

BANKA-MALİ VE

EKONOMİK 4 YORUMLAR

AYLIK DERGI
YIL : 38
NISAN 2001
•
2.250.000 LİRA



ÇİPA OLMADI ŞİMDİ DALGALI KUR ZAMANI

YENİ BİR PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ OLARAK ENFLASYON HEDEFLEMESİ
PARASAL KRİZLERİN ÖNGEDEN TAHMİN EDİLEBİLİRLİĞİ
SERBEST KURA GEÇİLMESİ İLE BİRLİKTE SEKTÖRLERİN
DEVALÜASYONA OLAN DUYARLILIĞI

WORLD CARD



DÜNYAYA AÇILAN KART



Yapı Kredi Worldcard yalnızca Türkiye'de en çok kullanılan kredi kartı değil, Türkiye'nin dünyada da en çok kullanılan kredi kartı. Hâlâ Yapı Kredi Worldcard'ınız yoksa geniş bir dünya 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"

BANKA-MALİ VE EKONOMİK YORUMLAR

NİSAN 2001 • YIL: 38 • SAYI: 4 • 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 Döşluoğlu • Necdet Durakbaşı • A. Aydın Dündar • Mahfi Eğilmez • Gazi Erçel • Zeynel Abidin Erdem • Meral Gezgin Eriş • Prof. Dr. Cumhuriyet Ferman • Prof. Dr. Atilla Gönenli • Zeki Gündüz • Doç. Dr. Seyfettin Gürsel • M. Akif Hamzaçebi • Prof. Dr. Zeyyat Hatiboğlu • Avni Hedil • Erhan Işıl • Prof. Dr. Halük A. Kabaaloğlu • Adnan Başer Kafaçoğlu • 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 Özaslan • Tuncay Özilhan • Ersin Özince • Ertuğrul İhsan Özal • Prof. Dr. Merih Paya • Mehmet Faruk Sabuncu • Prof. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş • Dr. Turgut Telman • Yaman Torüner • 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
Prof. Dr. Suat Oktar Erkan Tokucu Yeni Bir Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi (Inflation Targeting) Yaklaşımı ve Türkiye'de Uygulanabilirliği	5
Yrd. Doç. Dr. Yakup Küçükakale Parasal Krizlerin Önceden Tahmin Edilebilirliği Üzerine Bir İnceleme	31
Mustafa Barış Sermaye Piyasası	49
Yrd. Doç. Dr. Nesrin Yıldırım Parasalcı Enflasyon Mücadelesinin Deflasyonist Etkileri (Ekonomik Suikast)	57
Ekonomik Göstergeler (Dış)	64
Dr. Şevket Sayılğan Serbest Kura Geçilmesi İle Birlikte Sektörlerin Devalüasyona Olan Duyarlılığının Analizi	65
Doç. Dr. Havva Tunç Kur Ayarlamaları ve Dış Ticaret Dengesi	75
Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi Bankacılık Sektöründen Haberler	83
Abone Formu	96

İdare Yeri: Binbirdirek Mah. Suterazisi Sok. No: 6/2, 34400 Sultanahmet – 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 ve Cilt: Arayış Basın ve Yayıncılık Ltd. Şti., Telefon: (0212) 280 90 64 • Dizgi ve Sayfa Düzeni: Zafer Dizgi, Celal Aydın Tel: (0212) 520 74 45 - (0532) 540 24 23 • Baskı Tarihi: 15 Nisan 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" ödülünü 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

Dergiden

OKURLARA MEKTUP

Serbest Kura Dönüş ve Yeni Program

Sevgili Okurlar,

Olağan bir piyasa ekonomisi gündemine o kadar hasretiz ki, dikkatinizi çekmiş olacağı üzere, konjonktürün büyük bir hızla ve olumsuz yönde değiştiği son aylarda her sayıda bir yandan durumun doğru bir fotoğrafını çekmeye çalıştık, bir yandan da temel perspektifin değişmemesi gereğine olan inancımızı yineledik. Son krizin sertliği, iyimserliğimizi azaltmadı değil; ama ulusça nihai hedefimiz olan gelişmiş ekonomi dünyasına katılmak dışında bir tercihimiz olamayacağına göre yeni koşullar altında yeni bir denge oluşturmamız ve yeni bir program ile yola devam etmemiz zorunlu.

Anlaşıldı ki yüksek enflasyonlu dışa açık bir ekonomide kur çıpasına dayalı dezenflasyon politikasını sürdürmeye bankacılık ve

ödemeler sistemimizin gücü yetmedi. Bu arada uzun süredir faaliyet dışı plasman gelirlerine yoğunlaşan ve rekabet gücü zayıflayan reel ekonominin de soluğu iyice tıkanı. Kemal Derviş'in koordinasyonunda oluşturulmakta olan yeni program, bu yüzden, rekabet gücünü arttırmaya ve dolayısıyla cari açığın daha da büyümesini önlemeye izin verecek daha yüksek bir döviz kuru düzeyinde taze ve bu defa reel ve yapısal yanı daha ağır basacak bir yörünge çizicek gibi görünüyor. Özellikle bu nokta, böyle bir aşamada dahi ümitlenebileceğimiz bir ipucu veriyor: En azından yeni programda tümüyle kısa vadeyle ve parasal politikalarla sınırlı olmayan bir perspektif yakalayabilmek!

Ortaya çıkan yeni durum, bu sayıda ağırlığı serbest ya da dalgalı kura vermemiz sonucunu doğurdu. Bundan sonraki ekonomi tartışmalarının ekseninde bu sistemin antiinflasyonist politikalarla nasıl uzlaştırılacağı yer alacağı için bu tercihi isabetli bulacağınızı sanıyoruz.

Prof. Dr. Suat Oktar ve Erkan Tokucu'nun "Para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi yaklaşımı"nı irdeleyen, Yr. Doç.Dr. Yakup Küçükkale'nin "Parasal krizlerin tahmini"ni konu alan, Yrd. Doç. Dr. Nesrin Yıldırım'ın "Parasalcı enflasyon mücadelesinin deflasyonist etkileri"ne değinen, Dr. Şevket Sayılğan'ın "Serbest kurda sektörel devalüasyon duyarlılığı" gibi ilginç bir cepheye yoğunlaşan ve Doç.Dr. Havva Tunç'un "Kur ayarlamaları ile dış ticaret dengesi ilişkisi"ni analiz eden yazıları okurların yeni gündeme ısınmasını sağlayacak nitelikte.

Yeni sayımızda Nisan ayında açıklanacak yeni programın ayrıntılı bir tahlili ile buluşmak üzere...

Saygılarımla,

Adnan Nas

Görüşler

Prof. Dr. SUAT OKTAR

Marmara Üniversitesi, İ.İ.B.F. İktisat Bölümü Öğretim Üyesi

ERKAN TOKUCU

Dumlupınar Üniversitesi, İ.İ.B.F. İktisat Bölümü Araştırma Görevlisi

Yeni Bir Para Politikası Staretejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi (Inflation Targeting) Yaklaşımı ve Türkiye'de Uygulanabilirliği

1- Giriş

Fiyat istikrarını sağlamak para otoriteleri için en önde gelen amaçtır. Para otoriteleri bu amaçla çeşitli para politikası uygulamalarında bulunurlar. Bunlardan birisi ara hedef uygulamasıdır. Ara hedef, nihai hedef ile para politikası arasında yer alan, nihai hedef ile korelasyonu bulunan ve para politikası araçları ile etkilenebilen, para arzı, döviz kuru, faiz oranı gibi nominal değişkenlerden birisinin de-

ğerinin dışsal olarak belirlenmesi ve sabitlenmesidir. Merkez Bankası sahip olduğu para politikası araçları aracılığıyla ara hedefleri oradan da nihai hedef olan fiyat istikrarını sağlamaya çalışırlar. Bu uygulamada ara hedeflerin fiyat istikrarını sağlamada etkin oldukları kabul edilmektedir.

Teoride birçok ara hedefin olabileceği ileri sürülmektedir. Bunlar; mal fiyatları, para stoku, kısa ve uzun dönem faiz oranları

arasındaki bir dağılım, döviz kuru, para arzı, toplam yurt içi krediler, gayri safi milli hasıla gibi değerlerdir.⁽¹⁾ Ancak uygulamada daha çok para arzı, döviz kuru ve faiz oranları gibi değişkenler ara hedef olarak kullanılmıştır.

Son yıllarda özellikle 1990 sonrası dönemde finansal piyasalarda meydana gelen yenilikler ara hedef ile nihai hedef arasındaki ilişkileri zayıflatmıştır. Yeni finansal türevlerin ortaya çıkışı dışsal olduğu kabul edilen para arzının içselleşmesine ve para talebinde var olduğu varsayılan istikrarın ortadan kalkmasına yol açarken diğer taraftan finansal liberalleşme hareketleri sermayenin uluslararası arenadaki hızını arttırmış ve döviz kurları dışsal şoklara daha açık bir hal almıştır. Döviz kurunun bundan dolayı sadece Merkez Bankasının kontrolü altında olmaması ara hedef olarak döviz kurlarının cazibesini azaltmıştır. Faiz oranlarının ise siyasi otorite tarafından devamlı bir şekilde değiştirilmesi faizin de ara hedef olarak etkinliğini sınırlamıştır. Merkez Bankalarının bu nedenlerden dolayı para politikası araçları ile ara hedefleri ve nihai hedefleri tutturamaması ya da önceki dönemlere oranla etkinliğin azalması sonucunda alternatif bir para politikası stratejisi arayışı gündeme gelmiş ve enflasyon hedeflemesi

yaklaşımı çeşitli ülkelerce uygulanmaya başlamıştır.

1970'lerin sonlarında ve 1980'lerin başlarında reel M₁ talebi, gelir ve faiz oranları arasındaki istikrarlı ilişkilerin bozulmasından sonra başta A.B.D. olmak üzere birçok ülke ilgilerini yeni bir ara hedefe yöneltmiştir. Bu yeni hedef M₂ büyüklüğüdür. Ancak 1990'lar da M₂ parasal büyüklüğü de işlemez duruma gelince yeni çapalara ihtiyaç duyulmaya başlanmıştır.⁽²⁾

Bu gelişmelerin yanı sıra para talebine yönelik ekonometrik tahminlerin gücü de gittikçe zayıflamaya başlamıştır. Piyasa baskısı İtalya ve İngiltere'yi Eylül 1992'de döviz kuru bantlarını bırakmaya, Finlandiya ve İsveç'i Avrupa Para Sistemi'nde, takip ettikleri döviz kuru politikalarını terk etmeye zorlamıştır.⁽³⁾ Sabit döviz kuru rejiminin ölmesi benzer şekilde Almanya'ya da 1970'lerin ortasında para merkezli bir yaklaşıma adapte olması yönünde motive etmiştir. Kanada gibi bazı ülkeler başarısız çeşitli para hedefi yaklaşımlarından sonra enflasyon hedeflemesine geçmişlerdir. Örneğin, Kanada'nın durumunda, daha düşük parasal büyüme oranlarına neden olan parasal hedeflere bağlılık olmasına rağmen 1980'lerde enflasyon 1975'teki gibi yıllık % 10'luk

bir düzeyde en yüksek noktasında idi.⁽⁴⁾

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımı yukarıda belirtilen sebeplerden dolayı alternatif bir para politikası stratejisi olarak kullanılmaya başlamıştır. Merkez Bankasına olan güvenin sağlanmasında ve şeffaf politikaların yürütülmesinde enflasyon hedeflemesi yaklaşımına büyük roller verilmektedir. Bu anlamda Merkez Bankasının bağımsız olup olmadığı, uygulama sürecinde kamuoyunun ne kadar bilgilendirildiği gibi hususlar güvenin ve şeffaflığın sağlanmasında oldukça önem arz etmektedir.

2– Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımının Kurumsal Yönü

Enflasyon hedeflemesi; "ekonominin genel değişkenlerinin ve verilerinin dikkate alınarak belirli bir dönem için kabul edilebilir bir enflasyon oranının belirlenmesi ve para politikalarının belirlenen bu oranı yakalayacak şekilde yürütülmesidir"⁽⁵⁾ şeklinde tanımlanabilir.

Farklı bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi yaklaşımı birkaç ayırıcı özelliğe sahiptir⁽⁶⁾. Bu özellikler;

- bir ya da daha fazla zaman dilimi içinde enflasyon

oranları için resmi hedeflerin ilan edilmesi,

- para politikası için en önde gelen hedefin düşük ve sabit bir enflasyon olduğunun açıkça kabul edilmesi,
- para politikasını hazırlayanların planları ve amaçları hakkında kamuoyunun daha fazla bilgilendirilmesi,
- amaçlara ulaşmada Merkez Bankasının hesap verebilirliğinin artırılması olarak sıralanabilir.

Hedef enflasyon Merkez Bankasının kolayca kontrol edilebilmesi, iktisadi ajanlar tarafından kolayca izlenebilmesi, diğer amaçları engelleyici olmamasıdır. Para politikasını nihai amacı ile yüksek korelasyona sahip olmalıdır. Yani enflasyon hedefi üzerinden yapılan politikalar fiyat istikrarını sağlama noktasında etkinliğe sahip olmalıdır. Eğer sayılan bu kriterleri yerine getiren bir enflasyon hedefi oluşturulabilirse Merkez Bankasının başarı şansı artacaktır.

Enflasyon hedeflemesinde diğer ara hedefler olan döviz kurları ve para stokunun baz alınmasına neden yoktur. Ancak bu bir zorunluluk değildir ve enflasyon hedeflemesini takip etmek diğer ara hedeflerin kullanımını engellemektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulamasına engel olmamak ko-

şuluyla⁽⁷⁾ diğer hedefler enflasyon hedefinin tutturulabilmesi için yardımcı olarak görülebilir⁽⁸⁾ ve bu amaçla para arzı ve döviz kuru belirlenen enflasyon hedefinin tutturulabilmesi için çeşitli işlemlere tabi tutulabilirler.

Enflasyon hedeflemesi gelecek dönemlere ilişkin tahminlere bağlı olarak yürütülür. Enflasyon hedefi açıklandıktan sonra uygulanan politikalar neticesinde enflasyonun yavaş yavaş beklenen düzeye doğru gerileyeceği umulur⁽⁹⁾. Geçiş süreci bir ile dört yıl arasında değişebilir⁽¹⁰⁾. Açıktır ki hedeflenen sürenin uzunluğu ülkelerin içinde bulunduğu enflasyon oranına bağlı olarak değişecektir. Enflasyonun yüksek olduğu ülkeler daha uzun bir süreyi, enflasyonun düşük olduğu ülkeler ise daha kısa bir süreyi hedef süre olarak belirler.

Enflasyon hedeflemesinde Merkez Bankası belirli bir enflasyon oranını baz alarak bu oran üzerinden işlem yapar. Enflasyon hedefi belirlenirken çeşitli değişkenler kullanılabilir. Toptan Eşya Fiyat Endeksi, Tüketici Fiyat Endeksi, Gayri Safi Milli Hasıla Deflatörü gibi değişkenleri kullanarak bir hedef enflasyon oranını belirler.

Enflasyon tahminleri yapılırken nokta ya da bant (aralık) he-

defleri seçilmektedir. Nokta hedefleme, örneğin % 3 gibi sadece tek bir enflasyon oranının hedef alınmasını ifade eder. Ancak öngörülemeden şoklar ve dışsal şoklardan dolayı nokta hedeflemenin tam tamına tutturulması oldukça zordur. İlan edilen nokta hedef elde edilemediği zaman para otoriteleri kredibilite kaybına uğrar ve halkın politikaya olan güveni azalır. Bu durumda enflasyonist beklentiler devreye girer ve politikanın başarı şansı düşer. Ayrıca Merkez Bankalarına verilen bağımsızlığın derecesi de nokta hedefe ulaşmada önem arz etmektedir. Öyle ki Merkez Bankalarının araç bağımsızlığı yok ise nokta hedefin tutturulması da imkansızdır denilebilir.

Hedef bant uygulamasında ise nokta hedef yerine örneğin % 3 - % 5 aralığı gibi, belli bir aralığın seçilmesi söz konusudur. Nokta hedefin tutturulabilmesine ilişkin yukarıda belirtilen zorluklardan dolayı bant uygulaması daha caziptir ve uygulamada nokta hedef yerine bant hedefi daha yaygındır.⁽¹¹⁾ Hedeflenen enflasyon oranının ilan edilen aralıkta tutturulabilmesi Merkez Bankasına olan güvenin artmasına yol açacaktır. Ancak belirlenen enflasyon oranının hedef aralık içinde tutturulamaması ve bu durumun devamlılık arz etmesi Merkez Bankasına olan güvenin kaybolmasına ne-

den olacaktır. Nokta hedef yerine belirli bir aralığın seçilmesi durumunda seçilecek olan aralığını genişliği de önemlidir. Bant seçimi nokta seçimine nazaran avantajlara sahip olsa da tutturulamayacak bir aralığın seçilmesi durumunda başarı şansı azalacaktır. Nokta hedef seçiminde olduğu gibi bant hedef seçiminde de Merkez Bankasının bağımsızlığı ve Merkez Bankasına olan güven önemlidir. Düşük güvenilirliğe sahip olan Merkez Bankalarının güvenilirliği tekrar sağlayabilmeleri için bant aralığın geniş tutmaları faydalı olacaktır. Çünkü geniş bir aralığı tutturma olasılığı daha dar aralığı tutturma olasılığından daha fazladır. Belli bir nokta hedefi yerine bantın tercih edilmesi Merkez Bankasının sorumluluğu açısından da önemlidir. Ancak aralığın çok geniş tutulması da iktisadi ajanların beklentilerini yönlendirmede etkin olmayacaktır.⁽¹²⁾

Ancak Brunia ve Lahdenpera'nın ele aldıkları makalelerinde⁽¹³⁾, Cukierman'nın enflasyon hedeflemesi uygulamasında iktisadi ajanların rasyonel beklentiye sahip olması durumunda hedefin bant ya da nokta olmasının ikincil öneme sahip olacağı şeklindeki görüşü yer almaktadır. Çünkü, iktisadi ajanlar, hükümetin, her ne kadar nokta hedef ilan etse de bu hedefi sınırlı olanaklarından dolayı

tutturamayacağını bildikleri için hedefin nokta ya da bant olarak ilan edilmesi arasında herhangi bir reel farklılık olmayacaktır. Cukierman'ın bu iddiasına karşın aynı makalede, Goodhart ve Vinals'ın nokta hedefin sakıncalı olacağı yönündeki görüşüne de yer verilmektedir. Çünkü, nokta hedefin kaçırılması kesindir ve bu durumda para otoritelerinin kamuoyuna açıklama yapmaları gerekecektir. Kamuoyundaki birçok kişiye ayrıntılı olarak açıklama yapmak kolay olmayabilir. Bu bakımdan nokta hedef yerine bantın ilan edilmesi daha şeffaf olacaktır ve enflasyon oranındaki küçük dalgalanmaların vurgulanmasına da gerek kalmayacaktır.

Enflasyon hedeflemesi ileriye dönük bir uygulamadır. Bu uygulamada enflasyon öngörülerini baz alınır. Eğer öngörüler, enflasyonun hedeflenen düzeyden yüksek olacağı yönünde ise sıkı para politikası, enflasyonun hedeflenen düzeyden düşük olacağı yönünde ise gevşetici para politikası uygulanır⁽¹⁴⁾. Yani faaliyet hedefleri enflasyon tahminine bağlı olarak daraltıcı ya da genişletici yönde kullanılır.

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımları bazı iktisatçılar tarafından principal-agent düzenlemesi olarak da yorumlanmaktadır⁽¹⁵⁾. Toplum principal olarak, para politika-

sının yürütülme görevinin kendisine verildiği Merkez Bankası ise agent olarak kabul edilmektedir. Bu düzenleme içerisinde toplumun Merkez Bankasına verdiği yetki üç unsura sahiptir. Bunlar;

- Toplum Merkez Bankası için, örneğin kanunla verilmiş fiyat istikrarı amacı gibi bir amaç belirler.
- Merkez Bankası verilen bu amaca ulaşabilsin diye, hükümet veya diğer ilgililerin engellemesi olmaksızın bankaya bağımsızlık verilir. Verilen bu bağımsızlık amaç bağımsızlığından ziyade araç bağımsızlığı niteliğindedir.
- Merkez Bankası verilen bu amaca ulaşabilmede hesap sorulabilir (hesap vermesi gereken) bir konumdadır.

Enflasyon hedeflemesi uygulamasında tartışılan konulardan birisi uygulanan politikanın kuralla dayalı ya da ihtiyari bir politika olup olmadığına yöneliktir. Yıllardır para politikası için en iyi yaklaşıma yönelik tartışma iki ayrı kuptaki strateji arasında bir karşıtılık olarak tasarlanmıştır, bu iki kutup, taktir yetkisi "discretion" ve kurallar "rules" olarak isimlendirilmektedir. Sabit bir parasal büyüme kuralını savunan Friedman gi-

bi, kuralcılığı destekleyenler, politikacıların ellerini bağlamakla kısa dönemde istikrarın sağlanmasında verimli olmayan girişimlerin engelleneneğini ve taktir yetkisine dayalı politikaların özünde var olan enflasyonist eğilimlerin bu şekilde engelleneneğini ileri sürmektedirler. Taktir yetkisine dayalı politikaları savunanlar ise ekonominin yapısındaki değişimlerin veya öngörülemeyen şokların üstesinden gelebilmek için kurallara dayalı politikaların yetersizliğini vurgulamaktadırlar.⁽¹⁶⁾

Çeşitli sebeplerden dolayı enflasyon hedeflemesi bu geleneksel ikiliğin kurallar tarafındaymış gibi yorumlanmaktadır. Bernanke ve Mishkin böyle bir yorumun yanlış olduğunu ileri sürmektedir. Bernanke ve Mishkin'e göre enflasyon hedeflemesi yaklaşımı bu iki kutup arasında yer alır ve kural benzeri "rule-like" olarak isimlendirilir. Çünkü bu politikalar ileriye dönük olmalarından dolayı Merkez Bankalarının uzun dönemde istenmeyen bazı sonuçlar verecek politikalarla sistematik olarak meşgul olmalarını engellemekte fakat aynı zamanda öngörülmemeyen dalgalanmalarla baş edilebilmesi için de takdir yetkisine dayalı politikalara izin vermektedir. Bu melez ya da ara yaklaşım Merkez Bankasının "sınırlanmış taktir yetkisine" bağlı olduğu

şeklinde yorumlanabilir. Bernanke ve Mishkin enflasyon hedeflemesinin Friedman'ın anladığı manada yorumlanması durumunda, bu yaklaşımın bazı önemli eleştirilere maruz kalacağına dikkat çekmektedirler. Birincisi, para politikasının enflasyon dışında yasal amaçlarının olmadığı şeklindeki bir fikir Merkez Bankacıları, kamu ve birçok iktisatçı arasında oldukça az destekçi bulacaktır. İkincisi, Merkez Bankaları çıktı, istihdam, döviz kuru ve enflasyon dışındaki diğer değişkenleri önemsedikleri için enflasyon hedeflemesini kelimesi kelimesine bir kural olarak ele almak çok sığ ekonomik sonuçlara yol açabilir⁽¹⁷⁾.

3- Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımında Merkez Bankalarının Rolü

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımında Merkez Bankalarının bağımsızlığı son derece önemlidir. Enflasyon hedeflemesi uygulamasında Merkez Bankasına sorumluluklar yüklenirken yetkilerin de verilmesi gerekmektedir. Bağımsızlık amaç bağımsızlığı şeklinde olabileceği gibi araç bağımsızlığı şeklinde de olabilir. Bağımsızlığını kazanmış bir Merkez Bankası siyasi otoritenin müdahalelerinden uzak bir şekilde fiyat istikrarının sağlanması için tüm gücünü harcayacaktır. Siyasi iradenin para politi-

kasına müdahale alanları ne kadar çok sınırlandırılırsa bankanın başarı şansı da o kadar artacaktır.

Enflasyon hedeflemesi uygulamasında Merkez Bankaları yürütülen politika ile ilgili olarak periyodik bir şekilde bazı verileri yayınlarlar. Bu yayınlarda enflasyonun belirlenen aralıkta tutulabilmesi için gerekli olan tepki politikalarının tartışılması, enflasyon öngörülerini yer almaktadır. Örneğin İngiltere üç ayda bir böyle dökümanları yayınlamaktadır. Bu yayınlarda enflasyonun olasılıklı öngörülerini kadar enflasyon oranlarını muhtemel etkilerinden de söz edilmektedir. Kanada, Yeni Zelanda ve İsveç Merkez Bankaları da bu yönde yayınlarda bulunmaktadır. Bu tür dökümanların yayınlanmasında, para politikası, para politikasının uzun dönem etkileri, para politikasının amaçları gibi konularda kamu daha fazla bilgilendirildiği için bu dökümanlar enflasyon hedeflemesinin anahtar bir amacını yansıtmaktadır⁽¹⁸⁾.

Hedef enflasyonun halka açıklanması bazen sadece Merkez Bankası başkanına verilirken bazen de başkan ile birlikte Hükümet adına Hazine'den ya da Maliyeden de temsilci bulunmaktadır. Örneğin Yeni Zelanda ve Kanada da Merkez Bankası başkanı ile Maliye Bakanı birlikte hedefi ilan ederken, İsveç, Finlandiya, Avus-

tralya ve İspanya'da Merkez Bankası ve İngiltere'de Maliye Bakanı hedefi ilan etmektedir.⁽¹⁹⁾ Merkez Bankası ile Hükümetin ortak ilanında hem banka hem de Hükümet kamuoyu önünde sorumluluğu kabullenmiş olmaktadır.

Merkez Bankası başkanı kamuoyu önünde hedefleri ilan ettikten sonra yükümlülük altına girdiğini kabul etmiş olmaktadır. Eğer başkan hedefin yakalanmasında başarı göstermişse ödüllendirilir. Maaşın ve banka sermayesinin artırılması gibi ödüllendirme yöntemleri bulunmaktadır. Eğer başkan hedefin yakalanmasında başarısız olursa buna yönelik çeşitli cezalandırma şekilleri olabilir. Görevden alma, maaşını azaltma, kamuoyu önünde kınama gibi cezalandırma yöntemleri söz konusu olmaktadır.⁽²⁰⁾

Merkez Bankası belirlenen hedefi ve hedef dönemini hükümetle yapılan anlaşma çerçevesinde kamuoyuna ilan eder. Bu ilan sırasında gerektiğinde bazı revizelerin yapılabileceğinin de açıklanması gerekir. Kamuoyuna bildirilmeden hedeflerin revize edilmesi durumunda banka ve Hükümet kamuoyu önünde zor duruma düşebilir. Çünkü halkın beklentileri önceden ilan edilen hedeflere göre şekillenmiştir. Beklentilerin bu şekilde bozulması halkın enflasyonla mücadele edil-

diğine dair kanaatlerini aksi yönde değiştirir. Bu durum ise enflasyonla mücadelede başarı şansını ve bankanın kredibilitesini azaltır. Bundan dolayı yapılan ilanda dışsal şokların olması durumunda hedefin revize edilebileceğinin açıklanması gereklidir.

Merkez Bankaları, hedeflerde olduğu gibi, uygulama sonuçlarını da belirli periyotlarla halka ilan ederler. Bu periyotlar aylık, üç aylık ve altı aylık şeklinde olabilir. Uygulama sonuçlarının bu şekilde duyurulması şeffaflığın sağlanmasında, halk desteğinin alınmasında ve iktisadi ajanları bilgilendirmede önem arz etmektedir. Ajanların ekonomi hakkında bilgilendirilmesi ekonomide kaynak israfını önlemiş olacak ve ekonominin tam rekabet varsayımlarına göre çalışmasını sağlayacaktır.

4- Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımında Karşılaşılabilecek Zorluklar

Enflasyon hedeflemesi, son yıllarda Kanada, Yeni Zelanda, İngiltere gibi ülkelerde kullanılmaya başlamıştır. Para stoku, döviz kurları gibi değişkenlerin ara hedef olarak kullanılmalarında karşılaşılan güçlükler bu ülkeler için enflasyon hedeflemesi yaklaşımını daha cazip kılmıştır. Enflasyon he-

deflemesi diğer ara hedeflere nazaran daha çok tercih ediliyorsa da yine de bazı zorluklarla karşılaşmaktadır. Bu zorlukların bir kısmı teorik çerçeve oluşturulurken bir kısmı da uygulama esnasında ortaya çıkmaktadır. Hedef alınması gereken enflasyonun ölçüsü, enflasyonun para politikası için uygun bir değişken olup olmadığı gibi sorunlar teorik sorunlara örnek gösterilebilir. Beklenmedik şokların belirlenen hedeften sapmalara yol açması, yine belirlenen hedefe ulaşmada Merkez Bankasının bağımsız olup olmaması, maliye politikası ile uyum gibi sorunlarda uygulama sırasında ortaya çıkan sorunlara örnek olarak gösterilebilir.

Enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmeden önce ön hazırlıkların yapılması ve geçiş sürecinin belirlenmesi, karşılaşılabilecek sorunların önceden görülmesini sağlayacağı için faydalıdır. Merkez Bankası yapısının değiştirilerek enflasyon hedeflemesi uygulaması için uygun yapıya kavuşturulması yapılması gereken ön hazırlıklardan biridir.

4-1 – Beklenmedik Şoklar

Beklenmedik şoklar hedeften uzaklaşmalara yol açacağı için uygulanan politikanın başarı şansını azaltacaktır. Hedeften uzak-

laşmalar olduğu zaman bunun kamuoyuna anlatılamaması durumunda Merkez Bankasına olan güven kaybolacak ve halk desteği azalacaktır. Zaten güvenin tesis edilebilmesi için kullanılan enflasyon hedeflemesi yaklaşımı böylece kendinden beklenen fonksiyonu yerine getiremeyecektir.

Dışsal şoklar özellikle para otoritelerinin para üzerindeki etkilerinin azalmasına yol açacaktır. Para otoriteleri bunu bahane ederek hedefe ulaşmada isteksiz davranabilir şeklinde kamuoyunda bir endişe oluşabilir. Bu durumda enflasyonist beklentiler güçlenebilir. Enflasyonist beklentilerin güçlenmesi uygulanan politikanın başarısızlığına sebep olmakla birlikte beklenen enflasyonun cari enflasyonun üzerine çıkmasına da neden olabilir.⁽²¹⁾ Beklenen enflasyonun cari enflasyon oranını aşması bir sonraki dönemde oluşacak enflasyon oranının ve hedeflenen enflasyon oranının artmasına yol açacaktır.

