001 bütçesi, son IMF güdümlü istikrar programına uy-

gun, fakat Türkiye'nin gerçeklerine ve ihtiyaçlarına aykırı bütçedir. IMF'nin enflasyon ile ilgili tanısı, kamu kesiminin aşırı büyüklüğü ve böylece ortaya çıkan aşırı bütçe açığı olduğundan, ilk amaç olarak, kademeli bir biçimde bütçe hacminin sınırlandırılması amaçlanmıştır. Bu nedenle bütçe hacmi büyütülmemiştir.

Oysa, bütçe hacminin büyütülmemesi ile enflasyonun denetimi arasında doğrusal bir ilişki yoktur. Enflasyonu bütçenin büyüklüğü değil, finansman biçimi etkilemektedir. Bütçe hacminin büyütülmemesinin temel nedeni, bütçe finansman yönteminde politik güç sınırına dayanılmış olmasıdır. Bütçeyi ağırlıklı olarak finanse eden kesimlere daha fazla yüklenilmesi olasılığı zayıfladığından ve zengin kesimlere de gidilemediğinden dolayı, bütçe hacmi üzerinde ciddi bir sınırlama getirilmiştir.

Böyle bir sınırlama reel kamu harcamalarının sıkışmasına ve bu alanlarda kamu hizmetlerinin çökmesine neden olmaktadır. Bu arada reel sermaye ve beşeri sermaye üretimi alanları

ciddi tehdit altındadır. Kamu üniversiteleri ve eğitim üniteleri çöküntü halindedir.

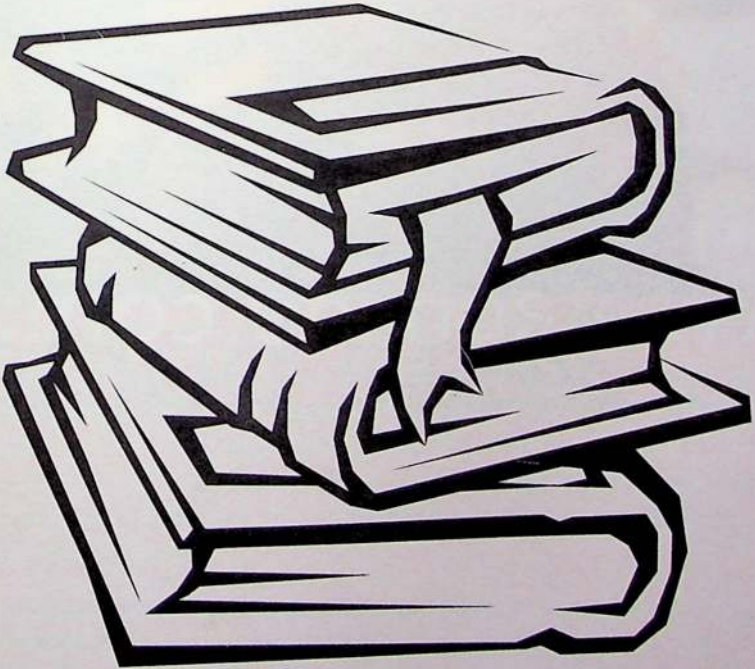
Kamu personeli maaşları da gerçek hayata uygun olarak yükseltilemediği için, sadece ciddi adaletsizlik ortaya çıkmakla kalmamakta, aynı zamanda, söz konusu personelinde de ciddi nitelik kaybı ortaya çıkmaktadır. Enflasyonun temel nedeni ekonominin verimsizliği ise, ilave verimsiz alanlar oluşturularak, ileride ekonomi üzerinden denetim mekanizmaları kalktığında ekonomi tekrar enflasyona açık bir hale gelmiş olacaktır.

Aynı şekilde, bazı kamu hizmetlerinin yeterli miktarda cari harcama ile donatılmadığı durumda, bu hizmetlerden yeterli verim alınması olası olmayacaktır.

Görülüyor ki, kamu kesiminde, israfın önlenmesi için kamu harcamalarının kısılması değil, tam tersine, optimal boyuta çekebilmek için artırılması gerekmektedir. Harcamalar optimal boyuta çekilmediği durumda, tüm harcama israf niteliği kazanır.

Ekonomiye anlamlı ve isabetli tanı koyulmayınca, alınan tüm önlemler ve bu arada bütçe önlemleri de yeterli ve tedavi edici olamamaktadır. Böyle bir politikanın ve onun araçlarının tek göstergesi şudur. Türkiye, uluslararası sermaye tarafından ikinci sınıf sanayi ülkesi konumunda muhafaza edilmeye çalışılmaktadır. Bu tür sanayi, emek kullanan, düşük katma değer üreten ve çevre kirle-

ten türden üretim alanlarıdır. Bu nedenle, uygulanan politikalar çerçevesinde, Türkiye'de emeğin baskılanması ve devletin küçültülmesi ve böylece yerli ve özellikle bazı alanlarda yabancı sermayenin önünün açılması kaçınılmaz görülmektedir. Ne var ki, bu politikalar ve gidişat Türkiye'nin sorunlarına çare olmadığı gibi, sosyal adaleti de sarsacak niteliktedir.





[www.ataonline.com.tr](http://www.ataonline.com.tr)  
...veeee borsa!

---

# Bankacılık

---

Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi

---

## Bankacılık Sektöründen Haberler

### İş Bankası İştirak Sattı, 13.3 Trilyon Kazandı

**T**ürkiye İş Bankası geçen yıl gerçekleştirdiği 5 iştirak hissesi satışından 13 trilyon 342.8 milyar lira satış geliri, 10 trilyon 522.4 milyar lira satış kârı elde etti.

Türkiye İş Bankası'ndan borsaya gönderilen açıklamaya göre, banka 2000 yılında 237 milyar 990 milyon lira nominal değerde Şişe Cam, 250 milyar lira nominal değerde Anadolu Cam, 421 milyar 335 milyon lira nominal değerde Anadolu Sigorta, 485 milyar liralık İzmir Demir Çelik ve 1 trilyon 325 milyar lira nominal değerde Dış-bank hissesi sattı.

Açıklamada, hisse satışlarından kaynaklanan kârın tamamının, yapılacak sermaye artırımında kullanılacağı bildirildi.

Açıklanan verilere göre, İş Bankası geçen yıl öngördüğü 17.9

trilyon lira nominal değerdeki hisse satışının % 15.18'ini teşkil eden 2.7 trilyon liralık bölümünü realize edebildi.

### **Halkbank'tan Reel Sektöre Destek**

Esnaf ve KOBİ'lere kredi vererek destek sağlayan Halk Bankası'nın son beş yılda 49 trilyon liralık kredi verdiğini bildirdi. Banka, kredi miktarını 2000'de 1.2 katrilyona çıkardı. Banka, 1995'te 505 bin esnaf ve sanatkara, 213 bin KOBİ, sanayi ve ticari kuruluşla kredi desteği verirken 2000 yılında kredilendirilen esnaf ve sanatkar sayısı 1 milyona, KOBİ, sanayici ve ticari firma sayısı ise 600 bine yükseldi. Halkbank, 2000 yılı içinde geri dönüşlerle birlikte 700 trilyon lira tutarında krediyi KOBİ ve sanayi işletmelerine, 500 trilyon liralık krediyi esnafa ve 600 trilyon liralık krediyi de diğer sanayi ve ticari işletmeler ile bireysel girişimcilere açtı.

### **Etibank ve Bank Kapital'in Zararı 1 Milyar Dolar**

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun (BDDK) geçen ekim ayında el koyduğu iki bankadan yarım katrilyon liranın üzerinde zarar çıktı. Kamu bankalarının kârlılığı da giderek azalıyor.

Devlet Bakanı Recep Önal'ın verdiği bilgilere göre, BDDK'nın el koyduğu Etibank'ın 30 Haziran 2000 tarihi itibarıyla zararı 313 trilyon 590 milyar lira. Söz konusu tarihteki dolar kurları itibarıyla 500 milyon dolara denk gelen zararın 111 trilyon lirası, bankanın eski sahibi Dinç Bilgin'in kendi grup şirketlerine kullandığı kredilerden kaynaklandı.

Etibank'la birlikte Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na (TMSF) devredilen Bank Kapital'in Fon'a devir tarihindeki birikmiş zararı 269 trilyon 984 milyar lira. Dolar bazında 500 milyon dolara yaklaşan zararın 164 milyar 800 trilyon lirası, bankanın sahibi olan Ceylan Grubu'nun kendi şirketlerine açtığı ve geri ödemediği kredilerden oluştu.