Beklenmedik şoklar karşısında kamuoyunda zor durumlara düşmemek için enflasyon hedeflemesi ilan edilirken beklenmedik şoklar durumunda politikada bazı revizelerin yapılabileceğinin de ilan edilmesi gerekmektedir. Ayrıca bandın çok fazla geniş tutulmaması şartıyla bant uygulaması şokun derecesine bağlı olarak

Merkez Bankalarını bazı zorluklardan kurtaracaktır.

4-2- Modelin Oluşturulması

Bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi, kredibilitenin sağlanmasında ara hedeflere nazaran daha başarılı görülmektedir. Bu başarının sağlanmasında para politikası uygulayıcılarının hedefi tayin ettikten sonra halkın desteğinin alınması için halka duyuruları başarıya ulaşmada önemli bir etkidir.

Politikanın uygulanması sürecinde hesapta olmayan dışsal bazı gelişmeler hedeften sapmalara yol açabilecektir. Politikanın uygulanması amacıyla geliştirilen model bu dışsal şoklara cevap verecek şekilde dizayn edilmişse sorunun çözümü ve halka hesap verilmesi o ölçüde kolay olacaktır.

Model oluşturulurken dışsal şoklara cevap verecek şekilde inşa edilmelidir. Ancak bu aşamada önemli zorluklar ortaya çıkmaktadır. Özellikle şoklara tepki gösterilirken bu tepkinin yönü, zamanlaması ve ölçüsü iyi belirlenmelidir. Fakat para politikasının enflasyonu etkileme mekanizması tam olarak bilinemediği için gösterilecek tepkinin yönü, zamanlaması ve ölçüsü tam olarak kestirilememektedir. Bundan dolayı oluşturula-

cak model daha geniş bir içerikle hazırlanmalı ve P* gibi modellerle⁽²²⁾ de desteklenmelidir.⁽²³⁾ Ayrıca model kurabilmek için para otoritelerinin teknik ve kurumsal kabiliyetlerinin de olması gerekir.⁽²⁴⁾

4-3- Zaman Aralığının Belirlenmesi

Enflasyon hedeflemesi ileriye dönük bir uygulamadır. Uygulama bir ya da birkaç yıla yayılmaktadır. Bunun sebebi para politikasının etkilerinin hem orta vadede hem de uzun vadede kendini hissettirmesidir. Bu gerçeği göz önünde bulundurarak amaca ulaşılabilecek zaman dilimi belirlenmeli ve halka ilan edilmelidir. Belirlenen zaman dilimi ile Merkez Bankasının sorumluluğu da makul bir çerçeveye oturtulmuş olacaktır.⁽²⁵⁾

Hedefe ulaşılması için belirlenen zaman aralığı eğer olması gerekenden çok kısa bir zamanı kapsıyorsa, Merkez Bankası hedefe belirlenen sürede ulaşmak için elindeki bütün araçları devreye sokacak ve belki de hata yapabilecektir. Ayrıca kısa zaman aralığında hedefe ulaşamayan Merkez Bankasının sorumlu tutulması da mantıklı olmayacaktır. Hedefe ulaşmada seçilen zaman aralığı olması gerekenden daha fazla olduğu zaman da sorunlar olacaktır.

Bu durumda da Merkez Bankası ya rahat davranacak ya da bankadan hesap sorulabilmesi zor olacaktır. Veya daha geniş bir aralık kısa olana tercih edimişse kısa dönemde daha geniş dalgalanmalara da izin verilmiş olacaktır.⁽²⁶⁾

Hedefe ulaşmada zaman aralığı belirlenirken optimumun yakalanması ekonomideki ajanlar için oldukça önem arz etmektedir. Çünkü birçok işlem, örneğin ücret ve kira sözleşmeleri, yatırımlar, gelecekteki enflasyon beklentilerine göre oluşturulmaktadır. Zamanın uzun olması belirsizliği artırırken kısa olması yanlış yönlendirmelere yol açabilecektir. Bu aksaklıkların olmaması için ekonominin içinde bulunduğu konjoktür göz önünde bulundurularak optimum süre belirlenmeli ve halka ilan edilmelidir.

4-4 – Enflasyonun Oranının Belirlenmesi

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımında amaç enflasyonu tek haneli rakamlara indirmek ve o düzeyde istikrarlı bir şekilde kalıcılığını sağlamaktır. Bundan dolayı hedeflenen enflasyon oranları genellikle düşük rakamlara karşılık gelmektedir. Ancak burada optimal düzeyin iyi bir şekilde belirlenmesi gerekir. Optimal düzey

belirlenirken ülkenin içinde bulunduğu ekonominin yapısal özelliklerini iyi bir şekilde analiz edilmesi gerekmektedir. Örneğin ekonomideki aşağı ve yukarı doğru ücret hareketleri iyi teşhis edilmelidir.

Fisher'e göre sıfır enflasyon oranı enflasyon hedefi olabilir. Ancak bunun için, herhangi bir pozitif enflasyon oranında işsizlikle enflasyon (veya büyüme ile enflasyon) arasında uzun dönemde bir değiş-tokuş (trade-off) olmamalı ve enflasyon için mali herhangi bir neden bulunmamalıdır.⁽²⁷⁾

Ancak sıfır enflasyon hedefi, hedeflenecek bir enflasyon oranı değildir. Çünkü, ekonomideki birçok değişiklikler, örneğin yeni ürünlerin üretilmesi veya var olan ürünlerdeki kalite artışı, fiyat endekslerince yeterince yansıtılmaktadır. Ayrıca ekonometrik ölçüm hataları da enflasyon oranlarının sıfır düzeyinde olmasına engel teşkil etmektedir. Ölçüm hataları ülkeden ülkeye değişmekle birlikte genellikle % 0.5 - % 2 arasında değişmektedir. Bundan dolayı sıfır enflasyon oranını hedeflemek pek gerçekçi olmayacaktır.⁽²⁸⁾

Sıfır veya sıfıra çok yakın bir oranda hedef belirlemenin diğer bir olumsuz tarafı ülkenin içinde bulunduğu yapısal nedenlerle ücretlerde ortaya çıkar. Eğer nomi-

nal ücretler inme yönünde katı iseler reel ücretleri azaltmanın ve istihdamı artırmanın tek yolu fiyatlar genel düzeyinde artışa izin vermektir. Ancak hedeflenen enflasyon oranı sıfır ya da sıfıra çok yakın bir oran ise reel ücretlerde düşüş yaratarak istihdamı artırmak gerçekleştirilemeyecektir.⁽²⁹⁾ Pozitif enflasyon oranı ile fiyatlarda ve ücretlerde var olan katılıklar kırılarak ekonomik aktivite artırılabilir.⁽³⁰⁾

Enflasyon oranını sıfır ya da sıfıra çok yakın bir düzeyde belirlemenin bir diğer olumsuz tarafı uzun süre enflasyonist bir ortamda çalışmaya alışmış bir ekonominin çok düşük enflasyon oranları sayesinde deflasyonist ortama sürüklenmesi ve bu durumun devamlılık arz etmesidir. Bu sayede deflasyonist ortam dalgalanmalara yol açabilecek ve reel büyüme hızını yavaşlatabilecektir.⁽³¹⁾ Ayrıca durgunlukla beraber sıfır enflasyon durumunda reel faizlerin daha fazla düşmesi mümkün olmadığı için ekonomi dengesizlikten dengeye doğru bir yönelişe geçemeyecektir.⁽³²⁾

5- Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımının Başarı Koşulları

Enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmek isteyen ülkele-

rin bazı koşulları yerine getirmeleri gerekmektedir. Uygulama aşamasında ortaya çıkacak sorunların minimum düzeye indirilmesi, açıktır ki uygulama öncesi alınacak olan bazı önlemlere bağlıdır. Uygulamaya geçmeden önce yerine getirilecek olan koşullar uygulamanın başarı şansını ve politikanın kredibilitelerini büyük ölçüde belirleyecektir. Koşullar yerine getirilmeksizin uygulama aşamasına geçilmesi başarısız sonuçların alınmasına yol açacak ve bunun neticesinde kredibilite kaybı olacaktır. Enflasyon beklentileri başarısız sonuçlar neticesinde artacak sonraki dönemlerde uygulanacak olan politikaları da olumsuz yönde etkileyecektir. Bu olumsuzluklarla karşılaşılmaması için ve uygulamanın başarılı olabilmesi için aşağıda sayılan dört tane başarı koşulu mutlaka yerine getirilmelidir. Bu koşullar;

- bağımsız bir Merkez Bankasının olması,
- disipline edilmiş kamu maliyesi,
- parasal otorite (para politikası) ile fiskal otorite (maliye politikası) arasında eşgüdümün sağlanması,
- enflasyon oranının uygulamaya geçirmeden önce belirli bir düzeye çekilmiş olması.

5-1 – Bağımsız, Bir Merkez Bankası

Merkez Bankasının bağımsızlığı sadece enflasyon hedeflemesi uygulamasında değil enflasyonla mücadelede kullanılan diğer stratejiler için de gereklidir. Çoğunlukla bağımsızlığa sahip olan Merkez Bankalarının daha az bağımsız olan Merkez Bankalarına nazaran enflasyonla mücadelede daha başarılı oldukları görülmektedir.

Enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçecek olan bir ülke öncelikle Merkez Bankasının bağımsızlığını tesis etmelidir. Tam yasal bağımsızlık olmasa bile araç bağımsızlığının mutlaka tanınması gerekir. Araç bağımsızlığı daha çok Devletin Merkez Bankası kaynaklarını kullanmak istemesi durumunda ortaya çıkmaktadır. O halde araç bağımsızlığının sağlanabilmesi için kamu sektörünün Merkez Bankası kaynaklarından faydalanması olabildiğince düşürülmeli, yapılabiliyorsa sıfır düzeyine indirilmelidir. Bunun için,

- kamu aşırı para basımından elde ettiği senyoraaj gelirine dayanmamalı,
- yurt içi finansal piyasalar kamu ve özel borç kâğıtlarını emebilecek kadar derinliğe sahip olmalı,
- kamu borcu sürdürülebilir düzeyde tutularak gereksiz

yere para politikasını kısıtlamamalıdır.⁽³³⁾

Sayılan bu üç koşul yerine getirilebiliyorsa Merkez Bankası büyük oranda bağımsızlığını kazanmış olacak ve para politikası mali açıdan kısıtlanmamış olacaktır. Bu şartların yerine getirilmesi ise büyük oranda Devlet harcamalarının ve maliyenin disiplin altına alınmasına bağlıdır.

5-2 – Disipline Edilmiş Kamu Maliyesi

Alternatif bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçecek bir ülke için mali disiplinin sağlanmış olup olmaması uygulamanın başarı şansını büyük oranda belirleyecektir. Uygulama sürecinde Merkez Bankasına bağımsızlık verilip verilmemesi, para politikasının tek amacının fiyat istikrarını sağlamak olup olmaması gibi konular mali disiplinle yakından ilişkilidir.

Kamunun mali disiplinsizliği, gelirler ile giderler arasındaki dengesizliklerden kaynaklanmaktadır. Kamu aşırı bir şekilde harcama yapıyor ancak bu harcamaları karşılayacak gelirleri yeterli gelmiyorsa bütçe açık vermeye başlayacaktır. Açık veren bütçenin karşılanma şekli meydana gelecek ekonomik sonuçlar itibarıyla önemlidir.

Kamu yapmış olduğu harcamaları vergi, harç ve ürettiği mal ve hizmet satışlarından elde ettiği gelirlerle karşılar. Eğer bu gelirler yapmış olduğu harcamaları karşılamıyorsa, bu açıkların kapatılması için ya emisyona başvuracak ya da borçlanacaktır. Emisyona başvurulması halinde enflasyonist etkilerin ortaya çıkması kaçınılmazdır. Enflasyon hedeflemesi yaklaşımı uygulandığında uygulama sürecinde emisyona başvuruluyor olması yaklaşımın başarı şansını oldukça düşürecektir. Çünkü, bütçe açıklarının olduğu durumlarda para arzını artırarak senyoraaj gelirin'e yönelmek istendiği zaman bütçe açığı ile para arzı bir dönemden diğerine birbirlerini besleyecektir. Aghevli-Khan modeline göre⁽³⁴⁾, bütçe açığını kapatmak için para arzı artırıldığı zaman fiyatlar genel düzeyi artacaktır. Fiyatlar genel düzeyindeki artış hem kamu harcamalarını hem de kamu gelirlerini etkileyecektir. Kamu harcamaları fiyat artışına yani enflasyona daha çabuk uyum gösterirken kamu gelirlerinin uyumu, örneğin vergilerdeki gecikmelerden dolayı, daha yavaş olacaktır. Enflasyon neticesinde kamu harcamaları kamu gelirlerinden daha fazla arttığı için bütçedeki açık daha da büyümüş olacaktır. Eğer bütçe açığındaki bu büyüme tekrar para basılarak karşılanıyorsa aynı süreç tekrar işle-

meye devam edecek, bir dönem sonra bütçe açığı da artmış olacaktır.⁽³⁵⁾

Borçlanma, Devletin, açıklarını kapatmak için başvurmuş olduğu diğer bir finansman türüdür. Dış ve iç borçlanma olarak kısaca ikiye ayrılabilir. Dış borçlanma, Devletin yabancı Devletlerden, yabancı bankalardan ve uluslararası kuruluşlardan elde etmiş olduğu fonlardır. İç borçlanmaya göre daha uzun vadeli ve iç borçlara ödenen faiz oranlarından daha düşük faiz oranları geçerlidir. İç borçlanma ise Devletin yurt içindeki kişi, banka ve kuruluşlardan gerek duyduğu fonları sağlamasıdır.⁽³⁶⁾

Devletin iç borçlanmaya gitmesinin ardındaki sebep, nakit ihtiyacının para basımına gitmeden karşılamaya çalışmak ve daha sonraki dönemlerde kamu açıklarını azaltarak iç borcun milli gelir içindeki payını küçültmektir. Ancak iç borçlanmaya gidilirken bazı kriterlere dikkat etmek gerekir. Örneğin iç borç reel faiz oranlarının büyüme oranının altında olmasına ve iç borçlanmanın devamlılık göstermemesine dikkat edilmelidir. Ayrıca vadelerin de uzatılması gerekir. Eğer bu tür kriterlere dikkat edilmez ise iç borçlanmadan kaynaklanan bazı olumsuz etkiler görülecektir. Bunlardan birisi, devamlı bir şekilde artmaya devam eden iç borçların tekrar iç borç

gereksinimini artırmasıdır. Bir önceki dönemin iç borçları cari yılda da iç borçlarla kapatılmaya çalışılırsa borçlar, aynen bir kar topunun büyümesi gibi, giderek artacaktır. Bu ise her yıl G.S.M.H.'nin daha fazla bir miktarının borçlar için ayrılmasına neden olacaktır. İç borçlanmanın bir diğer olumsuz etkisi, faizlerin artmasından dolayı özel kesim yatırımlarının dışlanmasıdır. Bu ise maliyetlerin artmasına neden olduğu gibi büyümeyi de yavaşlatmaktadır.⁽³⁷⁾ Faizlerin artan borçlardan dolayı devamlı olarak artması en sonunda Hükümeti para basmak için zorlayacaktır. Çünkü artan borçların tekrar borçlanma ile kapatılabileceği sınır aşılmış olduğundan Hükümet bu durumdan para basarak kurtulacaktır. Bu ise hiper enflasyonun başlatıcısıdır.⁽³⁸⁾

Devletin iç piyasalardan borçlanmak istemesinin doğuracağı olumsuz sonuç sadece faizler üzerinde hissedilmemektedir. Devletin daha kolay fon bulmak için devamlı olarak piyasalara müdahale etmesi bu piyasaların piyasaya kurallarına göre, yani fiyat sinyallerine göre işlemlerini de engelleyeceği için kaynak dağılımında aksaklıklarla da neden olacaktır. Ayrıca devletin sürekli olarak iç piyasalardan borçlanmaya çalışması, finansal serbestleşmesinin önünde engel teşkil edecektir ve

finansal serbestleşmeden elde edilebilecek getirileri engelleyecektir. Finansal serbestleşme bir ülke için gereklidir. Çünkü;

a) artan iletişim sayesinde arbitrajdan büyük gelirler elde etme imkanları vardır,

b) kaynak kullanımında artan hız kaynak kullanım maliyetini düşürecek,

c) ülkelerarası artan finansal hizmet yarışı finansal piyasaların gelişmesine katkıda bulunacaktır.⁽³⁹⁾

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımında uygulama sürecinde Merkez Bankasına bağımsızlık verilip verilemeyeceği mali disiplin ile yakından alakalıdır. Eğer Hükümet yapacağı harcamaları vergi gibi normal gelir kaynaklarından karşılayamıyor ve bunun yerine Merkez Bankası kaynaklarından karşılamaya çalışıyorsa, Hükümet Merkez Bankasına bağımsızlığını tanımamak veya Merkez Bankası üzerindeki denetimini kaybetmemek için direnecektir. Çünkü, hem Hazinesinin Merkez Bankasından aldığı kısa vadeli avans hem de bankalara satılan kamu kâğıtlarının Merkez Bankasınca reeskonta tabii tutulması Merkez Bankası kaynaklarını kamunun hizmetine sunmaktadır. Hazine, Merkez Bankasından aldığı avansları ödeme günü geldiğinde ya bu borçlarını

ödemekten kaçınabilmekte ya da Merkez Bankası bu borçları silebilmektedir. Kamu açıkları bu yolla parasallaşmakta ve sonuçları açısından enflasyonist etkilerin oluşmasına yol açmaktadır.⁽⁴⁰⁾

Kamu maliyesi, kamu açıklarından kaynaklanan nedenlerle bir disiplin altına alınamamış ise mali dengesizliklerin baş göstermesi kaçınılmaz olacaktır. Büyük orandaki mali dengesizlikler para politikasının etkinliğini azaltacak ve Merkez Bankalarını yüksek enflasyonu daha da hızlandırıcı bir şekilde politika uygulamaları yönünde zorlayacaktır.⁽⁴¹⁾

5-3- Para Politikası İle Maliye Politikası Arasında Eş Güdümün Sağlanması

Alternatif bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin pratikte başarılı olabilmesi için gerekli bir diğer koşul para politikası ile maliye politikası arasında eş güdümün sağlanabilmiş olmasıdır. Bu koşul mali disiplinin sağlanması koşulu ile yakından ilgilidir. Mali disiplinin sağlanamaması durumunda eş güdümün gerçekleştirilmeye çalışılması sonuçsuz kalacaktır. Çünkü mali disiplinsizliğe bağlı olarak bütçe açıklarının devamlılık arz etmesi ve buna bağlı olarak devletin

borçlanma yapısı fiyat istikrarının sağlanmasında para politikasının mı yoksa maliye politikasının mı etkin olacağını belirleyecektir.

Fiyat istikrarının sağlanmasında maliye ve para politikalarından hangisinin etkin olacağına dair kısıt, bütçe açığı tarafından belirlenmektedir.⁽⁴²⁾ Buna göre birincil fazlalar⁽⁴³⁾ kamu borç düzeyine sistematik olarak tepki vermiyor ise fiyat düzeyi bugünkü değer bütçe kısıtı⁽⁴⁴⁾ tarafından belirlenecektir. Fiyat düzeyinin bu şekilde belirlendiği rejime Maliye Politikası Dominant Rejim denir. Buna mukabil birincil fazla kamu borç düzeyine sistematik bir şekilde cevap verebiliyorsa fiyat düzeyi para politikası tarafından belirlenebilecektir. Fiyat düzeyinin bu şekilde belirlendiği rejime de Para Politikası Dominant Rejim denir. Birinci durumda senyoraaj gelirinin yurt içi hasılaya oranı borcun yurt içi hasılaya oranından küçüktür ikinci durumda ise büyüktür. Ayrıca ikinci durumda Merkez Bankasının daha bağımsız olduğu ve Merkez Bankasının fiyat istikrarının sağlanmasında aktif durumda olduğu söylenebilir. Ayrıca ikinci durumda fiyatlar genel düzeyi para arzı ve talebi tarafından belirlenecektir.⁽⁴⁵⁾

Ekonomide uygulanacak para politikasının fiyat istikrarını sağlamada yeterli olup olmayacağı kamunun ekonomi içindeki ağırlığı-

na bağılı olacaktır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi uygulanmasına geçilmeden önce mali disiplinin sağlanması gerekecektir. Disiplin sağlanmadan uygulamaya geçmek ileride bazı sorunların doğmasına neden olacak ve enflasyon hedeflemesi uygulaması ile sağlanmak istenen kredibilite de böylece olumsuz sonuçlardan dolayı azalacaktır.

Maliye politikası ile para politikası arasındaki eş güdümün sağlanması mali otorite ile para otoritesi arasındaki iş birliğine de bağlıdır. Parasal ve mali otoriteler ayrı ayrı uyguladıkları politikalardan haberdar olmalı ve birinin uyguladığı politikayı diğersinin uyguladığı politika nötr hale getirmemelidir. Örneğin talebi kıstak amacıyla sıkı para politikası uygulanırken diğer taraftan genişletici maliye politikası uygulanması durumunda politikaların etkinliği azalacak ve kredibilite kaybı oluşacaktır. Yani uygulanan para ve maliye politikası birbirini destekler nitelikte olmalı ve bir koordinasyon içerisinde yürütülmelidir.

5-4– Uygulama Öncesinde Enflasyonun Belirli Bir Düzeye Çekilmiş Olması

Uygulama öncesinde enflasyonun belirli bir seviyeye çekilmiş

olması gerekliliği ekonomi üzerindeki mali baskınlığın kaldırılması ve Merkez Bankasının bağımsızlığının sağlanması için gereklidir. Bir ülke ekonomisi yıllık % 15 ve üzerinde bir enflasyon yaşıyorsa para politikasının tek başına bazı hedeflere ulaşması imkansız olacak ve bu durum para politikasının etkinliğini de azaltacaktır. Yüksek enflasyon oranları para politikası ve maliye politikasını ayrılmaz bir ikili yaptığı⁽⁴⁶⁾ için, yüksek enflasyon oranlarında sadece para politikasına güvenmemek gerekir. Bundan dolayı uygulama öncesinde enflasyon oranları, % 5-6 gibi tek haneli düzeylere, bu yapılmıyorsa en azından % 15'in altına indirilmelidir.

Bir ekonomide enflasyon oranlarının yüksek olması bu ekonomide mal ve iş gücü piyasalarındaki aksaklıklar gibi yapısal sorunların olabileceğine işaret etmektedir. Bu aksaklıkların devam etmesi Devleti zor duruma sokmakta ve Devlet senyoraj geliri ve enflasyon vergisine yönelmek zorunda kalmaktadır. Bu durumda da Devlet düşük enflasyon oranlarından çok yüksek enflasyon oranlarını tercih edecektir. O halde alternatif bir strateji olarak enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmeden önce gerekli yapısal iyileştirmelerin yapılması ve Devletin senyoraj gelir ve enflasyon

vergisine angaje olması engellenmelidir.

Uygulama öncesi enflasyon oranının düşük seviyelere çekilmiş olması halkın uygulanan enflasyon hedeflemesi uygulamasına olan desteğini de artıracaktır. Çünkü yapısal sorunlar çözülerek düşürülen enflasyon oranlarının enflasyon hedeflemesi ile düşük seviyelerde tutulması daha kolay olacaktır. Aksi takdirde yapısal sorunlarla beraber yüksek enflasyonlu bir ortamda enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmesi uygulamanın başarı şansını azaltacak ve halkın bu uygulamaya olan desteği azaltacaktır. Ayrıca para politikasını yürüten otoritenin kredibilite kaybına uğramasına da yol açacaktır.

6– Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımının Türkiye’de Uygulanabilirliği

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımı 1990’lı yıllardan sonra uygulanmaya konmuş yeni bir yaklaşımdır. Bu yaklaşımla beraber para politikalarının şeffaflaşacağı, para politikalarının ve para otoritelerinin kredibilitesinin artacağı umulmaktadır. Bu yaklaşımı uygulayan ülkeler büyük oranda başarı göstermiştir.

Türkiye Aralık 1999’da IMF destekli bir istikrar programı yü-

rürlüğe koydu. Bu program gereği ilk 18 aylık süreçte döviz kuru çapası kullanılacak, 18 aylık sürenin sonunda döviz kuru bir bant içerisinde dalgalanmaya bırakılacak ve üç yıllık uygulama sonucunda da enflasyon hedeflemesi yaklaşımına geçilecekti. Ancak Türk ekonomisi Kasım 2000’de patlak veren ve Şubat 2001’de derinleşen bir kriz ortamına girdi. Hükümet Aralık 1999’da yürürlüğe koyduğu program gereği üç yıllık süre sonunda enflasyon hedeflemesi yaklaşımını uygulamaya geçirecek iken krizden dolayı enflasyon hedeflemesi yaklaşımını Mart-Nisan 2001’de başlatacağını kamuoyuna duyurmuştur.

Bu yeni yaklaşımın Türkiye’de başarı ile uygulanabilmesi için yukarıda sayılan başarı koşullarının mutlaka yerine getirilmesi gerekmektedir. Bu başarı koşulları;

– bağımsız bir Merkez Bankasının oluşturulması ya da varolan bağımsızlığın güçlendirilmesi,

– para politikası ile maliye politikası arasında eş güdümün sağlanması,

– enflasyonun uygulama öncesinde % 15’lerin altına çekilmesi ve

– kamu maliyesinde disiplinin sağlanmasıdır.

Bu koşullardan kamu maliye-

sinde disiplin sağlanması koşulu altında diğer koşulların yerine getirilebilir olup olmadığını da belirlemektedir. Kamu maliyesinde bir disiplin sağlayamamış bir hükümet (ilgili kısımda da anlatıldığı üzere;

a) Kaynak sıkıntısı çekeceği için Merkez Bankası kaynaklarına yönelecek ve Merkez Bankasına bağımsızlığını tanımak istemeyecektir.

b) Bütçe devamlı açık vereceği için Hükümet senyoraaj geliriine yönelecek maliye politikası ile para politikası arasında eş güdüm sağlanamayacaktır.

c) a ve b'deki nedenlerden dolayı enflasyon makul düzeylere çekilemeyecektir.

Türkiye'de bütçeye ilişkin rakamlar incelendiğinde kamunun toplam ekonomi içerisinde önemli bir payının olduğu ve kamu gelir ve giderleri arasında çok büyük dengesizliklerin olduğu çok rahat bir şekilde görülebilir. Türkiye'deki bütçe açığına ilişkin rakamlar ile enflasyon hedeflemesine geçen ülkelere ait bütçe açıklarının karşılaştırılması enflasyon hedeflemesi yaklaşımının Türkiye'de uygulanabilir olup olmadığına ilişkin bir fikir edinilmesinde yardımcı olacaktır.

Tablo 1
Türkiye'de Yıllar İtibariyle Bütçe Açığı ve Bütçe Açığı Artış Hızı

YILLAR	BÜTÇE AÇIĞI (-, MİLYAR TL)	BÜTÇE AÇIĞI ARTIŞ HIZI* (%)
1990	11.955	-
1991	33.517	180.3
1992	47.434	41.5
1993	133.857	182.1
1994	152.180	13.7
1995	316.623	108.1
1996	1.238.128	291
1997	2.245.903	81.4
1998	3.803.376	69.3
1999	9.071.601	138.5

Kaynak: D.P.T.

– Temel Ekonomik Göstergeler, Şubat 2000.

* İlgili yıllara ait veriler kullanılarak hesaplanmıştır.

Bütçe açığı artış hızlarına bakıldığında oranların oldukça yüksek olduğu görülmektedir. On yılın ortalaması olarak da bütçe açığındaki artış hızı % 110'lar düzeyindedir. Yani Türkiye'de bütçe son on yılda bir önceki yıla göre % 110 oranında daha fazla açık vermiştir. Türkiye'nin bu bütçe açıkları ile enflasyon hedeflemesi yaklaşımını uygulamaya koymas

ıymser sonuçların alınabilmesinin önündeki en büyük engeldir. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi yaklaşımı ile sorunların bir ya da iki yılda hemen çözüleceğini ummak yanlıştır.

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımını 1990'lı yıllardan sonra uygulamaya başlayan ülkelerden Yeni Zelanda ve İsveç'e ait Tablo 2'deki bütçe açığı ve açık artış hız

Tablo 2
Yeni Zelanda ve İsveç'e Ait Bütçe Açığı ve Açık Artış Hızları

YILLAR	YENİ ZELANDA (YENİ ZELANDA) DOLARI, MİLYON DOLAR)		İSVEÇ (İSVEÇ KRONU MİLYAR KRON)	
	Bütçe Açığı	Artış Hızı* (%)	Bütçe Açığı	Artış Hızı* (%)
1980	-1.54	-	-43.03	-
1981	-2.11	+37	-51.52	+20
1982	-2.38	+13	-52.59	+2.07
1983	-3.20	+34	-60.15	+14
1984	-3.23	+0.01	-47.98	-20
1985	-2.08	-0.35	-46.39	-3.3
1986	-1.98	-4.84	-26.22	-43.47
1987	+0.64	+68	+18.39	+170
1988	+1.35	+110	+31.51	+71

Kaynak: İ.F.S. 1990 ve 1992 Yearbooks.

* Artış hızları % olarak hesaplanmıştır. Artış hızlarındaki (-)'ler bir önceki yıla göre bütçenin açık verdiğini fakat açığın azaldığını; (+)'lar bir önceki yıla göre bütçenin açık verdiğini fakat açığın arttığını, (+ +)'lar bütçenin fazla verdiğini ve fazlanın bir önceki yıla göre arttığını, (+ -)'ler bütçenin fazla verdiğini fakat bir önceki yıla göre fazlanın azaldığını ifade etmektedir.

larına ilişkin rakamlar incelendiğinde bu ülkelerde Türkiye'de olduğu gibi mali disiplinsizliğin olmadığı görülebilir. Hatta bu ülkelerde bütçe fazla bile vermeye başlamıştır. Bu bütçe rakamlarına sahip olan ülkelerin enflasyon hedeflemesi yaklaşımını başarıyla uygulayabilmeleri mümkündür. Kamunun toplam ekonomi içerisindeki ağırlığı mali disiplinden dolayı bu ülkelerde düşüktür. Başarı koşulları bu şartlar altında bu ülkelerde kolaylıkla yerine getirilebilir.

Türkiye'de enflasyon hedeflemesi yaklaşımından beklenen olumlu gelişmelerin önündeki bir diğer engel mali piyasaların yeterince derinliğe ulaşmamış olmasıdır. Mali piyasaların yeterli derinlikte olmaması hükümetlerin senyoraaj gelirine yönelmelerine yol açmakta ve enflasyonist finansman teknikleri daha çok tercih edilir olmaktadır.

Ekonomilerdeki mali piyasaların yeterli derinliğe ulaşıp ulaşmadığı M_{11} / G.S.Y.İ.H. oranlarına ba-

Tablo 3
İsveç, İngiltere ve Türkiye'ye Ait M_{11} / G.S.Y.İ.H. Oranları*

İSVEÇ (1980-1989)	İNGİLTERE (1980-1989)	TÜRKİYE (1990-1999)
49	32	18
51	37	19
50	38	17
54	39	14
53	42	16
51	42	16
54	48	20
52	82	20
52	87	22
52	95	17

Kaynak: 1- I.F.S. 1990, 1992 Yearbooks (M_{11} ve G.S.Y.İ.H. Rakamları 1990 ve 1992 Yıllıklarından Alınmıştır.)

2- D.P.T. Şubat 2000 Temel Ekonomik Göstergeler (M_{11} ve G.S.Y.İ.H. Rakamları Buradan Alınmıştır.)

* Oranlar İlgili Yıllara Ait Veriler Kullanılarak Hesaplanmıştır.

kılarak bulunabilir. Enflasyon hedeflemesi yaklaşımını uygulayan ülkelerin ve Türkiye'nin uygulama öncesindeki son on yıllık oranları Tablo 3'de gösterildiği gibidir. Oranlara göre bu ülkelerin mali piyasaları Türkiye'ye nazaran daha derindir. Türkiye'ye ait oranlar yaklaşık % 20'ler civarında iken, İsveç ve İngiltere'de bu oran % 50'lerin üzerindedir. İngiltere ve İsveç'te mali piyasaların yeterli derinliğe ulaşmış olması enflasyon hedeflemesi yaklaşımının bu ülkelerde uygulanması sürecinde bir avantaj sağlamakta iken, Türkiye'de bu oranların yeterli düzeyde bulunmaması, bu ülkelerin aksine ciddi dezavantajlar oluşturmaktadır.

Sonuç olarak enflasyon hedeflemesi yaklaşımını Türkiye'de hayata geçiren Hükümetin bu programdan beklediği olumlu sonuçlara bir ya da iki yıl gibi kısa bir süre içerisinde ulaşabilmesinin mümkün olmadığı söylenebilir. Bunun başlıca nedenleri;

– kamu maliyesinin disiplinsizliği yüzünden bütçe açığındaki yüksek artış oranları,

– sağlam ve yeterli derinliği olmayan mali piyasalardır.

Programın kısa sürede başarılı olmasını engelleyen sebeplerden birisi de, başarı koşullarında da anlatıldığı üzere, başlangıç

enflasyon oranlarının % 45-50 arasında çok yüksek bir düzeyde ilan edilmesidir. Bu yüksek enflasyon oranlarında yeni programın kredibilite kazanması ve halkın desteğini alması çok zor görünmektedir. Program Türk ekonomisindeki yapısal sorunlardan dolayı dört ya da beş yıllık bir süreye yayılmalı ve gerektiğinde programda revizelerin yapılabileceği önceden kamuoyuna duyurulmalıdır. Ayrıca Merkez Bankasının bağımsızlığının güçlendirilmesi için yasal düzenlemelerin bir an önce yapılması ve hayata geçirilmesi gerekmektedir. Ancak bu sayede Merkez Bankası siyasi müdahalelerden uzak kalabilir ve gerekli olduğu durumlarda kendi belirleyeceği araçlarla piyasaya müdahalelerde bulunabilir.

DİPNOTLAR

1. İker Domaç, "Nominal GNP: An Anchor for Monetary Policy in Turkey?", *ODTÜ Gelişme Dergisi*, Cilt 24, sayı 4, 1997, s. 483.
2. Peter N. Ireland, "Alternative Nominal Anchors", *Canadian Journal of Economics*, Vol. 31, No. 2, 1998, pp. 365-6.
3. Timothy D. Lane, Mark Griffiths, and Alessandro Prati, "Can Inflation Targets Help Make Monetary Policy Credible?", *Finance & Development*, Vol. 32, No. 4, 1995, p. 21.
4. Bernanke Ben S. ve Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?" *Journal of*

Economic Perspectives, Vol. II, No. 2, 1997, p. 104.

5. Suat Oktar, Enflasyon Hedefleme- si, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1998, s. 28.

6. Bernanke ve Mishkin, a.g.m.p. 97.

7. T.C.M.B. Bülten Lira Dergisi, "Para Politikası ve Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi", s. 8.

8. Bernanke Ben S., Michael Woodford "Inflation Forecasts and Monetary Policy", Journal of Money, Credit and Banking, Vol, 29, no. 4, 1997, pp. 653-4.

9. Almıla Karasoy, Mesut, Saygılı, Cihan Yalçın, "Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Dene yimleri", T.C.M.B. Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, No. 9801, Ankara, Mart 1998, s. 13.

10. T.C.M.B. Bülten Lira Dergisi, a.g.m., s. 8.

11. Suat Oktar, "Merkez Bankasının Bağımsızlığı ve Düşük Enflasyon Hedefi: Yeni Zelanda Deneyimi", Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl, 33, sayı, 10, Ekim, 1996, s. 51.

12. Kamuran Malatyacı, Enflasyon Hedeflemesi Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği, DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, 1998, s. 11.

13. Anne Brunia and Harri Lahdenpera, "Inflation Targets: Principal Issues and Practical Implementation", in Targeting Inflation, Andrew G. Haldane(ed), Bank of England, 1995, p. 123.

14. Lane v.d., a.g.m. p. 21.

15. Svensson Lars E.O., "Optimal Inflation Targets, 'Conservative' Central Banks, and Linear Inflation Contracts", The American Economic Review, Vol., 87, No. 1, 1997, p. 99.

16. Bernanke ve Mishkin, a.g.m., p. 104.

17. a.g.m. pp 104-5

18. a.g.m., p. 102.

19. Andrew G. Haldane, "Introduction to Targeting Inflation", in Targeting Inflation, Andrew G. Haldane(ed), London, Bank of England, p. 8.

20. Charles A.I. Goodhart, "What Should Central Bank Do? What Should Their Macroeconomic Objectives and Operations?", The Economic Journal, vol. 104, no. 427, November 194, s., 1431.

21. Karasoy, v.d, a.g.e., s. 15-6.

22. P* modelinin temeli değişim denklemidir. Kısa dönem fiyat hareketleri ile uzun dönem fiyat hareketleri arasında bir ilişki kurmak amacıyla geliştirilmiştir. Modelde kısa dönem fiyat hareketleri uzun dönem fiyat hareketlerinden bir sapma olarak ele alınır. Modelde paranın dolaşım hızının istikrarlı olduğu ve para talebinin gelir esnekliğinin birime eşit olduğu varsayılır. Yüksek enflasyonlu ülkelerde bu varsayım pek geçerli olmadığı için bir takım dönüştürmeler yapıldıktan sonra model kullanıma sunulur. P* modelinin erken uyarı sistemi gibi çalıştığı ve gelecek enflasyonu öngörmeye kullanılabilir bir model olduğu kabul edilmektedir. Türkiye için yapılan bir çalışmada da P* modeli desteklenmiştir. P* modeli ve bu modelin performansı ile Türkiye uygulamasına yönelik ayrıntılı bilgi için bkz.; İlyas Şıklar "Gelişmekte Olan Ülkelerde P* enflasyon Modeli: Türkiye 1980-1997", Anadolu Üniversitesi, İ.İ.B.F., Dergisi, cilt, 19, sayı, 1-2, 1998, s. 293-315.

23. Lane v.d., a.g.m., p. 23.

24. Paul R. Masson, Miguel A. Savastano & Sunil Sharma, "Can Inflation Targeting Be a Framework for Monetary Policy in Developing Countries?" Finance & Development, vol, 35, no. 1, p. 35.

25. Lane v.d., a.g.m., p. 21.

26. David Mayes and Bryan Chapple, "Defining Inflation Target", in Targeting

Inflation, Andrew G. Haldane(ed), Bank of England, 1995, s. 238.

27. Brunia and Lahdenpera, a.g.m., s. 121.

28. a.g.m., s. 122.

29. Bernanke ve Mishkin, a.g.m., p. 110.

30. Brunia and Lahdenpera, a.g.m., p. 122.

31. Bernanke ve Mishkin, a.g.m., p. 110.

32. Karasoy v.d., a.g.e., ss. 21-2.

33. Masson v.d, a.g.m., p. 35.

34. Ziya Öniş, Süleyman Özmucur, Türkiye'de Enflasyon, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No. 1987-5, İstanbul, 1987, ss. 15-6.

35. Aghevli-Khan modeli paracılara ait bir modeldir. Geleneksel paracı görüşlerden farklı olarak bu modelde, parasal genişleme ile enflasyon arasındaki ilişkiye farklı bir bakış açısı getirilmiştir. Geleneksel paracılara göre parasal genişleme ile enflasyon arasındaki ilişki parasal genişlemeden enflasyona doğru ve tek yönlüdür. Ancak Aghevli-Khan modelinde ilişki çift yönlüdür. Yani enflasyondan parasal genişlemeye doğru da bir etkileşim vardır. Bu sebepten dolayı modelde para arzı içsel olarak kabul edilmektedir. Bu modele ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz., Nur Keyder, Para Teori Politika Uygulama, Bizim Büro Basımevi, 4. baskı, Ankara 1993, ss. 369-373.

36. Ekrem Dönek, "Türkiye'de İç Borçlanma Araçlarının Yapısal Analizi", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Temmuz, sayı, 172, 2000, s. 54.

37. Şevket Sayılğan, "Türkiye'de Enflasyon ve Para Politikası İlişkisi", Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, 1997, yıl, 34, sayı, 5, s. 40.

38. Stanley Fisher, R. Dornbusch & D. Begg, Economics, McGraw-Hill Book Company, 4. baskı, 1994, p. 493.

39. Ufuk Selen, "Finansal Serbestleştirme ve Kamu Açıklarının Enflasyonist Etkisi", Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, yıl, 34, sayı, 4, 1997, s. 52.

40. a.g.m.,s. 53.

41. Masson v.d., a.g.m., p. 35.

42. Erdinç Telatar, "Para ve Maliye Politikası Dominant Rejimlerde Fiyat Belirlenemezlik Problemi ve Merkez Bankası Bağımsızlığı", Ekonomik Yaklaşım Dergisi, sayı, 35, cilt 10, 1999, s. 8.

43. Birincil Fazla; Toplam bütçe açığı faiz dışı açık ile faiz ödemelerinden oluşmaktadır. Faiz dışı fazla ya da birincil fazla devlet gelirleri-faiz harcamaları ile bulunur.

44. Bugünkü Değer Bütçe Kısıtı: Merkez bankası transferlerinin de dahil olduğu gelecekteki fazlaların bugünkü değerinin bugünkü devlet borcunu ödeyecek durumda olmasını ifade eder.

45. Telatar, a.g.m., ss. 13-4.

46. Masson v.d., a.g.m., p. 35.



Konuşurken kendinize güvenin...

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



İletişim teknolojisi ile güvenin buluştuğu nokta

TURKCELL

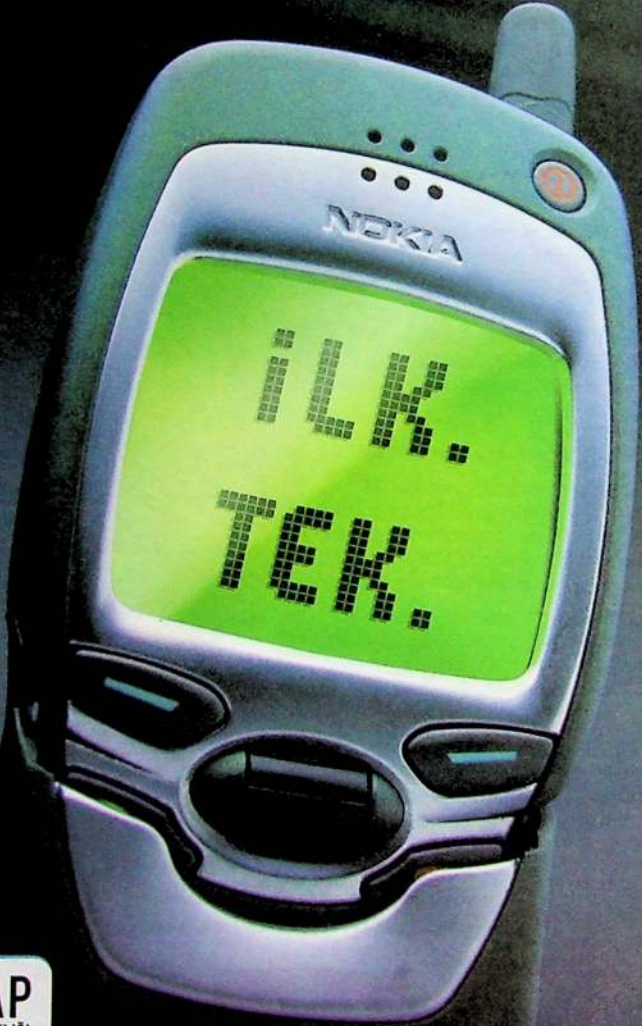
ERICSSON

SIEMENS

A C A T I L

NOKIA

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



WAP
BANKACILIĞI

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 alıpatabileceğiniz teknolojiyi sunuyor. Böylece, nerede olursanız olun borsaya anında ulaşabileceksiniz.

PAMUKBANK



Peki sizin bankanız bugünlerde sizin için ne yapıyor?

Görüşler

Yrd. Doç. Dr. YAKUP KÜÇÜKKALE

Karadeniz Teknik Üniversitesi, Ünye İ.İ.B.F. İktisat Bölümü

Parasal Krizlerin Önceden Tahmin Edilebilirliği Üzerine Bir İnceleme

1. GİRİŞ

2000 yılı içerisinde IMF ile yapılan görüşmeler çerçevesinde oluşturulan ve yıl boyunca başarıyla uygulanan istikrar programı, bir ara, nakit sıkışıklığı nedeniyle sekteye uğramış, hatta bu durum bir kriz boyutuna kadar varmıştır. 2000 yılının Kasım ayı içerisinde yaşanan bu kriz, anti-enflasyonist programların karakteristik özelliklerinden olan para arzının daraltılması, faiz oranlarının düşürülmesi ve ekonominin küçültülmesi ile şekillenen ortamda,

beklenenden daha sert bir etki oluşturmuş ve Nakit Sıkışıklığının had safhaya ulaşması ile sonlanmıştır. Olacağı önceden tahmin edilen, ancak ne zaman olacağı bilinmeyen bu kriz, faiz oranlarının büyük oranda artmasına neden olmuştur.

Ekonomi yorumcuları, Kasım 2000 krizinin önceden tahmin edilebileceğini ve piyasaya bir miktar para sürülerek krizin başlamadan bitirilebileceğini iddia etmişlerdir. Bu iddia ortaya atılırken, krizin gerçekleşmesine kesin gözüyle bakan yorumcular, krizin ne za-

man ortaya çıkacağı konusunda herhangi bir öngöründe bulunmamışlardır. Bu öngörüü yapmakla yükümlü olduğu söylenen bürokratlar da yine yorumcular tarafından müdahale etmekte geciktikleri gerekçesi ile ağır bir şekilde eleştirilmişlerdir. Yorumcularımıza göre, para otoriteleri, emisyon hacmini yakından takip etmek kaydıyla, herhangi bir nakit sıkışıklığını önceden görüp önlem almak zorundaydılar. Bu yakın takip yapılmadığı için, ekonomi yorumcularımız krizin faturasını bürokratlara kesmişlerdir.

Ekonometrinin, özellikle de zaman serisi analizlerinin gelmiş olduğu düzey, bu türden gelişmeleri önceden tahmin etmeye yeterlidir. Literatürde geleceği tahmin etmeye yönelik bu türden çalışmalar, özellikle parasal krizler açısından, oldukça yeni olmakla birlikte, çok geniş bir uygulama alanı söz konusudur [Goldfajn ve Valdes (1997), Kaminsky, Lizondo ve Reinhart (1998), Berg ve Pattillo (1999), vd...]. Öngöründe bulunmayı kolaylaştıran birçok alternatif ekonometrik analizden biri ya da birkaçı kullanılarak; 1 ay, 1 yıl ya da 10 yıl sonra ekonomide ne gibi değişmelerin olabileceğini düşük yanılma payları ile kestirmek oldukça kolaydır. Nitekim, 1986:01-1999:12 dönemi dikkate alınarak hazırlanan bu çalışmada,

emisyon hacminin 1 ay sonra hangi düzeye geleceği araştırılmıştır. Çalışma hazırlanırken, olası birçok ekonomik değişkenin analize dahil edilmesine özen gösterilmiş, kriz tanımları yapılırken birbirlerine alternatif olan üç farklı analiz yöntemi kullanılmış ve öngörüler Lojistik Regresyon Denklemleri yardımıyla gerçekleştirilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde, ekonometrik metodoloji kısaca tanıtılırken; üçüncü bölümde, elde edilen sonuçlar tablo ve grafiklerle özetlenmiştir. Sonuç bölümünde ise bulgular kısaca yorumlanarak, parasal krizlerin önceden tahmin edilip edilemeyeceği sorusuna cevap aranmıştır.

2. EKONOMETRİK YÖNTEM VE VERİ SETİ

Bu çalışmada, nakit sıkışıklığı olgusuyla sınırlandırılmış olan parasal şokların tespit edilmesinde, üç farklı yöntem kullanılmıştır. Bunlar sırasıyla;

- i) Kuadratik Trend,
- ii) Hodrick-Prescott Filtresi ve
- iii) Box-Jenkins ARIMA Fonksiyonları'dır.

Kullanılan her üç yöntem de metodolojik olarak farklı olmakla birlikte, parasal şokların tespit edilmesinde izlenen yol genelde

aynıdır. Her üç yöntemde de, Türkiye'nin 1986:01- 1999:12 dönemine ilişkin reel emisyon hacmi tahmin edildikten sonra, tahminlerin standart hatalarından yararlanarak, tahminin alt ve üst sınırları bulunmuştur. Emisyon hacminin reel hale getirilmesinde de yine iki farklı yol izlenmiştir. İlk yöntemde Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) kullanılırken, ikincisinde Toptan Eşya Fiyat Endeksi (TEFE)'nden yararlanılmıştır. İlgili döneme ilişkin gerçekleşen reel emisyon hacmi, tahmini reel emisyon hacminin alt sınırından daha düşük ise, o döneme ilişkin bir nakit sıkışıklığı olgusunun yaşandığına hükmedilmiştir. Yöntemlere ilişkin ayrıntılı açıklamalar aşağıda verilmiştir.

Kuadratik trend yönteminde kullanılan regresyon (1) nolu denklemde görüldüğü gibidir.

Denklem 1

$$\log(EM/P) = \alpha + \beta Trend + \gamma Trend^2 + \varepsilon$$

Burada; EM, nominal emisyon hacmini; P, fiyatlar genel düzeyini ifade etmek üzere TÜFE ve TEFE'yi ve ε de normal dağılım gösterdiği varsayılan rastsal hata terimlerini temsil etmektedir. α , β ve γ ise regresyon denkleminin parametreleridir. (1) nolu denklemin tahmin edilmesinden sonra, $\log(EM / P)$ 'nin tahmini değerleri ve bu değerlere ilişkin tahminin

standart hatası bulunmuştur. Her bir t dönemi için $\log(EM/P)$ 'nin tahmini değerine tahminin standart hatası eklenmek suretiyle tahminin üst sınırı ve ilgili değerden tahminin standart hatasının çıkarılması yoluyla da tahminin alt sınırı bulunmuştur. İlgili t dönemi için gerçekleşen reel emisyon hacmi, tahmini reel emisyon hacminin alt sınırından daha düşük düzeyde ise, o dönemde nakit sıkışıklığının yaşandığına hükmedilmiş ve oluşturulan kukla değişkene "1" değeri verilmiştir. Aksi durumda kukla değişkenin almış olduğu değer "0" olarak belirlenmiştir⁽¹⁾.

Nakit sıkışıklığı olgusunun tespit edilmesi için kullanılan ikinci yöntem Hodrick-Prescott (1997) Filtre yöntemidir. Bu yöntemde kullanılan filtre (2) nolu denklemde gösterilmiştir.

Denklem 2

$$\min \left\{ \tau_t \right\} \sum_{t=1}^T (y_t - \tau_t)^2 + \mu \sum_{t=2}^{T-1} \left[(\tau_{t+1} - \tau_t) - (\tau_t - \tau_{t-1}) \right]^2$$

(2) nolu denklemde verilen filtre yardımıyla reel emisyon hacminin tahmini değerleri bulunduktan sonra, bu tahmini değerlerin standart sapması hesaplanmıştır. Hesaplanan standart sapmanın her bir t dönemine ilişkin tahmini değerden çıkarılması ile de tahminin alt sınırı belirlenmiştir. Gerçekleşen reel emisyon hacmi, tahmi-

nin alt sınırından daha düşük düzeyde ise, ilgili dönemde nakit sıkışıklığı olduğuna hükmedilmiş ve kukla değişkene "1" değeri verilmiştir. Gerçekleşen reel emisyon hacminin tahminin alt sınırından daha büyük olduğu durumlarda ise, nakit sıkışıklığının olmadığı düşünülerek, kukla değişkene "0" değeri verilmiştir.

Nakit sıkışıklıklarının tespiti için kullanılan üçüncü ve son yöntem ise Box-Jenkins ARIMA fonksiyonları yöntemidir. Bu fonksiyonlara ilişkin genel yapı (3) nolu denklemde görüldüğü gibidir.

Denklem 3

$$\log(EM/P)_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i \Delta \log(EM/P)_{t-i} + \sum_{j=1}^q \beta_j \varepsilon_{t-j}$$

Yukarıda verilen (3) nolu ARIMA fonksiyonunun karakteristik köklerinin tamamının birim çember içerisinde olması gerekmekte, başka bir ifadeyle, ARIMA fonksiyonu ile tahmin edilmeye çalışılan serinin durağan olması gerekmektedir. Bu çalışmada reel emisyon hacmi serisinin durağanlık testi, Dickey ve Fuller (1981) tarafından geliştirilen ADF testi yöntemi ile test edilmiştir. ADF testi sonucunda reel emisyon hacmi serisinin bir birim kök içerdiğine, dolayısıyla I(1) olduğuna hükmedilmiş; bu nedenle de, ilgili değişken (3) nolu denklemde Δ fark

operatörü ile birlikte gösterilmiştir. Bu yöntemde de yine, ilk iki yöntemde olduğu gibi, tahminin standart hatasının tahmin değerlerinden çıkarılması suretiyle, tahminin alt sınırı bulunmuş; gerçekleşen reel emisyon hacminin bu alt sınırdan daha düşük olduğu durumlar için ilgili kukla değişkene "1" değeri verilirken, diğer durumlarda "0" değeri verilmiştir.

Her üç yöntemde de, emisyon hacminin reel hale getirilmesinde yararlanılan iki farklı seri (TÜFE ve TEFE) ayrı ayrı kullanılmış; böylece, nakit sıkışıklığını gösteren altı farklı kukla değişken serisi elde edilmiştir. Elde edilen bu altı farklı kukla değişken serisi, çalışmanın açıklamaya çalıştığı nakit sıkışıklığı olgusunu gösterdiği için, bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bağımlı değişkenin kesikli (discrete) olduğu durumlarda, standart EKK yöntemi kullanılamayacağı için, serinin diğer değişkenler tarafından açıklanıp açıklanamadığı, Lojistik Regresyon Denklemleri (Logit) ile analiz edilmiştir.

Denklem 4

$$DUMMY_{it} = \alpha + \beta Z_{jt-1} + \varepsilon_t$$

$i = 1, 2, \dots, 6$ ve $j = 1, 2, \dots, 39$

(4) nolu denklemde; DUMMY değişkeni, yukarıda anlatılan yöntemlerle elde edilen kukla değişkenleri, Z, bu değişkenleri açıkla-

mak için kullanılan 23 adet açıklayıcı değişkeni ve ϵ de rastsal hata terimlerini göstermektedir. α ve β ilgili denklemin parametreleridir. Denklemden Z vektörü, parasal krizleri önceden açıklayabilme gücünü tespit etmek için, t-1 dönemi olarak alınmıştır. Böylece, açıklayıcı değişkenlerin olası bir parasal krizi bir dönem öncesinden açıklayabilme güçleri yakalanmıştır. Açıklayıcı değişken olarak kullanılan 23 adet değişken, sırasıyla; M1, M2, M3, (DTH) Döviz Tevdiat Hesapları, M2Y, M3Y, (REZ) Rezerv Para, (KAR) Mevduat Bankalarının Ayırdığı Zorunlu Karşılıklar, (TÜFE) Tüketici Fiyat Endeksi, (TEFE) Toptan Eşya Fiyat Endeksi, (DOL) ABD Dolar Kuru, (MAR) Alman Markı Kuru, (SUE) Sanayi Üretim Endeksi, (EXP) İhracat, (IMP) İthalat, (MEV) Toplam Vadesiz Mevduat, (MET) Vadesiz Ticari Mevduat, (MES) Vadesiz Tasarruf Mevduatı, (VMEV) Toplam Vadeli Mevduat, (VMET) Vadeli Ticari Mevduat, (VMES) Vadeli Tasarruf Mevduatı, (STOK) Yurtiçi Kredi Stoku ve (TMEV) Toplam Mevduattır. Bu değişkenlerden; TÜFE, TEFE, DOL, MAR, EXP ve IMP hariç diğerleri, TÜFE ve TEFE serileri kullanılarak reel hale getirilmiştir. Ayrıca, TÜFE, TEFE ve SUE hariç, bütün değişkenler logaritmik olarak işleme alınmıştır. Açıklayıcı değişkenler TÜFE ve TEFE ile ayrı ayrı realizasyona tabi tutul-

duğundan, 16 açıklayıcı değişkenin 2'şer farklı versiyonu ortaya çıkmıştır. 16 değişkenin 2'şer farklı versiyonu ve reel hale getirilmeyen 7 değişken ile toplam açıklayıcı değişken sayısı 39'a çıkmış; 6 adet bağımlı değişkenle birlikte, 234 farklı Logit denklemi elde edilmiştir. Değişkenlerin tamamı 1986:01-1999:12 dönemine ait olup, TC Merkez Bankası Aylık (ve Üç aylık) Bültenlerinden derlenmiştir.

3. BULGULAR VE DEĞERLENDİRME

Bu çalışmada, parasal şokların, ya da daha spesifik bir ifadeyle nakit sıkışıklığı yaşanan ayların, tespiti için üç farklı yöntem kullanılmıştır. Bunlardan ilki Kuadratik Trend Analizi yöntemidir. Emisyon hacmi rakamlarının TÜFE ile reel hale getirildiği duruma ilişkin trend çözüm sonuçları Tablo-1'de özetlenirken, TEFE kullanılarak yapılan realizasyona ilişkin trend çözüm sonuçları Tablo-2'de verilmiştir.

Trend tahmininden elde edilen tahmini reel emisyon hacmi değerlerine, tahminin standart hatası eklenmek suretiyle üst tahmin sınırı bulunurken, tahmin değerinden tahminin standart hatasının çıkarılması ile de alt tahmin sınırı elde edilmiştir. TÜFE ile realizas-

yon sonuçları Şekil-1'de gösterilirken, TEFE realizasyonundan elde edilen sonuçlar Şekil-2'de verilmiştir.

Kuadratik trend analizi ile reel emisyon hacminin tahmin değerleri, tahminin alt ve üst sınırları bulduktan sonra, gerçekleşen reel emisyon hacminin tahminin alt sınırından daha düşük olan düzeyleri için "1" ve diğer durumlar için de "0" verilerek iki farklı kukla değişken oluşturulmuştur. TÜFE realizasyonu için oluşturulan kukla değişkene EM11 ismi verilirken TEFE realizasyonu için oluşturulan kukla değişkene de EM12 denilmiştir.

Parasal şokların tespitinde kullanılan ikinci yöntem Hodrick-Prescott Filtre yöntemidir. Bu yöntemde de, kuadratik trend analizine benzer bir şekilde, önce gerçekleşen reel emisyon hacminin tahmini değerleri bulunmuş, daha sonra da bu tahmin değerlerinin standart sapması hesaplanmıştır. Elde edilen standart sapmalar, tahminin alt ve üst sınırlarının belirlenmesinde kullanılmıştır. TÜFE ve TEFE için yapılan realizasyonlara ilişkin Hodrick-Prescott filtre grafikleri Şekil-3 ve Şekil-4'de görülmektedir.

Kuadratik trend analizi yönteminde olduğu gibi, filtreleme yönteminde de, gerçekleşen reel

emisyon hacminin tahminin alt sınırından daha küçük olduğu dönemler için "1" ve diğer durumlar için de "0" verilerek iki kukla değişken daha oluşturulmuştur. Bu kukla değişkenlere de sırasıyla EM21 ve EM22 isimleri verilmiştir.

Parasal şokların tespiti için kullanılan üçüncü ve son yöntem ARIMA fonksiyonlarıdır. Gerçekleşen emisyon hacmi değişkeni, tüketici ve toptan eşya fiyat endeksleri yardımıyla reel hale getirilmiştir. Bu iki farklı reel seri, daha sonra, ARIMA fonksiyonları yardımıyla tahmin edilmiştir. TÜFE ile reel hale getirilen emisyon hacmi serisini tahmin etmek için kullanılan fonksiyon ARIMA (4, 1, 4) iken, TEFE ile reel hale getirilen emisyon hacmini tahmin etmek için kullanılan fonksiyon da ARIMA(4, 1, 2) şeklinde oluşturulmuştur. ARIMA fonksiyonlarındaki p ve q sayıları otokorelasyon ve kısmi otokorelasyon fonksiyonları yardımıyla tespit edilmiştir. Reel emisyon hacmi değişkeni, yapılan ADF testi neticesinde I(1) olarak bulunduğu için, modele birinci devresel farkı alınarak dahil edilmiştir. Model çözüm sonuçları Tablo-3 ve Tablo-4'de özetlenmiştir.