Önal, Etibank ve Bank Kapital'in yanı sıra yine Fon'a devredilen Yaşarbank, İnterbank, Bank Ekspres, Esbank'la birlikte altı bankanın toplam zararlarının ise 2 katrilyon 331 trilyon lirayı bulduğunu bildirdi.

Önal, kamu bankalarının son dört yıllık zararlarını açıkladı. Buna göre, 1997 yılından beri kârlılığı düzenli bir biçimde artan tek banka Ziraat Bankası oldu.

Ziraat Bankası'nın kârı 2000 Eylül sonu itibariyle 104.7 trilyon liraya yükseldi. Halkbank'ın kârı 1999'da 88.2 trilyon liraya yükselmesine karşın Eylül sonunda 18.5 trilyona düştü. 1997'den beri zarar eden Emlakbank'ın zararı Eylül sonunda 159.7 trilyon liraya yükseldi. Vakıfbank'ın kârı ise geçen Eylül sonunda 52.2 trilyon liraya düştü.

### **Körfezbank, PTT'yle 706 Şubeye Ulaşıyor**

PTT ve Körfezbank arasında yapılan anlaşma çerçevesinde, Türkiye'de ilk kez Posta merkezleri bankacılık sistemine entegre oldu. PTT ile başlatılan ve altyapısı tamamlanan işbirliği projesi çerçevesinde 406 PTT merkezi sisteme dahil edilirken, 300 yeni merkezin daha otomasyona açılması ile bu sayı 706'ya ulaşacak. Bu sistemle, Türkiye genelinde 406 on-line PTT merkezindeki POS'lar kullanılarak, kredi kartı borcu geri ödemeleri, tüketici kredisi taksitlerin ödemesi yapılabilecek. Bu sistemden sadece Körfezbank müşterileri değil, tüm banka ve finansman kuruluşları ve çok müşterili kurumlar da faydalanabilecek. Citibank ve Alternatifbank sözleşme imzalayan ilk iki banka olurken, yakın zamanda sistemi kullanacak banka sayısının artacağı belirtiliyor.

Kredi kartı borcu ödemelerinin yanı sıra, Benkar Advantage, Koç Finans Akıllı Kart, Cankart, Anadolu Cetelem, Koç Fiat Tüketici, Eczacıbaşı Avon, Oriflame fatura tahsilatlarını sistemi kullanarak yapabilecekler.

POS'lar aracılığıyla yapılan tahsilat bilgileri, on-line/real-time bir server'da toplanacak ve gün sonunda ilgili bankanın sistemine tahsilat bilgisi aktarılacaktır.

Körfezbank Genel Müdürü Hüsnü Akhan, PTT ile işbirliği projesi çerçevesinde POS terminallerini de devreye aldıklarını belirterek, PTT'nin 406 merkezinden tamamına çoklu ödemeye imkan veren, özel dizayn edilmiş ve özel yazılım programlarıyla işler hale getirilmiş POS makinelerinin yerleştirildiğini söyledi. Akhan, çok yakında sistemi kullanacak banka sayısının hızla artacağını söyledi.

### **Dışbank'ın 2000 Kârı 91.3 Trilyon**

Dışbank, 2000 yılı sonunda 91 trilyon 300 milyar lira brüt kâr elde ettiğini açıkladı. Bankanın, geçen yıl Kasım ayında yaşanan krize rağmen son üç aylık dilimde brüt kârını, dokuz aylık bilançosuna oranla % 90 artırdığı ve 2000 yılı net kârının 70 trilyon 700 milyar liraya ulaştığı bildirildi.

Dışbank'ın 2000 yılı sonu bilançosunun dün Genel Müdür Faik Açıkalin açıkladı. Dışbank Genel Müdürü Açıkalin, geçen yıl sonu itibariyle vergi karşılığı olarak 20 trilyon 600 milyar lira ayrıldığını ve aktif toplamın 1 katrilyon 148 trilyon liraya ulaştığını kaydetti.

Açıkalin Dışbank'ın kârıyla ilgili olarak yaptığı açıklamada 2000'in bankacılık sektörü açısından zor bir yıl olduğunu belirterek "Buna rağmen Dışbank önceki yıllarda olduğu gibi bu yıl da istikrarlı bankacılık anlayışı ve etkin risk yönetimi sayesinde krizi lehine çevirerek büyümesini sürdürüp, kârlılığını artırmayı başardı" dedi.

Açıkalin, Aralık ayında yüksek likiditeye sahip olan Dışbank'ın kriz döneminde sürekli borç veren durumunu koruduğunu da ifade etti. Dünyanın önemli derecelendirme kuruluşlarından Moody's'in Dışbank'ın krizde son derece önemli bir performans gösterdiğini açıkladığını hatırlatan Açıkalin, konuşmasının devamında "Moody's ayrıca Dışbank'ın bu istikrarlı bankacılık anlayışını devam ettirmesi



durumunda uzun vadede pazardan daha fazla pay alabileceğini de belirtti" hatırlatmasını yaptı.

Açıklan, Dışbank'ın 2001'de de istikrarlı büyümesini sürdüreceğini ve şu anda 101 olan şube sayısını 150'ye yükselteceğini, devreye girecek olan müşteri ilişkileri yönetimiyle de müşteri tabanını genişleteceğini açıkladı.

### **Karakışla Akbank'a Transfer Oldu**

Geçen yıldan bu yana, TEB Bireysel Bankacılık Grup Direktörlüğü görevini yürüten Barbaros Karakışla, Akbank Genel Müdür Yardımcılığı'na getirildi. Bireysel bankacılıktan sorumlu Genel Müdür Yardımcılığı görevine getirilen 42 yaşındaki Karakışla, Robert College'in ardından Boğaziçi Üniversitesi İşletme Bölümü'nden mezun oldu. Boğaziçi Üniversitesi'nden finans MBA derecesine sahip olan Karakışla, Bank of Boston ve Citibank'ta çeşitli yönetici pozisyonlarında görev aldı. 1998'de tekrar Interbank'a katılarak bireysel bankacılık Genel Müdür Yardımcılığı görevini üstlenen Karakışla, daha sonra TEB Bireysel Bankacılık Grup Direktörlüğü görevini üstlenmişti.

### **Garanti'de On-line Borsa**

Garanti Bankası internetten gerçek zamanlı hisse senedi alım-satımı uygulamasını başlattı. Garanti Bankası'ndan yapılan açıklamaya göre, banka müşterileri artık Garanti İnternet Şubesi'nden hisse senedi işlemlerini seçerek, hisse senedi fiyatlarını gerçek zamanlı öğrenip, istedikleri hisse senedini istedikleri anda alıp satabilecekler. Aynı anda birden fazla hisse senedi için emir verilebilecek. Ayrıca emir iyileştirme yapabilecek ve tüm emirlerin Borsa'ya ulaşım ulaşımadığını, gerçekleşip gerçekleşmediği de görülebilecek.

## **Garanti'den Yabancılara Özel Proje**

Garanti Bankası, Türkiye'de yaşayan yaklaşık 25 bini aşkın yabancıların bankacılık ihtiyaçlarını dikkate alarak, hayatlarını kolaylaştırmayı amaçlayan özel bir projeyi başlattı. Garanti Bankası Genel Müdür Yardımcısı Faruk Nafiz Karadere, İngilizce hazırlanan bankacılık işlemleri için Garanti Bankası şubeleri, Alo Garanti ve Garanti İnternet Bankacılığı'nın kullanılacağını, ATM'lerde de İngilizce menünün yakında devreye gireceğini söyledi.

## **El Konulan Banka Hisseleri Fon Hesabına Aktarılıyor**

Takasbank, "26 Ocak 2000 Cuma" günü aracı kurumlara gönderdiği bir mektupla TMSF'ye devredilmiş halka açık bankaların (Esbank, Yaşarbank, Demirbank) hisselerinin TMSF adına açılacak bir hesaba aktarılacağını duyurdu. Takasbank'ın mektubunda şu ifadelere yer verildi:

"Esbank, Yaşarbank ve Demirbank hisse senetleri 31 Ocak 2001 tarihinde buldukları alt hesaplardan tarafımızca çıkartılarak TMSF adına açılacak bir hesaba aktarılacaktır. Aktarım işleminden sonra da söz konusu hisse senetlerinin buldukları alt hesaplarla ilgili olarak geçmişe dönük bakiye bilgileri tarafımızca tespit edilebilir durumda olacaktır."

Takasbank Genel Müdürü Emin Çatana bu uygulamanın, Bankalar Kanunu'nun 14'üncü maddesi gereğince oluşan mevcut durumun teknik düzenlemesi olduğunu söyledi.