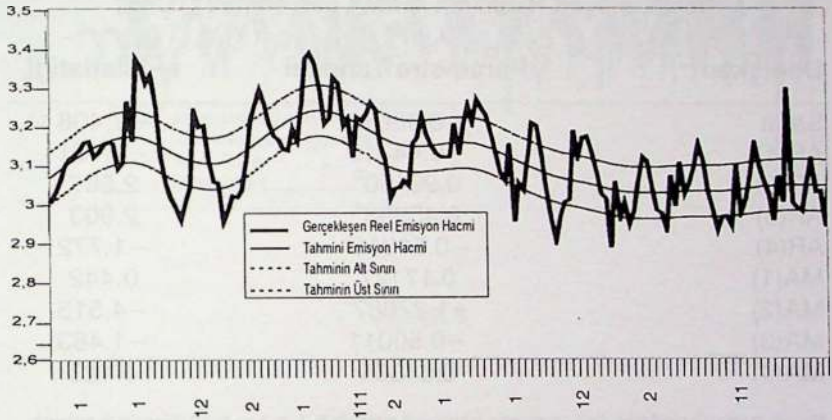
İlk iki yöntemde olduğu gibi, bu yöntemde de, reel emisyon hacminin tahmini değerlerinden yararlanarak, tahminin alt ve üst sınırları belirlenmiş, gerçekleşen

şında, anlamlı sonuçlar vermemiştir. Öncelikle bu konu üzerinde durmanın yararlı olacağı düşüncesindeyiz. ARIMA yöntemleri, bireysel zaman serilerinin tahmin

değerlerini bulurken, o zaman serisine ilişkin bilgi setinin, yine o serisinin geçmiş değerlerinde olduğunu varsaymakta, maksimum olabilirlik yaklaşımı ile tahmin de-

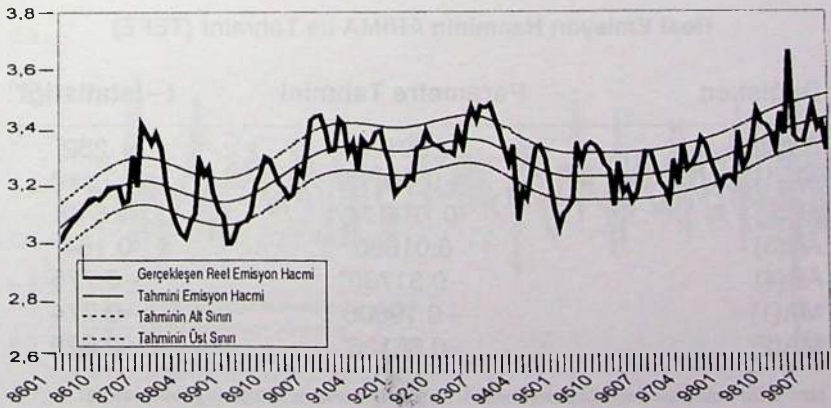
Şekil 3

Hodrick–Prescott Filtresi İle Parasal Şokların Tespiti (TÜFE)



Şekil 4

Hodrick–Prescott Filtresi İle Parasal Şokların Tespiti (TEFE)



ğerlerini elde etmektedir. Elde edilen tahmin değerleri, çoğu zaman, gerçekleşen değerlere oldukça yakın sonuçlar vermektedir. Nitekim, tahmin değerleri ile gerçekleşen değerlerin birbirlerine oldukça yakın oldukları Şekil-5 ve

6'dan da görülebilir. Böyle bir durumda, ARIMA yöntemlerinin, başka yöntemlerde kriz olarak değerlendirilebilecek olan aşırı değerleri dahi yakaladığını, bu aşırı değerleri kriz olarak değil de normal bir seyir olarak işleme aldığını söyle-

Tablo 3

Reel Emisyon Hacminin ARIMA İle Tahmini (TÜFE)

Değişken	Parametre Tahmini	t-istatistiği
Sabit	-0.00088	-1.408
AR(1)	-0.44310	-1.191
AR(2)	0.99150 ^b	2.567
AR(3)	0.45998 ^a	2.903
AR(4)	-0.51815 ^c	-1.772
MA(1)	0.17127	0.442
MA(2)	-1.27087 ^a	-4.513
MA(3)	-0.50011	-1.483
MA(4)	0.54364	1.423

Not: a, b ve c üst indisleri, ilgili parametre tahmininin sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 4

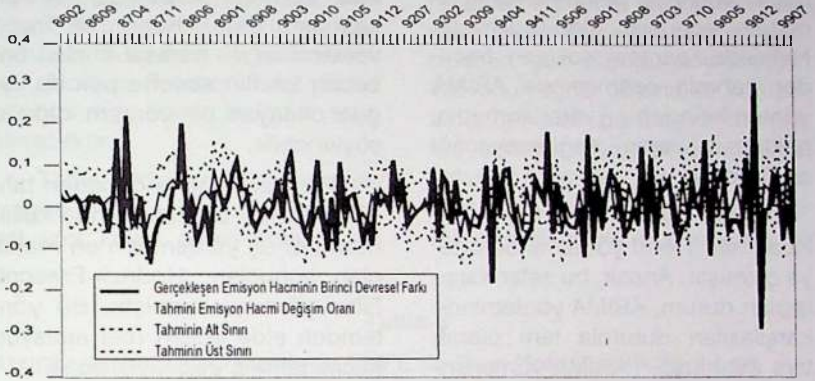
Reel Emisyon Hacminin ARIMA İle Tahmini (TEFE)

Değişken	Parametre Tahmini	t-istatistiği
Sabit	0.00174	1.252
AR(1)	-0.12812	-0.510
AR(2)	0.79217 ^a	4.540
AR(3)	0.01690	0.164
AR(4)	-0.31730 ^a	-3.775
MA(1)	-0.19806	-0.774
MA(2)	-0.65126 ^a	-2.628

Not: a üst indisi, ilgili parametre tahmininin % 1 düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

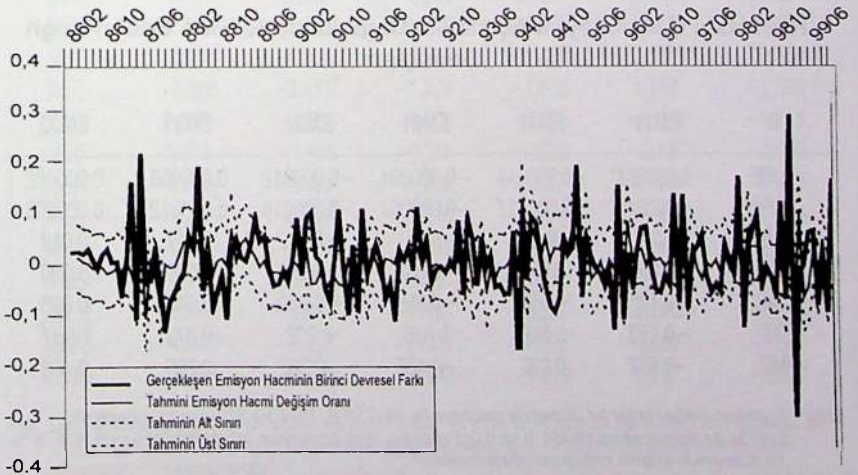
Şekil 5

ARIMA Fonksiyonları İle Parasal Şokların Tespiti (TÜFE)



Şekil 6

ARIMA Fonksiyonları İle Parasal Şokların Tespiti (TEFE)



mek mümkündür. Bu nedenle, yani kriz olduğu halde, yöntem gereği, kriz yokmuş gibi işlem yapılması nedeniyle, pek de anlamlı olmayan sonuçlar elde edilmiştir. Neticede, parasal şokların önceden tahmin edilmesinde ARIMA yöntemlerinden yararlanmanın, beklenen yararı sağlamayacağı söylenebilir.

Buna benzer bir durum da Kuadratik Trend yönteminde ortaya çıkmıştır. Ancak, bu sefer karşılaşılan durum, ARIMA yönteminde karşılaşılan durumla tam olarak ters düşmüştür. ARIMA yönteminde, aşırı değerler normal gibi görünürken, Kuadratik Trend yönteminde, normal olan bazı değerler, trend tahmininin daha pürüzsüz (smooth) olması nedeniyle, aşırı

gibi görünmüş, bu nedenle de kriz olmayan dönemlerde dahi kriz varmış gibi çözümlene yapılmak zorunda kalmıştır. Anılan sebepten ötürü, Kuadratik Trend yönteminin de parasal krizleri önceden tahmin etmede pek de uygun olmayan bir yöntem olduğu söylenebilir.

Parasal krizlerin önceden tahmin edilmesi doğrultusunda kullanılan her üç yöntemden en makul olan sonuçları, Hodrick-Prescott Filtre yöntemi vermiştir. Bu yöntemden elde edilen reel emisyon hacmi tahmin değerleri, ne ARIMA yönteminde olduğu gibi, aşırı değerleri normal göstermekte, ne de Kuadratik Trend yönteminde olduğu gibi, normal olan bazı değerleri aşırı gibi göstermektedir. Şekil-3

Tablo 5

Reel Hale Getirilmeyen Açıklayıcı Değişkenlerle Elde Edilen Logit Sonuçları

β	EM11	EM12	EM21	EM22	EM31	EM32
TÜFE	-0.000034 ^b	-0.000014	-0.000004	-0.000012	0.000008	0.000002
TEFE	-0.000045 ^b	-0.000017	-0.000007	-0.000016	0.000012	0.000003
SUE	-0.021 ^b	-0.010	-0.011	-0.012	0.017	0.013
DOL	-0.168 ^c	0.051	-0.062	-0.038	0.039	0.090
MAR	-0.155	0.056	-0.056	-0.030	0.040	0.096
EXP	-0.153	0.542	0.026	0.232	0.873	1.389 ^b
IMP	-0.637	0.032	-0.436	-0.362	0.295	0.408

Not: Açıklayıcı değişkenler bir dönemlik gecikme ile ve (TÜFE, TEFE ve SUE hariç) logaritmik formda denkleme alınmışlardır. b ve c üst indisleri, ilgili parametre tahmininin sırasıyla % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

ve 4'den de görüleceği üzere, reel emisyon hacminin, parasal kriz tahmini açısından, en uygun tahmin sonuçlarını bu yöntem vermiştir. Bu nedenlerden dolayı, çalışmanın bulguları değerlendirilirken, Hodrick- Prescott Filtre yönteminden elde edilen bulgular esas alınacaktır.

Tablo 5'de, reel hale getirilmeyen bazı değişkenlerin, parasal kriz kukla değişkenlerini ne

yönde ve ne oranda etkilediğini gösteren β katsayıları sunulmuştur. Bu katsayılara ve bu katsayıların anlamlılıklarına bakılarak, parasal krizlerin önceden tahmin edilmesinin güç olduğu söylenebilir. Tablonun ikinci sütunu ile son sütununda, bazı parametre tahminleri anlamlı görünmekle birlikte, anlamlı olan bu parametre tahminlerinin Kuadratik Trend ve ARIMA yöntemleriyle elde edilmiş ol-

Tablo 6
Açıklayıcı Değişkenlerin TÜFE İle Reel Hale Getirildiği Logit Sonuçları

β	EM11	EM12	EM21	EM22	EM31	EM32
M1	-1.665	-5.155 ^a	-1.833	-3.404 ^b	0.311	0.317
M2	-6.074 ^a	-6.645 ^a	-2.996 ^b	-5.786 ^a	0.965	-1.106
M3	-5.115 ^a	-5.780 ^a	-2.792 ^b	-5.426 ^a	1.006	-1.412
DTH	-0.374	0.382	-0.048	0.074	0.184	0.588
M2Y	-2.483 ^b	-0.352	-1.022	-1.279	0.545	0.666
M3Y	-2.661 ^b	-0.430	-1.097	-1.478	0.656	0.635
REZ	-0.806	-3.114 ^b	-1.274	-1.878	0.169	-1.089
KAR	0.196	-1.364	-0.091	-0.381	-0.504	-1.718
MET	0.055	-1.485	-0.269	-0.768	-0.157	-1.005
VMEV	-3.628 ^a	-2.383 ^b	-1.552 ^c	-2.827 ^b	0.478	-1.028
MES	-0.546	-2.356 ^a	-1.018	-1.379 ^c	-0.410	-1.231
MEV	-0.220	-1.967 ^a	-0.329	-0.894	-0.433	-0.835
VMET	-0.714	-0.976 ^c	-0.057	-0.959 ^c	0.658	-0.040
VMES	-3.245 ^a	-1.644 ^c	-1.633 ^b	-2.337 ^b	0.232	-0.824
TMEV	-4.943 ^a	-5.238 ^a	-2.305 ^c	-4.463 ^a	0.562	-1.862
STOK	-2.651 ^b	-0.688	-0.943	-1.819	0.797	-0.527

Not: Açıklayıcı değişkenler bir dönemlik gecikme ile ve logaritmik formda denkleme alınmışlardır. a, b ve c üst indisleri, ilgili parametre tahmininin sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

ması, yöntemlerden kaynaklanan sakıncalar nedeniyle, pek de güvenilir görünmemektedir. Nitekim, parasal krizlerin önceden tahmin edilmesi konusunda en güvenilir sonuçları veren Hodrick-Prescott Filtre yönteminde anlamlı bir ilişki yakalanamamıştır.

TÜFE ve TEFE kullanılarak reel hale getirilen açıklayıcı değişkenlerin, parasal kriz kukla değiş-

kenleriyle aralarındaki parametrik ilişkiler, Tablo-6 ve 7'de sunulmuştur. Bu sonuçlara göre, M2 ve M3 gibi bazı para tanımları ile, vadelî mevduatların büyük ölçüde parasal kriz kukla değişkenini açıkladığı görülmektedir. Buradan, parasal krizlerin iki kaynaktan ortaya çıkmış olabileceğini tespit etmek güç değildir. Bunlardan birincisi, para politikalarının bir gereği olarak para arzındaki

Tablo 7
Açıklayıcı Değişkenlerin TEFE İle Reel Hale Getirildiği Logit Sonuçları

β	EM11	EM12	EM21	EM22	EM31	EM32
M1	-5.976 ^a	-12.051 ^a	-3.773 ^b	-7.884 ^a	1.851	2.532
M2	-6.282 ^a	-5.291 ^a	-1.765 ^c	-4.541 ^a	0.780	0.003
M3	-5.653 ^a	-5.008 ^a	-1.767 ^c	-4.663 ^a	0.826	-0.165
DTH	-0.365	0.221	-0.051	0.002	0.173	0.486
M2Y	-1.642 ^b	-0.393	-0.572	-0.856	0.426	0.558
M3Y	-1.741 ^b	-0.448	-0.560	-0.956	0.486	0.552
REZ	-5.127 ^a	-9.182 ^a	-3.537 ^b	-6.105 ^a	2.026	-0.427
KAR	-1.019	-3.327 ^a	-0.402	-1.474	-0.329	-2.095
MET	-0.943	-3.128 ^a	-0.632	-1.872 ^c	0.179	-1.011
VMEV	-3.479 ^a	-1.878 ^b	-1.024	-2.205 ^b	0.446	-0.291
MES	-2.677 ^b	-6.354 ^a	-2.422 ^b	-3.836 ^a	-0.226	-1.619
MEV	-1.345	-3.739 ^a	-0.721	-1.993 ^b	-0.299	-0.756
VMET	-0.854 ^c	-0.998 ^c	-0.077	-0.979 ^c	0.582	0.077
VMES	-2.755 ^a	-1.279 ^c	-1.064 ^c	-1.738 ^b	0.280	-0.249
TMEV	-5.885 ^a	-4.839 ^a	-1.537	-4.008 ^a	0.588	-0.504
STOK	-1.750 ^b	-0.610	-0.518	-1.116	0.577	0.068

Not: Açıklayıcı değişkenler bir dönemlik gecikme ile ve logaritmik formda denkleme alınmışlardır. a, b ve c üst indisleri, ilgili parametre tahmininin sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

daralma ve ikincisi de vadeli mevduatlardaki artış nedeniyle piyasada dolaşmakta olan para miktarının azalmasıdır. İlk durumda, para arzının daraltılması, zaten para otoritelerinin bir politikası olduğundan, otorite tarafından tahmin edilmeyi gerektirmemektedir. Ancak, ikinci durumda, yani vadeli mevduat artışı durumunda, otoritenin kontrolü dışında bir emisyon daralması söz konusu olduğundan, önceden tahmin edilmeyi ve bu duruma göre önlem almayı gerektirmektedir. Anlamlı parametre tahminlerinin tamamının negatif işaretli çıkması da, nakit sıkışıklığının önceden tahmin edilebilir bir parasal kriz olduğunu ispatlamaktadır. Nitekim, vadeli ya da vadesiz mevduatlarda meydana gelen bir artış, piyasada tedavül etmekte olan para miktarını azaltacak, bu da nakit sıkışıklığına yol açacaktır. Bu çalışmada faiz oranları değişkeni kullanılmamakla birlikte, vadeli mevduatlardaki artışın en önemli nedeninin faiz oranlarındaki yükseliş olduğu genel kabul görmüş bir gerçektir. Bu durumda, faiz oranları artışının dolaylı olarak piyasada dolaşmakta olan nakit parayı azalttığını, bunun da nakit sıkışıklığı olgusuna yol açtığını söylemek yanlış olmayacaktır. Burada ele alınmamakla birlikte, faiz oranlarının parasal krizler üzerindeki etkilerini test eden çalışmaların kısa süre içeri-

sinde yapılmasında yarar olacaktır.

4. SONUÇ

Bu çalışmada, nakit sıkışıklığı olgusuyla sınırlandırılmış olan parasal şokların tespit edilip edilemeyeceği sorusuna cevap aranmıştır. 2000 yılı içerisinde IMF ile yapılan görüşmeler çerçevesinde oluşturulan ve yıl boyunca başarıyla uygulanan istikrar programı, bir ara, nakit sıkışıklığı nedeniyle sekteye uğramış, hatta bu durum bir kriz boyutuna kadar varmıştır. Ekonomi yorumcuları, bu krizin önceden tahmin edilebileceğini ve piyasaya bir miktar para sürülmüş olsaydı, krizin bu boyutlara varmayacağını iddia etmişlerdir. Nitekim, 1986:01-1999: 12 dönemini baz alarak hazırlanan bu çalışmadan elde edilen sonuçlar da Nakit Sıkışıklığı şeklinde ortaya çıkabilecek bir parasal krizin önceden tahmin edilebileceği şeklindeki görüşlerin haklı olduğunu ortaya koymuştur.

Nakit sıkışıklığı yaşanan dönemleri gösteren altı adet kukla değişkeni açıklamada kullanılan açıklayıcı değişkenlerle, açıklanan değişkenler arasındaki parametrik ilişkiler, çoğunlukla anlamlı ve beklenen işaretleri ile bulunmuştur. İlgili parametrelerin tamamının negatif işaretli çıkması, bir dönem

önceki vadeli ya da vadesiz mevduat artışlarının, bir dönem sonraki reel emisyon hacmi azalışlarını anlamlı bir şekilde açıklayabileceğini göstermektedir.

M2 ya da M3 gibi çeşitli para arzı tanımları ile nakit sıkışıklığı arasında da yine negatif ve anlamlı ilişkilerin bulunmuş olması, beklentilere ters düşmüştür. Bir dönem önce meydana gelen para arzı artışlarının, bir dönem sonra nakit sıkışıklığına yol açabileceğini ifade eden bu bulgulara pek de anlam verilememiştir. Yapılabilecek tek yorum şu olmalıdır: M2 ve/veya M3 gibi para tanımları içerisinde vadeli mevduatlar da bulunmaktadır. Bu durumda, vadeli mevduatlarda meydana gelen artışların emisyon hacmini azaltmış olması, M2 ya da M3 para tanımlarının da emisyon hacmini azaltmış gibi görünmesine yol açmış olabilir. Yani, bu para tanımları içerisinde, emisyon hacmi dışındaki bileşenlerde meydana gelen değişimler, açıkçası artışlar, reel emisyon hacminin azalmasına yol açmaktadır. Nitekim, M1 para arzı tanımı içerisinde vadeli mevduatların bulunmuyor olması ve bu para arzı tanımı ile reel emisyon hacmi kriz değişkenleri arasında anlamlı bir ilişkinin bulunmaması, bu durumu teyit etmektedir. Nakit sıkışıklığına yine vadeli mev-

duat artışlarının neden olduğunu söylemek mümkündür.

Reel emisyon hacminin azalmasına neden olabilecek bir diğer etkileşim mekanizması da, emisyon hacminin fiyatlar genel düzeyinden daha yavaş artıyor olması ihtimalidir. Ancak bu yaklaşım pek de tutarlı görünmemektedir. Çünkü, emisyon hacmi reel hale getirilirken, açıklayıcı değişkenler ihmal edilmemiş, onlar da reel hale getirilmiştir. Dolayısıyla ilgili regresyon denklemlerinin her iki tarafı da reel hale getirildiğinden, ilgili regresyon denklemlerinden fiyatlar genel düzeyinin etkileri soyutlanmış olmakta, bu da söz konusu yaklaşımın doğruluğunu tartışmanın pek de makul olmadığı izlenimini uyandırmaktadır.

Çalışmada alternatif tahmin süreçlerinden bazıları kullanılmış ve ARIMA yöntemiyle Kuadratik Trend yönteminin, parasal krizleri önceden tahmin etmede pek de etkin yöntemler olmadığı sonucu elde edilmiştir. Sonuçlar, parasal krizlerin önceden tahmin edilmesinde en etkin yöntemin Hodrick-Prescott Filtre yöntemi olduğunu göstermiştir.

Parasal krizlerin 1 ay gibi, önlem almak için yeterli bir süre öncesinden tahmin edilebileceğini ve bu tahminlerin de vadeli mevduatları yakından takip etmek su-

retiyile gerçekleştirilebileceğinin gösterilmiş olması, bu çalışmanın en önemli bulgusu olarak değerlendirilebilir. Elde edilen bu bulgu, Kasım 2000 krizi sırasında, ekonomi yorumcularının yapmış olduğu yorumların doğru olduğu, yani, para otoritelerinin bu durumu önceden görüp önlem alabilecek araçlara sahip olduğu halde, önlem almakta geç kaldıkları şeklinde de yorumlanabilir. Ayrıca, bu çalışmada analiz edilmemekle birlikte, faiz oranlarındaki artışların da reel emisyon hacminin azalmasına yol açabileceğini, ya da nakit sıkışıklığı şeklinde ortaya çıkabilecek olan parasal krizlerin bir dönem önceki faiz oranı artışları ile de açıklanabileceği unutulmamalı ve bu konu da zaman geçirmeden incelenmelidir.

KAYNAKLAR

Berg A and Pattillo C., (1999), "Are Currency Crisis Predictable? A Test", IMF Staff Papers, Vol: 46, Iss: 2, pp: 107-138.

Dickey, D. A. and Fuller, W. A., (1981) "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root", Econometrica, Vol.49, pp: 1057-1072.

Enders W, (1995), Applied Econometric Time Series, John Wiley & Sons Inc., New York, USA.

Goldfajn I and Valdes R. O., (1997), "Are Currency Crisis Predictable?", IMF Working Paper, WP/97/159.

Granger C. W. J and Newbold P, (1986), Forecasting Economic Time Series, Academic Press Inc., Second Edition, London, UK.

Hodrick R J and Prescott E C, (1997), "Postwar US Business Cycles: An Empirical Investigation", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 29, pp: 1-16.

Kaminsky G, Lizondo S and Reinhart C. M., (1998), "Leading Indicators of Currency Crisis", IMF Staff Papers, Vol: 45, Iss: 1, pp: 1-48.

Özmucur S., (1990), Geleceği Tahmin Yöntemleri, İSO Araştırma Dairesi, Yayın No: 1990/2.

DİPNOTU

1- Literatürde, parasal şokların tespiti için farklı yöntemler kullanılmıştır. Örneğin, Goldfajn ve Valdes (1997) ilgili değişkenin değerinin bir ay önceki değerinden 1.5 kat daha fazla ya da daha az olmasını bir kriz olarak değerlendirmiştir. Yazarların kullandığı bir diğer yöntem ise, ilgili değişkenin ortalamasından 2XStandart Sapma kadar sapsmış olmasını kriz olarak yorumlamalarıdır.



1996 yılında kurulan ve Haziran 1998'de hisselerinin % 49'u halka arz edilen **Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** (IMKB: 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
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI 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 İnternet Adresi: www.yapikredikoray.com

Sermaye Piyasası

MUSTAFA BARIŞ

Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi Yayın Yönetmeni

Borsada Düşüş Devam Ediyor

Istanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), Mart ayının ilk işlem gününe bayram tatili nedeniyle yatırımcıların takas avantajından yararlanmak istemesi, Halk Bankası'nın devredileceğine yönelik açıklamalar ve ekonomi yönetiminin tek elde toplanma beklentisine yönelik gelişmeler nedeniyle yükselerek başladı ve günü 615 puan yükselerek, başka bir deyişle % 7 artarak 9.406 puandan kapadı. Cuma günü de temkinli yükselişini sürdüren borsa % 1.14 oranında değer kazanarak haftayı 9.514 puandan kapadı.

Mart ayının ikinci haftasında bayram tatili nedeniyle İMKB kapalıydı. Üçüncü haftanın ilk işlem günü borsa alımlarla yükselerek başlamasına rağmen, bankalara yönelik üç aşamalı rehabilitasyon haberleri, ekonomik belirsizlik ve kâr satışları nedeniyle günü % 9.11 oranında düşüşle kapadı. Bu düşüş Perşembe gününe kadar sürdü. Perşembe günü Kemal Derviş'in açıklamaları, dövizin değer kaybetmesi ve işlem hacmindeki artış piyasaya moral verdi. Ayrıca Garanti Bankası'nın yurtdışından

sendikasyon kredisi alması da piyasalar tarafından olumlu karşılandı. Borsa Perşembe ve Cuma günlerini yükselerek kapadı.

İMKB Mart ayının dördüncü haftasına % 2.75'lik düşüşle başladı. Salı günü gelen alımlarla % 3.97 dolayında artış kaydetti. Daha sonraki günlerde ise sürekli bir düşüş eğilimi göze çarptı. Hisse senetleri Çarşamba günü ortalama % 2.61, Perşembe günü % 2.62 ve Cuma günü de % 0.44 oranında değer yitirdi. Endeks haftayı 8.365,64 puandan kapadı. Endeks hafta boyunca toplam 397.78 puan düşerek 8.763 puandan 8.365,64 puana indi. Hisse senetlerinin haftalık ortalama değer kaybı % 4.54 seviyesinde oldu. Beklentilerin bitmesi, uluslararası piyasalardaki karamsar tablolar, Türkiye'ye gelecek olan kaynağın henüz belli olmaması, Hükümet ortakları arasında bazı konularda anlaşmazlık olduğuna yönelik haberler ve dövizin yükselişi gibi nedenler borsanın değer kaybetmesinde etkili oldu.

İMKB Mart ayının son haftasına, yukarıda da sıraladığımız olumsuz nedenlerden dolayı durgun başladı. Ayrıca hafta içinde Kemal Derviş'in ABD'deki temaslarından sonra söylediği "Gelecek bir-iki hafta çok önemli 15 gün içerisinde 15 yasa çıkarmalıyız" şeklinde özetlenebilecek sözler söylemesi, dövize gelen yoğun talep ve siyasi çalkantılardan dolayı hafta boyunca moralsiz bir seyir izledi. Pazartesi günü hisse senetleri ortalama % 0.41, Salı günü % 4.46, Çarşamba günü % 4.33, Perşembe günü ise % 5.98 oranında değer yitirdi. Fakat Mart ayının son işlem günü Kemal Derviş'in yaptığı basın toplantısında dış destek için umutlu olduğunu açıklaması borsa üzerinde olumlu bir etki yarattı. Borsa Cuma gününü % 12.05 oranında değer artışı ile kapadı.

Sıralanan bu etkiler sonucunda "30 Mart 2001 Cuma" günü kapanış fiyatları itibarıyla 8.022,72 puana gerileyen İMKB Ulusal - 100 endeksinin Şubat ayı sonuna göre değer kaybı % 8.74 düzeyinde olmuştur. Yine aynı günkü kapanış fiyatları itibarıyla, Banka - Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi endeksi, İMKB Ulusal - 100 endeksinden daha az bir düşüş göstermiş ve Mart ayında % 2.75 oranında değer kaybederek 2.325.863,75 puana gerilemiştir. Endeks kapsamındaki 40 hisseden 17 tanesi değer artışı göstermiş, 18 hisse değer kaybetmiş ve 3 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.

Sermaye Artırımları

Şubat ayından sonra Mart ayında da sermaye artırımları devam etmiştir. Tablo 3'te, Mart ayında sermaye artırımını gerçekleştiren 5 şirketin artırım öncesi ve sonrası sermaye rakamlarıyla, bedelli ve bedelsiz artırımlarının tutarları gösterilmiştir. Sermaye artırımlarının yanı sıra, Mart ayında 11 şirketin kayıtlı sermaye tavanı artırımları Sermaye Piyasası Ku-

Tablo 1
Mart Ayının En Başarılı Hisseleri

Dergi Endeksi Kapsamında	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
İzmir D.Ç.	28.33	Viking Kağıt	88.46
Pınar Süt	28.12	Tek – Art Turizm	81.33
Döktaş	23.07	Favori Din.Yer.	77.18
İzocam	20.54	Türk Tuborg	73.33
Brisa	20.00	Avrasya Yat. Ortk.	72.41
Hektaş	15.78	Dardanel	65.85
Gübre Fab.	13.20	Demir Yat. Ortk.	64.17
Bolu Çimento	9.09	Alkim Kimya	59.67
Ege Gübre	9.09	Borusan Yat. Paz.	57.40
Kartonsan	8.57	Tofaş Oto Tic.	47.36

Tablo 2
Mart Ayının En Başarısız Hisseleri

Dergi Endeksi Kapsamında	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
T.Şişe Cam	- 68.67	Gümüşsuyu Halı	- 34.61
Mudurnu Tav.	- 48.86	Turkcell	- 28.57
A.Teletaş	- 19.54	Yat. Fin. Yat. Ortk.	- 26.13
Çelik Halat	- 11.11	Anadolu Efes	- 25.88
Makine Takım	- 9.09	Kardemir (D)	- 24.61
Bağfaş	- 8.92	Tansaş	- 21.42
Yapı Kredi Bank	- 8.06	Ata Yat. Ortk.	- 20.73
Petrol Ofisi	- 7.81	Kardemir (B)	- 20.63
Sabancı Holding	- 6.89	İş Bankası (C)	- 20.00
Migros	- 6.41	Kristal Kola	- 18.18

rule (SPK) tarafından onaylanmıştır. Bu şirketlerin eski ve yeni kayıtlı sermaye tavanları Tablo 4'te gösterilmiştir.