Aktarım sırasında müşterilere ait alt hesapların bozulmayacağını vurgulayan Çatana, şunları söyledi:

"İleride raporlanabilmesi amacıyla yönelik olarak, aktarım işleminden sonra söz konusu hisse senetlerinin buldukları alt hesaplarla ilgili olarak geçmişe dönük bakiye bilgileri tespit edilebilecektir."

## Demirbank Satışa Çıktı

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK), Demirbank Türk Anonim Şirketi'nin satışı için özel bir yöntem belirlerken, bankanın satışına dönük hazırlanan duyuru Resmi Gazete'nin "26 Ocak Cuma" günkü sayısında yayımlandı.

BDDK'nin bankanın satışına dönük hazırladığı duyuruya göre, hisselerinin tamamı Fon'a ait olan Demirbank, teklif almak suretiyle satılacak. Duyuruya göre hisselerinin tamamı Tasarruf Sigorta Fonu'na (TMSF) ait olan Demirbank'ın satışı, teklif almak suretiyle gerçekleştirilecek.

Demirbank ile ilgilenen yatırımcıların, Bankalar Kanunu ile BDDK'nın, "banka kuruluşunda veya mevcut bankaların hisselerinin devralınmasında ya da Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu bünyesinde bulunan bankaların hisselerin satın almak üzere başvuracaklarda aranacak koşullara ilişkin kararı"nda yer alan koşulları taşımaları gerekiyor.

İlgilenen yatırımcılarda ayrıca, bankanın sağlıklı şekilde çalışabilmesi ve tüm yükümlülüklerini yerine getirebilmesi için gerekli sermayeyi sağlama ve gerektiğinde kredi bulabilme imkanlarına sahip olmaları şartı da aranacak.

Bu nitelikleri taşıyan yatırımcılara, banka ile ilgili tekliflerini geliştirebilmelerine olanak sağlamak üzere, Demirbank'ta inceleme yapma (due-dilligence) imkanı verilecek.

Teklifler, "bankaya ilave edilecek sermaye tutarı ve bunun için düşünülen süre, bankanın taşımakta olduğu devlet iç borçlanma senetleri portföyünün ne kadarının üstlenileceği, banka iştrakleri ile ilgili teklifler ve bankanın satış bedeli olarak teklif olunacak tutar" kriterlerine göre değerlendirilecek. En uygun teklif TMSF Yönetim Kurulu Tarafından belirlenecek.

Duyuruya göre taliplilerin, ilan tarihinden itibaren 15 gün içerisinde 19 Kasım 2000 tarih 24235 sayılı Resmi Gazete'de yayımla-

nan Bankaların Kuruluşu ve Hisse Devirleri için Yapılacak İzin Başvurularının Usul ve Esasları Hakkında Yönetmelik'te belirtilen belgelerle birlikte BDDK'ya başvurmaları ve takip eden üç hafta içinde, bankayla ilgili incelemelerini yaparak, tekliflerini TMSF Yönetim Kurulu'na iletmeleri gerekiyor.

### **Sekizine Niyet, Dördüne Kısmet**

Fon bünyesindeki sekiz bankanın dördüne alıcı çıkarken, diğer dördü ve satışa çıkartılmayan Bank Kapital Sümerbank çatısı altında birleştirilecek.

Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) bünyesindeki bankalardan en çok talep Bank Ekspres'e geldi. Bankalara Alman Commerzbank Kazakistan'daki bankası kanalıyla talip olurken, Güney Afrikalı Standard Bank da sürpriz talipler arasında yer aldı. Doğan Holding'e bağlı Dışbank ise iki bankaya talip olduğunu bildirdi.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'ndan (BDDK) dün akşam saatlerinde yapılan açıklamaya göre, TMSF bünyesindeki bankalardan Türbank, İnterbank, Bank Ekspres, Egebank, Esbank, Sümerbank, Yaşarbank ve Yurtbank için başvuran yatırımcılar bu bankalara ilişkin ilk incelemelerini tamamladı. Yatırımcılar geçen hafta hangi bankalarla ilgilendiklerini BDDK'ya bildirdi. Eski sahibi Korkmaz Yiğit olan Bank Ekspres'le beş, eski sahibi Zeytinoğlu Grubu olan Esbank'la dört, eski sahibi Cavit Çağlar olan İnterbank ile Türkbank'la ikişer yatırımcı ilgilendi. Bundan sonra talipler bankalarda inceleme yapacak ve tekliflerini sunacaklar. Bankaların satışı nisan sonuna kadar gerçekleştirilecek.

Fon bünyesindeki bankalardan Murat Demirel'in eski bankası Egebank, Hayyam Garipoğlu'nun eski bankası Sümerbank, Yaşar Holding'in eski bankası Yaşarbank ve Ali Balkaner'in eski bankası Yurtbank'a ise ya hiç ilgi gösterilmedi ya da gösterilen ilgi yeterli bulunmadı.

BDDK, gelişme üzerine, satılmayacağı anlaşılan dört bankanın birleştirilerek tek banka haline getirilmesini kararlaştırdı. BDDK, geçtiğimiz Ekim ayında el konulan ve henüz eylem planına dahil edilemeyen, eski sahibi Ceylan Grubu olan Bank Kapital'in satışa sunulmasının mümkün olmadığını da belirledi. Bu bankanın da birleşme sürecine dahil edilmesine karar verildi. Bankalar, Sümerbank'ın çatısı altında birleştirilecek. Beş bankanın birleştirme işlemi 20 Şubat tarihine kadar tamamlanacak ve Sümerbank'a katılan bankaların bankacılık lisansları iptal edilecek.

Sümerbank, bünyesinde topladığı diğer bankaların uygun görüldüğü şubelerini de devralacak. Şubeler bu şekilde birleştirilerek, rasyonel büyüklüğe ulaşılacak. Şubelerin birleştirilmesi işlerinin iki ay içinde tamamlanması hedeflendi. Birleştirilen bankalardaki çalışanların bütün kazanılmış hakları korunacak ve haklarıyla birlikte Sümerbank'a intikali sağlanacak.

BDDK açıklamasında, birleşecek bankalarda mevduatı olan vatandaşlara da şu çağrıda bulunuldu: "Birleşilen bankanın mülkiyeti aynen birleşilen bankalar gibi Fon'a ait olacağından, Fon'un tam güvencesi devam edecektir. Bu bankalarda hesabı olan mevduat sahiplerinin herhangi bir işlem yapmasına gerek bulunmadığı gibi hesaplarını bozarak zarara uğramamaları tamamen kendi yararlarıdır."

Dört Fon bankasına teklif veren yatırımcılar arasında iki yabancı banka da bulunuyor. Bunlardan biri Güney Afrika kökenli Standard Bank Group'a ait İngiltere merkezli Standard Bank London. Banka, Bank Ekspres ve İnterbank'a teklif verdi. Diğer yabancı banka Kazkommertsbank da Bank Ekspres'e teklif verdi.

Daha çok gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren Standard Bank London, aynı zamanda dünya çapında madencilik projelerine yatırım yapıyor. 1992 yılında kurulan bankanın faaliyetleri Uzakdoğu, Afrika, Güney Amerika ve Doğu Avrupa'da yoğunlaşıyor. Uluslar arası borç piyasalarında da faaliyet gösteren Standard Bank

London, 22 Finans Konferansının sponsorluğunu üstleniyor. Standard Bank London'ın 1999 yılı ise 49.4 milyon sterlin olarak açıklandı.

Kazkommertsbank ise Orta Asya ve Kazakistan'ın en büyük bankası olarak biliniyor. % 33'ü yabancı yatırımcılara ait olan Kazkommertsbank'ın ortakları arasında BDDK yetkililerinin verdiği bilgiye göre Alman Commerzbank'da bulunuyor. Ancak bankanın internet sitesinde ortakları arasında Commerzbank gösterilmiyor.

Kazkommertbank'ın Yönetim Kurulu Başkanı Daulet Sembaev, aynı zamanda milletvekili. Sembaev, Kazakistan Merkez Bankası Başkanlığı'nı da yürüttü. Bankanın Yönetim Kurulu üyeliğinde bulunan Bolat Zakiev de aynı zamanda Kazakistan Milli Güvenlik Kurulu Başkan Yardımcılığı ve Kazakistan Sınır Muhafazaları'nın başkanlığını da yapıyor. Kazkommertsbank aynı zamanda Kazakistan Havayolları'nın % 50'sini elinde tutuyor.

Teklif veren firmalar ise şöyle sıralandı; Bank Ekspres: Finansbank, Koç Holding, Standard Bank, Tekfen Holding, Kazkommertsbank Esbank: Dışbank, Finansbank, Koç Holding ve Körfezbank İnterbank: Körfezbank ve Standard Bank Türk Ticart Bankası: Dışbank ve Zorlu Holding

### **Birleşik Sümerbank Mayıs'ta Satışa Çıkıyor**

Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu kapsamındaki sekiz bankadan alıcı çıkmayan dördü (Yurtbank, Yaşarbank, Egebank ) ve Bank Kaptital'in Sümerbank çatısı altında satışa çıkartılacak.