Endeks Şirketleri Nisan Ayında Değişiyor

İMKB Ulusal - 50 ve Ulusal - 100 endekslerinde yer alan şirketler, 2 Nisan - 30 Haziran dönemi için yeniden belirlendi. Ulusal 100 endeksinden Viking Kağıt, Ersu Gıda, Mardin Çimento, Alarko Carrier, Dardanel, Penguen Gıda, Batı Çimento ve Güneş Sigorta çıkarılırken, yerlerine Sanko Pazarlama, GSD Holding, Menderes Tekstil, Çelebi, Aksu Enerji,

Tablo 3
Mart Ayında Sermaye Artırımları
(Milyon TL)

Şirket	Önceki Ser.	Bedelli	%	Bedelsiz	%	Yeni Ser.
Kelebek Mob.	1.300.000	1.200.000	92.31	500.000	38.46	3.000.000
Marmaris Martı	4.000.000	2.500.000	62.50	2.500.000	62.50	9.000.000
Melemteks	1.225.000	1.715.000	140	735.000	60	3.675.000
Sanko Paz.	11.500.000	-	-	23.000.000	200	34.500.000
T.S.K.B.	28.000.000	-	-	10.500.000	37.50	38.500.000

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

Şirket	Önceki Tavan	Yeni Tavan
Aselsan	11.000.000	20.000.000
Yapı Kredi Fin.Kir.	12.000.000	50.000.000
Ereğli D.Ç.	44.352.000	700.000.000
Çimentaş	10.500.000	25.000.000
Bolu Çimento	20.000.000	70.000.000
Otokar	5.000.000	25.000.000
T.Demir Döküm	15.000.000	40.000.000
Yapı Kredi Koray GMYO	25.000.000	100.000.000
Ford Otosan	50.000.000	300.000.000
Çarşı	5.000.000	25.000.000
Adana Çimento	26.735.200	70.000.000

Borova Yapı, Akal Tekstil ve Borusan Boru getirildi. Medya Holding, Sabah Yayıncılık, Sabah Pazarlama, Aktaş Elektrik ve İhlas Holding hisseleri 2 Nisan itibarıyla borsada işlem görmeleri halinde Ulusal - 100 endeksinde alınacaklar. Borusan Boru, Akal Tekstil, Borova Yapı, Aksu Enerji ve Çelebi hisseleri endeksten çıkarılarak, yedek listenin başına ilave edilecek.

Ulusal - 50 endeksinde dahil yeni şirketler Sanko Pazarlama, TEB, Ayen Enerji, Anadolu Sigorta olarak açıklanırken, Otokar, Kardemir (D), Aselsan ve Global Menkul Değerler hisseleri Ulusal - 50 endeksinden çıkarılacak. Medya Holding, Sabah Yayıncılık ve Aktaş Elektrik hisse senetleri 2 Nisanda işlem görmeleri halinde, Ulusal - 50 endeksinde alınacak. Bu takdirde Anadolu Sigorta, Finansbank ve Ayen Enerji hisse senetleri sırasıyla endeksten çıkarılacak. Ulusal - 100 ve Ulusal - 50 endeksindeki değişiklikler Tablo 5 ve 6'da gösterilmiştir.

Borsazedelerin Parası 350 Trilyonu Buluyor

Borsada işlem sırası kapatılan şirket sayısı (5 Mart 2001 Pazartesi günü itibarıyla) 23'e, bu hisselerle ilgili para ise 350 trilyona ulaştı. Borsada rehin kalan paranın 65 trilyonu Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Üst Kurulu (BDDK) tarafından el konulan bankalara ait bulunuyor.

Genellikle aracı kurum batışları yüzünden "borsazede" olan yatırımcı şimdi de yatırım yaptığı şirketler yüzünden mağdur. İMKB'de sırası geçici olarak işleme kapatılan 23 şirketin hisselerinde borsa yatırımcısının 350 trilyon 573 milyar lirası bağlı kaldı. Fon'daki Demirbank, Esbank ve Yaşarbank'ın halka açık hisse senetlerinin değeri 65 trilyon 260 milyar 920 milyon liraya ulaşıyor. Borsadaki Demirbank hisseleri 55 trilyon 614 milyar 900 milyon lira, Esbank'ın hisseleri 1 trilyon 179 milyar 900 milyon lira, Sümerbank bünyesinde birleştirilen Yaşarbank'ın hisseleri de 8 trilyon 466 milyar 120 milyon lirayı buluyor.

Borsada hisseleri işlem gören, İhlas Grubu 5 şirketin yatırımcıların elindeki hisse senetlerinin değerleri de 22 trilyon 309 milyar lirayı aşıyor. İhlas Finans'ın halka açık hisselerinin değeri 3 trilyon 212 milyar, İhlas Holding'in 14 trilyon 523 milyar, İhlas Ev Aletleri'nin 933 milyar, İhlas GM-YO'nun 1 trilyon 896 milyar ve Kristal Kola'nın 1 trilyon 745 milyar lira.

Medya Holding, 99 trilyon 35 milyar 700 milyon lira ile yatırımcıların

en yüksek değerde parasının bağlı olduğu hisse senedi ünvanını taşıyor. Sabah Yayıncılık'da 71 trilyon 816 milyar lira, Sabah Pazarlama'da 9 trilyon 11 milyar lirayı bulan bu miktar, Nergis Holding'in halka açık hisselerinde 6 trilyon 105 milyar lira, Polylen'de 479 milyar lira, İntermedya'da ise 468 milyar lira olarak hesaplandı.

İstanbul'un Anadolu yakasında elektrik dağıtım ve ticaretini yaparken yaşadığı hukuki sorunlar nedeniyle hisse senetleri işleme kapatılan Aktaş Elektrik'in yatırımcılarının elindeki hisselerin değeri de 22 trilyon 200 milyar lirayı buluyor. Hisse senetleri Gözaltı Pazarı'nda işlem gören ancak işleme kapatılan şirketlerden Çukurova'nın halka açık hisselerinin değeri 39 trilyon 357 milyar lirayı aşılıyor.

Apeks Dış Ticaret'in hisselerinin değeri 1 trilyon 374 milyar, Kepez

Tablo 5
İMKB Ulusal – 100 Endeksi Kapsamındaki Değişiklik

Çıkan Hisseler	Giren Hisseler
Viking Kağıt	Sanko Pazarlama
Ersu Gıda	GSD Holding
Mardin Çimento	Menderes Tekstil
Alarko Carrier	Çelebi
Dardanel	Aksu Enerji
Penguen Gıda	Borova Yapı
Batı Çimento	Akal Tekstil
Güneş Sigorta	Borusan Boru

Tablo 6
İMKB Ulusal – 50 Endeksi Kapsamındaki Değişiklik

Çıkan Hisseler	Giren Hisseler
Otokar	Sanko Pazarlama
Kardemir (D)	TEB
Aselsan	Ayen Enerji
Global Men. Değ.	Anadolu Sigorta

Elektrik'in 7 trilyon 371 milyar, Köytaş Tekstil'in 1 trilyon 976 milyar lira, Metaş'ın 1 trilyon 665 milyar, Sevgi Sağlık Hizmetleri'nin 1 trilyon 49 milyar lira, Sökse'nin ise 379 milyar lira düzeyinde bulunuyor.

Hazine İhaleleri

Hazine Müsteşarlığının "20 Mart 2001 Salı" günü düzenlediği 98 günlük bono ihalesine 7.4 katrilyon liralık talep geldi. Hazine gerçekleştirmiş olduğu ihalede yıllık bileşik % 193.71 faizli borçlanmayla toplam ve net 3 katrilyon 286 trilyon liralık iç borçlanmaya gitti. Mart ayının tek ihalesi olan 3 aylık (98 günlük) bono ihalesine toplam 7 katrilyon 391 trilyon liralık teklif geldi. İhraç edilecek olan Hazine bonolarının satışında tek fiyat üzerinden satış sistemi uygulandı ve basit faiz teklifi % 124.99 oldu. Hazine, ihalede gelen 7.4 katrilyonluk teklifin nominal olarak 2 katrilyon 926 trilyon lirasını karşıladı. Bu rakamın net karşılığı ise 2 katrilyon 189 trilyon lira oldu.

Hazine'nin bu ihalesinden önce rekabetçi olmayan teklif yoluyla (rot) toplam 1 katrilyon 96 trilyon liralık satış gerçekleştirildi. Bu miktarın 925 trilyon lirası kamu kuruluşlarına yapılırken, bankalardan gelen 171 trilyon liralık teklifin tamamı karşılandı. Bu satışla birlikte Hazine Müsteşarlığı toplam 3 katrilyon 282 trilyon lira borçlandı.

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	2391632.75
Mart	13455.69	36336.97	94874.84	178248.67	449760.66	936427.88	1224154.39	4662632.07	2325863.75
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	4516028.77	
Ağustos	27193.90	69147.24	110555.47	183969.42	579112.78	737815.22	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)	Takvım Yılı Kârı (Net)			Dağıtılan Kâr Payı (%)			Piyasa Fiyatı (TL)			
				1998 (Milyon TL)	1999 (Milyon TL)	2000 (Milyon TL)	1998 (Net)	1999 (Net)	2000 (Net)	Mart 2000	Ocak 2001	Şubat 2001	Mart 2001
1	AKTAŞ	-	1.000.000	4.794.000	3.310.528	12.982.500	99.000	275.000	1090.000	177.500	150.000	150.000	150.000
2	ANADOLU CAM	70.000.000	47.910.000	174.000	1.117.488	4.074.642	1.000	-	5.000	8.700	4.050	1.225	1.325
3	ARÇELİK	100.000.000	60.600.000	25.647.000	61.253.949	63.316.720	6.600	60.000	20.000	33.000	13.500	10.300	10.100
4	BAGFAŞ	10.000.000	2.000.000	2.380.000	2.599.697	2.777.653	11.000	50.000	70.000	28.500	17.750	14.000	12.750
5	BOLU ÇİMENTO	24.788.000	24.788.000	3.389.000	3.983.369	3.586.302	1.875	24.440	12.230	8.100	2.100	1.650	1.800
6	BRISA	25.000.000	7.442.000	11.897.000	13.137.330	17.943.310	6.300	88.300	187.000	36.500	28.000	23.750	28.500
7	ÇELİK HALAT	5.000.000	1.994.000	349.000	312.820	-370.513	3.850	12.000	-	15.750	3.300	2.025	1.800
8	ÇİMSA	16.848.000	16.848.000	6.279.000	10.788.069	13.421.232	6.700	31.000	39.000	16.000	9.100	7.500	7.900
9	ÇUKUROVA ELEKTRİK	-	500.000	8.805.000	-23.969.824	-41.168.094	310.000	-	-	460.000	485.000	48.500	485.000
10	DOKTAŞ	20.000.000	9.600.000	22.113.000	-1.550.430	-5.086.387	5.400	-	-	10.250	3.700	2.600	3.200
11	ECZACIBAŞI YATIRIM	50.000.000	19.800.000	-437.000	7.897.837	7.323.139	13.000	50.000	-	9.200	3.700	2.800	2.950
12	EGE GÜBRE	2.009.000	2.009.000	484.000	1.259.177	805.474	7.100	57.890	33.060	11.000	3.950	3.300	3.600
13	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	700.000.000	44.352.000	-32.675.000	-24.922.263	72.138.696	12.250	-	-	27.000	12.500	10.700	10.400
14	GENTAŞ	4.044.000	4.044.000	1.343.000	1.199.502	1.892.086	3.500	10.000	-	12.000	4.000	3.250	3.250
15	GOOD-YEAR	21.000.000	11.918.000	3.237.000	-4.585.600	-7.800.910	6.300	-	-	18.500	9.200	7.700	7.800
16	GÜBRE FABRİKALARI	10.000.000	2.500.000	953.000	877.200	981.621	11.750	19.000	20.000	16.750	7.600	5.300	6.000
17	HEKTAŞ	15.000.000	10.308.000	820.000	-2.095.993	1.668.005	1.950	-	-	3.450	2.150	1.425	1.650
18	İZMİR DEMİR ÇELİK	62.250.000	62.250.000	772.000	1.147.456	279.521	460	-	-	3.600	760	600	770
19	İZOCAM	12.000.000	4.500.000	1.154.000	1.095.371	4.085.484	2.625	25.000	40.000	9.100	6.800	3.650	4.400
20	KARTONSAN	2.700.000	2.025.000	4.574.000	1.868.731	6.258.164	12.000	57.750	154.360	41.000	35.500	35.000	38.000
21	KAV DAN PAZ. TIC.	7.000.000	6.435.000	617.000	3.888.455	3.710.354	1.625	40.000	26.590	10.400	4.500	2.900	3.100
22	KOÇ HOLDİNG	250.000.000	64.102.000	27.140.000	42.296.323	43.453.599	25.000	15.000	10.000	130.000	35.500	31.500	29.500
23	KONYA ÇİMENTO	-	4.873.000	1.966.000	3.156.398	2.551.302	4.600	50.000	10.000	17.500	6.300	3.800	4.100
24	KORDSA DUPONT	60.000.000	24.084.000	3.361.000	3.421.774	9.202.454	7.800	24.500	30.700	20.250	9.400	8.200	8.200
25	MAKİNA TAKIM	35.000.000	16.819.000	960.000	420.697	-994.243	1.250	-	-	1.650	290	330	300
26	MİGROS	9.180.000	9.180.000	15.275.000	25.038.772	7.505.957	330.000	350.000	50.000	325.000	76.000	78.000	73.000
27	MUDURNU TAV.	13.200.000	3.300.000	1.424.000	596.223	-23.039.859	8.200	-	-	8.400	1.325	880	450
28	OLMUKSA	10.000.000	4.066.000	-994.000	659.712	2.542.799	3.550	-	25.000	36.000	8.300	6.000	6.400
29	OTOSAN	50.000.000	29.243.000	31.460.000	1.250.308	40.820.549	92.000	-	-	29.500	28.500	22.750	22.500
30	PETROL OFİSİ	100.000.000	50.000.000	31.710.000	70.157.454	72.559.118	51.000	291.760	-	85.000	30.000	32.000	29.500
31	PINAR SÜT	15.000.000	5.167.000	1.503.000	3.261.698	4.092.558	6.400	50.000	82.700	13.750	5.700	3.200	4.100
32	SABANCI HOLDİNG	600.000.000	600.000.000	33.073.453	38.620.385	83.375.694	-	8.000	-	10.750	6.000	4.350	4.050
33	SARKIYSAN	10.000.000	4.000.000	3.912.000	4.020.727	3.442.605	13.250	55.000	41.000	18.750	10.000	8.800	8.800
34	TELETAŞ	10.000.000	2.000.000	6.796.000	4.488.080	-5.910.940	13.000	-	-	142.500	83.000	43.500	35.000
35	TÜPRAŞ	100.000.000	74.752.000	96.367.000	212.969.504	242.982.184	-	233.700	280.300	35.500	28.000	27.500	26.250
36	TÜRK DEMİR DÖKÜM	15.000.000	10.000.000	546.000	-4.766.215	3.781.160	3.150	-	-	7.600	4.000	3.450	3.400
37	T. GARANTİ BANKASI	1.000.000.000	260.000.000	130.075.000	181.098.648	205.287.000	8.800	-	-	7.500	5.050	3.150	3.050
38	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM	150.000.000	84.106.000	3.720.000	1.539.518	3.607.181	3.300	1.400	-	8.900	5.400	4.150	1.300
39	YAPI KREDİ B.	-	501.563.000	85.119.000	211.276.596	256.146.000	3.900	64.000	-	15.750	4.900	3.100	2.850
40	YASAŞ	10.000.000	5.670.000	1.426.000	1.057.215	251.225	32.500	9.490	7.470	9.300	2.175	970	940

Görüşler

Yrd. Doç. Dr. NESRİN YILDIRIM

Kırıkkale Üniversitesi, İ.İ.B.F. Öğretim Üyesi

Parasalıcı Enflasyon Mücadelesinin Deflasyonist Etkileri (Ekonomik Suikast)

Enflasyon ekonominin tüm kesimlerine zarar verir ve mücadeleyi gerektirir. Tüketim açısından, paranın satın alma gücünü düşürerek, gelir dağılımını adaletsiz kılar, parasal servete değer kaybettirir; yatırımları, faiz oranlarının yükselişi nedeniyle pahalı kılar, dolayısıyla engeller, sermayenin daha istikrarlı ülkelere kaymasına sebep olur; devletin personel ve diğer masraflarını artırır; ihraç ürünlerini pahalandırır, dolayısıyla ithalatı teşvik eder, yabancı mallara haksız rekabet gücü sağlar, yerli üretimi en-

geller ve işsizlik yaratır. Üretimi engelleyip, ithalatı artırdığından, ekonomide yapısal bozukluğu yerleştirir, ülkenin süre giden borçluluğunun kaynağıdır. (Clement R, Terlau W, 1998 s. 132) Bu durumda, doğal olan, uygulanan enflasyon mücadelesi programından, yukarıdaki tüm yetersizlikleri gidermesini beklemektir. Diğer taraftan, Türkiye' deki enflasyonun nedeni olarak, kamu talebindeki şişme gösterilmektedir. Bu nedenle, kamu harcamalarının düşürülmesi ve kamu alanının yeniden düzenlenmesi gerektiği hemfi-

kir olarak ortaya atılmaktadır. Buna karşın Ülkemiz, 1999 sonundan itibaren üç yıl sürecek, monetarist reçetelere dayalı enflasyonla mücadele politikası uygulamaktadır. IMF destekli, parasalci enflasyonla savaş reçetesine bakıldığında, para arzının kısıtlanarak tüketimin engellenmesi, TL' nin döviz kurunun enflasyonun altında belirlenmesi ve bir çipaya bağlanması ile faiz oranlarının yavaş bir seyir içinde düşürülmesi tedbirlerinden oluştuğu görülmür. (Kurdaş, K, Nisan 2000 s. 7-27)

Öncelikle belirtmek gerekir ki, monetarist iktisat politikaları, enflasyon mücadelesinde başarılı değildir. 1980 sonrası gelişmiş ülkelerin tümünde uygulanan monetarist enflasyon mücadelesinin acı sonucu ortadadır. Gelişmiş ülkelerin tümünde, yıllarca süren enflasyon mücadelesi aşırı borçlanmayla son bulmuştur. Bugün için, pek çok Doğu Asya ülkesi ve Rusya başta olmak üzere, Avrupa ve Latin Amerika alanındaki "emerging markets" borç faizlerini ödeyemeyecek durumdadır. Japonya' da 100 milyar dolar tutarındaki geri dönmeyen krediler, ABD içinde ve dışında ortaya çıkan dünya krizinin en belirgin göstergesidir. Dünya ekonomik krizi ise çoktan başlamıştır. Böylesine başarısız reçetelere güvenmek mümkün değildir. Elbette, her iktisat politikası, temel aldığı

teori kadar iyi olabilir. Monetarist iktisat teorisi ise yanlış varsayımlardan hareket etmektedir. Bu nedenle de, enflasyonun, monetarist politikalarla giderilmesi ise başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Tıpkı, AB alanında 30 milyon işsiz, ABD' deki 30 milyon işsiz ve 7 milyon açlık sınırında yaşayanlar gibi. (König J- G, 1998 s. 50)

Parasalci görüşün enflasyon ile mücadele programlarındaki başarısızlığın nedeni, ekonomik döngüyü para miktarının belirlediği, talebin para miktarını takip ettiği ve paranın bekletilmeden harcandığı var sayımıdır. Para miktarı artarsa, talep artacak ve enflasyonist süreç başlayacaktır. Bu nedenle, para miktarının artırılmasından çekinilmekte, dolayısıyla faiz oranlarının düşürülme süreci yavaşlatılmaktadır. Faiz oranlarının yavaş düşmesi ise, yatırımları engellemekte, kaynakların üretken olmayan alanlara kaymasına neden olmaktadır. Üstelik teori, yanlış varsayımlardan yola çıkmaktadır: Öncelikle, talebi belirleyen, doğrudan para miktarı değil, fiyat beklentileridir. Artan para arzının, fiyatları artırarak, tüketimi hızlandırmayı, gelecekte fiyat artışlarına yönelik beklentiler nedeniyledir. Fakat buna karşın, para arzının kısılarak, faizlerin yavaş düşmesine neden olunması, büyümenin frenlenmesi dolayısıyla deflasyonist

sürecin güçlendirilmesiyle eş değerdir. Parasalcı uygulamaların önemli bir diğer yanığı, enflasyonu fiyat artışları olarak kabul etmesidir. Halbuki, fiyat artışları enflasyonun belirtilerinden sadece biridir ve bizzat kendisi değildir. Enflasyonun temel belirtisi, çok fazla para, çok fazla alacak buna bağlı olarak çok fazla borç, üretim kapasitesinde yüksek artış, çok yüksek işçi ücretleridir. (Von Bethmann J.P, 1999 s. 12- 49)

Bu temelde, Hayek' in enflasyonun nedeni olarak, sektörler arasında ortaya çıkan ters düşmeyi gördüğünü belirtmek gerekir. Buna göre, sektörlerin üretim düzeyinde ters düşme, öncelikle ara ve yatırım malları üreten sektörlerde yüksek kârların ortaya çıkmasıyla başlar. Bankacılık sektörünün, başlangıçta kârlılık oranı yüksek ara ve yatırım malları sektörlerine dağıttığı krediler, ekonomiye yanlış sinyal vererek, bu sektörlere üşüşmeyi sağladığından, yarattığı parasal büyüme, yatırımlar düzeyinde yanlış yönlendirmeye yol açar. Çünkü tek tek bankalar, belli bir zaman içine yayılmış olan kredi taleplerinin hangi düzeye geldiğini belirleyemezler. Bu nedenle yanlış faiz uygulamaları ve bu alana yatırımcı üşüşmesine neden olurlar. Dolayısıyla ekonominin belli dallarında gerçekçi olmayan, ya da aşırı olan yatırım hamlesi yaşa-

nır. Belli sektörlerde meydana gelen yatırım patlaması, ekonominin bütününe yayılan bir büyüme hamlesi yapar. Fakat, ucuz krediden ötürü, ara ve yatırım mallarına yapılan yatırımlar daha çok kârlılık vaad eder. Bir başka ifadeyle, ekonomi doğrusal bir çizgide gelişmez. Oysa büyüyen sektörlerde, gelir artışları olur ve tüketim mallarına talep artar. Tüketim sektörleri ise geciktikleri için talep artışını karşılayamazlar. Tüketim malları fiyatları artar. Bu kez de fiyat artışlarından dolayı, tüketim malları sektörünün kârlılığı geriler, zaman içinde kârlılıkta iniş çıkışlar yaşanır ve tüm sektörlerde gerçek talep ve tasarruf gücünün üstünde bir arz yaratıldığı anlaşılır sonuç ekonomik krizdir. Bu durumda para arzını artırarak tüketimin kamçılanması ise, ateş üstüne benzin dökmek şeklinde ifade edilmektedir. (Güvenç N, 1999 s. 46- 49)

Görülüyor ki, enflasyonla mücadelede, çok olanların azaltılmasından başka bir şey değildir. Çok olanların azaltılması ise, deflasyondur. Enflasyon sürecinden tamamen kurtulmak, çok olan büyüklüklerin tümünün, deflasyon süreci sonunda tamamen ortadan kalkmasıyla mümkündür: Çok fazla para, çok fazla alacak- verecek borç, çok fazla üretim kapasitesi, yüksek işçi ücretleri gibi. Deflasyon sürecinde, tahsil edilemeyen

alacaklardan vaz geçilecek, şirket iflaslarıyla üretim kapasitesindeki fazlalıktan kurtulunacak, verimsiz iş yerleri ortadan kaldırılacaktır. Sonuç, işsizlik, servet kaybı olup ekonomik depresyondur.

Fiyat artışlarının istikrara kavuşturulması ya da giderilmesi, enflasyonun bittiği anlamına gelmez. Aslında, her deflasyon, enflasyonun ortalarında başlar ve kendini neredeyse hiç belli etmez; fiyatlar artmaya devam ediyordur, alacak hesapları kabarrır, borçlar artmaya başlar. Deflasyon işte bu sırada ortaya çıkar. İflaslar artar, işsiz sayısı yükselir ve düşmez. Fiyatlar ise, yüksek oranlarda olmasa bile artmaya devam eder. Bu noktada enflasyonla savaş başlamıştır ve fiyat artışlarındaki oransal gerileme mücadelenin başarısı olarak görülür. Fakat işsizlik de, şirket iflasları da azalmamıştır. Bir başka ifadeyle, güneş ve yağmur birlikte bulunmaktadır.

Stagflasyon adı verilen süreç başlamıştır, hem enflasyonist boom bulunmaktadır, hem de boş kapasiteler, iflaslar, şirket satışları ve hiç kimse ne olup bittiğinden haberdar değildir. Deflasyon ise çoktan başlamıştır. Fakat enflasyonun köpüğü tarafından gizlenmektedir. Fakat aynı anda da serpilip gelişmekte, etrafa sıçramakta ve enflasyonu dönüştürmektedir. Enflasyon ve deflasyon birbiri ile

mücadele halindedir. Sonra birden, fiyat istikrarı ortaya çıkar, büyüme durur, sifıra yaklaşır, talep durgunlaşır ve deflasyon öne çıkar. Konjonktürü belirlemeye başlar. Tüketim giderek azalmaya başlar; birileri artık, hiçbir şey satın almak istemezken, diğerleri artık hiçbir şey satamayacak duruma gelmişlerdir. Artık enflasyonist sürece geri dönüş de mümkün değildir. İstikamet, resesyon, depresyon, krizdir.

Diğer taraftan, enflasyon ile deflasyon arasındaki en önemli fark, enflasyonun kendi içinde hapsedilmesi mümkünken, deflasyonun ancak, ekonomik suikast sonucu ortadan kalkacağıdır. Deflasyondan çıkış ise ancak enflasyon sürecindeki çoklar ortadan kalktığında mümkün olacaktır. Bunun için önce, faizlerin en alt seviyeye düşmesi gereklidir. En alt seviye ise, büyük çoğunluğun faizler daha da düşemez dediği ve faiz oranlarında yükselme beklentisi içine girdiği seviyedir. Bu ise uzun yılları da alabilir, ama hemen yarın da olabilir. Bunun için beklenen ise, faiz oranlarının daha da düşeceği. Enflasyonla mücadelede akılcı olan, enflasyonun kendi içinde hapsedilmesidir; ekonomiyi deflasyona sürüklemek değildir. Fiyatların düşerek istikrar kazanması ile enflasyonun bitirilmesi bir kez daha vurgulanmalı-

dır. Diğer şişen herşeyin de sona ermesi gerekir; özellikle de borçların ! Borç ise paranın arka cephesidir. Fiyatların istikrarı, yüksek borçlanmalar giderilmediği takdirde, devamlı olamaz. Çoğunlukla, borçlardaki yığılmanın enflasyonist etkisi gözden kaçırılmaktadır. Borç enflasyonu, ekonominin büyüme hızını aşarsa, fiyatlar düşerken ortaya çıkan, deflasyon ve resesyondan başka bir şey değildir. Enflasyonla ortaya çıkan para, tabii ki kötü paradır. Parayı kötü kılan, hasta eden ise iki şeydir. Satın alma gücündeki düşüş, yani pahalılık demek olan fiyat enflasyonudur. Bunu herkes kendi cüzdanında görebilir. Merkez Bankaları da görmektedir. Reçete ise hazırdır: Enflasyon para miktarının artışıyla ortaya çıkmıştır o halde para miktarı kısıtlanmalıdır. Burada yapılan hata, fiyat enflasyonunun, enflasyonun kendisi olduğu var sayımıdır. Enflasyonun nedeni, ulusal paranın satın alma gücündeki azalma değil, aşırı ve anlamsız borçlanmadır. Giderek, ödenmesi mümkün olmayan borçların miktarı artmakta, kredi ve borç çeşitleri ortaya çıkmakta, bir ur gibi tüm ekonomiyi sarmaktadır. Borçların enflasyonist etkisi ise göz ardı edilmekte, talep kısıtlamasına gidilmekte, faizlerin düşürülmesi uzun yıllara yayılmaktadır. (Von Bethmann J.P, 1999 s. 12- 49)

Halbuki, ülkemizde enflasyon nedeni, kamu harcamalarının, kamu gelirlerini aşmasıdır. Ne yazık ki, uygulanan reçetenin öngördüğü eylem planı, kamu harcamalarını azaltmaya yönelik değildir. Enflasyonun altında belirlenen TL'nin yabancı paralarla değişim oranı, ihracatı caydırıcı, ithalatı özendirici olduğundan, üretimin engellenmesinden başka hiçbir etkisi yoktur. TL- Dolar dönüşüm oranı bir çıpaya bağlanarak ithalatçının ve yabancı para tutanların süre giden kârlılığı emniyete alınıp, ihracatçı dolayısıyla üretici açıkça cezalandırılmakta, dış ticaret açıkları, gelir dağılımı bozuklukları ve işsizliğe baştan itibaren razı olunmaktadır. Eldeki dövizlerin yurt dışına çıkmasını engellemede kullanılan bir diğer araç da faiz oranlarının yavaş düşürülmesidir. TL' üzerinden politikalar yaparak, ekonominin üretim ve ihracat üzerinden döviz kazanması engellenmekte, ülke kendini faiz ödemeye ve borçlanmaya mahkum etmektedir. Ayrıca yavaş düşen faiz oranları da, bir taraftan yatırımları verimsiz kılarak, ekonomiyi üretimden tamamen koparmaktadır. Kamunun bütçe açıkları ise, bu politikalardan olumsuz olarak etkilenmektedir. Bunun nedeni, kamu iç borçları ve borçlara tahakkuk eden faiz oranlarının, kamu harcamalarını artırırken, kamu gelirlerini artıracak tedbirlerin alınmayışdır.

Kamu gelirlerini artırmanın tek yolu, vergi mükellef sayısını artırmaktır. Bunun için yapılması gereken, gelir elde edenlerin sayısını, dolayısıyla üretimi artırmak ve rantiyeye sınıfını vergilendirmektir.