Fon'un satışa çıkarttığı Bank Ekspres'e beş, Esbank'a dört, İnterbank ve Türkbank'a ikişer talip çıkarken, geri kalan bankalar için uygulanacak yöntem de belli oldu. Beş bankalı "birleşik" banka konumuna gelecek Sümerbank'ın Mayıs-Haziran aylarında satışı gündeme gelecek. Sümerbank'ın satılamaması, satılamaması durumunda da faaliyetlerine aynı adla devam etmesi planlanıyor.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun (BDDK) "tek çatı" olarak Sümerbank'ı belirlemesinin Sümerbank isminin yaşatılması amacına yönelik olduğu belirtiliyor. Sümerbank 1933'te Atatürk'ün talimatıyla kurulmuş, 1995'te Hayyam Garipoğlu'na satılmış, 1999'da da Fon'a geçmiştir.

Bu arada, off-shore hesaplar ve Fon yönetime geçen bankaların hisselerini ellerinde bulunduranlara TBMM'deki off-shore tasarısında, SPK bünyesindeki Yatırımcının Korunması Fonu'ndan ödeme yapılması öngörüldüğü, tasarı yasalaştığında, bu yöntemin uygulanabileceği kaydediliyor.

Ayrıca, BDDK'nın hazırladığı bankalar yasası değişiklik tasarısında bankalarla ilgili davaların zaman aşımına uğramaması için belirli bir sürede bilirkişi raporlarının hazırlanması, aksi halde görevin alınması öngörülüyor.

BDDK, bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması için Bankalar Birliği, Hazine ve Merkez Bankası ile ortak rapor hazırlıyor. Bankaların topladığı mevduatın üçte birinin krediye dönüşebileceği ancak, sektörün geleceğinin "asli misyona dönüş" yani sanayi ve yatırımla, ihracata kaynak aktarmak olduğundan hareket edilen çalışmada, sektörün yeniden yapılanması için ilkeler belirlenecek. Devlete fon yaratmakla yetinen bankacılık sistemin tersine çevrilmesi halinde en az 5 katrilyonluk kaynak krediye dönüşebilecek.

BDDK "tahsilat timleri" oluşturdu. Hukukçular, denetçiler bankacılık uzmanlarından oluşan tahsilat timleri ve birimleri ilk aşamada İstanbul'da önümüzdeki günlerde faaliyeti başlıyor. Bu timler kredi alacaklarının peşine düşecek, geri dönmeyen krediler için yasal işlemleri başlatacak, bu arada borçluları da ikna etmeye çalışarak, alacakların tahsil edilmesini sağlayacak.

Fon'daki bankaların risklerinin ayıklanarak satış, ya da birleştirilmelerinin söz konusu olduğu belirtilerek, bu bankalardan halihala-

zırda BDDK'nın 2 bin 800 dosya devraldığı, bu kapsamlı dosyalara binlerce davanın açılmasının gündemde olduğu kaydediliyor.

Sümerbank çatısında birleştirilecek bankaların şubeleri alıcılara personeliyle birlikte devredilecek. Fon bünyesindeki beş bankanın birleştirilme işlemlerinin 20 Şubat'a kadar tamamlanması hedeflenirken, bu bankaların şubelerinin bir kısmı da satılacak.

Zekeriya Temizel başkanlığındaki BDDK, beş bankanın Türkiye çapında birçoğu birbirine yakın 400 kadar şubesinin Sümerbank şubeleriyle birleştirilerek, personeli de Sümerbank'a aktarmayı planlıyor. Sümerbank'ın bir şubesinin en fazla iki şubeyle birleştirilmesi halinde anormal büyük, etkin olarak da çalışması mümkün olmayan birimlerin ortaya çıkacağını dikkate alan BDDK, şube satışına önümüzdeki aydan itibaren başlayacak. Sektördeki tüm bankalar şubelere talip olabilecek. Şubeler personeliyle birlikte devredilecek. Şube satışı, birleştirilen beş bankanın 15 bin çalışanın işsiz kalmasını önleyecek. Birleştirilmesi kararlaştırılan bankaların, bazı şube binalarına, halen faaliyette bulunan bazı bankalardan da talep geldiği belirtiliyor.

Bu arada, BDDK, birleştirilecek bankalardan personel çıkarmayı da planlamıyor. Şubelerin satışıyla birlikte azalacak personel sayısına ek olarak işten çıkarmalar zorunlu hale gelirse, bu durumda emekliliği gelenlerden gönüllü emekli olmaları istenecek. Emekliliği tercih edebileceklere her türlü yasal hakları da ödenecek.

### **Akbank 53'üncü Yaşını Kutluyor**

Akbank, 53'üncü kuruluş yıldönümünü kutluyor. Akbank, 2'nci Dünya Savaşı'ndan sonra Çukurova'nın pamuğunu işleyip bir tekstil sanayi kurmak için mali bir kuruluşun desteğini sağlamayı hedefleyen 83 kişi tarafından Adana'da 30 Ocak 1948'de kuruldu. Kutlamalar çerçevesinde yapılan açıklamada Akbank'ın dünyanın saygın derecelendirme kuruluşlarından Moody's ve Fitch IBCA'dan şimdiye kadar bir Türk bankasına verilen en yüksek reyting



notlarını aldığı hatırlatıldı. 2000'de piyasaya çıkartılan e-kart, AK-WAP, gibi yüksek teknolojik ürünlerinden sonra bu yıl da yeniliklerin sürdürüleceği belirtildi.

### **Hedef Beş Bankayı Sancısız Birleştirmek**

Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) bünyesindeki bankaların, Ortak Yönetim Kurulu (OYK) Başkanı Tevfik Altınok, Sümerbank çatısı altına alınan beş bankanın birleştirilmesi konusunda "yeni bir hukuki prosedür" belirleneceğini açıkladı.

Böyle bir olayın Türkiye'de ilk kez gerçekleştirileceğini söyleyen Altınok, Bankalar Kanunu'nun, TMSF'yi bu konuda geniş yetkilerle donattığını belirtti ve "Mümkün olduğu kadar hiçbir ağrıya, sancıya aksaklığa meydan vermeyecek bir yol bulunması büyük önem taşıyor" dedi.

Altınok, birleştirilecek bankalara dahil edilen Bank Kapital'in "kötü aktifleri" için, Hazine'den istenecek özel tertip tahvilin miktarı ile zamanlamasına, birleştirme işleminin sonuçlandırılmasından sonra karar verileceğini söyledi. Altınok, "Önce bütün hesapların birarada görülmesi lazım" dedi.

Hürriyet'in konuya ilişkin sorularını yanıtlayan Altınok, TMSF'nin beş banka ile ilgili olarak aldığı kararın, "hem yol gösterici, hem de hukuki çerçeveyi çizecek nitelikte" olduğunu vurguladı.

Fon'daki beş bankanın birleştirilmesinde, birinci önceliği hukuken oluşturduğunu vurgulayan Altınok, "Birleştirme işleminde Türk Ticaret kanunu hükümleri uygulanacak mı?" sorusuna "İşin en can alıcı noktalarından birini bu oluşturuyor. Bankalar Kanunu'nun 14. maddesinin 5, 6 ve 7. fıkralarına göre, hukukçuların üzerinde çalıştığı çok ayrıntılı bir harita üzerinde çalıştığı çok ayrıntılı bir harita üzerinde ilerliyoruz" yanıtını verdi. Altınok, bu çerçevede hisseleri Fon'a geçen bankalar konusunda, Fon'a atfen, "ve gerekli görece-

ği her türlü tedbiri almaya yetkilidir" düzenlemesine özellikle dikkat çekti.

Hukukçuların bir bölümünün, bu düzenlemeden hareketle, TMSF'nin gerekli gördüğü noktalarda, "bir kanun koyucu gibi hareket edebileceği" yaklaşımını da tartıştığı öğrenildi. Bankalar Kanunu, Fon'a verilen bu yetkilerin, kurulacak ayrı bir şirket aracılığıyla gerçekleştirilebileceğini ve Türk Ticaret Kanunu, Rekabetin Korunması Hakkında Kanun ve Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun hükümlerinin uygulanmayacağını hükme bağlıyor.

### **Esbank ve Yaşarbank Hisseleri Atıldı**

Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'nun (TMSF) kontrolü altındaki Esbank ve Yaşarbank hisse senetlerinin, TMSF'ye devredilmesinden sonra iki bankanın hem İMKB hem de SPK kotundan çıkartılması kararlaştırıldı. Konuyla ilgili açıklamada, Esbank ve Yaşarbank'tan gelen talep üzerine alınan kararın önce İMKB kotundan geçici olarak çıkarmak şeklinde uygulanacağı vurgulandı. İki bankanın SPK kotundan çıkartılmasını takiben İMKB kotundan da tamamen çıkartılacağı da açıklandı.

### **Ziraat'ten Rekor Kâr**

Ziraat Bankası Genel Müdürü Osman Tunaboşlu, bankanın 1999 yılında 40.2 trilyon lira olan net kârının 2000 yılı sonunda 70 trilyon lira olmasının beklendiğini söyledi. Tunaboşlu, "2000 yılı sonunda Ziraat Bankası'nın toplam mevduatının 12.6 katrilyon lira olması bekleniyor. Bunun 2.4 katrilyon lirasını döviz tevdiat hesapları, 10.2 katrilyon lirasını da TL mevduatı oluşturacak. Ziraat Bankası'nın 2000 sonunda 3.2 katrilyon lirası ihtisas olmak üzere kullandırdığı kredilerin toplamı 4.4 katrilyon liraya ulaşacak. Ziraat Bankası'nın 8.2 katrilyon lira olan görev zararı ise, Hazine tarafından verilen kâğıtlardan sonra 6 katrilyon lira düzeyine geldi" dedi. Bu arada yeniden yapılandırma yasasına göre, Ziraat Bankası'nın ilk

genel kurulu 24 Şubat'a kadar yapılması gerekiyor. Bu genel kurulda bankanın özel hukuk hükümlerine göre çalışması ve anonim şirket statüsünde çalışmasına ilişkin ana sözleşme kabul edilecek.

### **Garanti'nin Net Kârı 205 Trilyon**

Garanti Bankası'nın 31 Aralık 2000 yılı itibariyle brüt kârı 316 trilyon 994 milyar lira, net kârı ise 205 trilyon 287 milyar lira olarak gerçekleşti. Bankanın 2000 yılına ait bağımsız denetimden geçmiş bilançosunu açıklayan Garanti Bankası Genel Müdürü Ergun Özen, rekabet koşullarına ve sektörde yaşanan zorlu döneme rağmen 316 trilyon 994 milyar liralık brüt kârı yakaladıklarını belirtti. Toplam 111 trilyon 707 milyar lira yasal yükümlülükler ve kurumlar vergisi karşılığı ayrıldığına dikkat çeken Özen, net kârın ise 205 trilyon 287 milyar lira olduğunu söyledi. Özen, menkul kıymet faiz vergilerinden oluşan olağanüstü giderler hariç tutulduğunda Garanti Bankası'nın vergi öncesi kârının bir önceki yıla nominal bazda % 40 oranında arttığını vurguladı. Garanti Bankası'nın toplam aktiflerinin % 46 artış ile 6 katrilyon 609 trilyon 701 milyar lira olarak gerçekleştiğini belirten Özen, "müşterilerin kaliteli bankacılık hizmetlerine artan talebi sayesinde toplam aktifler içinde kredilerin payı 31 Aralık 1999 tarihi itibariyle % 31 iken 2000 yılı sonunda % 38'e yükseldi ve krediler 1999 yılı sonuna göre % 77 artarak 2 katrilyon 511 milyar 772 milyar liraya ulaştı" dedi.





Yaşamın tüm keyiflerinde **bir** aradayız.



Potada zaferler Efes Pilsen'le yaşıyor;  
kortlarda oyun, set ve maçlar Efes Pilsen'le izleniyor; tiyatrodaki  
perdeler Efes Pilsen'le açılıyor;  
sinemada gonglar Efes Pilsen'le çalıyor;  
bیلardo masalarında klepsler Efes Pilsen'le çekiliyor;  
konser salonlarında bis'ler Efes Pilsen'le yapılıyor;  
Assos'ta tarih Efes Pilsen'le gün ışığına çıkıyor.  
Efes Pilsen'in kültür ve sanata katkıları artarak sürecek,  
yaşamın tüm keyiflerinde daima bir arada olacağız.



**EFES Pilsen** 'in kültür ve sanata katkıları artarak sürecek.

# Görüşler

**Yrd. Doç. Dr. FULYA ALPAN**

*Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Yüksek Okulu Öğretim Üyesi*

## **İMKB Endeksi Döngülerinin Spektral Analizle Belirlenmesi ve Endeks İle Alternatif Getiri Araçları Arasındaki Döngüsel İlişkiler**

**B**u makalenin konusu spektral analiz yöntemiyle İMKB endeksinin döngülerinin belirlenmesidir. Çalışma ampirik nitelikli olup, endeksin 1986'dan beri varolan verilere göre hangi kısa ve uzun dönem döngüleri olduğunu belirlemektedir. Ayrıca, hisse senedi piyasasının alternatif getiri araçları olan döviz kuru ve faiz haddinden etkilendiği bilinmektedir. Çalışmanın ikinci kıs-

mı İMKB endeksi ile kur ve faiz arasındaki döngüsel ilişkileri araştırmaktadır. Bu kapsamda; endeksin kur ve faiz ile özellikle hangi döngülerde yakın ilişkili olduğu çapraz spektrum aracılığıyla saptanmış, güçlü ilişki görülen döngülerde hangi değişkenin diğerinden daha önce döngüsel harekete başladığı (lead ve lag ilişkileri) faz açıları yardımıyla saptanmıştır.

Makalede İMKB'nin kurulduğu tarih olan 1986 Ocak ayından 2000 yılı Mayıs ayına kadar toplam 173 aylık gözlem kullanılmıştır. Döviz kuru olarak dolar kuru kullanılmıştır. Türkiye'de uzun ve düzenli faiz serileri bulmak zor olduğundan, faizi yansıtan en düzenli ve uzun seriler olan banka mevduat faizleri kullanılmıştır. Banka mevduat faizi olarak bir kısa vadeli (bir ay), bir de uzun vadeli (12 ay) iki ayrı seçenekle çalışılmıştır.

Makalenin ikinci kısmı kısaca spektral analizin özelliklerini anlatmaktadır. Üçüncü kısım ampirik sonuçları sunmakta, son bölümde bulgular özetlenmektedir.

### **Spektral Analizin Özellikleri:**

Spektral analiz fizikte yaygın olarak kullanılan bir yöntemdir. Ekonomik literatürde de özellikle konjonktür dalgalarında (business cycles) ekonomik değişkenler arasındaki ilişkileri çözümlenmek için kullanılmıştır.<sup>(1)</sup> Teknik olarak spektral yoğunluk fonksiyonu bir serinin

oto-korelasyon fonksiyonunun Fourier transformu operasyonu ile aşağıdaki formül çerçevesinde dönüştürülmesiyle elde edilir.

$$1) f(\theta) = \int_{s=-\infty}^{\infty} x(s) e^{-2\pi i \theta s} ds \quad 0 \leq \theta \leq 1$$

Burada  $x(s)$  serinin oto-korelasyon fonksiyonudur. Bu operasyonla oto-korelasyon fonksiyonu bir frekans uzayına dönüştürülmüş olur ve spektral diyagram elde edilir. Spektral diyagram, seri varyansının her frekansta ne değer aldığını gösterir. Frekans kavramı verili bir süre içinde belli bir noktadan kaç dalga geçtiğini gösterir. Frekans kavramı döngü kavramıyla yakından ilişkilidir ve bir serinin frekansları ile döngüleri arasında aşağıdaki ilişki vardır.

$$2) f = \frac{2\pi}{T}$$

Burada  $f$  frekansı,  $T$  ise döngüyü göstermektedir. Spektral diyagramda genellikle yatay ekseninde frekanslar, dikey ekseninde ise dalga boyu (amplitude) yer alır. Buradaki

dalga boyu seri varyansının her frekansta aldığı dalga boyu değişimidir.<sup>(2)</sup>

Normal dağılımlı serilerde, spektral diyagram yatay bir çizgidir. Bu serinin herhangi bir döngü (cycle) sergilemediğini gösterir. Seri normal dağılımlı değilse ve belli döngüleri varsa, spektral diyagram belli frekanslarda (döngülerde) belirgin tepeler gösterir. Bu tepelere denk gelen frekans değerine karşılık gelen döngü, serinin kaç periyotluk (kaç ay veya yıllık) döngüsü olduğunu gösterir. Spektral analiz ancak durağan serilere (stationary series) uygulanır. Makalede serileri durağan hale getirmek için serilerin önce logaritması alınmış, daha sonra logaritmik değerlerin birinci dereceden farkları alınarak (first difference of logs); seriler durağan hale getirilmiştir. Ayrıca yukardaki formülle elde edilen spektral diyagram (literatürdeki ismiyle periodogram), ekonomik serilerde bir örnekten elde edildiğinden tutarlı (consistent) bir tahmin değildir. Tutarlı (consistent) tahmin için, bir pencere

(window) kullanılması gerekir. Makalede 6 birimlik bir pencere kullanılmıştır.