Bu nedenle, programın amacı, enflasyonun düşürülmesi değil, ülkenin borçlanması bir taraftan kontrol altına alıp, diğer taraftan da borçlanmanın sür gitmesini sağlamaktır. Kamu borçlarının giderilmesi mümkün görülmektedir. Nedeni, ödemeler bilançosu, sermaye hesabı kaleminin hem özel şahısların hem de devletin borçlarını göstermesidir. Programı desteklemek üzere Dünya Bankası'na verilen kredilerin ödeme zamanı geldiğinde, hangi kaynağa başvurulacaktır? Bir taraftan, dış ticaret açıkları, diğer taraftan faiz borçları ve Dünya Bankası kredileri hangi kaynaklardan ödenecektir? Üretken sektörler çökertildiğine, rantiyeye vergilendirilmediğine göre, elde kalan, şiddetlenen döviz ihtiyacı, dolayısıyla şiddetli iç borçlanma ve en başa dönüşten başka ne olabilir ki?

Görüldüğü gibi, program ülkemize sıcak para akışını devresel bir yönetim içine almaya yöneliktir. Programın sonunda, yine sıcak para ekonomimizi istila edecek, ülke sürekli borç içinde tutulacaktır. Sıcak para akışı sürdüğü süre-

ce de, iç borçlanma kaçınılmaz sonuç olarak ortaya çıkmaktadır. 1983 sonrası Özal dönemi iktisat politikaları, bunun açık bir örneğidir.

Monetarist enflasyonla mücadele programının sonunda, iç piyasayı üretken sektörden temizleyeceğini, ithalat artışı sonucu cari işlemler açığını büyüteceğini, ülke borçlarını ödenmez boyutlara taşıyacağını, ulusal kimliğe sahip girişimcinin sadece turizm ve gelişmiş ülke mallarının dağıtım, depolama gibi alt hizmet sektörlerinde görülebileceğini, ülkenin alt yapı ve enerji sektörü yatırımlarının yerine getirilemeyeceğini, hayat standardının iyice düşeceğini, gelir dağılımının daha da bozulacağını iddia etmek, herhalde yanlış olmaz.

KAYNAKLAR

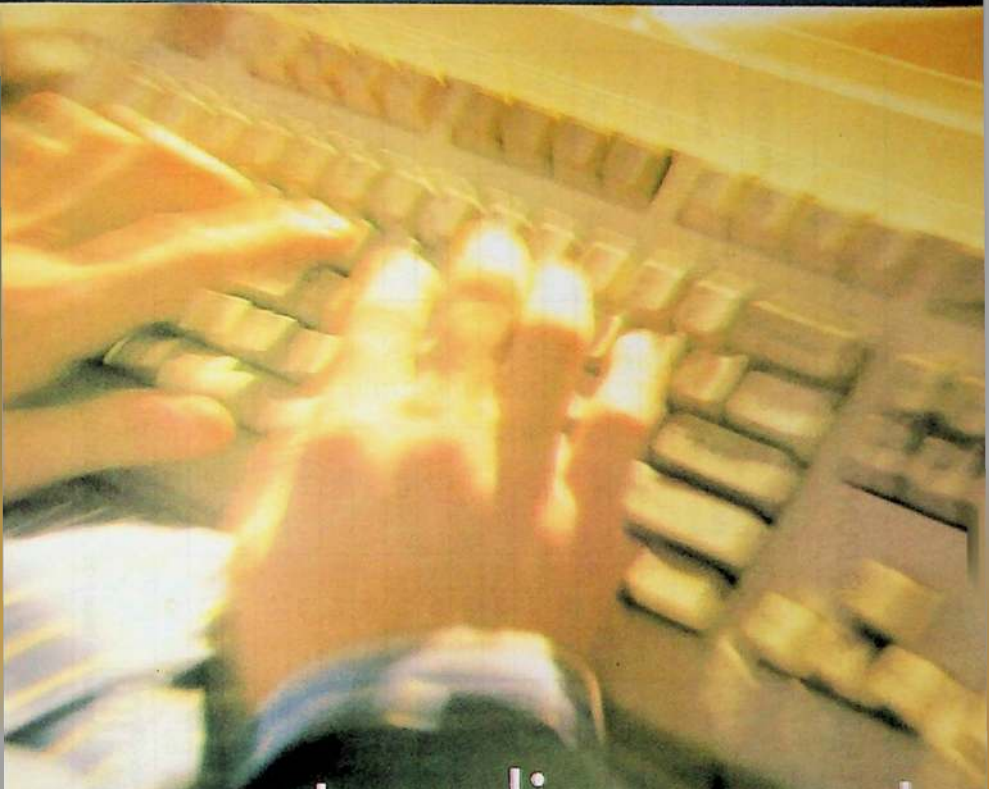
Clement R, Terlau W, 1998 Grundlagen der Angewandten Makroökonomie Verlag Vahlen München.

Güvenç N, 1999 İzm'ler Dizisi 19, Hayek, BDS Yayınları.

König J-H, 1998 Wem nutzt Europa, Kellner Verlag, Bremen.

Kurdaş K, 2000 "İstikrar Programının Değerlendirilmesi" Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Nisan 2000.

Von Bethmann J.P, 1999 Die Deflationsspirale / Zur Krise der Weltwirtschaft Rotbuch Verlag, Hamburg.



www.ataonline.com.tr
...veeee borsa!



Ata Online
"hızlı borsacının hızlı adresi"

EKONOMİK GÖSTERGELER DIŞ DÜNYA (NİSAN 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.	3.4	3.5	4.1	4.1	-455.2	-434.9	5.06	8.00
Almanya	1.9	2.5	2.4	10.1	53.0	-25.1	-	-
Avustralya	2.1	5.8	5.0	6.7	-3.6	-15.1	5.00	8.50
Avusturya	1.9	2.6	2.6	3.6	-4.6	-5.0	-	-
Belçika	3.1	2.1	1.6	10.6	12.8	11.6	-	-
Danimarka	1.1	2.4	3.6	5.4	5.0	2.8	4.90	8.00
Fransa	2.8	1.4	5.3	10.2	1.1	24.1	-	-
Hollanda	3.1	4.5	3.0	2.8	15.2	13.7	-	-
İngiltere	2.6	2.7	4.4	5.9	-42.6	-24.5	6.58	6.75
İspanya	3.7	3.8	2.2	15.0	-39.6	-17.7	-	-
İsveç	2.6	1.6	2.6	5.4	13.6	5.6	4.00	4.25
İsviçre	2.5	0.9	0.2	2.4	-0.8	31.1	3.42	5.38
İtalya	2.7	2.8	1.8	11.2	1.4	-4.4	-	-
Japonya	2.8	-0.1	0.7	4.9	111.5	114.0	0.01	1.50
Kanada	4.0	2.9	1.7	6.8	37.7	12.7	4.93	6.75
Euro-11	3.0	2.6	1.8	9.4	-9.3	-33.7	4.77	5.65

Açıklamalar: (b.d.) = Belli Değil. Kaynak: The Economist, 7 Nisan 2001.

(*) Yıllık Yüzde Değişim.

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

İnceleme

Dr. ŞEVKET SAYILGAN

Ekonomist

Serbest Kura Geçilmesi İle Birlikte Sektörlerin Devalüasyona Olan Duyarlılığının Analizi

Bu çalışma, sektörlerin kur hareketlerine duyarlılığının tespit edilmesine yönelik olarak hazırlanmıştır. Sektörlerin kur hareketlerine duyarlılığı iki farklı yönden incelenebilir. Bunlar ihracat ve mali yapıları itibariyle taşıdıkları döviz pozisyonu etkileridir.

Kur hareketlerinin kısa vadeli ilk etkisi, sektörlerin döviz pozisyonları üzerinden kambiyo kârı ya da zararını belirleyerek olmaktadır. Sektörlerin döviz pozisyonunu belirleyen üç ana unsur bulunmaktadır. Bunlar sektörün, yabancı para cinsinden ticari alacakları, yabancı para cinsinden ticari

borçları ve yabancı para cinsinden finansman giderleridir. Bu faktörlerden ilki ile diğer ikisi arasındaki fark döviz pozisyonunu vermektedir.

Kur hareketlerinin orta ve uzun vadeli ikincil etkisi ise, sektörlerin ihracatı üzerindeki etkisidir. Sektörlerin ihracatları, diğer faktörler aynı kalmak üzere döviz kurunun bir fonksiyonudur. Kurların reel olarak artış eğilimi taşınması, sektör ürünlerinin yurt dışı pazarlarda döviz cinsinden ucuzlaşması ve sektör ihracatının artması sonucunu doğuracaktır. Kurların reel olarak yavaşlaması ise, sektö-

rün ihracatı üzerinde yavaşlatıcı ya da geriletici etkide bulunacaktır.

Son üç aydır Türkiye ekonomisinde yaşanan mali krizler, faiz, kur ve sermaye hareketleri üzerinde büyük dalgalanmalar yaratmıştır. Faiz, kur ve sermaye hareketleri ise, sektörlerin satışları, giderleri ve kârlılıkları üzerinde önemli etkiler doğurmaktadır. Bu çalışmanın amacı, sektörlerin kur hareketlerine duyarlılığını tespit etmektir. Böylelikle, döviz kurlarında yaşanan sert hareketlerin sektörleri etkileme yönü ve derecesi belirlenmeye çalışılacaktır.

1. KISA VADELİ YAKLAŞIM: KUR HAREKETLERİNİN SEKTÖRLERİN DÖVİZ POZİSYONU ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Sektörlerin döviz pozisyonunu belirleyen üç ana kriter, yukarıda da belirtildiği gibi sektörün yabancı para cinsinden, ticari alacakları, ticari borçları ve finansman giderleridir. Sektörün döviz pozisyonu, bunlardan ilki ile diğer ikisi arasındaki farktır.

Döviz Pozisyonunu Belirleyen Unsurlar;

• *Yabancı para cinsinden ticari alacaklar:* Bu değer, sektörün alacaklarının toplam net satışları-

na oranı ile sektörün yurt dışı satışlarının toplam net satışlar içindeki oranına bağlıdır. Her iki oranın da yüksekliği, sektörün yabancı para cinsinden ticari alacaklarının yüksek olması sonucunu doğuracaktır. Genel olarak ihracatçı sektörler ve bunlar arasında ticari alacakları toplam net satışları içinde yüksek olanlar, beklenmeyen ani bir devalüasyon karşısında diğer sektörlerle göre daha olumlu durumda olacaktır.

• *Yabancı para cinsinden ticari borçlar:* Burada önem taşıyan faktörler, sektörlerin üretim maliyetleri içinde ithalatın payı ve ticari borçların toplam net satışlar içindeki büyüklüğüdür. Satılan malın maliyeti içinde ithal girdilerin payının yüksekliği ve ticari borçların toplam net satışlar içindeki payının yüksekliği, olası bir devalüasyonun olumsuz etkilerini artıracaktır.

• *Yabancı para cinsinden finansman giderleri:* Burada önem taşıyan faktörlerden biri, yabancı para cinsinden finansal borçların sektörün toplam riski içindeki payıdır. Diğer faktör ise finansman giderlerinin toplam net satışlar içindeki büyüklüğüdür. Her iki oranın da yüksekliği, sektörün yabancı para cinsinden finansman giderlerinin yüksek olması sonucunu doğuracaktır.

Bu çalışmada, döviz pozisyonunu belirleyen faktörlerden yalnız ikisi kullanılmıştır. Bunlar, yabancı para cinsinden ticari alacaklar ve yabancı para cinsinden finansman giderleridir. Diğer kriterin kullanılmama sebebi ise, bu yönde bir bilginin çalışmanın dayandırıldığı sektörel bilançolarda yer almamasıdır. Diğer kaynaklardan alınabilecek verilerin ise doğru ve hassas bilgi verme düzeyinin yeterli olmayacağı düşünülmüştür.

Döviz Pozisyonunun Pozitif Bir Değer Olması;

Sektörün yabancı para cinsinden ticari alacakları, yabancı para cinsinden ticari borçları ile finansman giderleri toplamından daha fazladır.

Bu takdirde olası bir devalüasyon, döviz pozisyonu fazla veren sektörün kambiyo kârı yaratmasına sebep olurken; döviz kurunun reel olarak değer kaybetmesi, kambiyo zararına yol açacaktır.

Döviz Pozisyonunun Negatif Bir Değer Olması;

Sektörün yabancı para cinsinden ticari borçları ve finansman giderleri toplamı, yabancı para cinsinden ticari alacaklarından daha fazladır.

Bu takdirde olası bir devalüasyon, döviz pozisyonu negatif olan sektörün kambiyo zararı yaratmasına sebep olurken; döviz kurunun reel olarak değer kaybetmesi, kambiyo kârına yol açacaktır.

Söz konusu bir devalüasyonda düşük bir açık döviz pozisyonuyla ya da artı bir pozisyonla yalanan sektörler olumlu yada en az olumsuz etkilenen sektörler olacaktır. Bu sektörlerin (özellikle döviz pozisyonu artı değer alanlar), diğer sektörlerle kıyasla kullandıkları kredileri geri ödeme konusunda riskleri daha düşük olacaktır.

Bir devalüasyon durumunda yüksek bir döviz pozisyon açığıyla yalanan ve kendini hedge edemeyen sektörler en olumsuz etkilenen sektörler olacaktır. Bu sektörlerin kârlılıkları azalacak (veya zarar edecekler), üretim döngüsü olumsuz etkilenecek ve kullandıkları kredileri zamanında ve tam olarak ödeme olasılıkları azalacaktır.

2. ORTA VE UZUN VADELİ YAKLAŞIM: KUR HAREKETLERİNİN SEKTÖRLERİN İHRACATLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Kur hareketlerinin sektörler üzerindeki bir diğer etkisi ihracatları üzerinde olacaktır. Döviz kurunun reel olarak değer kaybetmesi (yerel paranın değerlenmesi), döviz kurunun yurt içi enflasyon oranından daha az bir artış kaydetmesidir. Bu durumda, özellikle ihracatçı sektörlerin üretim maliyetleri, gelirlerinden daha hızlı bir artış kaydedecektir. Ancak, üretim maliyetlerindeki artışların fiyatlara yansıtılması halinde, sektörün ürünleri yurt dışı piyasalarda pahalı olacak ve pazar payı kaybedilecektir.

Genellikle ihracatçı sektörler, bu tip durumlarda yurt dışı pazar paylarını korumaya öncelik vermektedirler. Buna göre, yerel paradaki değerlenmenin ihracatçı sektörler üzerindeki etkisi bir noktaya kadar kâr marjlarının daralması, daha sonra ise yurt dışı pazar payı ve gelirlerinin gerilemesi olacaktır.

Ani ya da süregelen bir devalüasyon ortamında ise, döviz kurunu reel olarak değer kazanacak, yani yerli para değer kaybedecektir. Bunun anlamı, ihracatçı sektörlerin gelirlerinin üretim maliyetlerinden daha hızlı artmasıdır. Ani devalüasyon durumlarında yurt içi enflasyon oranının devalüasyon oranını yansıtacak ölçüde artması süreci içinde sektörlerin kâr marjları kısa bir süre için artacaktır.

Kur artış hızının sürekli olarak yurt içi enflasyon oranının üzerinde tutulması halinde ise bu avantaj da süreklilik arz edecektir.

Kur hareketlerinin sektörlerin gelir ve kârlılıkları üzerindeki etkisini belirleyen önemli faktörlerden biri, üretim maliyetleri içinde ithal girdilerin payıdır. Satılan malın maliyeti içinde ithal girdilerin payı ile toplam satışlar içinde yurt dışı satışlarının payı birbirine yakın olan sektörler, düşük kur riski taşımaktadırlar. Bunun sebebi, kurların yavaş ya da hızlı artırdığı her iki durumda da, sektörün üretim maliyetleri ile yurt dışı satışlarından elde edilen gelirlerinin birbirine paralel hareket etmesidir.

3. KULLANILAN YÖNTEM

Sektörlerin kurlara duyarlılığının tespit edilmesi amacıyla TCMB Sektör Bilançoları verileri (1997-1999 dönemi) kullanılmış ve aşağıda yer alan rasyolardan yararlanılmıştır:

- Ticari Alacaklar / Net Satışlar
- Finansman Giderleri / Net Satışlar
- Yabancı Para Cinsinden Riskler / Toplam Risk
- Yurt Dışı Satışlar / Net Satışlar

Söz konusu rasyolara ait 3 yıllık verilerin ortalaması alınarak, yıllık dalgalanmaların etkisi bertaraf edilmeye çalışılmıştır. Bu suretle, sektörlerin 1997-1999 dönemindeki mali yapılarından hareketle, kur hareketlerine duyarlılığı belirleyen karakteristikleri çıkarılmaya çalışılmıştır.

Analiz sırasında bir takım varsayımlarda bulunulmuştur. Bu varsayımlar:

➤ Sektörün ticari alacakları içinde yabancı para cinsinden olanların oranı, sektörün yurt dışı satışlarının toplam net satışlarına oranı kadardır. Yani, yurt içi ve yurt dışına yapılan satışlarda aynı vade yapısına sahip olduğu varsayılmıştır.

➤ Sektörün toplam finansman giderleri içinde yabancı para cinsinden olanların oranı, sektörün toplam riski (kullanılan krediler) içinde yabancı para cinsinden olanların oranı kadardır.

➤ Toplam satışlar içinde yurt dışına yapılanların payı, ticari alacaklarda vade yapısı, toplam net satışlar içinde finansman giderlerinin payı dönemler arasında çok büyük dalgalanmalar göstermez. Üç yıllık ortalamalar üzerinden çalışılarak bulunan sonuçlar, sektörün genel karakteristiğini yansıtır.

➤ Çalışmanın dayandığı veriler, daha önce de belirtildiği gibi 1997-1999 dönemini yansıtmaktadır. Bu dönemde, sektörlerin toplam riski içinde yabancı para cinsinden kredilerin payının oldukça yüksek olduğu görülmektedir. 2000 yılında uygulamaya konan 3 yıllık program ile birlikte kur artışları düşük tutulmuştur. Bu sebeple, sektörlerin finansman giderleri içindeki döviz riskinin daha da arttığı, ya da hiç değilse sabit kaldığı varsayılmıştır.

➤ Döviz pozisyonunun analizinde ticari borçlar ve bunlar içinde ithal girdilerden kaynaklananların payı kullanılmamıştır. Ancak, bu oranın döviz pozisyonu üzerindeki etkisi belirsiz değildir. Her sektör, belli oranlarda yabancı girdi kullanmak durumundadır. Dolayısıyla bu oranın kullanılması halinde, bulunan oranlar bütün sektörler için aynı yönde (negatif) etkilenecektir.

Kur hareketlerinin sektörlerin ihracatı ve döviz pozisyonları üzerindeki etkileri ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Söz gelimi olası bir devalüasyon, sektörlerin döviz pozisyonuna göre kısa vadede derhal bir kambiyo kârı ya da zararı oluştururken, yurt dışı satışlar üzerinde ise artış yönünde ve orta vadede olarak etkide bulunur.

Kur riskini belirleyen rasyoların tümü, sektörlerin net satışları

Tablo 1
Sektörlerin Mali Yapılarına Göre Kurlara Duyarlılığı

Sektörler	Yurt Dışı Satışlar/ Toplam Net Satışlar Oranı (%)	YP Cinsi Ticari Alacak/Net Satışlar (I)	YP cinsi Fin. Gid./Net. Satışlar (II)	Döviz Pozisyonu (I-II)
A - Tarım, avcılık ve ormancılık	7,0	0,89	1,8	- 0,87
B - Balıkçılık	67,6	11,36	4,6	6,80
C - Madencilik ve taşocaklığı	11,2	1,52	11,2	- 9,67
D - İmalat sanayii	23,8	4,28	7,6	- 3,29
DA - Gıda, meşrubat ve tütün ürünleri sanayii	22,8	3,27	5,0	- 1,77
DA - 15 Gıda ve meşrubat sanayii	21,2	3,17	4,9	- 1,73
DA - 16 Tütün ürünleri sanayii	45,0	2,70	6,9	- 4,19
DB - Tekstil ve tekstil ürünleri sanayii	40,6	8,54	10,5	- 1,99
DB - 17 Tekstil sanayii	35,4	7,67	10,5	- 2,86
DB - 18 Hazır giyim, kürk işlenmesi ve boyama sanayii	55,0	10,74	10,1	0,66
DC - Deri ve deri ürünleri sanayii	29,4	5,61	6,9	- 1,26
DD - Ağaç ve ağaç ürünleri sanayii	8,7	1,71	4,1	- 2,36
DE - Kağıt hamuru, kağıt, kağıt ürünleri ile yayım ve basım sanayii	7,5	1,52	9,6	- 8,03
DF - Kok kömürü, rafine petrol ürün.ve nükleer yakıt üretim sanayii	4,5	0,17	1,3	- 1,14
DG - Kimya sanayii	12,2	2,66	9,8	- 7,17
DH - Kauçuk ve plastik ürünleri sanayii	26,3	5,44	6,2	- 0,78
DI - Diğer metal dışı madenler sanayii	19,3	4,17	10,4	- 6,24
DJ - Metal ana sanayii ve işlenmiş metal ürünleri üretimi	32,4	4,89	8,4	- 3,54
DK - Makina ve teçhizat (başka yerde sınıflandırılmamış) sanayii	17,8	4,48	7,8	- 3,35
DL - Elektrikli ve optik aletler sanayii	35,8	9,61	9,4	0,23
DM - Ulaşım araçları sanayii	21,4	3,22	5,6	- 2,33
DN - Mobilya sanayii ve başka yerde sınıflandırılmamış diğer imalat sanayii	15,8	3,23	4,4	- 1,13
E - Elektrik, gaz ve su kaynakları	0,1	0,01	4,5	- 4,48
F - İnşaat	6,8	2,06	5,8	- 3,70
G - Toptan ve perakende ticaret	23,2	3,91	3,9	- 0,01
H - Otel ve restoranlar (turizm)	20,2	2,33	12,5	- 10,21
I - Taşımacılık, depolama ve haberleşme	25,1	4,30	5,6	- 1,32
J - Finansal aracılık	0,0	0,00	0,6	- 0,56
K - Emlak komisyonculuğu, kiralama ve işletme hizmetleri	17,4	4,55	25,0	- 20,43
M - Eğitim	0,1	0,02	9,2	- 9,23
N - Sağlık ve sosyal hizmetler	-	-	2,2	- 2,19
O - Diğer toplumsal, sosyal ve kişisel hizmetler	2,4	0,53	7,4	- 6,89

Kaynak: Merkez Bankası Sektör Bilançoları (1997-1999)

Tablo 2

**1994 Ekonomik Krizinde Yapılan Devalüasyon Sonrasında
Sektörlerin (İmalat Sanayi) Büyüme Performansları**

	Üretim Artış Hızı (%) 1994 (Q2-Q4)		Üretim Artış Hızı (%) Ort (1995)
Diğer Madencilik	86,6	Metalik Cevherler Madenciligi	46,8
Metalik Cevherler Madenciligi	19,1	Diğer Ulaşım Araçları İmalatı	41,1
Tütün Ürünleri İmalatı	14,5	Taşıt Araçları ve Karoseri İmalatı	40,5
Madencilik ve Taş Ocakçılığı	10,4	Plastik-Kauçuk Ürünleri İmalatı	39,5
Maden Kömürü, Linyit ve Turbo Çıkarımı	9,3	B.Y.S Elektrikli Makina Cihazları İmalatı	38,4
Elektrik, Gaz ve Su Sanayii	5,4	Giyim Eşyası İmalatı	29,6
Kâğıt ve Kağıt Ürünleri İmalatı	2,4	Mobilya İmalatı, B.Y.S Diğer İmalatı	24,6
Kok Kömürü, Rafine Edilmiş Petrol Ürünleri İmalatı	-1,4	B.Y.S Makina ve Teçhizat İmalatı	21,6
Gıda Ürünleri ve İçecek İmalatı	-2,8	Metal Eşya Sanayi Mak. Teçhizat Hariç	20,7
Tekstil Ürünleri İmalatı	-4,0	Kimyasal Madde Ürünleri İmalatı	19,4
Ham Petrol ve Doğalgaz Çıkarımı	-6,3	Ağaç ve Mantar Ürünleri İmalatı (Mob. Hariç)	18,1
Ana Metal Sanayi	-8,2	Basın ve Yayım İmalatı	15,9
Toplam Sanayi Sektörü	-9,5	Tütün Ürünleri İmalatı	15,2
Metalik Olmayan Diğer Min. Mad. İmalatı	-9,7	Büro, Muhasebe Bilgi İşlem Mak. İmalatı	14,5
Ağaç ve Mantar Ürünleri İmalatı (Mob. Hariç)	-10,2	İmalat Sanayi	13,7
Kimyasal Madde Ürünleri İmalatı	-11,9	Toplam Sanayi Sektörü	12,8
İmalat Sanayi	-12,2	Tekstil Ürünleri İmalatı	12,2
Giyim Eşyası İmalatı	-13,2	Metalik Olmayan Diğer Min. Mad. İmalatı	11,5
Derinin İşlenmesi, Bavul, Çanta vb.	-13,5	Elektrik, Gaz ve Su Sanayii	10,3
Plastik-Kauçuk Ürünleri İmalatı	-15,2	Kok Kömürü, Rafine Edilmiş Petrol Ürünleri İmalatı	10,1
Tıbbi, Hassas ve Optik Aletleri, Saat İmalatı	-16,6	Radyo, TV, Haberleşme Cihazları İmalatı	9,2
Diğer Ulaşım Araçları İmalatı	-20,3	Ana Metal Sanayi	6,6
Basın ve Yayım İmalatı	-22,2	Derinin İşlenmesi, Bavul, Çanta vb.	4,7
Radyo, TV, Haberleşme Cihazları İmalatı	-26,3	Kâğıt ve Kağıt Ürünleri İmalatı	3,6
B.Y.S Makina ve Teçhizat İmalatı	-26,4	Madencilik ve Taş Ocakçılığı	2,7
B.Y.S Elektrikli Makina Cihazları İmalatı	-27,5	Maden Kömürü, Linyit ve Turbo Çıkarımı	2,0
Metal Eşya Sanayi Mak. Teçhizat Hariç	-30,7	Gıda Ürünleri ve İçecek İmalatı	0,8
Büro, Muhasebe Bilgi İşlem Mak. İmalatı	-31,1	Tıbbi, Hassas ve Optik Aletleri, Saat İmalatı	-0,7
Mobilya İmalatı, B.Y.S Diğer İmalatı	-31,7	Ham Petrol ve Doğalgaz Çıkarımı	-4,6
Taşıt Araçları ve Karoseri İmalatı	-52,1	Diğer Madencilik	-41,2

Kaynak: DİE verileri

na oranı olarak verilmiştir. Bu tarz bir yöntem, analizde bir takım avantajlar sağlamaktadır. Bunlardan en önemlisi, konunun döviz pozisyonu açısından değerlendirilmesinde ortaya çıkmaktadır.

Örneğin, balıkçılık sektöründe yabancı para cinsinden ticari alacaklar ve finansman giderleri, sırasıyla net satışların % 11,36'sı ve % 4,6'sı kadardır. Buna göre balıkçılık sektöründe, net satışlarının % 6,8'i kadar bir döviz pozisyon fazlası bulunmaktadır. Söz gelimi, % 40 civarında bir devalüasyonun sektör bilançosunda yaratacağı kambiyo kârı, sektörün net satışlarının % 2,72'si kadar olacaktır.

4. SONUÇ

Aşağıdaki sektörler, toplam satışları içinde ihracatın payı % 30'un üzerinde olan sektörlerdir. Sıralama, ihracat oranı en yüksek olandan en düşük olana doğrudur. Bu sektörlerde kur hareketlerinin toplam satışlar üzerinde etkisi diğer sektörlerle göre daha fazladır.

- Balıkçılık
- Hazır Giyim, Kürk İşlenmesi ve Boyama Sanayi
- Tütün ürünleri Sanayi
- Elektrikli ve Optik Aletler Sanayi
- Tekstil Sanayi

➤ Metal Ana Sanayi ve İşlenmiş Metal Ürünleri Sanayi

Aşağıdaki sektörler, toplam satışları içinde ihracatın payı % 20'nin altında olan sektörlerdir. Sıralama, ihracat oranı en düşük olandan en yüksek olana doğrudur. Bu sektörlerde kur hareketlerinin toplam satışlar üzerinde etkisi diğer sektörlerle göre daha azdır.

- Sağlık ve Sosyal Hizmetler
- Finansal Aracılık
- Elektrik, Gaz ve Su
- Eğitim
- Diğer Toplumsal, Sosyal ve Kişisel Hizmetler
- Kok Kömürü, Rafine Petrol Ürünleri ve Nükleer Yakıt Üretim Sanayi
- İnşaat
- Tarım, Avcılık ve Ormancılık
- Kâğıt ve Kağıt Ürünleri ile Basım ve Yayım Sanayi
- Ağaç ve Ağaç Ürünleri Sanayi

➤ Madencilik ve Taşocakçılığı

➤ Kimya Sanayi

Aşağıdaki sektörler, net döviz pozisyonu artı olan ya da döviz pozisyon açığı düşük olan sektörlerdir. Kurların reel olarak arttığı (devalüasyon durumu) bir dönemde, döviz pozisyonu fazla veren

sektörler kambiyo kârı elde edecekler, döviz pozisyonu açık veren sektörler ise kambiyo zararı elde edeceklerdir. Kurların reel olarak değer kaybettiği dönemlerde ise, döviz pozisyon açığı veren sektörler kambiyo kârı elde ederken, döviz pozisyonu fazla veren sektörler kambiyo zararı elde edeceklerdir.

- Balıkçılık
- Hazır Giyim, Kürk İşlenmesi ve Boyama Sanayi
- Elektrikli ve Optik Aletler Sanayi
- Toptan ve Perakende Ticaret
- Finansal Aracılık
- Kauçuk ve Plastik Ürünleri Sanayi
- Tarım, Avcılık ve Ormancılık

Aşağıdaki sektörler, net satışlarının % 5'inden fazla döviz pozisyon açığı veren sektörlerdir. Bu sektörler, kurların serbest dalgalanmaya bırakılarak fiili devalüasyon yapılmasından ötürü en fazla kambiyo zararı elde edecek sektörlerdir.

- Emlak Komisyonculuğu, Kiralama ve İşletme Hizmetleri
- Otel ve Restoranlar (Turizm)
- Madencilik ve Taşocaklığı
- Eğitim
- Kâğıt ve Kağıt Ürünleri ile Basım ve Yayım Sanayi
- Kimya Sanayi
- Diğer Toplumsal, Sosyal ve Kişisel Hizmetler
- Diğer Metal Dışı Madenler Sanayi



Temizlik Marathon'un işi!



Marathonlar, işyerinin vazgeçilmez elemanları:
**Tuvalet kâğıtları, havlular, peçeteler,
muayene masa örtüsü, endüstriyel havlu,
klozet kapak örtüsü, bardak altlığı...**
Hepsi de temizliğin, sağlıklı ve kaliteli hizmetin
ayrılmaz birer parçası. Marathonlar işyerinin,
işini bilenlerin ideal temizlik kâğıtları!
Üstün kaliteli ve ekonomik Marathonlarla siz de
işinizi kolaylaştırın...

MARATHON

İç Eczacıbaşı | FORT JAMES
İpek Kağıt

İşim Pazarlama A.Ş. İpek Kağıt'ın tüm Türkiye'de tek yetkili satıcısıdır.

Birlik
(022) 228 65 20

Ankara
(0312) 468 94 68

Antalya
(0242) 323 78 54

Bursa
(0224) 232 00 40

İstanbul
(0212) 212 86 17

İzmir
(0232) 232 51 76

Samsun
(0362) 435 47 4

Görüşler

Doç. Dr. HAVVA TUNÇ

İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İktisat Teorisi Ana Bilim Dalı Öğretim Üyesi

Kur Ayarlamaları ve Dış Ticaret Dengesi

GİRİŞ

Belli bir dönemde ulusal ekonomi ile dış dünya arasında yapılan tüm ekonomik faaliyetlerin sistematik olarak gösterilmesine ödemeler dengesi denir. Ekonomik faaliyet ile anlatılmak istenen dış dünya ile yapılan her türlü mal, hizmet ve sermaye hareketidir. Diğer bir deyişle "Ödemeler Dengesi" bir ülke ekonomisinin fotoğrafıdır. Ödemeler dengesinde cari, sermaye ve rezerv hesabı olmak üzere üç temel hesap vardır. Net hata ve noksanlar gibi diğer hesaplar ol-

makla beraber bu hesapların ekonomik önemi olmayıp sadece muhasebe kayıt tekniği açısından gerekli ve önemlidir. Çünkü ödemeler dengesi açık ya da fazla vermez, her zaman dengededir. Açık ya da fazla veren ödemeler dengesinde yer alan temel ve alt hesaplardır. Cari hesap belirlenen dönemde⁽¹⁾ yapılan her türlü mal ve hizmet hareketlerin yer aldığı hesap olup mal, hizmet, tek taraflı transferler ve diğer kalemler olmak üzere dört alt hesaptan oluşur. Bu alt hesaplardaki girişi ve çıkışlara göre hesaplar açık yada fazla verir ve genel toplama göre de cari hesap fazla yada

açık verir. Cari hesabın alt hesaplarından olan mal hareketlerinin yer aldığı ticaret hesabı belirlenen dönemde mal alım (ithalat) ve mal satımlarını (ihracat) göstermekte olup ihracat ithalattan fazla ise ticaret hesabı fazla, ithalat ihracattan az ise ticaret hesabı açık verir.

Yabancı paranın ulusal para karşılığına döviz kuru denir. Döviz kurunu ya piyasanın iç dinamikleri olan döviz arz ve talebi ya da devlet/ parasal otorite tarafından belirler. Ulusal paranın yabancı para karşısındaki gücünü (kurun değeri), ulusal ekonominin dünya ticaretinden aldığı pay, ulusal ekonominin gelişmişlik derecesi, ülkenin uluslararası arenadaki siyasi gücü ve ulusal paranın uluslararası para piyasasında kabul edilebilirliği gibi faktörler belirlemekte olup aradaki ilişki doğru orantılıdır. Döviz kurları ister piyasa tarafından belirlensin ister parasal otorite tarafından belirlensin, zaman zaman kurlarda parasal otorite tarafından ayarlamalar yapılır. Bu ayarlamaların sıklığı ülkelerin gelişmişlik derecesiyle ters orantılıdır.

Bu çalışmada döviz kurunda yapılan ayarlamalar ve bunun dış ticaret dengesi üzerindeki yansıması açıklandı. Gerek kur artışının gerekse kur azalışının Türkiye ekonomisindeki etkileri verilirken, önce 23 Şubat 2001 öncesinde

sabit kur sistemi altında⁽²⁾ değerinin üstünde belirlenmiş bir döviz kurunun dış ticaret dengesi üzerindeki etkisi açıklandı. Sonra 23 Şubat 2001⁽³⁾ sonrasında uygulanmasına başlanan dalgalı kur sisteminin, dış ticaret dengesi üzerindeki olası etkisi açıklanmaya çalışıldı. Dalgalı kur sistemi altında ve iktisat politikası bağlamında dış ticaret hesabındaki denge-sizliğin (açık yada fazlalık) giderilebilmesi için çözümler önerilerek çalışma sonlandırıldı.

1. Döviz Kuru Sistemi, Kur Ayarlamaları ve Etkileri

1.1 Döviz Kuru Sistemi: Sabit ve Dalgalı Kur Sistemi

Döviz kuru, ulusal para biriminin yabancı para birimi karşısındaki nispi fiyatıdır. Döviz kuru sistemi dalgalı ve sabit olmak üzere ikiye ayırabiliriz. Döviz kuru, döviz piyasasında⁽⁴⁾ piyasanın iç dinamikleri olan döviz arz ve talebi tarafından günlük olarak belirlenmesiyle oluşan kura dalgalı döviz kuru⁽⁵⁾ denir. Dalgalı döviz kuru uygulanırken zaman zaman parasal otorite (Merkez Bankası) piyasaya müdahale ediyorsa bu sisteme kirli veya kontrollü dalgalanma denir.

Sabit döviz kurunda ise kurlar Merkez Bankası tarafından belirle-

nir. Aynı zamanda, Merkez Bankası kendisinin belirlediği bir bant içinde piyasaya müdahale eder. Merkez Bankası döviz kurlarında ortaya çıkabilecek döviz arz ve talep farklılıklarını elimine etmek için rezervlerini kullanarak piyasaya müdahale eder. Rezerv miktarı yetersiz ise sistemin işlemesi ve beklenen etkiyi vermesi zordur.

Ülkeler ulusal ekonomik yapılarına ve rezerv pozisyonlarının durumuna göre ya sabit ya da dalgalı döviz kuru sistemini uygulayabilirler. Her bir sistemin kendine has özellikleri ve uygulanma biçimi olduğundan ekonomi üzerindeki etkileri farklı olmaktadır.

1.2. Döviz Kuru Ayarlamaları, Devalüasyon ve Ekonomik Etkileri

Döviz kurlarındaki değişmeler sonucunda ulusal paranın fiyatı yabancı para cinsinden ya da yabancı paranın fiyatında ulusal para cinsinden değişmeler ortaya çıkmaktadır. Gerek dalgalı gerekse sabit döviz kuru sistemi altında ulusal paranın fiyatı yabancı para cinsinden azalmakta ya da artmaktadır. Yabancı paranın ulusal para cinsinden fiyatının yüksekliği ya da düşüklüğü sabit kur sisteminde parasal otorite (Merkez Bankası) düzenlerken, dalgalı kur

sisteminde kur ayarlamalarını piyasa güçleri düzenlemektedir.

Sabit döviz kuru sisteminde ulusal paranın fiyatı yabancı para cinsinden düşerse buna devalüasyon, yükselirse de buna revalüasyon denir.

Dalgalı kur sisteminde ülke, sermayenin cazibesini artırmak için faiz oranı kullanır. Faiz oranı yüksek belirlenmiş ise kur yükselir, yani ulusal paranın fiyatı yabancı para cinsinden artar (appreciate). Şayet faiz oranı düşük tutulur ise kur düşer, yani ulusal paranın fiyatı yabancı para cinsinden ucuzlar (depreciate). Farklı terminolojiler farklı döviz kuru sistemini yansıtmaktadır.

Hem devalüasyonun hem de depreciate'nin ekonomideki yansımaları itibarıyla değerlendirirsek; faizler artar, rezervler azalır ve ticaret açığı çıkar. Diğer taraftan hem revalüasyon hem de appreciate'nin ekonomideki yansımaları faizler azalır, rezervler artar ve ticaret fazlası oluşur.

Döviz kurlarında yapılan ayarlamaların temel hedeflerinden biri ticaret dengesindeki dengesizliği (açığı veya fazlalığı) gidermektir.⁽⁶⁾ Daha açık bir deyişle ulusal paranın yabancı para cinsinden değerinde yapılan kur ayarlamaları ticaret dengesindeki açık yada fazlalığı gidermek için uygulanan ikti-

sat politikalarıdır. Ulusal paranın fiyatı yabancı para cinsinden yüksek tutulmasına revalüasyon denir. Revalüasyon sonucu ihracatta daralma, ithalatta artış ortaya çıkar. Ulusal paranın fiyatı yabancı para cinsinden düşmesine "Devalüasyon" denir. Bunun anlamı ulusal mal ve hizmetlerin yabancı para cinsinden ucuzlamasıdır. İlk aşamada, ulusal mal ve hizmetlerin yabancı para cinsinden ucuzlaması ile bu mal ve hizmetlere olan ve/veya olacak talebi artıracaktır yada en azından artışın olması beklenir. Buna karşılık ulusal paranın satın alma gücü azaldığından ithal mallarının yurtiçi talebi azalacaktır ve/veya azalması beklenir. Aslında bu söylenenlerin gerçekleşebilmesi, yapılan devalüasyonun başarıya ulaşabilmesi için, hem ithal mallarının yurt içi talebinin fiyat elastikiyetinin hem de ihraç edilen mallarının yurt dışı talebinin fiyat elastikiyetinin birden büyük olması gerekir.⁽⁷⁾ Diğer bir deyişle ihraç malının yurt dışı talep esnekliği ile ithal malının yurt içi talep esneklikleri toplamının birden büyük olması gerekir.⁽⁸⁾ Ayrıca ihraç malının yurt dışı gelir esnekliği ile ithal malının yurt içi gelir esnekliklerinin birden büyük olması gerekir.⁽⁹⁾ Yapılan devalüasyondan beklenen başarının gerçekleşebilmesi için gerekli bir diğer koşulda para hacminin ve fiyatların sabit olması gerekir.

Ekonomiler para piyasalarındaki istikrarı sağlayabilmek amacıyla da kur ayarlamalarına başvurabilirler. Buradaki temel amaç döviz kurunun aşırı değerlendirilmesi (overvaluation) veya aşırı değer kaybı (undervaluation) sonucu faiz oranındaki dengesizliği ve spekülasyon hareketlerinin artmasını elimine etmek yani para piyasasındaki istikrarı sağlayabilmektir. Para piyasasında istikrarı temin etmek amacıyla yapılan düzenlemeler de cari işlemleri etkiler. Piyasaları birbirlerinden farklı olarak değerlendirmek mümkün olmadığı gibi doğru da değildir.

Devalüasyonun ulusal ekonomide olası etkilerini özetlersek;

1- Devalüasyon, ihracata yönelik üretim yapan sektörlerle yurt dışı talep artışını ortaya çıkarır. Artan talep, üretimi artırarak karşılanmıyorsa, fiyat artışlarına neden olur. Talebi artan ürünün üretiminde girdi olarak ithal mamul mallar kullanılıyorsa, nihai ürünün maliyeti kullanılan girdiye bağlı olarak artacağından, malın fiyatında artış olacaktır. Dolayısıyla ekonomi, yapılan devalüasyondan beklediğini elde edemez. Buna karşılık ihraç mallarına olan yurt dışı talep artışı fiyatlarda bir artış yaratmadan karşılanıyorsa dış ticaret gelişme

trendine girer ve ulusal ekonominin döviz geliri artar.

2- İthalata rakip sektörlerde yapılan üretimde girdi olarak kullanılan ham madde ve ara mallar ithal ediliyorsa (ithalata bağlı üretim) ithalat pahalı olacağından, girdi maliyetlerin artması maliyet ve fiyat artışına neden olacaktır; döviz giderleri artar ve fiyat yapısı da değişeceğinden beklenen döviz geliri elde edilemez.

3- Dış ticaret hadlerinde bozulmaya neden olur. Artan ihracat sonucunda elde edilen ya da edilecek döviz gelirleri artan ticaret miktarına paralel olarak artmayacağından ticaret hadlerinde bozulma ortaya çıkar. Daha açıkçası yabancı para sahipleri aynı miktar para ile, yapılan devalüasyon oranında, daha fazla mal alacak buna karşılık ulusal ekonomi daha fazla mal üretebilmek için daha fazla üretim faktörü kullanılacak ve bir dönem sonra artan ticarete rağmen (miktar olarak) döviz gelirleri artmayacağından ülke gelişme trendini yakalayamayabilir.

4- Dış borç stoku yapılan devalüasyon oranında artar.

5- Ulusal ekonomi içinde spekülatif hareketler artar. Beklentiler kurlardaki olası artışlar üzerine yönelirse kaynaklar üretime değil finans kesimine yönelir.

2. Türkiye Ekonomisinde Yapılan Kur Ayarlamaları ve Dış Ticaret Dengesi

Türkiye Ekonomisinde 23 Şubat 2001 öncesinde uygulanan kur sisteminde TL yabancı para (döviz) karşısında % 12 fazla değerlendirilmiştir. Bu dönemde cari işlemler hesabının önceki yıla göre 7.5 milyar dolar açık vermiştir. 1999 yılına göre, ticaret hesabında yer alan ithalat % 39, ihracat ise % 0.8 artmıştır⁽¹⁰⁾. Dolayısıyla dış ticaret açığı % 110 artmış olup bu artışın nedeni ithalattaki artıştır. TL, gerçek değerinin % 12 üstünde değerlendirilmesi sonucu, ithal mallarının fiyatı değer artışı oranında ucuzlaması ile ithalattaki artış hızlanmıştır. İhracatta ise tam tersi bir durum yaşandığından, yani ulusal malların fiyatı TL'nin değerlendirilme oranında pahalılaştığından ihracattaki artış % 0.8 olmuştur. Diğer bir deyişle TL'nin kur değerinin yüksek tutulması ithalati artırmış ve ihracatta bir değişime yaratmamış dolayısıyla mevcut açık artan ithalata paralel olarak artmıştır.

23 Şubat 2001 sonrasında dış ticaret dengesi aynı olup sadece uygulanmakta olan kur politikası değişmiştir. Kurda değişikliğe gitmeden önce ulusal paranın fiyatı yabancı para cinsinden % 28 oranında devalüe edildi, sonra döviz

kurları serbest döviz kuru sistemine göre belirlenmeye başladı.

Burada dikkat edilmesi gereken devalüasyon oranının % 28 olmayıp % 40 olduğudur. Çünkü geçmişten gelen % 12'lik bir fazla değerlendirme oranını bugünkü devalüasyon oranına ilave etmek gerekir ki, devalüasyonun gerçek etkileri tespit edilebilsin. Aslında, 23 Şubat 2001'de yapılan devalüasyonun yapılıő amacı ticaret açığına gidermek değil, para piyasasındaki krizi elimine etmektir. Doğal olarak böyle bir kur ayarlamasının ticaret üzerinde de etkisi olacaktır. % 40'lık bir devalüasyonun ticaret dengesi üzerindeki etkisi iktisat kuramı gereğince ticaret açığına gidereceğidir. Ticaret açığında beklenen daralmanın ihracat artışı yanı sıra ithalattaki daralma ile elde edileceğidir. Keza ekonominin durgunluk sürecine girmesi ile ithalattaki daralma kat be kat artacaktır. Ancak, 23 Şubat 2001 itibariyle yapılan devalüasyonu arka arkaya yapılan zamlar, zamları da fiyat artışlarının izlemesi; para piyasasında faiz ve kurların artması yapılan devalüasyonun ticaret açığı üzerindeki, ihracattaki artış anlamında, iyileőtirici etkisini yok etmiştir.

Dalgalı kur sistemi ekonomide belirsizliği arttırır, dövizde spekülasyonu, vurgunsal kazanç sağlama güdüsünü güçlendirir, yatırı-

rim aracı olarak dövizde yöneliő hızlandırır. Böyle bir ortamda belirsizliği azaltacak mali risklere karşı koruma sağlayacak bir tür sigorta sisteminin geliştirilmesi, teknik deyişle belirsizliği azaltacak tekniklerin uygulanmasına geçilebilir.

3. Değerlendirme ve Öneriler

Döviz kurlarında yapılan ayarlamalarla dış ticaret açığına (mal alımının mal satımından büyük olması) giderileceğini söylemek o kadar kolay değildir, olabilmesi için yapılması gerekenler vardır. Özellikle, dalgalı döviz kuru sistemi altında, dış ticaret hesabındaki mevcut açık nasıl asgari düzeye çekilir sorusuna verilecek yanıt ne olabilir? Kısa ve kesin bir cevabı yoktur. Ancak yapılması gerekenleri özetlersek:

1- Ekonomide, yapısı itibariyle, sabit döviz kuru yerine dalgalı döviz kuru sisteminin uygulanması daha uygundur. Bu durumda ithalattaki daralma beklenen seviyede olabilir ama ihracatın artması beklenmemelidir. İhracatta bir artışın olabilmesi için reel sektörü harekete geçirici politikalara başvurulması gerekir. 1999 yılına göre 2000 yılında dış ticaret açığına büyümesinin nedeni ithalattaki olağanüstü artıştır. Ekonomide ya-

şanan ve halen devam etmekte olan finansal kriz⁽¹¹⁾ nedeniyle ekonomi büyümeden ziyade durgunluk sürecine girdiğinden ya da gireceğinden ithalat daralacak ve ithalattaki daralmadan dolayı ticaret açığı kapanacaktır. Bunun yanı sıra ulusal mal ve hizmetlerin fiyatının yabancı para cinsinden düşüklüğünün ihracatı artıracığı, bu artışta ticaret açığını sınırlayacağını söyleyebilmek için reel sektörün iyi durumda olması gerekir ki, bunu söylemek oldukça zordur. Çünkü reel sektör finans sıkıntısı içinde olup önünü görememektedir. Dolayısıyla kısa vadede ihracat artmayacaktır. Ancak reel sektörün finansal sorunları çözümlendiği oranda, başlangıç olarak, ihracatta bir canlanma olabileceği daha sonra artışın gerçekleşebileceğidir.

2- Finans sektöründe iyileşme sağlanırsa ve bu iyileşme makro ekonomik politikalarla desteklenirse, reel sektör gelişme sürecine girebilir ve o zaman ticaret açığı yerini ticaret fazlalığına bırakabilir.

4. Sonuç

Ekonomide uygulanan sabit döviz kuru yerine dalgalı kura geçilmesi yerinde alınmış bir karar olup mevcut dış ticaret açığı, birincisi TL'nin devalüe edilmesiyle, ikincisi ekonomide yaşanmakta olan durgunluk nedeniyle darala-

caktır. Dış ticaret açığındaki daralmanın derecesini, bir hükümet bunalımı çıkmayacağı varsayımı altında, hem finans sektörünün iyileşmesi hem de reel sektörün işler hale gelmesi belirleyecektir. Beklentilerin gerçekleşmesi durumunda, 2002 yılının ikinci çeyreğinde Türkiye ekonomisinin durgunluktan çıkıp büyüme sürecine gireceğini ve beklenen dış ticaret dengesine ulaşılacağını söyleyebiliriz.

KAYNAKLAR

Dış Ticaret Müsteşarlığı, Dış Ticaretin Görünümü, 2001.

TUNÇ, Havva, Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisi, ISO Dergisi, Mart 2001, İstanbul.

DİPNOTLARI

1- Ödemeler dengesinde seçilen dönem ülkelere göre farklılık göstermektedir. Örneğin, Türkiye de ödemeler dengesi yıllık olarak hazırlanırken yani seçilen dönem bir yıl iken, Amerika da mevsimlik yani üçer aylık olmaktadır.

2- 23 Şubat 2001 öncesinde uygulanmakta olan kur sisteminde bir sepet var ve bu sepet içinde bulunan EURO ve Amerikan Doları'nın değeri TL'nin değerini belirlemekte olup bu düzenlemeler Merkez Bankası tarafından yapılmaktaydı. EURO ve Dolar'ın pi-

yasa kurlarındaki değişmelerden sepetin değeri yani TL'nin kuru değişmekteydi.

3– Dalgalı kur uygulamasına geçmeden önce ulusal paranın değeri % 28 devalüe edildi ve devalüasyondan iki–üç gün sonra dalgalı kur sistemine geçildi..

4– Döviz piyasası demek bir para biriminin diğer para birimine transfer edildiği ya da bir ülkenin satın alma gücünün diğer ülkeye transfer edildiği piyasalardır.

5– Dalgalı döviz kuru serbest döviz kuru ya da esnek döviz kuru olarak da isimlendirilmektedir..

6– Yurt dışından yapılan mal alımına ithalat, yurt dışına yapılan mal satımına ihracat denir. Yapılan ithalat ihracattan büyükse ticaret açığı, küçükse ticaret fazlası söz konusu demektir.

7– Talebin fiyat elastikiyeti

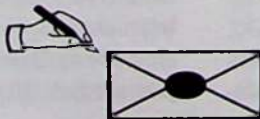
(De) fiyattaki değişmenin talepte yarattığı etkidir. Elastikiyetinin birden büyük olması, malın fiyatındaki artış (azalış) sonucu malın talebinin daralmasıdır (artmasıdır). Elastikiyetin birden küçük olması malın fiyatındaki azalış (artış) talebi etkilemez.

8– Devalüasyonun başarı koşuludur, buna aynı zamanda Marshall–Lerner koşulu denir.

9– Talebin gelir elastikiyeti (Dy) gelirdeki değişmenin talepte yarattığı etkidir. Gelirdeki artış ne kadar büyükse talepteki yansıma o kadar büyük demektir.

10– Dış Ticaret Müsteşarlığı, Dış Ticaretin Görünümü, 2001, s.13–15

11– Havva Tunç, "Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisi", İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Mart 2001, İstanbul.



Bankacılık

Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi

Bankacılık Sektöründen Haberler

Akbank'tan Yeni Şube



Akbank şubelerine bir yenisini ekledi. Akbank'ın Batıkent'teki Orgeneral Eşref Bitlis şubesi açıldı. Akbank'dan Borsa'ya gönderilen açıklamada, Batıkent'teki Orgeneral Eşref Bitlis Şubesi'nin Çankaya/Ankara şubesine bağlı olarak açıldığı belirtildi.

Kamu Bankalarının Görev Zararı: 13.2 Katrilyon Lira

Kamuya ait üç kamu bankasının 14.9 milyar dolar olan görev zararı, dalgalı kura geçişten sonra 9.9 katrilyon liradan 13.2 katrilyon liraya yükseldi. Kamu bankalarının birikmiş görev zararı alacaklarından mahsup edilmek üzere, yılbaşında Ziraat Bankası ve Halkbank'a toplam 4 katrilyon lira ve 750 milyon dolar değerinde "Özel Tip Devlet Tahvili" verildi.

Devlet Bakanı Recep Önal'ın verdiği bilgiye göre, 4 Ocak 2001 tarihi itibariyle

le Ziraat Bankası, Halk Bankası ve Emlak Bankası'nın toplam 14 milyar 968 milyon 500 bin dolar birikmiş görev zararı alacağı bulunuyor. Kamu bankalarının birikmiş görev alacaklarından mahsup edilmek üzere, 3 Ocak 2001'de Ziraat Bankası'na 2 katrilyon lira ve 500 milyon dolar değerinde, Halk Bankası'na ise 2 katrilyon 250 lira ve 250 milyon dolar değerinde "Özel Tertip Devlet Tahvili" verildi. Bu tutarlar düşüldükten sonra, 4 Ocak 2001 tarihi itibarıyla üç bankanın görev zararları, o günkü dolar kuru (663 bin 827 lira) ve 2 Mart 2001 günündeki dolar kuru (ortalama 900 bin lira) itibarıyla hesaplandı.

Osmanlı Bankası'nın Sermayesi 165 Trilyon

Osmanlı Bankası, 2000 yılında 125 trilyon lira olan sermayesini, % 32 oranında artırarak, 165 trilyon liraya yükselteceğini açıkladı. Osmanlı Bankası'nın aktif büyüklüğü, geçen yıla göre % 57 oranında artarak 2.2 katrilyona yükseldi. Bankanın 2000 yılı sonu itibarıyla brüt kârı 39 trilyon, net kârı ise 20 trilyon 550 milyar lira olarak gerçekleşti. Bankanın 1999 yılında 648 trilyon lira olan mevduatları % 54 oranında artarak 1 katrilyon, 325 trilyon olan kredileri % 129'luk genişlemeyle 745 trilyona, özkaynakları ise 197 trilyon liraya çıktı.

Emlakbank da Özelleşiyor

MHP'nin Emlakbank'ın özelleştirilecek kurumlar arasına alınmasındaki direnci krizle beraber kırıldı. Yeni açıklanacak programa, Emlakbank'ın da alınması kararlaştırıldı. Böylece koalisyon kurulurken her bir ortağa verilen birer banka da son programla ortakları banksız bırakmış olacak. Daha önce Vakıfbank da özelleştirme yasası çıkartılarak ANAP'ın uhdesinden çıkartılmıştı.

Emlakbank konusunda ise MHP, uzun süredir direniş gösteriyordu. Emlakbank'ın özelleştirme kapsamına alınıp, IMF'e sunulan program doğrultusunda satışı yoluna gidilmesine MHP karşı çıkmıştı. Daha önceki Bakan Sadi Somuncuoğlu, bu konuda en büyük direnişi gösterirken, yerine gelen Faruk Bal da aynı davranışı sürdürmüştü. Kamu bankaları masaya yatırıldığında MHP'nin, açıklanacak yeni programa Emlak Bankası'nı özelleştirme yoluyla özelleştirilmesine onay verdiği öğrenildi. Böylece yeni programa Emlakbank da konuldu.

Koalisyon kurulduğunda ANAP'a bağlanan Vakıfbank da bir süre önce özelleştirme yasası çıkartılarak, bu partinin ağırlıklı hakimiyetinden kurtarılmıştı. Vakıfbank'ın özelleştirme kapsamı içine alınması gündeme geldi. Ancak bankanın % 74'ünün Vakıflara ait olduğu görülünce, özelleştirilmesinde sıkıntıyla karşılaşıldı. Bu nedenle Vakıfbank, süratle özelleştirilecek kamu bankaları kapsa-

mında programa konulamadı. Hazine'den sorumlu Devlet Bakanı Kemal Derviş de yaptığı açıklamada, Ziraat Bankası'nın borçlarına ve ödediği faize dikkat çekerek, "Bir günlük faiz gideri, devlet memurlarının maaşına denk" olduğunu belirtmişti.

İktisat Bankası'nda Fon'da

Erol Aksoy'un sahibi olduğu İktisat Bankası'na da el konuldu. BDDK, İktisat'a el koyma işlemini Bankalar Kanunu'nun 14'üncü maddesinin 3 ve 4'üncü fıkralarına göre yaptı. Avrupa Amerika Holding bünyesinde bulunan banka, Fon'a devredilen 13'üncü banka oldu. İktisat Bankası "15 Mart Perşembe" günü 13'üncü banka olarak Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na (TMSF) geçti. 1984 yılından bu yana Erol Aksoy'un yönetiminde ve Avrupa Amerika Holding bünyesinde faaliyet gösteren İktisat Bankası, Şubat krizinin ardından el konulan ikinci banka oldu.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) tarafından "15 Mart Perşembe" sabahı yapılan açıklamaya göre İktisat Bankası, Bankalar Kanunu'nun 14'üncü maddesinin 3 ve 4 numaralı fıkralarına istinaden Fon'a devredildi. Resmi Gazete'nin "15 Mart Perşembe" günkü mükerrer sayısında da yayımlanan kararda, bankanın 14'üncü maddenin 2 numaralı fıkrası kapsamında alınması istenen tedbirleri almaması gerekçe gösterilirken, bankanın durumu için "kaynaklarını bankanın emin bir şekilde çalışmasını tehlikeye düşürecek şekilde hissedarlarının oluşturduğu sermaye grubuna aktaran, zararı özkaynaklarını aşarak yabancı kaynaklara sirayet eden, mali bünyesindeki zafiyet, taahhütlerini karşılamayacak boyutlara ulaşan ve faaliyetine bu haliyle devamı mevduat sahiplerinin haklarını ve mali sistemin güven ve istikrarını tehlikeye düşüren" değerlendirildi.

Açıklamada, İktisat Bankası'nın Fon sahipliği altında, normal faaliyetlerini sürdüreceği, yasalara uygun her türlü yükümlülüğünü yerine getireceği de vurgulandı. İktisat Bankası'nın Fon'a devrine ilişkin kararın; hükümetin bankacılık sektörü için açıkladığı ve Kurum'un da 4389 sayılı yasa hükümleri çerçevesinde uygulama sorumluluğunu üstlendiği garantiye uygun bir karar olduğu vurgulandı. Açıklamada şöyle denildi: "Bu kararın da ortaya koyduğu üzere, gerek bu bankayla, gerekse Türk bankacılık sistemiyle ilişkide bulunan yerli ve yabancı tasarruf sahipleri ile diğer alacaklıların endişe etmelerini gerektirecek herhangi bir durum söz konusu olmamaktadır."

Avrupa ve Amerika Holding'in ana ortağı olduğu, Aksoy Ailesi'ne ait İktisat Bankası 1927 yılında Denizli'de genç girişimciler tarafından kuruldu. 1984 yılında

Aksoy Ailesi tarafından satın alınan banka, 1984'e kadar çok şubeli mevduat bankası olarak faaliyet gösterdi. İktisat, bu tarihten sonra alanını ticari bankacılık olarak saptadı. 1986 yılında Türkiye'nin ilk leasing ve factoring şirketini kuran İktisat'ın 1999 yılı sonu itibariyle biri yurtdışında 62 şubesi, yurtdışı 2 mali iştiraki, bir temsilciliği ve 1321 çalışanı bulunuyor. İktisat Bankası, 1 katrilyon 2 trilyon 741 milyar liralık aktif büyüklükle Türkiye'nin 20. büyük bankası. Türkiye Bankalar Birliği'nin 30 Eylül 2000 tarihli verilerine göre, 369.5 trilyon lira kredi hacmi bulunan İktisat Bankası, 73 trilyon 231 milyar lira özkaynağa, 63 trilyon 688 milyar liralık ödenmiş sermayeye sahip. Banka aynı dönemde 738 milyar lira kâr açıkladı.

Fon'a devredildiğinde, eski Hazine Müsteşar Vekili Cüneyt Sel'in Yönetim Kurulu Başkanlığı, Tanju Oğuz'un Genel Müdürlüğü yönetiminde görev yaptığı bankanın yeni yönetimi de belli oldu. Yönetim Kurulu Başkanlığı'na, fon bankaları ortak yönetim kurulu başkanı Tefik Altınok'un atandığı bankanın genel müdürlüğüne ise, bankada yönetim kurulu üyesi olarak görev yapan Yalçın Amanvermez getirildi. Bankanın yeni yönetim kurulu Tanju Polatkan, Adlan Özen, İbrahim Yaycıoğlu, Hasan Eken ve Hasan Ulukanlı'dan oluştu. Denetim Kurulu'na da Turan Özbay ve Azmi Yıldırım atandı.

Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilen İktisat Bankası'nın eski sahibi Erol Aksoy, mevduat çıkışları üzerine bankanın Fon'a devredilmesini kendilerinin istediğini bildirdi. Aksoy, yaptığı yazılı açıklamada, Kasım ayında başlayan krizi takiben geçen bayram tatili boyunca bankacılık sektörüne yönelik bankaların tasfiyesi ve iflası konusunda oluşan spekülasyonların, İktisat Bankası'nda da 12 Mart Pazartesi günü mevduat çıkışına neden olduğunu kaydetti. Bu eğilimin 13 Mart günü de devam etmesi üzerine, bankaya ait mevduat munzam karşılıklarının serbest bırakılması için Merkez Bankası'na başvurulduğunu belirten Aksoy, şöyle dedi: "Ancak bu imkanın sağlanmaması üzerine, aynı gün Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'na başvurularak, bankanın bu şartlarda yükümlülüklerini yerine getirmekte zorlandığı ve devamının mümkün olmadığı gerekçeyle, bankanın Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilmesi tarafımızca istenmiştir."

İktisat Bankası'nın Türkiye'nin ihracatının % 9'unu finanse eden ve ülkede ilk leasing ve faktoring şirketlerini getiren bir kurum olduğunu vurgulayan Aksoy, açıklamasını şöyle sürdürdü: "Bu karar ile her ne kadar 17 yıldır kendi çocuğum gibi gördüğüm ve Türkiye'de bankacılık sektöründe ihtisas bankacılığı gibi birçok yeniliğe imza attığımız, birçok bankacının okulu olan İktisat ve çalışanlarından ayrılmış olmanın üzüntüsünü yaşasam da İktisat mudilerinin haklarının korunmuş olmasından dolayı sisteme şükran duymaktayım."

Erol Aksoy'un yurtdışında Park Avenue, Banque Internationale de Commerce-BRED, İktisat Bank Moscow ve Trade Deposit Bank olmak üzere 4 bankası bulunuyor. Ancak bunlardan Banque Internationale de Commerce-BRED, İktisat Bank Moscow'in ana hissedarı İktisat Bankası olduğu için bu bankalar da Fon'a geçmiş oluyor.

1987 yılında kurulan ve Ağustos 1990'da Erol Aksoy tarafından satın alınan Park Avenue Bank'ın merkezi New York. Ağırlıklı olarak kurumsal bankacılık alanında faaliyet gösteren bankanın Türkiye'de 100'ü aşkın kurumsal müşterisi olduğu belirtiliyor. İstanbul'da bir temsilciliği bulunan banka, Fransa, İsviçre ve Rusya'da çalışmalar yapıyor. İktisat Bankası olarak Aksoy'un ortaklığının bulunduğu Banque Internationale de Commerce-BRED'in merkezi ise Paris'te. Ceno'va'da bir şubesi bulunan bu bankanın da İstanbul'da bir temsilciliği mevcut. İktisat Bankası'nın sahibi olarak görüldüğü bir diğer banka da Rusya'da faaliyet gösteren İktisat Bankası Moscow. Aksoy'a ait olan Trade Deposit Bank ise, KKTC'de faaliyet gösteriyor. Off-shore bankacılık yapan bu banka, İktisat Bankası'nın müşterilerine hizmet ediyor.

Fon Bankalarının Aktif Büyüklüğü: 9.2 Katrilyon Lira

Şubat ayının 2. yarısında başlayan para piyasalarındaki krizin bankacılık sektöründeki ilk faturası, İktisat Bankası ve Ulusal Bank'a çıktı. 28 Şubat'ta Halit Cingilloğlu'nun Ulusal Bank'ından sonra bugün de Erol Aksoy'un İktisat Bankası da gerçekleştirilen bir operasyonla Fon'a devredildi. Son 6 ayda ise Demirbank, Etibank ve Bank Kapital ile birlikte bu sayı 5'e yükselmiş oldu.

Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na bugüne kadar devredilen banka sayısı ise 13'e ulaştı. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun 18 Şubat'ta Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren kararıyla, 13 bankadan Egebank, Yaşarbank, Yurtbank ve Bank Kapital Sümerbank bünyesinde birleşti. Birleşme öncesi, Demirbank, Etibank, Türkbank, İktisat, İnterbank, Ulusal Bank, Esbank, Sümerbank, Bank Kapital, Egebank, Yaşarbank, Bank Ekspres ve Yurtbank, toplam 9 katrilyon 170 trilyon 896 milyar liralık aktif büyüklükle, sektördeki 80 bankanın 95 katrilyon 945 trilyon 932 milyar liralık aktif büyüklüğünün % 9.56'sını oluşturuyordu.

Garanti Bankası'na Yurtdışından Döviz Geldi

Garanti Bankası, yurtdışı piyasalardan 350 milyon Euro tutarında sendikasyon kredisi aldı. Garanti Bankası'ndan yapılan açıklamada, yaşanan büyük ekonomik kriz sürerken henüz ekonomik programın da açıklanmadığına işaret edildi.

rek, bu ortamda Garanti'nin böyle büyük miktarda bir borçlanmayı gerçekleştirmiş olmasının bankaya yurtdışı piyasalarda öteden beri duyulan büyük güvenin artarak sürdüğünü gösterdiği kaydedildi.

18 düzenleyici banka önerisinde 275 milyon Euro borçlanmak üzere piyasaya çıkıldıktan sonra Şubat krizinin yaşandığı, ancak işlemin, fiyatı ve zamanlamasında bir değişiklik yapılmadan sonuçlandırıldığı vurgulanan açıklamada, sendikasyona katılan bankaların 350 milyon Euro'nun üzerinde gerçekleşen talebine rağmen Garanti Bankası'nın 350 milyon Euro ile işlemi tamamladığı belirtildi. Kredinin faiz oranı Libor artı % 0.60 olarak belirlendi. Açıklamada, "Sektörde birçok alanda olduğu gibi yurtdışı borçlanmalarda da bugüne kadar sürdürdüğü öncülüğünü bu krediyle de kanıtlayan Garanti Bankası, Türk Bankalarının yurtdışı borçlanmalarını bu ortamda dahi sürdürebileceğini göstermesine liderlik ederek ülkemiz için moral ve cesaret kaynağı olmuştur" denildi.

Krediyi düzenleyici banka olarak ABN Amro Bank N.V., Alpha Bank A.E., Banco Commerciale Italiana, Banca Monte dei Paschi di Siena SPA, The Bank of New York, The Bank of Tokyo-Mitsubishi LTD., Barclays Capital, Bayerische Hypo-und Vereinsbank Ag, Commerzbank Aktiengesellschaft, Credit Agricole Indosuez, Deutsche Bank AG, Dresdner Bank Luxembourg S.A., ING Group (ING Barings Limited/BBL Financial Services Dublin Limited, BHF-Bank), Mizuho Financial Group (The Dai-ichi Kangyo Bank, Limited/Thi Fuji Bank Limited), The Royal Bank of Scotland Plc., Standard Chartered Bank ve The Toronto-Dominion Bankası katıldılar.

Kalkınma Bankası'ndan 14.3 Trilyon Kâr

TKB Yönetim Kurulu Başkanı ve Genel Müdürü Taci Bayhan, yaptığı yazılı açıklamada, 1999'da 8.1 trilyon lira olan faaliyet dönemi kârının, uygulamaya konulan döviz riski ve yönetimi, kredi riski ve yönetimi, sermayenin güçlendirilmesi yönündeki politikalarından sonra, geçen yıl % 77 artışla 14.3 trilyon liraya yükseldiğini bildirdi. Bayhan, bankanın son yıllarda düzelen mali yapısının etkilerinin, kârlılıkta büyüme şeklinde ortaya çıktığını kaydetti. TKB'nin Ocak-Mart 2001 döneminde TL ve döviz cinsinden kullandığı ve kullandırdığı kredi faizlerinde değişiklik yapmadığını belirten Bayhan, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) hisseleri işlem gören 13 banka içinde 2000 yılında en çok kâr artışını kendilerinin sağladığını da vurguladı.

Ansen: Yargısız İnfaz Var

Türkiye Halk Bankası Genel Müdürü Yenal Ansen, kredi işlemlerinde banka-

cılık ilke ve kurallarına aykırı hiçbir işlem yapılmadığını belirtti. Ansen, "Alınan tüm kararlarda banka ve toplumun genel menfaatleri korunmuş, mevzuata aykırı davranılmamıştır" dedi. Ansen Halk Bankası'ndan usulsüz kredi kullanılmasıyla ilgili iddialara yazılı açıklamayla yanıt verdi. Ansen, son günlerde Halkbank ve yönetimi hakkında adeta yargısız infaz yapıldığını, kişilik hakları gözardı edilerek kamuoyunun yanlış bilgilendirildiğini ifade etti. Ansen, açıklamasında şöyle dedi:

"Bankacılığın meslek ahlak ve prensiplerini benimsemiş bir kişi olarak, 37 yıldır Halkbanklı ve son 5 yıldır Yönetim Kurulu Başkanı ve Genel Müdürü olduğum Türkiye Halk Bankası'nda, her biri yönetim kurulumuzun değerlendirme kararları ile oluşmuş kredi işlemlerinde, bankacılık ilke ve kurallarına aykırı hiçbir işlem yapılmamış ve alınan tüm kararlarda banka ve toplumun genel menfaatleri korunmuş, mevzuata aykırı davranılmamıştır."

Ansen, Banka tarafından kredi verilirken, basına konu olan firmalara ayrıcalık yapılmadığını öne sürerek, "Konjonktürün oluşturduğu olumsuzluklar sonucu vadelerinde geciken benzer bir kısım krediler gibi, bu kredilerden doğan alacaklarımızın tahsili için de tüm hukuki işlemler başlatılmıştır" dedi. Ansen, açıklamasında, bankacılığın risk ve kredi müessesesi olduğunu anımsatarak, "Diğer bankalarda da aynı bilanço ve hesap özetleri ve benzer yöntemlerle yapılmış istihbaratlara istinaden aynı firmalara krediler açıldığı bilinirken, bankamız ve şahsımı hedef alan bu haksız yayınlarla yapılan spekülasyonların hukuka aykırı olacağı da açıktır" dedi.

Özince: Bankacılık Sektöründe Ağır Tahribat Oldu

Türkiye İş Bankası Genel Müdürü Ersin Özince, 2000 yılında bankacılık sektörünün kârlılığında meydana gelen azalmanın yanı sıra sektörün mali yapısında da ağır tahribat olduğunu bildirdi. Özince, bankanın olağan genel kurulu öncesi düzenlediği basın toplantısında, finans sektöründeki gelişmeleri ve İş Bankası'nın 2000 yılı faaliyetlerini değerlendirdi.

Genel Müdür Özince, yeni ekonomik koşullara uyum sağlamanın olumsuz etkisinin yanı sıra 2000 yılı Kasım ayında yaşanan krizin, bankacılık sektörünün kârlılık performansında düşüşe yol açtığını vurguladı. Özince, "Nitekim, ilk 9 aylık dönem itibariyle 1999'da 2.6 milyar dolar olan sektörün net kârı, faiz dışı gelirlerdeki belirgin artışa karşılık net faiz gelirindeki düşüşün etkisiyle 2000'in aynı döneminde % 97 gerileyerek 86 milyon dolar oldu. Fon'daki bankalar hariç tutulduğunda ise sektörün kârı 2.4 milyar dolardır" dedi.

Yılın son aylarında açık pozisyon kapamaya yönelik döviz talebine, yapısal

reformlar ve özelleştirmedeki gecikmelerin yarattığı tedirginlik, gelişmekte olan diğer ülkelerde risklerin yükselmesi gibi nedenlerle yabancı yatırımcıların da katıldığını belirten Özince, bunun sonucunda yaşanan likidite krizi ve fonlama maliyetlerinin aşırı yükselmesinin, bankacılık sektörünün kârını daha da düşürdüğü tahminini dile getirdi. 2000 yılında TL mevduatın % 43.8 artışla 30.9 katrilyon liraya, döviz tevdiat hesaplarının % 37.9 büyüme ile 25.4 katrilyon liraya ulaştığını bildiren Özince, böylece bankalararası mevduat hariç olmak üzere TL ve döviz tevdiat hesaplarından oluşan toplam mevduatın, geçen yıldaki % 105.1'lik artıştan çok daha yavaş ve % 41.1 oranında yükselerek 56.3 katrilyon lira olarak gerçekleştiğine dikkat çekti.

Bankacılık sisteminin kredi hacminin de 1999'daki büyüme civarında, % 57 oranında artarak 30.4 katrilyon liraya yükseldiğini anlatan Özince, şöyle devam etti: "2000 yılında bankacılık sektörünün kârlılığında meydana gelen azalmanın yanı sıra sektörün mali yapısında da ağır tahribat oldu. Nitekim, 2000 yılı başından bugüne kadar 5 adet banka Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredildi. 1999 yılı sonu verileri baz alındığında Fon'a devredilen bu 5 bankanın aktif toplamları, özel sermayeli bankaların toplam aktiflerinin % 11'idir."

Türk Ticaret Bankası'nın Zararı: 53.4 Trilyon

Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu bünyesindeki Türk Ticaret Bankası, 2000 yılında 53 trilyon 409 milyar lira zarar etti. Bankanın takipteki alacakları, geçen yıl yapılan 15 trilyon liradan fazla tahsilata rağmen, % 56.6 oranında yükselerek 46 trilyon 390 milyar liraya ulaştı.

Türk Ticaret Bankası'nın "29 Mart Perşembe" günü gerçekleştirilen Olağan Genel Kurul Toplantısı'na sunulan faaliyet raporuna göre, geçen yıl verimsiz bulunan 12 şubenin faaliyetlerine son verilmesiyle şube sayısı 258'e düştü. Geçen yıl sonu itibarıyla 3 bin 664 personeli olan bankanın aktif toplamı da, önceki yıla oranla % 21.87 artarak 677 trilyon 193 milyar liraya yükseldi. 2000 yılında da yüksek maliyetler ile kaynak toplayarak büyümeden ziyade, kârlılığı ön planda tutan politikalar uygulandığı belirtilen raporda, "kaynak maliyetleri asgari seviyelerde tutulurken, kaynaklarımızın menkul değerler cüzdanında, para piyasalarında ve bireysel kredilerde kullanımına azami önem verilmiş, bu suretle risk emniyetinin sağlanması cihetine gidilmiştir" denildi.

Tahsili gecikmiş alacakların tahsili için önemli çabaların gösterildiği ve bu tür alacaklardan 15 trilyon liranın üzerinde ana para ve faiz tahsilatının sağlandığı belirtilen raporda, şu görüşlere yer verildi: "Ancak protokol çalışmaları sürdürülmekle birlikte, özellikle 1995 ve 1996 yıllarında kullanılmış bazı büyük mon-

tanlı kredilerin, ilgili mevzuat hükümleri gereğince yıl içerisinde kanuni takip hesaplarına aktarılması sonucu takipteki alacaklarımız % 56.6 oranında artmıştır". Takipteki alacakların bilanço toplamı içindeki payının % 6.85 olduğu belirtilen rapora göre, 1999 yılında 29 trilyon 623 milyon lira düzeyinde bulunan takipteki net alacaklar, 2000'de % 56.6 artışla 46 trilyon 390 milyar liraya ulaştı.

Özellikle 1995 ve 1996 yıllarında verilen ve takip hesaplarına aktarılan kredilerin, aktif toplamı içinde önemli bir yer işgal ettiği ve aktif kalitesini, dolayısıyla gelir-gider dengesini olumsuz yönde etkilediği vurgulanan raporda, şöyle denildi: "Ayrıca, yılın ikinci yarısından itibaren faizlerin yükselme eğilimine girmesi ve özellikle son iki ayda aşırı şekilde yükselmesi, aktiflerimizin büyük bir kısmını oluşturan menkul değerler cüzdanı portföyünün piyasa değerinin ve menkul değerler cüzdanı faiz gelirlerinin önemli tutarlarda azalmasına neden olmuştur. Faizlerdeki yükselişin son iki ayda menkul kıymetler cüzdanı faiz gelirleri üzerindeki olumsuz etkisi 30 trilyon lira civarındadır. Kasım ve Aralık aylarında bankalarda bulundurulmuş yüksek likidite sonucu bankalardan alınan faiz gelirlerimizde önemli bir artış sağlanmış olmakla beraber, tahsili gecikmiş alacaklar için ayrılan karşılıklar, kıdem tazminatı karşılığı ve kanuni takip hesaplarına aktarılan kredilerin iptal edilen faiz reeskontlarının da etkisiyle 2000 yılı 53 trilyon 409 milyar lira zararlı kapatılmıştır."

Banka mevduatında geçen yıl % 5.93 artış yaşanırken, krediler % 27.76 büyüdü. Bu çerçevede ağırlık verilen bireysel krediler % 320.2 artışla 54 trilyon liraya yükseldi. 2000 yılının Aralık ayında Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu tarafından bankaya fevkalade ihtiyat olarak 96 trilyon 871 milyar lira tutarında Devlet tahvili verilirken, 1999 yılı sonunda 6 trilyon 21 milyar lira olan özkaynaklar da 62 trilyon 974 milyar liraya çıktı. Ayrıca, geçen yıl faiz ve komisyon gelirleri % 18 azalırken, bankacılık hizmet gelirleri % 60.2, iştirak kârları % 26.41, kambiyo kârları % 42.56 ve diğer gelirler % 59.43 arttı. Verilen faiz ve komisyonlar % 20, kambiyo zararları % 43.2 gerilerken, personel giderleri % 42.9, karşılıklar % 138.1, vergi ve harçlar % 163.1 yükseliş kaydetti.

Fon, Sümerbank'ın 30 Şirketini Satıyor

Patronu Fon olan 5 aracı kurum, 5 leasing şirketi, 3 factoring şirketi, 2 sigorta şirketi ve yurtdışındaki 3 banka satışa çıktı. Fon'daki bankalardan sonra iştirakleri de satışa çıkaran Fon yönetimi, işe Sümerbank'ın hissedar olduğu 30 şirketten başladı. 22 Aralık 1999 tarihinde Sümerbank'la birlikte TMSF (Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu) tarafından el konulan Yaşarbank, Yurtbank, Egebank ile 27 Ekim 2000'de Fon'a geçen Bank Kapital'in birleşmesiyle ortaya çıkan yeni

Sümerbank'ın iştirakleri satışa çıkarıldı. 19 Şubat'tan bu yana aynı çatı altında toplanan bankaların, Sümerbank'a geçen 30 iştiraki için teklif bekleniyor. Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu kapsamındaki bankaların ortak yönetim kurulu tarafından yapılan açıklamaya göre, bu 30 iştirakin bilgileri 15 Nisan'da yatırımcılara sunulacak, satış işlemleri ise 30 Haziran'a kadar tamamlanacak.

Fon Bankaları Ortak Yönetim Kurulu Başkanlığı'nın yaptığı gruplamaya göre, satışa çıkarılan iştirakler arasında 5 aracı kurum, 5 leasing şirketi, 3 factoring şirketi ile 2 sigorta şirketi ve yurtdışında faaliyet gösteren 3 banka yer alıyor. Bu bankalar arasında, merkezi Frankfurt olan ve 1992 yılında "% 100 Türk sermayeli ilk banka olarak" kurulan Yaşarbank GmbH'de bulunuyor.

Şirketlerin Listesi

Yapılan açıklamaya göre % 51 ve daha fazlası Sümerbank'a ait olan 22 şirket şöyle:

Sigorta şirketleri: Türk Nippon Sigorta, Ege Sigorta.

Aracı kurumlar: Ege Portföy Yönetimi, Yurt Menkul Değerler, Ege Yatırım Menkul Değerler, Sümer Yatırım Menkul Değerler, Yaşar Yatırım Menkul Değerler.

Leasing şirketleri: Yaşar Finansal Kiralama, Yurt Finansal Kiralama, K Finansal Kiralama, Ege Finansal Kiralama, Sümer Finansal Kiralama.

Factoring şirketleri: Yurt Factoring Hizmetleri, Yaşar Factoring Hizmetleri, Sümer Factoring Hizmetleri

Yurtdışı şirketler: Ege Finance Ltd, Romanian International bank SA, Yaşarbank GmbH.

Diğer şirketler: Yadaş Bilgisayar ve Yazılım, Universal Kart Hizmetleri, Universal Hizmetler, K Bilişim Hizmetleri.

Azınlık hisselerinin satışa çıkarıldığı 8 şirket ise şunlar: K Yatırım Menkul Değerler, K Factoring Hizmetleri, Batı Sigorta, Akdeniz Sigorta, Unitab Tarım Ürünleri, Karteks Sanayi, Ege Endüstri ve Man Sanayi.

Eylem Planı: 15 Nisan - Başvuruda bulunacak yatırımcılara, şirketlerin standart bilgileri sunulacak. 30 Nisan - Detaylı inceleme yapmak isteyen yatırımcılarla gizlilik sözleşmesi yapılarak, iştirakler incelemeye açılacak. 14 Mayıs - Yatırımcıların teklifleri bankaya teslim edilecek. 21 Mayıs - Gelen teklifler değerlendirilerek banka yönetim kuruluna sunulacak. 30 Haziran - Satış sözleşmeleri imzalanacak.

Akbank: Krizde Kazandık

Net kârı 343.6 trilyon liraya ulaşan Akbank'ın Kasım krizinden en ufak bir zarara uğramadan çıktığı vurgulandı. Akbank Yönetim Kurulu Başkanı Erol Sabancı ve Genel Müdür Zafer Kurtul, "Likit aktiflerimizi arttırdığımız için yükselen faiz oranlarından azami ölçüde yararlandık" dedi. Bankacılık sektöründe Kasım ayı ortalarında ortaya çıkan likidite sıkışıklığının, Akbank'ta en ufak bir zarara dahi neden olmadığı belirtildi. Akbank'ın "28 Mart Çarşamba" günü yapılan Olağan Ortaklar Genel Kurulu'na sunulan faaliyet raporunda, geçen yılın son çeyreğinde yaşanan olumsuzluklara rağmen Akbank'ın piyasalarındaki sağlam konumunu koruduğu ve büyümesini sürdürdüğü kaydedildi.

Faaliyet raporunda Yönetim Kurulu Başkanı Erol Sabancı ve Genel Müdür Zafer Kurtul imzasıyla yer alan 2000 yılı değerlendirmesinde, hedeflenen enflasyon oranı daha yüksek çıkmasına rağmen programın oldukça başarılı şekilde uygulandığı ifade edildi. Bankanın 2000 yılı sonu itibarıyla vergi öncesi kârının 513.3 trilyon lira, net kârının ise 343.6 trilyon lira olduğu, toplam aktiflerin ise 7 katrilyon 358 trilyon liraya yükseldiği hatırlatıldı. Sabancı ve Kurtul'un değerlendirmesinde şu yoruma yer verildi: "Zor koşulların hakim olduğu bir yılı daha geride bırakırken, tedbirli davranmaya devam eden Akbank'ın bundan yarar elde ettiği açıktır. Bankacılık sektöründe Kasım ayı ortalarında ortaya çıkan likidite sıkışıklığı, bankamızda en ufak bir zarara dahi neden olmamıştır. Bilakis, ihtiyatlı ve dikkatli risk değerlendirme politikalarımız sayesinde, likit aktiflerimizi arttırmış olmamızdan dolayı yükselen faiz oranlarından azami ölçüde yararlanma olanağı sağlanmıştır." Yapısal reformlarda ve özelleştirme gelirlerinde gecikmeler olmasına karşın, mali sektörün reformunun gerçekleşmesiyle bankacılığın güçleneceği belirtilen raporda, "Bu yeni düzenlemelerden yarar sağlayacak olan Akbank, aktif toplamını yükselterek iş hacmi ile pazar payını önemli ölçüde arttıracaktır" denildi. Genel Müdür Zafer Kurtul ise yaptığı açıklamada, "Önümüzdeki dönemde Akbank için çok önemli fırsatlar bulunmaktadır" dedi.

Faaliyet raporunda yer alan bilgilere göre, aktif büyüklük açısından Akbank Türkiye'nin en büyük özel sektör bankası konumunda bulunuyor. Raporda, Akbank'ın Türkiye'nin en kârlı bankası olduğu vurgulanarak, net kârın % 7.9 büyüme gösterdiği kaydedildi. Bankanın 1999 yılı sonunda 318.4 trilyon lira olan net kârı, 2000 yılında 343.6 trilyon liraya yükseldi. Bankanın vergi öncesi kârı ise 513.3 trilyon lira olarak gerçekleşti. Geçen yıl sermayesini % 42.7 oranında arttırarak 1 katrilyon 82 trilyon liraya çıkaran bankanın, yurtdışı borçlanması ise % 138.2'lik büyümeyle 1 katrilyon 499 trilyon lira oldu. 2000 yılı sonunda Akbank'ın toplam aktifleri bir yıl öncesine göre % 69 büyüme göstererek, 7 katrilyon 358

trilyon liraya ulaştı. Bu büyümede % 91 oranında artan kredilerin katkısı olduğu vurgulandı. Mevduat toplamı % 68.2'lik büyümeye yıl sonunda 4 katrilyon 375 trilyon liraya ulaşan bankanın, toplam aktiflerinin % 59.5'ini bu kalem karşıladı. Genel kurulun ardından yapılan yönetim kurulu toplantısında ise Akbank'ın sermayesinin % 60 oranında bedelsiz artırarak, 500 trilyon liradan 800 trilyon liraya çıkarılması kararlaştırıldı.

200 Bin Doları Olana Akbank'tan Özel Hizmet

Akbank, varlıklara yönelik özel bankacılık ürünü "Akbank Private Banking" hizmetini sunmaya başladı. Yatırım bankacılığında 200 bin dolar, portföy yönetiminde 250 bin doların alt limitin olduğu hizmet, varlıklı bireylere yönelik olarak geliştirildi. Genel Müdür Zafer Kurtul, bankanın yeniden yapılanma çalışmalarının ilk ürünün tanıtımı için düzenlenen basın toplantısında yaptığı açıklamada, ağırlıklı olarak yabancı bankaların egemenliğindeki bu alana, Akbank olarak çok güçlü ve iddialı girdiklerini bildirdi. Akbank Private Banking'in Türkiye'de özel bankacılık alanına yeni bir tanım getireceğini ve varolan arayışları değiştireceğini kaydeden Kurtul, gerek ulusal, gerekse uluslararası bankacılık çevrelerinde Private Banking'in önemli isimlerinden biri olarak kabul edilen Genel Müdür Yardımcısı Fikret Önder'e bağlı çok güçlü bir ekip oluşturduklarını anlattı.

Almanya ve Londra'da Merrill Lynch, Sal. Openheim, Citibank Private Banking Grup Londra, UBS Londra ve Julius Baer Londra gibi, dünyanın önde gelen bankalarının Private Banking bölümlerinde üst düzey portföy yöneticisi ve genel müdür yardımcılığı görevlerinde bulunan ve Ağustos 2000'de Akbank Genel Müdür Yardımcılığı görevini üstlenen Fikret Önder de, Private Banking'in varlık bireylerin birikimlerini, bir bütün olarak ele alıp, hedef ve ihtiyaçları doğrultusunda yatırım enstrümanlarına dağıtılması ve gerektiğinde özel üretilmesini amaçlayan bir bankacılık ihtisas alanı olduğuna işaret etti.

Önder'in verdiği bilgiye göre, Akbank Private Banking, ileri teknolojiyle ve özel olarak tasarlanan Levent Plaza'daki 1000 metrekarelik yönetim merkezinde hizmet veriyor. Müşteri mahremiyetini koruyan özel bir yapılanmaya gidildi. 7 üst yönetici ve özel eğitim almış 25 kişilik güçlü bir ekip bulunuyor. Her müşteriye en az 2 danışman özel hizmet verecek. Gerekirse, evine ve işyerine gidilerek hizmet sağlanacak. Önümüzdeki günlerde Ortadoğu ülkelerinde prezantasyon gerçekleştirilecek. Reklam kampanyası yapılacak, sponsorluklar gündeme gelebilecek.



Yaşamın tüm keyiflerinde **bir** aradayız.



Potada zaferler Efes Pilsen'le yaşıyor;
kortlarda oyun, set ve maçlar Efes Pilsen'le izleniyor; tiyatrodada
perdeler Efes Pilsen'le açılıyor;
sinemada gonglar Efes Pilsen'le çalıyor;
bıardo masalarında klepsler Efes Pilsen'le çekiliyor;
konser salonlarında bis'ler Efes Pilsen'le yapıyor;
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.

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 TİC. 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

Yatırım bankacılığı
hizmetlerinde önünüzü
gösteren bir ışık var:



DENİZ FENERİ:

Sığ, kayalık, tehlikeli
sulan işaret eder,
denizden uyarır ve
onlara seyrüsefere
ehverşli denizdeki
yolun gösterir.
Gece karanlığında bile,
güçlü ışığıyla, kolay,
güvenli yol almayı sağlar.
Mendirek girişlerinde parlar,
fırtınalı havabarda sığınacak
limanları işaret eder.
Bir deniz feneri, kendini
millerce uzaktan gösterir.
uzak görüşlülüğün
avantajlarını sunar.

**Kurumlara yönelik
finansal çözümlerde
Yapı Kredi Yatırım farkı !**

Hepsi birarada...

Başarı uluslararası kurumlara tanınmış, deneyimli
uzmanlardan oluşan profesyonel bir kadro.

Yatırımcıların en iyi bilgilendiren sektör ve şirket araştırmaları.

Yurtiçine yayılmış geniş şube ağıının sağladığı
edkin 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**

Bütünü oluşturan parçalarıdır.



Türkiye'nin önde gelen ve ekonomiye yön veren şirketleri
İMKB'de işlem görüyor.



İSTANBUL
MENKUL KIYMETLER
BORSASI
www.imkb.gov.tr