Yukardaki yaklaşımla bir serinin döngüleri spektral diyagramıyla (literatür ismiyle oto-spektrumu) saptanabileceği gibi, birbiriyle ilişkili iki ekonomik serinin hangi döngülerde daha yakın ilişki gösterdiği de bir çapraz spektrumla (cross-spectrum) saptanır. Matematik olarak çapraz spektrum iki seri arasındaki çapraz korelasyon fonksiyonunun (cross-correlation function) aşağıdaki formülle frekans uzağına transfer edilmesiyle elde edilir.

$$3) f_{xy}(\theta) = \sum_{s=-\infty}^{\infty} Y_{xy}(\theta) e^{-2\pi i \theta s}$$

Burada  $Y_{xy}(\theta)$  x ve y serileri arasındaki çapraz korelasyon fonksiyonu,  $e^{-2\pi i \theta s}$  bir transformasyon operatörüdür. Çapraz spektrumun yorumunda iki önemli kavramdan yararlanılır. Bunlardan coherence matematik olarak

$$4) COH(\theta) = |f_{xy}(\theta)|^2 / f_x(\theta) f_y(\theta)$$

şeklinde tanımlanır.  $|f_{xy}(\theta)|^2$  Burada iki seri arasındaki döngüsel ilişkinin karesi alınmış dalga boyunu (squared amplitude),  $f_x(\theta)$  x serisinin oto-spektrum değerini,  $f_y(\theta)$  ise y serisinin oto-spektrum değerini gösterir. Döngüsel ilişki katsayısı olarak tanımlıyabileceğimiz coherence, her bir frekansta iki seri arasındaki linear ilişkiyi gösterir. Coherence sıfır ile bir arasında değerler alır. Belli bir frekansta coherence değerinin 1'e yakın olması, o frekansa karşılık gelen döngüde iki seri arasında güçlü bir ilişki olduğunu gösterir.<sup>(3)</sup> Buna karşın; belli bir frekansta sıfıra yakın coherence değeri, o frekansta (döngüde) iki seri arasında bir ilişki olmadığını ortaya koyar. Coherence regresyon analizinde yaygın biçimde kullanılan  $R^2$  kavramının spektral analizdeki karşıtıdır. Bir diğer önemli kavram olan faz açısı ise matematik olarak

$$5)PH(\theta) = \arctan \left[ - \frac{\text{Im}(f_{xy}(\theta))}{\text{Re}(f_{xy}(\theta))} \right]$$

formülüyle belirlenir.  $\text{Re}(f_{xy}(\theta))$  Burada çapraz spektrum değe-

rinin reel kısmı,  $\text{Im}(f_{xy}(\theta))$  ise çapraz spektrum değerinin sanal (imaginary) kısmıdır (çapraz spektrum değerleri kompleks sayılardır). Faz açısı birbiriyle belirli bir döngüde ilişki iki seriden hangisinin o döngüde diğerinden daha önce harekete başladığını saptar.<sup>(4)</sup> Faz açıları iki seri arasındaki lead ve lag ilişkilerini ve eğer lead ya da lag ilişkileri varsa bunların ne kadarlık bir süreye karşılık geldiğini (örneğin bir seri diğer seriye göre lead özelliği gösteriyorsa ve diğerinden daha önce döngüsel harekete başlıyorsa, bu lead süresinin kaç ay olduğunu) gösterir. Faz açıları sadece coherence değerinin yüksek olduğu (1'e yakın olduğu) döngülerde anlam taşır.

### Ampirik Sonuçlar:

İMKB endeksinin spektral diyagramı Şekil 1'de gösterilmiştir. Bu şekil belli frekanslarda belirgin döngüler göstermektedir. Yukardaki formül 2 yardımıyla, frekanslar periyoda çevrildiğinde, esas belirgin döngülerin 8 ile 9 aylık, 5 ile 6 aylık ve 3 ile 4 aylık döngüler

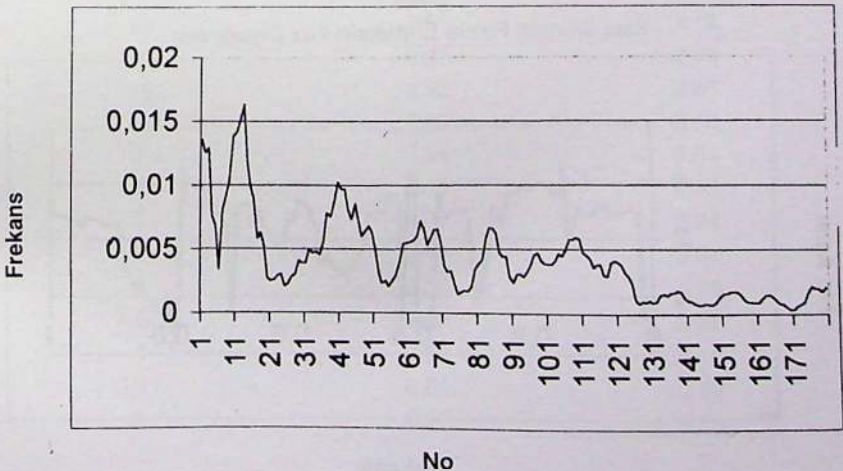


olduğu görülmektedir. Tepele-  
rin tek bir frekans (döngü) yeri-  
ne (örneğin net olarak 3 aylık  
bir döngü) daha karmaşık bi-  
çimde örneğin 3 ile 4 ay arası  
değişen bir yapı göstermesi,  
bu döngünün bazı dönemlerde  
4 aya yakın, diğer dönemlerde  
ise 3 aya yakın olması (yani  
döngü uzunluğunun gözlem  
döneminde değişebilmesi) ile  
açıklanabilir. Bu döngülerin bi-  
lanço dönemleriyle yakından  
ilişkili olduğu söylenebilir (bilin-  
diği gibi İMKB'de bilançolar  
3,6,9 ve 12 aylık olarak yayın-  
lanmaktadır). Esas döngü ise

30 ile 36 ay arasında değişen  
bir döngüdür. Yaklaşık 3 yıllık  
bu döngü İMKB endeksinin bir  
uzun döngüsü (long cycle) ol-  
duğunu gösterir. Bu döngüde  
Türkiyedeki konjonktür dalga-  
larıyla (business cycles) ilişki-  
lendirilebilir.

Şekil 2; İMKB endeksi ile kı-  
sa dönem faizler (1 aylık mev-  
duat faizleri) arasındaki cohe-  
rence diyagramını, Şekil 3 ise  
aynı değişkenler arasındaki faz  
açılarını göstermektedir. Aşağı-  
da Tablo 1'de şekildeki frekans  
değerleri periyot değerine çevri-

Şekil 1  
Endeksin Spektral Diyagramı

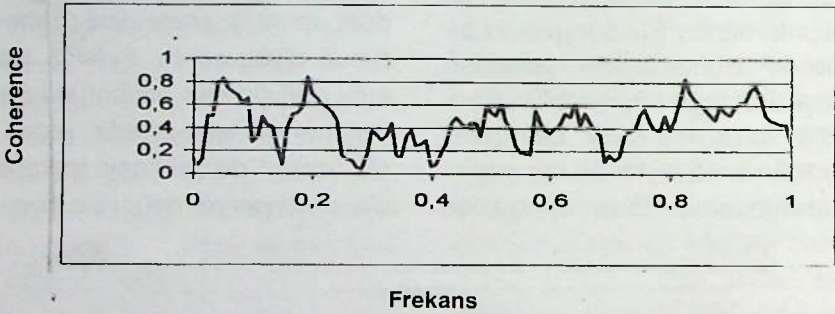


lerek, şekildeki bilgi daha anlaşılır hale getirilmiştir.

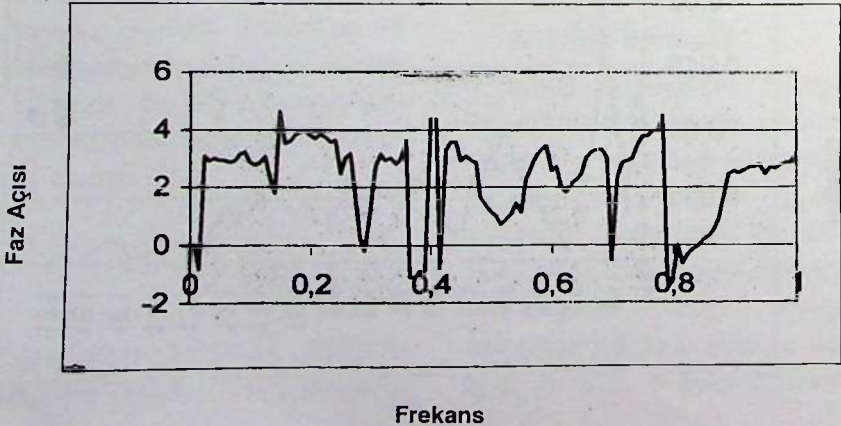
İki seri arasında en güçlü döngüsel bağımlılık (coheren- ce) özellikle 24 ile 48 ay arasında (iki ile dört yıl arası) değişen uzun döngülerde görülmekte-

dir. En yüksek döngüsel bağımlılık (0.83), kırk aylık döngüde yoğunlaşmaktadır. Keza 48 aylık döngüde güçlü bir ilişki (0.79) vardır. Bu veriler kısa dönem faizler ile endeks arasında yaklaşık 4 yıllık bir döngüde

Şekil 2  
4 Kısa Dönemli Faizle Endeksin Coherence Diyagramı



Şekil 3  
Kısa Dönem Faizle Endeksin Faz Diyagramı



kuvvetli ilişki olduğunu gösterir. Bu 4 yıllık döngü Türkiye'deki konjonktür dalgalarıyla ilişkili olabilir. Uzun döngülerde görülen güçlü ilişki, her iki değişkenin de Türkiye'deki konjonktür dalgalanmalarına (business cycles) karşı hassas olduğunu ve konjonktürel dalgalanmaların her iki seride de uzun dön-

güsel hareketler yarattığı izlenimini vermektedir. En güçlü döngüsel ilişkinin görüldüğü 40 aylık döngüde faz açısı 2.99'dur. Faz açısının işareti (pozitif) uzun döngülerde endeksin faizden daha önce harekete başladığını (endeksin faize göre lead'i olduğunu ya da öncül olduğunu) göstermekte-

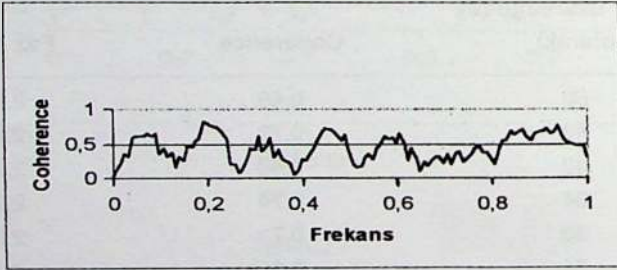
**Tablo 1**  
**Endeks İle Kısa Dönem Faiz Arasında Coherence ve Faz**

Döngü Uzunluğu (ay olarak)	Coherence	Faz Açısı
60	0.49	2.90
48	0.79	2.99
40	0.83	2.92
34	0.74	2.92
30	0.71	2.86
24	0.61	3.13
20	0.27	2.89
16	0.42	2.83
12	0.52	3.60
10.4	0.84	3.94
8	0.15	2.46
7	0.04	0.24
6	0.44	3.01
5	0.06	4.36
4.52	0.49	3.55
4	0.53	1.16
3.11	0.61	2.29
2	0.27	3.14

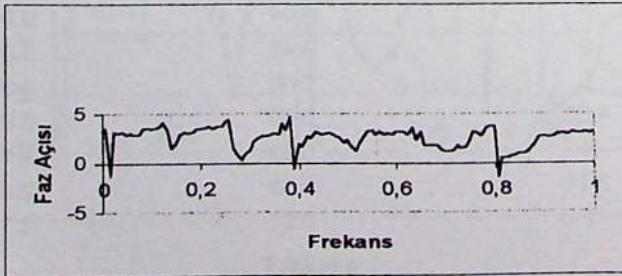
dir. Faz açısının tanjantı öncül'ün (lead'in) kaç zaman birimlik bir önceliğe sahip olduğunu verir. Faz açısının tanjant değeri 0.24 olup, bu 0.24 zaman birimlik (gözlemden ay kullanıldığından 0.24 aylık) bir öncelliğin olduğunu göstermektedir (endeks faize göre uzun dönemsel harekete yaklaşık bir hafta önce başlamaktadır).

Daha kısa döngülerde (daha yüksek frekanslarda) iki seri arasındaki ilişkiler daha zayıftır (0.50'nin altında kalan coherence değerleri istatistiksel olarak anlamlı değildir). Ancak 10.4 aya karşılık gelen frekansta 0.84'lük güçlü bir ilişki vardır (keza 12 aylık döngüde de 0.52'lik korelasyon mevcuttur). Bunun iki serinin yıllık döngü-

Şekil 4  
Uzun Dönem Faizle Endeksin Coherence Diyagramı



Şekil 5  
Uzun Dönem Faizle Endeksin  
Faz Diyagramı



süyle ilişkili olduğu sanılmaktadır (tam 12 ay yerine 10.4 ayda en güçlü ilişkinin ortaya çıkması yıllık döngülerin iki seride birbirinden farklı olması ve periyodun gözlem döneminde değişmesi ile açıklanabilir).<sup>(5)</sup>

Faz açısı bu döngüde de pozitifdir. Faz açısının 3.94'lük değerinin tanjantı 0.2 olup, bu yıllık döngülerde endeksin faizden önce harekete başladığını ve yaklaşık bir haftalık öncelliğe sahip olduğunu göstermek-

**Tablo 2**  
**Endeks İle Uzun Dönem Faiz Arasında Coherence ve Faz**

Döngü Uzunluğu (ay olarak)	Coherence	Faz Açısı
80	0.34	3.23
60	0.31	3.08
48	0.59	2.89
40	0.60	2.89
34	0.60	3.00
30	0.60	2.89
24	0.61	3.48
20	0.34	3.47
16	0.37	4.11
15	0.15	3.25
14	0.31	1.53
12	0.45	3.17
10.4	0.82	3.48
9	0.74	3.66
8	0.20	4.22
7	0.28	0.35
6	0.58	2.70
5	0.26	1.89
4.54	0.72	2.90
4	0.41	2.28
3.47	0.60	2.89
3	0.18	1.80

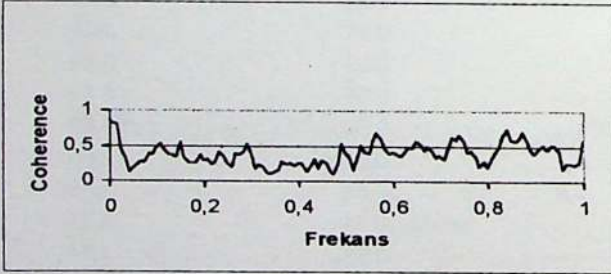
tedir. Son olarak yaklaşık 3 aylık döngülerde daha zayıf bir ilişki saptanmıştır (coherence değeri 0.61) . Faz açısının (2.29) tanjantı 0.03 olup, bu iki serinin (endeks ve kısa dönemli faizin) üçer aylık döngülerde eşanlı (simultaneous) hareket ettiğini gösterir.

Uzun dönem faizlerle (12 aylık mevduat faizleri) ile endeks arasındaki ilişkiler Şekil

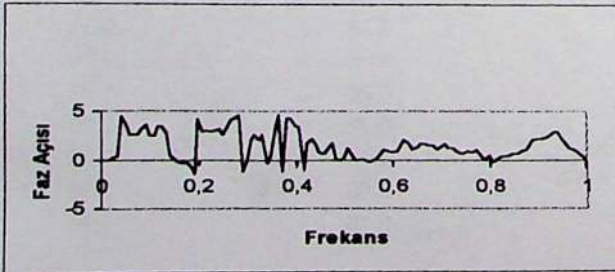
4'teki coherence diyagramı ve Şekil 5'teki faz diyagramı ile özetlenmiştir. Şekildeki bilgiler Tablo 2 aracılığıyla da izlenebilir.

Döngüsel ilişki katsayısına (coherence) göre uzun dönem faizlerle endeks arasındaki döngüsel ilişkiler, kısa dönem faizlere göre daha zayıftır. 24 ile 48 ay arasında değişen döngülerde belirgin ama kısa dö-

Şekil 6  
Kurla Endeksin Coherence Diyagramı



Şekil 7  
Kur İle Endeksin Faz Diyagramı



nem faize göre daha zayıf bir ilişki vardır. En güçlü döngüsel ilişki 9 ile 10 ay süreli döngülerdedir (olasılıkla faz açısı kaymış yıllık döngülerde). Keza 3.5 ve 4.5 aylık döngülerde de bir ilişki görülmektedir. Faz açıları pozitifdir. Endeks uzun dönem faize göre de öncül (lead) niteliktedir. Faz açılarının tanjantla-

rı endeksin uzun dönem faize göre bir ile iki hafta öncelliği olduğunu göstermektedir. Endeksin öncüllük süresi (lead time) uzun dönem faizlerde kısa döneme göre biraz daha fazladır (bir hafta yerine iki hafta). Örneğin en güçlü coherence değerinin elde edildiği 10.4 aylık döngüde, faz açısı 3.66 ve

**Tablo 3**  
**Endeks İle Döviz Kuru Arasındaki Coherence ve Faz ilişkisi**

Döngü Uzunluğu (ay)	Coherence	Faz Açısı
80	0.44	0.14
60	0.31	0.31
48	0.12	4.46
40	0.17	3.64
34	0.22	2.60
30	0.28	2.54
24	0.39	3.22
18	0.52	2.46
16	0.37	3.44
15	0.36	2.71
12	0.24	-0.35
10	0.28	4.14
8	0.24	2.61
7	0.41	4.55
6	0.12	2.61
5	0.25	3.49
4	0.40	0.21
3.52	0.68	0.03
3	0.43	1.55

bunun tanjantı 0.57'dir (0.57 ay ya da iki haftadan biraz daha çok).

Endeks ile döviz (dolar) kuru arasındaki ilişkiler de Şekil 6 (Coherence) ve Şekil 7 (Faz açısı) yardımıyla gösterilmiştir. Tablo 3 bu ilişkileri özetlemektedir.

Faizlerin tersine döviz (dolar) kuru ile endeks arasında belirgin bir döngüsel ilişki yoktur. Örneğin faizlerle endeks arasında anlamlı ve hayli yüksek ilişkilerin görüldüğü uzun döngülerde (iki yıl ile dört yıl arası değişen döngülerde), endeks ile kur ilişkisi zayıftır ve istatistiksel olarak anlamlı değildir. Kaydadeğer tek ilişki 3.5 aylık kısa bir döngüde görülmektedir (coherence değeri 0.68). Bu döngüde faz açısı 0.03 olup, sıfıra yakın bu faz açısı bu kısa döngüde iki serinin eşanlı olarak hareket ettiğini ortaya koymaktadır.

## SONUÇ

Ampirik çalışmalar İMKB endeksinin belirli döngüleri olduğunu ortaya çıkarmıştır. Bilanço dönemleriyle ilişkili yak-

laşık 3,6 ve 9 aylık döngülerin yanısıra, Türkiyenin konjonktür dalgalarıyla (business cycles) ilişkili olduğu sanılan yaklaşık 3 yıllık uzun bir döngü bulunmuştur.

İMKB endeksi iki ile dört yıl arasında değişen uzun döngülerde faiz hadleriyle anlamlı bir döngüsel korelasyon göstermektedir. Bu sonuç, gerek endeksin gerekse faiz hadlerinin konjonktür dalgalanmalarına hassas olması ve bu konjonktür dalgalarının gerek endekste, gerekse faizlerde benzer döngüler yaratmasıyla açıklanabilir. Uzun dönem döngülerde endeks faize göre öncül niteliktedir ama öncüllük süresi oldukça kısadır. Uzun dönem faizlere göre, kısa dönem faizlerle endeks arasındaki uzun dönem döngülerdeki ilişki daha güçlüdür. Ayrıca bazı daha kısa döngülerde de endeks ile faiz arasında bazı anlamlı döngüsel ilişkiler vardır. Kısa döngülerde faizlerle endeks arasında eşanlı bir döngüsel ilişki sözkonusudur.

Buna karşın döviz (dolar) kuru ile endeks arasındaki dön-



güsel ilişkiler çok daha zayıftır. Örneğin uzun döngülerde endeks ile döviz kuru arasında anlamlı bir döngüsel ilişki bulunamamıştır. Bu döviz kurunun konjonktürel dalgalanmalara duyarlı olmaması ile açıklanabilir. Kur ile endeks arasında sadece çok kısa döngülerde (yaklaşık üç ile dört ay arası) anlamlı bir döngüsel ilişki olup, bu kısa döngüde iki seri eşanlık olarak hareket etmektedir.

Çalışmanın en önemli bulgusu faizlerle İMKB endeksi arasındaki ilişkinin genellikle varsayıldığının aksine uzun döngülerle açıklanabilen bir ilişki olduğunu ortaya koymasıdır. Bu Türkiyedeki finansal piyasaların konjonktür dalgalanmalarına önemli ölçüde duyarlı olduğunu ortaya koymaktadır. Ancak Merkez Bankasının büyük ölçüde denetimde tuttuğu döviz piyasası konjonktürel dalgalanmalara tahvil ve senet piyasaları kadar duyarlı değildir

## KAYNAKÇA

G.W.J. Granger ve O. Morgens-  
tern; "Spectral Analysis of  
New York Stock Market Pri-

ces", *Kyklos*, Cilt 16, 1963, sa:  
16-24

G.M. Jenkins ve D.G Watts;  
*Spectral Analysis and Its Appli-  
cations*; 1986, Holden Day,  
San Fransisco

L.H. Koopmans; *The Spec-  
tral Analysis of Time Series*;  
1974, Academic Press, New  
York

M.B. Priestley; *Spectral  
Analysis and Time Series*;  
1981; Academic Press; New  
York

G.W. Scully; "Static vs. Dy-  
namic Philips Curves"; *Review  
of Economics and Statistics*,  
Cilt 56, 1974, sa: 387-393

## DİNOTLARI

1. G.W. Scully; "Static vs. Dynamic  
Philips Curves", *Review of Economics  
and Statistics*, Vol.56, 1974, pp. 387-393.

2. L.H. Koopmans; *The Spectral  
Analysis of Time Series*; 1974, Academic  
Press, New York.

3. M.B. Priestley; *Spectral Analysis  
and Time Series*; 1981; Academic Press,  
New York.

4. G.W.J Granger and O. Morgens-  
tern, "Spectral Analysis of New York  
Stock Market Prices", *Kyklos*, Vol. 16,  
1963, pp. 16-24.

5. G.M Jenkins and D.G. Watts,  
*Spectral Analysis and Its Applications*,  
1968, Holden Day, San Fransisco

## SİZ DE ABONE OLUN!

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

Adı Soyadı : .....

Firma Adı : .....

Adres : .....

Posta Kodu : ..... Tel: ..... Fax: .....

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

«BANKA-MALİ VE EKONOMİK YORUMLAR» Aylık Dergi, 12 sayı için 2001 Yılı Abone Koşulları;

### YURT İÇİ

- 6 Aylık: 12.500.000.- TL  
 1 Yıllık: 25.000.000.- TL

### YURT DIŞI

- 6 Aylık 25 \$  
 1 Yıllık: 50 \$

Not: Öğrencilere % 30 indirim yapılmaktadır.

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

Akbank T.A.Ş.  
Nuruosmaniye Şubesi  
Hesap No: 35875-4

Garanti Bankası  
Nuruosmaniye Şubesi  
Hesap No: 6299897

T. İş Bankası  
Cağaloğlu Şubesi  
Hesap No: 530979

«EKONOMİK MALİ YAYINLAR SAN. VE TIC. A.Ş.» adına, abone bedeline ilişkin, bankaya yatırdığınız makbuzun (ve öğrenci iseniz, öğrenci kimliğinizin) fotokopisini, yukarıdaki abone formu ile birlikte lütfen, « Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi; Binbirdirek Mahallesi, Suterazisi Sokak, No. 6 / 2; 34400 Sultanahmet – İSTANBUL » adresine gönderebilir ya da şu numaraya Fax geçebilirsiniz: (0 – 212) 518 66 43 • Tel: 518 17 32 - 516 11 45

# WORLD CARD

## DÜNYAYA AÇILAN KART



Yapı Kredi Worldcard yalnızca Türkiye'de en çok kullanılan kredi kartı değil, Türkiye'nin dünyada da en çok kullandığı kredi kartı. Hâlâ Yapı Kredi Worldcard'ınız yoksa geniş bilgi için 444 0 444'ten Yapı Kredi'ye ulaşabilir ya da en yakın Yapı Kredi Şubesine başvurabilirsiniz.

Burası Yapı Kredi. Fark burada.

**YAPI KREDİ**  
"hizmette sınır yoktur"

Sizin için ileriye bakıyoruz.



İMKB, yatırımcılara geleceğe dönük yatırım olanakları sunuyor...



**İSTANBUL**  
**MENKUL KIYMETLER**  
**BORSASI**  
[www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr)