

BANKA - MALİ VE

EKONOMİK YORUMLAR

EYLÜL 2002

9

AYLIK DERGI
YIL: 39

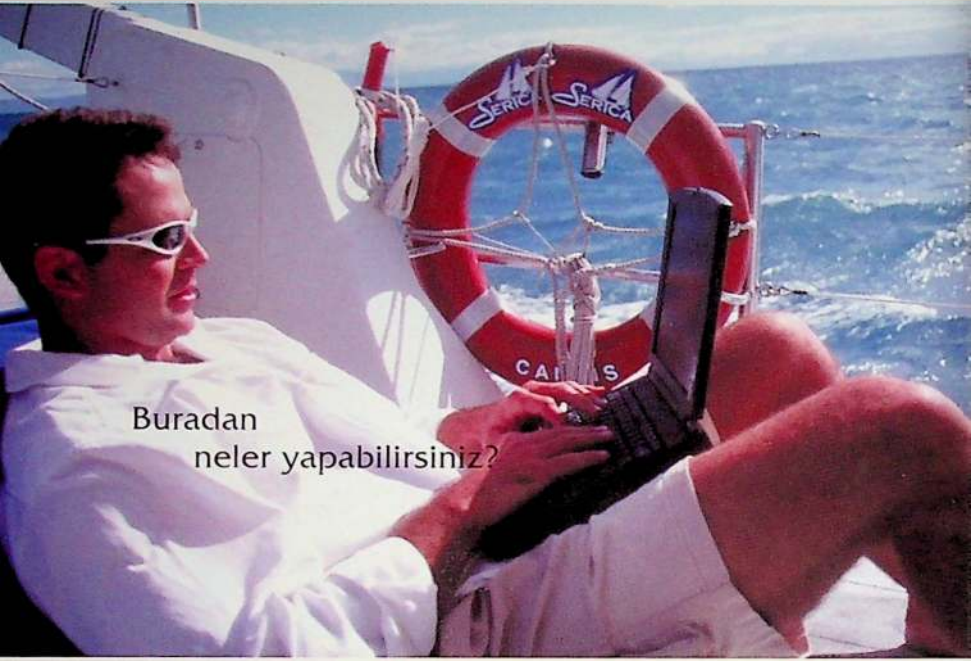
3.000.000 LİRA

ULUSLARARASI
SERMAYE
HAREKETLERİNE
TARİHSEL
BİR BAKIŞ



EURO VE
EURO BÖLGESİNİN
EKONOMİK
POLİTİKALARI

- BANKACILIK SEKTÖRÜNDEN HABERLER
- BORSA SEÇİMİ BEKLİYOR



Buradan
neler yapabilirsiniz?



teleweb
www.teleweb.com.tr

**Size ve yakınlarınıza ait
kredi kartı ödemelerini, son ödeme günü
saat 24.00'e kadar yapabilirsiniz...**

Ayrıca EFT işleminizi, saat 16.30'a kadar
yaptığınız takdirde, aynı gün içinde
gerçekleştirebilir, ileri tarihli EFT ve havale
yapabilir, e-mail adresinize dekont
gönderilmesini isteyebilirsiniz.

Bankacılık işlemlerinizi
365 gün, 24 saat ücretsiz olarak
gerçekleştirebileceğiniz
internet bankacılığı hizmeti

Teleweb burada.

Burası Yapı Kredi.

YAPI KREDİ
"hizmette sınır yoktur"

BANKA – MALİ VE EKONOMİK YORUMLAR

(e-mail: ekonomikyorumlar@hotmail.com)

EYLÜL 2002 • YIL: 39 • SAYI: 9 • 3.000.000 LIRA (KDV DAHİL)

| Ekonomik Mali Yayınlar San. ve Tic. A.Ş. Adına İmtiyaz Sahibi ADNAN NAS | BU SAYIDA |
|---|---|
| Yazı İşleri Müdürü DR. ÖZTİN AKGÜÇ | Okurlara Mektup 3 |
| Danışma Kurulu Başkanı ALİ İHSAN KARACAN | Sezai ONARAL Bankacılık Kesimi ve Yeni Mali Müşavirlik 5 |
| Danışma Kurulu | Ekonomik Göstergeler (Dış) 8 |
| Prof. Dr. Asaf Savaş Akat • Dr. Öztin Akgüç • Prof. Dr. Erdogan Alkin • Tevfik Altınok • Yılmaz Argüden • Prof. Dr. Mustafa A. Aysan • Uğur Bayar • Afa Boran • Prof. Dr. Ünal Bozkurt • Yavuz Canevi • Ege Cansen • Dr. Doğan Cansızlar • Bülend Çorapçı • Ahmet Demirel • Zeki Döşlüoğlu • Necdet Durakbaşı • A. Aydın Dündar • Dr. A. Mahfi Eğilmez • Orhan Emirdağ • Gazi Erçel • Dr. Zeynel Abidin Erdem • Meral Gezgin Eriş • Prof. Dr. Cumhur Ferman • Prof. Dr. Atilla Gönenli • Zeki Gündüz • Doç. Dr. Seyfettin Gürsel • M. Akif Hamzaçebi • Avni Hedli • Fethan Işıl • Prof. Dr. Halik A. Kabaalioglu • Ali İhsan Karacan • Kemal Kurdaş • Korhan Kurdoğlu • Mehmet Kutman • Prof. Dr. Orhan Morgül • Adnan Nas • Ergün Neng • Sezai Onaral • Prof. Dr. Suat Oktar • Prof. Dr. İsmail Ozaslan • Tunçay Özilhan • Ersin Özince • Ertuğrul İhsan Özol • Prof. Dr. Merih Paya • Mehmet Faruk Sabuncu • Prof. Dr. Hülya Talu • Prof. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş • Dr. Turgut Telvan • Yaman Törüner • Cihan Turper • Prof. Dr. T. Güngör Uras | Yrd. Doç. Dr. Güven DELİCE Uluslararası Sermaye Hareketlerine Tarihsel Bir Bakış 9 |
| Yazı Kurulu | Mustafa BARIŞ Sermaye Piyasası Borsa Seçimi Bekliyor 53 |
| Dr. Öztin Akgüç • Doç. Dr. Seyfettin Gürsel • Prof. Dr. Merih Paya • Prof. Dr. T. Güngör Uras | Abone Formu 64 |
| Genel Yayın Yönetmeni MUSTAFA BARIŞ | Yrd. Doç. Dr. İrfan KALAYCI Euro ve Euro Bölgesinin Ekonomik Politikaları 65 |
| | Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi Bankacılık Sektöründen Haberler 83 |

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 • e-mail: ekonomikyorumlar@hotmail.com • Açıklama: Dergideki yazılar kaynak göstermek koşuluyla alınabilir. • Dergide yayımlanan yazılardaki görüşler, yazarlarına aittir. 2002 Yılı Abone Bedeli (KDV dahil): 36.000.000.- TL. • Öğrencilere: 25.200.000.- 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 • Yapı Kredi Bankası Çemberlitaş Şubesi Hesap No: 1035572-7 • Baskı ve Cilt: Kurtiş Matbaacılık. Telefon: (0212) 518 11 28 • Sayfa Tasarımı ve Dizgi: Celal Aydın - (0532) 540 24 23 • Kapak Tasarımı: Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar • Baskı Tarihi: 9 Eylül 2002 • Genel Dağıtım: DPP ve Dünya Süper Dağıtım



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

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

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



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



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

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

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



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

YAPI KREDİ KORAY

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Büyükdere Caddesi Yapı Kredi Plaza 8 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

Dergiden

OKURLARA MEKTUP

Hareketli Siyaset, Bekleyen Ekonomi

Sevgili Okurlar,

Türkiye artık kanıksadığı gibi sıcak yaz günlerini de beklenmedik yoğunluk ve karışıklık içinde geride bıraktı. Siyasal plandaki hızlı değişiklikler neyse ki ekonomide olumsuz gelişmeleri tetiklemedi. Enflasyondaki ılımlı trend Ağustos ayında da sürdü. Üstelik bu kez TEFE, TÜFE ve çekirdek enflasyon sırasıyla % 2.1, % 2.2 ve % 2.3 gibi birbirine çok yakın değerlerde gerçekleşti. Buna karşılık reel faizde umulan düşüş henüz ufukta görünmüyor. Nominal olarak Mayıs ayında ulaşılan % 52 düzeyinden henüz çok yukarıda, % 68'ler düzeyinde bir faiz maliyeti sözkonusu. İç talepte durgunluk, dolayısıyla reel kesimde moral bozukluğu devam ediyor. Ancak ihracatın beslediği ılımlı büyüme devam ediyor. Yıl sonu için enflasyon ve büyüme hedefleri rahatlıkla gerçekleştirilecek gibi görünüyor.

Yaklaşan erken seçim bütün ağırlığıyla gündeme oturmuşken, biz yine daha uzun vadeli sorunları irdeleyen makalelerle karşınızdayız.

Yrd. Doç. Dr. Güven Delice'nin uluslararası sermaye hareketlerine tarihsel perspektifle bakan yazısı ile Yrd. Doç. Dr. İrfan Kalaycı'nın Euro ve Euro Bölgesinin Ekonomik Politikaları ile ilgili ayrıntılı incelemesi ilginç ve özgün özellik taşıyor. İstanbul Yeminli Mali Müşavirler Odası Başkanı ve mali müşavirlik meslek camiasının duayen ismi Sezai Onaral, yeniden yapılanmakta olan Türk bankacılık kesimi açısından mesleğin önemini ve işlevini, değişik bir yaklaşımla vurguluyor.

Daha yoğun bir Ekim sayısında buluşmak üzere,

Saygılarımla,

Adnan Nas

Görüşler

SEZAI ONARAL

İstanbul Yeminli Mali Müşavirler Odası Başkanı

Bankacılık Kesimi ve Yeminli Mali Müşavirlik

Ekonomide birbirini tamamlayan, birlikte anılan mallar vardır: Örneğin otomobil ile otomobil lastiği gibi. Bunların ticari kaderleri birbirine bağlıdır. Birinin satışı artarsa diğerinkini de artar, birinin değeri yükselirse diğerininkinin de yükselir. Türkiye’de yıllar sonra mesleki yasasına kavuşmuş ve arkadan gelip yetişmiş olsa bile, Yeminli Mali Müşavirlik mesleği de bankacılıkla böyle bir yakınlık içindedir. Burada da birbirini tamamlayan iki hizmet dalı vardır.

Bu ilişki, ilk bakışta, banka bilançolarının bağımsız denetimi ya da bir firmanın kredilendirilmesi sırasında Yeminli Mali Müşavir tasdik raporu istenmesi gibi şekli görülmesine rağmen, aslında bu kadarla kalmaz ve daha geniş bir birliktelikten kaynaklanır. Bu birliktelik, modern anlamdaki bankacılığın sağlıklı işletmeler ve onların denetlenen bilançoları üzerinde yükselebileceği koşulundan doğar. Daha kendi kârını zararını, kendi likiditesini bilemeden bankaların kapısına dayanan işletmelerin sağlıklı bir banka müşterisi olarak kabulüne imkan var mıdır?

Ortak ve yöneticileri tarafından bile "eh işte..." kabilinden bilinebilen işletme yapılarının bir banka tarafından kolayca anlaşılabilmesi, kredilendirilmesi mümkün müdür? Yakın zamanlara kadar bu zaaf yaşanmıştır. Tabii yazımızın başındaki birliktelik kuralım da yaşayarak... Kapalı, özvarlığı ve rantabilitesi bilinemeyen ve başlıca güvencesi ortaklarının kişisel malvarlığı ile müşterek borçlandırılması, müteselsil sorumluluğu olan ilişkilerde krediler batmış, bankacılık zarar görmüştür.

Bankacılığın bir işletmenin malvarlığına değil de, kârlılığına, geleceğine yani işletmenin "işletmeciliğine" prim vermesi, modern bankacılığın kurallarındandır. İşte bu kuralın altını çizerek yola çıktığımızda, hemen bir başka kural kendini hatırlatır: "outsourcing".

Bankaların bir işletmenin özvarlığından kârlılığına kadar pek çok değişkenini çözebilmesi için tamamlayıcı bir hizmete ihtiyacı vardır. Bu hizmet, Yeminli Mali Müşavirlik hizmetidir. Titiz, güvenilir ve sorumlulukla verilen hizmetin bir bankacı için vazgeçilmez olduğu açıktır. Bankalar, bu hizmeti en uygun koşullarda dışarıdan Yeminli Mali Müşavirlik müessesesinden tedarik ederler. Modern işletmecilikteki outsourcing, bankaların gereksinim duyduğu bu hizmeti dışarıdan yani bağımsız bir kaynaktan almaları gerektiğini söyler. Çünkü bu hizmetin bankaların bünyesinde sağlanması pahalıdır, sınırlıdır ve bağımsız bir bakış açısından uzakta kalır.

İstanbul Yeminli Mali Müşavirler Odası, 1700 dolayında kayıtlı üyesi ile bu mesleğin öncüsüdür, sahibidir. Mesleğin Pazar ekonomisindeki konumunu ve bu konumdan kaynaklanan değerini iyi bilmektedir. Yukarıda da değindiğimiz gibi bankacılık sektörü ile paralelliğimiz görüldüğünden daha fazladır. Bankalarla tasdik raporu gibi birebir ilişkisi dışında, pazarın tüm kalburüstü firmaları, her dönem tekrar tekrar bizim üyelerimizin denetiminden geçmektedir. Bu denetimin sonuçları herhangi bir bankaya doğrudan hitab etmese de, denetlenmiş firmaların varlığı, bunların giderek denetim kapsamına girmesi, bankacılığın "sektör" olarak rahatlamasını ve bu hizmeti daha fazla arar hale gelmesini sağlamaktadır.

Meslek Odamız, mesleğimizin sahibi olarak bu genel politikaların da sahibidir. Bunun gereği ve mesleğin daha yararlı hale gelebilmesi için, bankacılık sektörü dahil, olması gereken her konuda politikalar üretmekte, çeşitli sektör temsilcileri ile diyaloglarını geliştirmektedir. İnanıyoruz ki, bu konudaki çabalarımız "Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar" Dergimizin aracılığıyla bankacılık sektöründe de karşılık bulacaktır.



EKONOMİK GÖSTERGELER DIŞ DÜNYA (EYLÜL 2002)

| Ülkeler | GSYİH* | Tüketici Fiyatları* | Ücretler Kazançlar* | İşsizlik Oranı (%) (En Son) | Dış Ticaret Dengesi** (Milyar \$) (Son 12 Ay) | Cari İşlem Dengesi** (Milyar \$) (Son 3 Ay) |
|------------|--------|---------------------|---------------------|-----------------------------|---|---|
| A.B.D. | 2.1 | 1.5 | 3.2 | 5.9 | -435.5 | -398.1 |
| Almanya | 0.1 | 1.0 | 2.5 | 9.6 | 100.6 | 27.2 |
| Avustralya | 3.8 | 2.8 | 3.7 | 6.2 | -1.3 | -11.6 |
| Avusturya | -0.6 | 1.6 | 2.4 | 4.2 | -2.0 | -1.3 |
| Belçika | 0.3 | 1.3 | 2.6 | 12.0 | 15.1 | 11.8 |
| Danimarka | 2.2 | 2.2 | 4.0 | 5.1 | 7.2 | 3.5 |
| Fransa | 1.0 | 1.6 | 3.9 | 9.0 | 9.0 | 28.4 |
| Hollanda | 0.1 | 3.5 | 3.0 | 2.4 | 23.7 | 2.7 |
| İngiltere | 1.2 | 1.5 | 3.9 | 5.1 | -45.6 | -31.2 |
| İspanya | 2.0 | 3.4 | 4.0 | 11.3 | -36.9 | -16.5 |
| İsveç | 2.1 | 2.2 | 2.9 | 4.3 | 14.7 | 8.3 |
| İsviçre | 0.2 | 0.5 | 2.5 | 2.7 | 3.0 | 25.7 |
| İtalya | 0.2 | 2.3 | 2.2 | 9.0 | 9.8 | -2.9 |
| Japonya | -0.9 | -0.8 | -5.6 | 5.4 | 80.6 | 107.0 |
| Kanada | 2.2 | 2.1 | 3.0 | 7.6 | 34.0 | 12.1 |
| Euro-11 | 0.3 | 2.1 | 3.3 | 8.3 | 79.2 | 24.8 |

Açıklamalar: (b.d.) = Belli Değil. Kaynak: The Economist, 7 Eylül 2002.

(*) 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

Yrd. Doç. Dr. GÜVEN DELİCE

Ericeyes Üniversitesi, Nevşehir İ.İ.B.F. İktisat Fakültesi Öğretim Üyesi

Uluslararası Sermaye Hareketlerine Tarihsel Bir Bakış

1. GİRİŞ

İkinci Dünya Savaşından sonra uluslararasılaşma sürecine giren sermayenin günümüzde ulaştığı boyut, edindiği yeni işlevler ve ortaya çıkardığı etkileşimler, bu akımların bütün yönleriyle incelenmesi üzerine yeni bir literatür ortaya çıkarmıştır. Söz konusu literatür özellikle finansal sermaye akımları üzerinde odaklaşmakta ve büyük bölümü sıcak para olarak hareket eden bu fonların gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkilerini karşılıklı etkileşimler bağlamında ele almaktadır. Ancak ilgili literatürde bu akımların tarihi gelişimini bir bütünlük içerisinde ortaya koyan çalış-

malara fazla rastlanmamaktadır. Oysa bu tarihi gelişimin incelenmesi uluslararası sermaye akımlarının hangi koşullarda ne şekilde hareket ettiği konusunda ipuçları vererek, uygun politika tedbirlerinin geliştirilmesine katkı sağlayacaktır.

Tarihsel açıdan sermaye hareketlerini yönlendiren en önemli unsur, ulusal ve uluslararası finansal sistemlerin ve bu çerçevede uluslararası parasal düzenlemeler olmuştur. Dolayısıyla sermaye hareketlerinin tarihi gelişiminin incelenmesinin bu düzenlemeler etrafında şekillendirilmesi bir zorunluluk olarak ortaya çıkmaktadır. Söz konusu gelişme birçok alt döne-

me ayrılmakla birlikte, uygulanan parasal sistemler açısından beş başlık altında ele alınabilir: Bimetalizm dönemi, Altın standardı dönemi, Ara dönem, Bretton Woods Sistemi dönemi ve Bretton Woods sonrası sistemsiz dönem.

2. BİMETALİZM DÖNEMİ

Uluslararası yatırım yeni bir olgu olmayıp oldukça uzun bir geçmişe sahiptir. Önemli düzeyde olmamakla birlikte önceki yüzyıllarda az da olsa uluslararası sermaye hareketlerine rastlanmaktadır. Hatta bazı uluslararası finansal merkezlerin kökenleri, dünyada gümüş para sisteminin uluslararası para standardı⁽¹⁾ olarak işlev gördüğü 14. yüzyıla kadar götürülmektedir.

Ortaçağın başlangıcından 18. yüzyıla kadar Avrupa para sistemlerinin temelinde gümüş sikkeler yer almıştır. Sistemde devlet, gümüş para miktarını sadece belirli darphanelere basma hakkı vererek kontrol etmiş, soylulara ve özel kişilere de tura resmi denilen bir bedel karşılığı gümüş sikke kestirme olanağı tanınmıştır. Gümüşün ülkeye girişi ve çıkışı serbesttir. Dolaşımda gümüş sikkelerin yanında sabit bir fiyattan gümüşe dönüştürülebilen banknotlar da kullanılmıştır⁽²⁾. 15. yüzyılda altın arzının artması gümüş ve altın arasındaki değer oranının bozulmasına neden olmuş, böylece hem gümüş hem de altının geçerli olduğu "Çift Maden Sistemi" ne geçilmiştir.

14. yüzyılda İngiltere tüccarlar için güvenli bir yerd. Avrupa ülkele-
rinde, bugünkü menkul kıymet piya-
salarının kökenleri olarak kabul edilen
(Ayling, 1986: 44) uluslararası tüccar-
ların gereksinimlerini karşılamaya yö-
nelik trampa yerleri oluşturulmuştu.
Büyük ölçekli uluslararası borçlanma-
nın izleri 15. yüzyıldaki Medici Banka-
sı'na kadar götürülebilir (Eichengren-
en, 1991a: 150). Bu yüzyılda Batı Av-
rupa'da (örneğin 1402'de Frankfurt'ta)
döviz alım satımı ile uğraşan kü-
çük birimler kurulmuştu. Global fi-
nans Londra'da veya New York'ta de-
ğil, Cenova, Venedik ve Amster-
dam'da başlamış, 16. yüzyıl boyunca
ticari yatırım kurumlarının yönetiminde
büyük sermaye havuzları (Örneğin
Londra'da Thomas Gresham'ın sahip
olduğu fon) oluşmuş, Frankfurt Bor-
sası kurulmuştu.

17. yüzyıla kadar Amsterdam, sı-
nır ötesi finasta hakim rol oynadı.
1650'lerin sonlarına kadar Hollanda
Doğu Hindistan Şirketi, Avrupa'da
büyük miktarlara varan Avrupalı ser-
maye fazlalarını yurtdışına kanalize
etti⁽³⁾. Bir diğer önemli gelişme İtal-
ya'da deniz aşırı teşebbüsler için risk
sermayesi ve diğer hizmetleri sağla-
yan Lombard bankalarının kurulma-
sıydı. Bu dönemde İngiltere'deki ban-
kacılık aktiviteleri (İngiltere Bankası-
nın kurulması dahil) dünya çapında
İngiliz etkinliğinin artmasının en bü-
yük sebebiydi. Uluslararası ticaretle
uğraşanların gereksinimlerini karşıla-
mak amacıyla birçok banka ve borsa
kurulmuştu (Ayling, 1986: 59). Banka-
ların, menkul kıymet borsalarının ve

uluslararası borç verme kurumlarının sayısının muazzam bir şekilde arttığı 18. yüzyılın sonuna kadar modern finans sisteminin temelleri atılmıştır.

1694'te İngiltere Bankasının kurulduğu dönemde Avrupa'nın finansal merkezi Londra'ya kaydı. Bu durum uzun bir süre devam etti. Ellis, 1876'da Londra Borsasını dünyanın en organizeli piyasası olarak göstermektedir (Michie, 1985: 61). İletişimdeki zorluklara rağmen, Londra dışındaki yatırımcılar Londra Borsasındaki aktivitelerle temas kurabiliyor, Londra'daki brokerler ülkedeki müşterilerle işlem yapabiliyor ve onlar adına kamu menkul kıymetleri alıp satıyorlardı (Michie, 1985: 61-62).

Brezis, İngiltere'nin 18. yüzyılda birçok gelişmekte olan ülke gibi deniz aşırı ticari ve finansal işlemlerde sürekli açıkları olduğunu, 1770'lere kadar yıllık 1.7 milyon sterline ulaşan bu açıkların, önemli miktarda yabancı sermaye girişleriyle finanse edildiğini ve bunun da daha sonra İngiltere'nin dış borcunda büyük bir artışa yol açtığını öne sürmektedir⁽⁴⁾. Yazara göre bu sermaye akımları, dönemin büyük bir kısmı için ekonomideki toplam yatırımların yaklaşık 2/3'ünü sağlamış ve bu nedenle İngiltere'nin sanayileşmesinde hayati bir rol oynamıştır (Bkz. Brezis, 1995: 46-47). Bu iddia, İngiliz sanayileşmesini yurtiçi ürün artışına, teknolojiye, talep genişlemesine ve dışsal koşullardaki gelişmelerden çok yurtiçinde oluşturulan sermayeye dayalı bir olgu olarak değerlendiren mevcut ortodoks görüşe oldukça ters düşmektedir. Buna karşı-

lık Platt'a göre, 1870 öncesi dönemde Britanya'nın deniz aşırı portföy yatırımı olduğu öne sürülen 1 milyar sterlinin yaklaşık yarısı bölge içerisindedir (Platt, 1980: 13). Nash ise yabancı sermaye girişleri tarafından kapatılan ödemeler bilançosu nihai açıkları ve bu akımların toplam İngiliz yatırımlarına oranına yönelik tahminlerin önemli bir şekilde düşük olduğunu göstermektedir (Nash, 1997: 25). 19. yüzyılın ortalarına kadar Londra Borsası'nda büyük ölçüde İngiliz Hükümeti tarafından ihraç edilen kamu menkul kıymetleri işlem görüyordu. Britanya'nın yükselen endüstriyel gücünün ve artan ihracat fazlasının istikrarlı bir sermaye çıkışına yol açtığı bu yüzyılın ortalarına kadar, Britanya'nın deniz aşırı servetinin yaklaşık % 43'ü Amerika'lıların elinde bulunuyordu (Howell, 1994: 1).

3. ALTIN STANDARDI DÖNEMİ

Çift maden sisteminin zamanla uluslararası ekonomik ortamın gereksinimlerine karşılık verememesi üzerine 19. yüzyılın ikinci yarısından itibaren yürürlüğe giren altın standardı uzun bir süre uluslararası finansal ve parasal işlemlere yön vermiştir. Sistem 1880-1914 arası dönemde aksamadan işlemiş, Birinci Dünya Savaşı ile kesintiye uğramış, 1925-1931 arasında ise kısa bir dönem yürürlükte kaldıktan sonra tamamen terkedilmiştir.

Altın standardının üç temel özelliği vardır (Eichengreen, 1991b: 8):

1- Altın fiyatları sabittir.

2- Altın ithal ve ihracı serbesttir

3- Merkez Bankalarının yükümlülüklerini kendi altın rezervlerine bağlayan kurallar vardır.

Nihai ödeme aracı olan altına sınırsız ödeme gücü tanınmıştır. Altın aynı zamanda temel değişim aracı ve değer ölçüsüdür. Piyasada kullanılan banknot ve ufaklık paralar da (tali paralar) sabit bir fiyattan altına çevrilebilmektedir. Ülkelerin para birimleri arasındaki değişim oranları, standart birim olan altına karşı saptanmakta, böylece belirli ayar ve ağırlıkta tanımlanmış olan altın esas para görevini görmektedir. Tüm para arzının, altın arzına bağlı olması, bütün uluslararası ödemelerin altınla yapılması ve ödemeler dengesizliklerinin altınla düzelletilmesi en azından teorik olarak, her ülkede fiyat düzeylerini dengeleştirmekte ve uluslararası ödemeler dengesini sağlamaktadır.

Sistemin bu özellikleri, dünya ticareti ve finansal akımlar açısından kur risklerinden büyük ölçüde uzak istikrarlı ve belirgin bir ortamın oluşmasını sağlamıştır. Altın otomatizmiyle, sermaye serbestçe hareket edebilmekte ve kendiliğinden bir ayarlama gerçekleşmekte, böylece finansal merkezler sermayenin uluslararası dağılımında devreye girmekte ve gereksinim duyan ülkelere fon sağlayabilmektedirler. Bu bağlamda devletten devlete verilen ödünçlerin fazla önemli olmadığı, Londra ve Paris gibi önemli finansal merkezlerde özel kuruluş ve kişilerin yabancı tahvillere

sahip oldukları, dolayısıyla özel ödünçlerin ağırlık kazandığı görülmektedir (Sönmez, 1998: 59).

19. yüzyılın ikinci yarısı ticari bankacılık ve Merkez Bankacılığı yanında geniş çaplı uluslararası sermaye hareketlerinin başladığı dönemdir. Çeşitli projelerin ve devlet harcamalarının karşılanması amacıyla, ABD, Rusya ve Osmanlı İmparatorluğu gibi ülkelerin çıkardıkları borçlanma senetlerinin değişik ülkelerde satışa sunulması, günümüz uluslararası tahvil işlemlerinin başlangıcını temsil etmektedir (Uzunoğlu vd., 1995: 7). Yüzyılın ilk yarısında sanayi devrimi ile birlikte Büyük Britanya endüstriyel bir güç olarak ortaya çıkmış ve Londra, ithalat ve ihracat kredi olanakları ve diğer finansal hizmetleri sunan ticari bankalar ve finans kurumları için başlıca merkez olmuştur. Ancak 1850'den 1913 yıllarına kadar olan dönemde Londra kaynaklı sermaye hareketlerinin yapısı istikrarlı değildi. Cairncross (1953) ve Rostow (1950) bu devrevi akımların, yurtiçinde ve yurtdışında yatırımın nispi kârlılığının bir göstergesi olan, ticaret hadleri tarafından yönlendirildiğini iddia etmektedirler (Aktaran, Kindleberger, 1985: 9).

Sermayenin serbest dolaşımı bu yüzyılın ayırdedici bir özelliği idi. Altın standardında döviz kuru istikrarı, aksi takdirde yurtdışına yatırımı caydıracak olan kur risklerini minimize etmiş (Eichengreen, 1991b: 4) ve böylece 1875-1914 arasındaki dönem ülkeler arasında daha önce eşi görülmemiş insan ve sermaye hareketine ve uluslararası ticarete çarpıcı bir genişle-

meye tanıklık etmiştir (Ashworth, 1987: 194). Bu çerçevede 18. yüzyılın ekonomik yaşamında uluslararası nitelik baskın duruma gelmiş, sermaye Batıdan Doğu Avrupa'ya ve dünyanın yeni bölgelerine doğru hareket etmeye devam etmiştir⁽⁵⁾. Dünya ekonomisinin hacmi ile ölçüldüğünde 1880-1914 arasında uluslararası sermaye akımları 1980'lerdekinden muhtemelen 3 kat daha büyüktü ve belirli aralıklarla düzenli sınır ötesi kredi patlamaları ortaya çıkmıştı⁽⁶⁾.

Sermaye ve mal piyasalarındaki bağlar 1913 öncesinde dış plasmanı teşvik etmiştir. İngiltere'den borçlanan ülkeler İngiltere'de üretilen malları ithal etmekteydiler. Bu yüzden İngiliz ödemeler bilançosunda sermaye çıkışları nedeniyle ortaya çıkan bir açık, artan mal ihracatının ortaya çıkardığı bir fazla ile hızlı bir şekilde dengelenmekteydi (Eichengreen,

1991b: 9). Dünya ticaret hacminin de elli katından fazla artarak 700 milyon dolardan yaklaşık 40 milyar dolara yükseldiği bu dönem boyunca nispi olarak istikrarlı politik çevre uluslararası özel sermaye akımlarını teşvik eden güvenli bir ortam sağlamıştı. Örneğin İngiltere kredilerinin yöneldiği Kanada, Avustralya, Yeni Zelanda ve ABD önemli derecede politik istikrarın olduğu bölgelerdi. ABD sivil savaşı hariç İngiliz kredilerinin yöneldiği bu bölgelerde çok az politik istikrarsızlık örnekleri vardı (Eichengreen, 1991b: 10). Politik çevre ayrıca yüzyılın sonuna kadar finansal sorunlar üzerinde hükümetler düzeyinde uluslararası anlaşmaların gerçekleşmesine de yardım etti. Bir çok yeni borsanın kurulduğu⁽⁷⁾ ve bütün uluslararası sermaye hareketlerinin yaklaşık % 90'ının portföy yatırımları şeklinde⁽⁸⁾ olduğu bu dönemdeki uluslararası

Tablo 1
Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Yapısı (1880-1913)

| Yıllar | FRANSA | | BÜYÜK BRİTANYA | | Yıllar | ABD | |
|--------|-----------------|-------------------------------|-----------------|---------------------------------|--------|-----------------|-------------------------------|
| | Ticari Aktivite | Sermaye İhracı (Milyon Frank) | Ticari Aktivite | Sermaye İhracı (Milyon Sterlin) | | Ticari Aktivite | Sermaye İhracı (Milyon Dolar) |
| 1880 | 3 | 120 | 0 | 4 | 1923 | 2 | -33 |
| 1885 | -3 | 420 | -3 | 34 | 1924 | -2 | 517 |
| 1890 | 0 | 590 | 2 | 83 | 1925 | 3 | 621 |
| 1895 | -2 | 680 | -3 | 23 | 1926 | 3 | 181 |
| 1900 | 2 | 1000 | 2 | 31 | 1927 | 1 | 695 |
| 1905 | 3 | 1620 | 2 | 63 | 1928 | 3 | 944 |
| 1910 | 3 | 1830 | 3 | 151 | 1929 | 3 | 306 |
| 1913 | 2 | 1115 | 3 | - | 1930 | -3 | 733 |

KAYNAK: Carl Iversen: *Aspects of the Theory of International Capital Movements*, Augustus M. Kelley Publishers, New York, 1967, s. 71.

14 ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNE TARİHSEL BİR BAKIŞ

sermaye hareketleri Tablo 1'den izlenebilir.

Hem Fransa, hem de Almanya'nın Avrupa'ya yönelik kredilerinde bir artış görülmektedir. Fransa'da 1883-86 arası dönem depresyon ve sermaye ihracının düşük olduğu yıllardır. Yeniden canlanmayı ve refahı temsil eden 1887-89 ve daha özel olarak 1903-1906 yıllarında sermaye ihracında hızlı artışlar gerçekleşti. İngiltere geleneksel olarak önemli bir uzun vadeli sermaye ihracatçısıydı. 1914'te uluslararası yatırımın yarıya yakını İngiltere'ye aitti (Ashworth, 1987: 206). 19. yüzyılda başka hiçbir ülke yurtdışına bu kadar çok fazla ve uzun vadeli borç vermemiştir⁽⁹⁾. 1920'lerde bile Londra sermaye piyasası hala başlıca dışsal finans kaynağıydı. Ancak Büyük Depresyondan sonraki yıllarda İngiltere'nin sermaye ihracatçısı olarak pozisyonunda çarpıcı değişiklikler oldu (Cohen, 1972: 25) ve İngiltere'nin yanısıra Fransa, Almanya, Belçika ve Hollanda da önemli miktarlarda sermaye ihraç etmeye başladılar (Ashworth, 1987:

205). 1914'de önde gelen yatırımcı ülkeler için yabancı yatırım stokunun bölgesel ve sektörel dağılımı Tablo 2'de gösterilmektedir.

Tabloda üç özellik dikkat çekmektedir: (i) İngiltere'nin sermaye arzedicisi konumundaki hakimiyeti, (ii) Birincil üretimin (petrol, madencilik, madeni arıtım ve tarım) finansmanındaki çarpıcı yükseklik, (iii) ABD ve Kanada'ya yönelik dolaysız yatırımlardaki büyük artış.

19. yüzyılda gelişmekte olan ülkelere yönelik (özellikle ABD, Kanada, Arjantin, Meksika, Brezilya ve Hindistan) özel yatırımlarda büyük bir genişleme ortaya çıktı. Bu akımlar çeşitli düzeylerde kamu idareleri tarafından yapılan tahvil ihraçları ve dolaysız yabancı sermaye yatırımları olmak üzere iki şekilde gerçekleşti. ABD, Birinci Dünya Savaşına kadar net bir borçlu olarak kaldı (Cardoso and Dornbusch, 1989: 1389). Simon (1960) 1896'da ABD'nin net dış pasiflerinin 3.3 milyar dolara ulaştığını göstermektedir (Eaton, 1989: 1306).

Tablo 2

1914'te Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırım Stoku (Toplamın Yüzdesi)

| KÖKEN ÜLKEYE GÖRE | SEKTÖRLERE GÖRE | ALICILARA GÖRE |
|-------------------|--------------------|----------------------------|
| İngiltere 45.5 | İkisel Mallar 50.0 | ABD ve Kanada 45.8 |
| ABD 16.5 | İmalat 15.0 | Batı Avrupa 7.7 |
| Almanya 10.5 | Ticaret 10.0 | Diğer Gelişmiş Ülkeler 9.9 |
| Fransa 12.2 | Demiryolları 20.0 | Az Gelişmiş Ülkeler 26.6 |
| Diğerleri 13.3 | Finans 10.0 | |

KAYNAK: Eliana A. Cardoso and Rudiger Dornbusch: "Foreign Private Capital Flows", in *Handbook of Development Economics*, Edited by Hollis Chenery and T.N. Srinivasan, Vol. 2, Elsevier Science Publisher BV, 1989, s. 1390.

Dünya Bankası raporlarına göre GSMH'nin payı olarak yabancı yatırım Birinci Dünya Savaşı öncesi dönemde % 1'e, toplam yurtiçi yatırımın payı olarak da % 6'ya ulaşmıştı. Bu oranlar aynı dönemde Kanada için sırasıyla % 7.5 ve % 30-35; Arjantin için % 12-15 ve % 40 olarak gerçekleşmişti (Eaton, 1989: 1306).

Bu dönemde sınır ötesi sermaye akımlarında ortaya çıkan artışın önemli bir sebebi de, yurtiçi ve yabancı getiri oranları arasında olağanüstü farklılıkların olmasıydı. Deniz aşırı finansal yatırımın getirisi ile ilgili olarak Paish, 1907'de İngiltere'de yurtdışından elde edilen toplam gelirin 140 milyon sterlin olduğunu hesaplamıştır. 19. yüzyıl boyunca İngiltere'nin mal ticareti dengesi dönemin büyük bir kısmı için negatif olmakla birlikte, yaklaşık 1870'lere kadar yabancı yatırımlar üzerindeki kâr ve faiz oranları "görünmez" ihraç kalemleri arasında önemli bir yer tutmuş ve bir

bütün olarak ödemeler dengesinde düzenli fazlalar oluşmasına yol açmıştı (Ashworth, 1987: 210). Edelstein, 1887-1913 dönemi için finansal getiri oranlarının % 4-7 arasında olduğunu öne sürmektedir (Aktaran, Feinstein, 1990: 293)⁽¹⁰⁾. Lehfeldt'in (1912) 1888-1913 döneminde sabit faizli tahvillerin İngiltere'de, kolonilerde ve yurtdışında sağladığı getirileri hesapladığı bir çalışmasında Tablo 3'te sunulan sonuçlara ulaşılmıştır.

Görüldüğü gibi, bütün dönem boyunca gerek tahvillerde gerekse hisse senetlerinde yurtdışı getiri oranları yurtiçindekilere yüksektir. Bu durum özellikle 1903-1907 döneminde hisse senetlerinde belirgindir (2.77). 1888'de en yüksek düzeyde bulunan tahvillerdeki getiri farklılıkları (1.26) dönem boyunca dalgalı bir seyir izlemiştir. Finansal araçların gelişmesi de sınır ötesi sermaye akımlarını teşvik eden önemli bir faktör olmuş-

Tablo 3
İngiltere'de, Kolonilerde ve Yurtdışındaki Getiri Oranları (1888-1913)

| | Yurtiçi Getiri Oranları | Kolonilerdeki Getiri Oranları | Yurtdışı Getiri Oranları |
|-------------------------------|-------------------------|-------------------------------|--------------------------|
| Sabit Faizli Tahviller | | | |
| 1888 | 4.35 | 3.43 | 5.61 |
| 1900 | 3.35 | 3.20 | 4.05 |
| 1910 | 3.72 | 4.19 | 4.85 |
| 1913 | 5.23 | 4.44 | 5.45 |
| Hisse Senetleri | | | |
| 1898-1902 | 3.45 | 2.63 | 4.53 |
| 1903-1907 | 3.37 | 6.25 | 6.14 |

tur. Finansal kurumlardaki gelişme Tablo 4'ten izlenebilir:

Borç krizlerinin önemli özelliği olan ve aniden durmalarıyla birlikte borçlu ülkeleri zor durumda bırakan kredi dalgaları, 19. yüzyılın başlarında görülmeye başlandı⁽¹¹⁾. Net yabancı yatırımların azalma dönemlerinde çevre ülkelerinde önemli borç problemleri ortaya çıktı. 1820'lerde yeni bağımsızlığına kavuşan Latin Amerika ülkelerinin büyük bir kısmı dış borçlarını ödeyemez duruma düştüler. Ancak 1860'ların sonuna doğru Arjantin, Brezilya, Peru, Şili ve ABD'ye yeniden büyük ölçekli krediler yönlendirildi. 1873'te Viyana, Berlin ve New York'taki finansal krizler bu ikinci kredi dalgasını da kesintiye uğrattı (Eichengreen, 1991a: 150). Tahvil piyasasının çöküşü Avrupa finansal merkezlerindeki finansal ve ticari krizi şiddetlendirdi.

Latin Amerika'nın arkasından Osmanlı Devleti ve Mısır da borç ödemelerini erteledi. Borç ertelemeleri hızlı bir şekilde çözüme bağlandı ve 1880'lere gelinceye kadar yeni bir kredi dalgası ortaya çıktı. ABD, Kana-

da, Avustralya ve Rusya dönemin önde gelen borçlanıcılarıydı. Bu dönemde büyük ölçekli dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının yanı sıra portföy sermaye akımlarının da Latin Amerika'ya yöneldiği görülmektedir. Arjantin, Meksika ve Brezilya dolaysız yabancı sermaye yatırımlarını, Arjantin ve Uruguay portföy yatırımlarını (tahvil ihraçları şeklinde) çekti. ABD ve Kanada'ya da büyük ölçekli sermaye girişlerinin olduğu söz konusu dönemde borç ertelemeleri yaygınlaştı ve bu durum bazen çok olumsuz sonuçlar ortaya çıkardı. En iyi bilinen örnek 1890'daki Baring krizidir⁽¹²⁾. Arjantin'in borç servisi yükümlülüklerini karşılayamamasıyla Baring bankacılık kurumunun iflası sonucu ortaya çıkan bu kriz ile üçüncü kredi patlaması da kesintiye uğradı⁽¹³⁾.

20. yüzyılın başlarında, bir taraftan spekülatörlerin altın ihraç noktasındaki arbitraj girişimlerini sınırlamak amacıyla Merkez Bankalarının piyasaya döviz sürerek kurlara müdahale etmeye başlamaları⁽¹⁴⁾, diğer taraftan bazı ülkelerin sistemin gerektirdiği kurallara uymamaları altın standardı sisteminin işlerliğini aksatmaya başlamış

Tablo 4
GSMH'nın Yüzdesi Olarak Finansal Kurumların Aktifleri

| | ABD | AVUSTRALYA | KANADA | İNGİLTERE |
|------|-----|------------|--------|-----------|
| 1860 | 28 | Vy | Vy | 57 |
| 1880 | 49 | Vy | 43 | 95 |
| 1900 | 86 | 108 | 87 | 93 |
| 1913 | 91 | 96 | 96 | 103 |

KAYNAK: Raymond W. Goldsmith: *Financial Structure and Development*, New Haven, 1969, s. 209. Vy: veri yok

ve Birinci Dünya Savaşı işaretlerinin görülmeye başlanmasıyla birlikte dünyanın ilk düzenli uluslararası para sistemi de terkedilmiştir.

4. SAVAŞ ARASI DÖNEM: BUHRAN DÖNEMİ

Birinci Dünya Savaşının bitmesiyle birlikte, savaş öncesi yıkılan altın para standardı sistemine dönüş çabaları görülmeye başlandı. Başını İngiltere, ABD ve Fransa'nın çektiği bir dizi gelişmiş ülke yeni oluşturulacak sistemde öne çıkmak ve sistemi kendi yararlarına olacak şekilde düzenlemek için yoğun çaba gösterdiler. Ancak savaş ekonomisi koşullarında artan kamu harcamaları ile bütçe ve ödemeler dengesi açıklarının ülkele- rin mevcut altın rezervleriyle karşılanması neredeyse olanaksız hale gelmişti. Bu sorunların görüşülüp yeni bir uluslararası para standardı oluşturulabilmesi amacıyla 1922 yılında Milletler Cemiyeti'nin kontrolü altında Cenova'da bir konferans düzenlendi. Britanya İmparatorluğu, Japonya ve diğer Avrupa ülkelerinin taraf olduğu konferansta 1914 öncesine kadar işleyen altın standardı sistemi bir metin içinde sistematik olarak ortaya konulmuş, 1925'de İngiltere'nin sterlini altına bağlaması ve diğer güçlü paraların istikrara kavuşması ile altın standardı sistemi 1925'ten itibaren tekrar çalışmaya başlamıştır⁽¹⁵⁾.

Altın kambiyo standardı olarak adlandırılan bu sistemde Merkez Bankalarının, altın standardında olduğu gibi ulusal para sunanlara altın

satmak zorunluluğu yoktu. Ülkeler yeterli altın stokuna sahip olmadıkları için ulusal para altına dönüştürülebilen bir başka ülkenin parasına çevril- mekte, böylece ulusal para dolaylı olarak altına bağlanmış olmaktadır. Sistemde anahtar para görevini yine İngiliz sterlini görmekle birlikte iki uluslararası rezerv varlığın (altın ve sterlin) yerine çok sayıda rezerv varlık geçmişti. Ayrıca 1914 öncesi dönemde maliyetlerde ve fiyatlarda olan esneklik artık kaybolmuştu. Bunun sonucunda sterline olan güven sarsılmış, bunlara 1929 buhranı ve 1931 finansal krizi de eklenince İngiltere 1931'de altın standardından ayrılmış, diğer ülkelerde İngiltere'yi izlemişlerdir⁽¹⁶⁾.

Sistemin çökmesinde enflasyonist politikalarla birlikte Birinci Dünya Savaşı öncesi döviz kurlarında direnme çabaları önemli rol oynamıştır. Diğer taraftan dünya altın arzı dünya ticaret hacmindeki artışa paralel olarak artırılamamış, altın arzının ülkeler arası dağılımında dengesizlikler oluşmuş ve bunalım dönemlerinde spekülatif altın talebi önemli dalgalanmalar göstermiştir. Bütün bunlar sistemin yıkılmasında etkili olmuştur.

1933'ün başlarına kadar dünyanın başlıca ekonomileri paralarının değerini altın olarak korumuş olan Altın Bloğu ülkeleri (Fransa, İsviçre, Hollanda, Belçika), sıkı kambiyo kontrolleriyle paralarının değerini koruyan ülkeler (Almanya) ve paralarının değer yitirmesine izin veren ülkeler olmak üzere üç gruba ayrılmıştı. Dünya ekonomisindeki daralma süreci bu

değişik bloklaşma ve kutuplaşmaların arasında, korumacılık politikalarının da etkisiyle ivme kazanmıştır.

Bu genel açıklamalar ışığında savaş arası dönemi iki alt kategoriye ayırarak incelemek mümkündür. İkinci altın standardı dönemi olarak adlandırılabilir 1919-1929 arası ve 1930-1946 arası dönem.

4.1. 1919-1929 Dönemi

Birinci Dünya Savaşı geçici olarak uluslararası fon akımlarını durdurmuştu. Diğer taraftan savaştan sonra Avrupa'daki bir çok ülke imar ve istikrar programları çerçevesinde önemli bir sermaye ihtiyacı ile karşı karşıya kalmışlardı. 1916'da finansal piyasaların etkinliğini artırmak için Kanada'da "Yatırım Dealerleri Birliği" (IDA) kuruldu. Kuzey Amerika'da borsa olanaklarının artması, yatırımcıların tercihlerinin tahvil gibi sabit faizli menkul kıymetlerden mülkiyet hakkı veren ve gelecekte daha yüksek kazançlar öneren hisse senetlerine doğru değişmesine yol açtı (Ayling, 1986: 46). 1929'da New York borsasındaki özkaynak (equity) sermayesi talebi oldukça yüksek düzeylere ulaştı. Bunun hemen arkasından ortaya çıkan 1929 Wall Street çöküşü hisse

senedi borsalarına yönelik ani bir güven kaybı ortaya çıkardı ve bu durum 1930'lu yıllar boyunca devam etti (Ayling, 1986: 46).

1930 sonrasında bir yandan rekabetçi devalüasyonlar yaygınlaşırken, diğer yandan da bazı ülkeler sahip oldukları uluslararası rezervlerin düzeyini koruyabilmek için kambiyo kontrollerine başvurmuşlar, böylece ülkeler arası sermaye hareketleri önemli ölçüde azalmıştır. Dolar ve İsviçre Frankı konvertibl para birimi özelliğini sürdürürken, diğer paralar bu özelliklerini yitirmişlerdir. Tablo 5'den de görülebileceği gibi 1919'dan sonra portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlar ABD'den kaynaklanmaya başlamış ve ABD'den Avrupa'ya (özellikle İngiltere, Fransa ve İtalya'ya) yönelik sermaye akımları hızlanmıştır. Yine 1924'te Orta Avrupa'daki ekonomik istikrarı takiben bu bölgeye yönelik ABD'nin öncü rol oynadığı bir kredi dalgası başlamıştır.

1930'a kadar bir yandan savaş borçları dışında ABD'nin brüt yabancı yatırımları 15.170 milyon sterline ulaşırken, diğer yandan ülke içinde önemli miktarlara varan yabancı yatırımlar gerçekleşmiş ve ABD yaklaşık 1.700 milyon sterlin civarında net bir

Tablo 5
ABD'nin Avrupa'ya Sağladığı Mali Kaynaklar, Mart 1919 (Milyon Dolar)

| Ülkeler | Fransa | İngiltere | İtalya | Belçika | Rusya | Çekoslovakya | Romanya | Yunanistan |
|---------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|--------------|---------|------------|
| Tutar | 2.950.762 | 4.166.318 | 1.648.034 | 347.691 | 187.729 | 61.256 | 28.205 | 15.000 |

KAYNAK: Sinan Sönmez: Dünya Ekonomisinde *Dönüşüm: Sömürgeciliğten Küreselleşmeye*, İmge Kitabevi, Ankara, Mart 1998, s. 69.

alacaklı pozisyona gelmişti (Ashworth, 1987: 236). Yine 1928'de Fransız yabancı yatırımlarının 50 milyar frank (yaklaşık 400 milyon sterlin) olduğu ve bunun 15 milyar frank kadar kısmının Savaş sonrasında ortaya çıktığı tahmin edilmektedir (Ashworth, 1987: 237). 19. yüzyılda olduğu gibi savaş arası yıllarda da sermaye transferi tahvil ihraçları vasıtasıyla gerçekleştirilmekteydi. Örneğin 1921 ve 1922'de Latin Amerika'nın tahvil çıkartarak ABD'den sırasıyla 230 ve 224 milyon dolar tutarında borçlandığı gözlenmektedir (Sonmez, 1998: 74). İhraç kurumları tahvil sözleşmelerini yapılar, prospektüsleri dolaştırırlar, borçlanıcıya önceden fonları verirler ve bireysel yatırımcılara tahvilleri satarlardı (Eichengreen, 1991a: 151).

1930'lu yıllarda yaygınlaşan devalüasyonlar ve siyasi belirsizlikler sermaye akımlarının "sıcak para" olarak adlandırılan kısa vadeli fon akımlarına dönüşmesine yol açtı⁽¹⁷⁾. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin esas olarak ticaretin finansmanı ile ilgili olduğu savaş öncesi dönem ile savaş sonrasında sermaye hareketleri arasında belirgin bir zıtlık vardı. Savaş öncesi global kısa vadeli borçluluk için güvenilir tahminler bulunmamasıyla birlikte uluslararası kısa vadeli mevduatların en büyük kısmının Almanya'da tutulduğu bilinmektedir (James, 1992: 601).

Altın standardı döneminde faiz oranları merkezi uyum aygıtı rolü oynamıştı. Ancak savaş arası dönemde faiz oranı artışları yeni fonları çekme-

de başarılı olamamanın yanısıra olumsuz bir işaret olarak algılandı (James, 1992: 594). 1911-1913 için İngiltere, Fransa, Almanya ve ABD'nin diğer ülkelere olan ortalama yıllık sermaye ihraçları 1.400 milyon dolardı. Oysa 1924-1928 döneminde sermaye akımları en yüksek düzeylerde iken bile bu rakam yıllık 860 milyon doları geçmiyordu (James, 1992: 596). Bu dönemde sadece Fransız Frankındaki dalgalanmalar sonucu Fransa'dan sermaye kaçıışı şeklinde ortaya çıkan bir sermaye ihracı vardı⁽¹⁸⁾.

Birinci Dünya Savaşı, Britanya'nın finansal gücünü azalttı. New York dünyanın finansal merkezi haline geldi ve 1920-1929 arasında ABD yurtdışı yatırımlarında 7 milyar dolar-dan 17 milyar dolara ulaşan önemli bir artış gerçekleşti⁽¹⁹⁾. 1929'dan sonra tahvillerin etkisinin azalması yeni dış borçlanma şekilleri ortaya çıkardı. Bunlardan bir kısmı özel bankacılık, bir kısmı uzun vadeli hükümetler arası borçlanma, diğer bir kısmı da kamu bankacılığı kapsamında yapıldı. 1923-1929 kesitinde gerçekleştirilen toplam dış doğrudan yatırımların üçte birinden fazlası kamusal yarar sağlayan sektörlerle (public utilities), % 28'i ilksel maddeler üretimine (tarım, madencilik ve petrol), % 26'sı imalat sanayiine yöneldi (Sönmez, 1998: 73). Bu yatırımların ağırlıklı olarak Latin Amerika'da gerçekleştirildiği görülmektedir.

Savaş arası dönem yoğun borç ertelemeleri ile tanımlanır. Bu dönemdeki borç krizi global niteliği nedeniyle

le 19. yüzyıldaki krizlerden farklıydı. Ağır borç yükü altında ezilen ülkelerin büyük bir kısmı faiz ödemelerini ertelerek borç erteleme görüşmeleri başlattılar. Bu tarihten sonra uluslararası portföy yatırımları ancak 1970'lerde borç verme mekanizmaları dönüştürüldükten sonra önemli düzeylere ulaşabildi (Eichengreen, 1991a: 151). Borç ertelemelerinde Latin Amerika ülkeleri (özellikle Güney Amerika) başı çekmekte, bu ülkeleri Avrupa ve Asya izlemekteydi. Ertelemeye konu olan borç şeklinin çoğunlukla tahviller olduğu dikkat çekmektedir. Bu durum Tablo 6'dan izlenebilir.

Sınır ötesi sermaye akımları 1929 ABD hisse senedi piyasasının çöküşünde önemli bir rol oynadı. Bu tarihe kadar ABD büyük ölçekli bir borç verici, New York ise uluslararası kredi merkezi olma özelliğini sürdürdü. Krediler tazminat ödemelerine yardımcı olabilmek için Avrupa'ya; kalkınma ve kamu harcamalarını finanse

etmek için Kanada, Latin Amerika ve Güney Doğu Avrupa'daki birkaç ülkeye gitmekteydi. Tablo 7, büyük krizin başlangıcı olan 1930 yılı itibarıyla bazı ülkelerin dünya ticaret ve sermaye piyasalarındaki dışsal pozisyonlarını göstermektedir.

Kanada, Avustralya ve Çin yabancı sermayenin en fazla yöneldiği ülkeler olarak dikkat çekmektedir. Diğer taraftan yabancı sermaye çoğunlukla kamu sektörüne yönlendirilmiştir. Daha önceki finansal krizler gibi (1347'de Florentina kredilerinin ödenmediği İngiliz finansal krizi, 1577'de İspanyol Kraliyet borç ertelemesi) 1929 Wall Street çöküşü de yatırım akımlarını azaltan ve yeni risk almada genel bir isteksizliğe yol açan daha katı düzenlemeleri beraberinde getirdi (Howell, 1994: 2).

Avrupa'da ve daha sonra ABD'de krize yönelik alınan tedbirlerin ortak yanını, yurtdışı ekonomilerin istikrarını bozucu para ve sermaye

Tablo 6
Dolar Birimli Tahvillerin Ödenmeme Durumları, 1939

| | ABD'ye Olan Toplam Borç (Milyon Dolar) | Ödenmeyen Borcun Yüzdesi |
|---------------------|---|--------------------------|
| Latin Amerika | 1039.6 | 63.9 |
| Batı Adaları | 79.4 | 14.2 |
| Orta Amerika | 26.2 | 82.2 |
| Güney Amerika | 934.0 | 67.6 |
| Avrupa | 618.7 | 43.1 |
| Asya | 164.6 | 7.5 |
| Okyanusya ve Afrika | 97.8 | 0.0 |

KAYNAK: Eliana A. Cardoso and Rudiger Dornbusch: "Foreign Private Capital Flows", in *Handbook of Development Economics*, Edited by. Hollis Chenery and T.N. Srinivasan, Vol. 2, Elsevier Science Publisher BV, 1989, s. 1397.

hareketlerinin kapsamının sınırlandırılması oluşturuyordu (James, 1992: 606). İngiliz hükümeti tarafından ödemeler bilançosundaki sorunlar nedeniyle uzun vadeli deniz aşırı kredileri (özellikle Uluslar Topluluğu'nun dışına olanları) engelleyici düzenlemeler yapıldı. Alman hükümeti 1927'den başlayarak uzun vadeli dış borçlanmayı yasakladı. Avustralya'da deniz aşırı borçlanma 1928'den itibaren merkezi bir Kredi Konseyi tarafından sıkı bir şekilde kontrol altına alındı⁽²⁰⁾. Sermaye hesabı açık olan ülke sayısı hızla azaldı ve bu ülkelerde istikrar bozucu etkiler artarak devam etti.

Mayıs 1931'de Avusturya'nın en büyük bankası olan Viyana Creditanstalt'ın iflası⁽²¹⁾, önce Avrupa'da daha sonra dünyada büyük bir paniğe yol açtı. Avusturya bankacılık krizi,

Creditanstalt'ın ulusal bütçeyle olan bağlantıları nedeniyle genel bir "güven" krizine dönüştü. Eylül 1931'de İngiltere'de başlayan kriz güven problemini şiddetlendirdi. Bu süreçte ABD en önemli uluslararası kısa vadeli borçlanıcı haline gelmeye başladı. Ancak 1933'te başlayan sermaye çıkışları ve depresyon ABD ekonomisini zayıflattı ve bütçe politikasının manevra alanını sınırlandırdı (Bkz. James, 1992: 606; Ashworth, 1987: 245).

Savaş arası parasal ve finansal problemlerin esas olarak kamu borcundaki artıştan ve borç yapısının politik süreç ve kararlardan etkilenebilirliğinden kaynaklandığı genel olarak kabul edilen bir olgudur. Kamu bütçelerindeki belirsizlik savaş arası finansal sistemin istikrarının bozulma-

Tablo 7
Seçilmiş Ülkelerde Yabancı Sermaye, 1930 (Milyon Sterlin)

| | Dışsal Kamu Borcu | Toplam Yabancı Sermaye | Kişi Başına Toplam |
|--------------|-------------------|------------------------|--------------------|
| Kanada | 270 | 1330 | 127 |
| Avustralya | 599 | 817 | 122 |
| Yeni Zelanda | 159 | 197 | 128 |
| Arjantin | 240 | 640 | 55 |
| Brezilya | 166 | 520 | 13 |
| Şili | 80 | 115 | 64 |
| Kolombiya | 30 | 85 | 9 |
| Peru | 22 | 115 | 17 |
| Venezuela | 0 | 80 | 25 |
| Çin | 86 | 660 | 2 |
| Japonya | 192 | 250 | 4 |

KAYNAK: Eliana A. Cardoso and Rudiger Dornbusch: "Foreign Private Capital Flows", in *Handbook of Development Economics*, Edited by. Hollis Chenery and T.N. Srinivasan, Vol. 2, Elsevier Science Publisher BV, 1989, s. 1393.

sında önemli bir rol oynamıştır (James, 1992: 607). Kamu sektörü borcunun nispi artışının temel sebebi savaştı. Tablo 8'de bu çarpıcı artış gözlenebilir.

Kamu borç ödemelerini finanse etme ihtiyacı yeni ihraçlar piyasasını etkiledi. Özellikle Fransa'da 1920'lerin ilk yarısında ve 1931'den sonra kamu borcu yeni ihraçlar piyasasında belirgin hale geldi. Fransa'nın durumu savaş sonrasında özel ve kamu tahvillerinin getirileri arasındaki farklılıkta önemli daralmalar olduğunu göstermektedir (James, 1992: 609-610).

4.2. 1930-1946 Dönemi

Cenova konferansından sonra, amacı rekabetçi devalüasyonları ve yükselen tarifeleri önlemeye yönelik uluslararası bir işbirliği ihtiyacı olup olmadığını belirlemek olan, ikinci müzakereler dizisi 1933'te gerçekleşti. Son olarak 1936 yılında İngiltere, ABD ve Fransa arasında üç taraflı bir anlaşma yapıldı ve uluslararası işbirliğine yönelik genel ve oldukça muğlak bir takım ilkeler ortaya konuldu. Bu ilkeler İkinci Dünya Savaşından sonraki yeni uluslararası para siste-

mine yönelik ilk adımı ifade ediyordu (Gibson, 1996: 24).

Depresyon yıllarında karşılıklı bağımlılık bütün yönlerden azaltıldı. Döviz kontrolleri şeklindeki finansal kısıtlamalar ticari kısıtlamaların önüne geçti (Wallich, 1985: 37). Sabit döviz kurları, işlem hacimlerinin ve serbestliğin zararına olmak üzere korundu. 1930-1950 arasında bankalar tarafından verilen özel uluslararası krediler altına bağlı menkul kıymetler ve kamu garantili kredilerle sınırlıydı (Lindert and Kindleberger, 1982: 438).

Ülkelerin içe kapandıkları 1930 - 1939 döneminde az gelişmiş ülkelere yönelen sermayenin portföy yatırımından çok doğrudan yatırım biçimini aldığı gözlenmektedir. Dış borçlanmanın hız kestiği, birçok ülkenin dış borç yükünü hafiflettiği ve yabancı sermayenin doğrudan yatırıma yöneldiği bu dönemde gerek kamusal, gerek özel kaynaklardan (özellikle portföy yatırımı) dış borçlanma belirli ölçüde sürdü (Bkz. Sönmez, 1998: 76, 82). Birinci Dünya Savaşı öncesinde yatırımlar özel demiryolları ve şirketlerin çıkardıkları tahviller üzerinde odaklanırken, iki savaş arası dönemde kamu tahvil ihraçları belirgin hale geldi (Eaton,

Tablo 8
Anonim Şirketlerin Nominal Sermayelerinin Oranı Olarak Kamu Borcu

| YILLAR | İNGİLTERE | ALMANYA |
|--------|-----------|---------|
| 1914 | 622 | 189 |
| 1930 | 6.764 | 221 |

1989: 1307). Alıcılar nispi olarak yüksek gelirli ülkelerdi. Dış yardım programları yaygın değildi ve hükümet destekli çok taraflı kredi kurumları henüz ortaya çıkmamıştı. Bu ülkelere yönelik büyük kredi dalgası 1928-29'da ani bir şekilde kesildi. Mal fiyatlarındaki şiddetli düşme ve dünya ticaretindeki azalma daha fazla kredi alınmasının çekiciliğini azalttı. 1929-33 arasında ABD ithalatı % 55 azaldı ve dönemin sonunda Latin Amerika ihracatı 1928'deki düzeyinin % 28'ine düştü (Cardoso and Dornbusch, 1989: 1393). 1938'de likidasyonlar ve portföy yatırımlarının değer kayıpları ABD brüt denizaşırı yatırımlarının değerini 1930'dakinin altına düşürdü (Ayling, 1986: 60). Bununla birlikte 1930'ların sonlarında mal fiyatlarının iyileşmesi ve İkinci Dünya Savaşı boyunca ticaret fırsatlarının artması birçok Latin Amerika ülkesinin ticari pozisyonunda iyileşmeler ortaya çıkardı (Cardoso and Dornbusch, 1989: 1395).

5. BRETTON WOODS DÖNEMİ

Savaş sonrası dönemde, dünya ticaretini serbestleştirecek, çok-yanlı denkleştirmeye olanak verecek ve savaşta yıkılan ekonomilerin onarımını kolaylaştıracak bir uluslararası ticari ve finansal sistemin kurulması yönünde çok ciddi arayışlar başladı. 1946-1950 yılları arasında dünya ekonomisi o denli kötüleşmişti ki, dış ticaret 1913 yılından bu yana en düşük düzeylerdeydi. Bu koşullar altında ABD'de Bretton Woods'da (New

Hampshire) 40'a yakın ülkenin katılımıyla bir konferans düzenlendi ve yeni bir uluslararası para sistemi oluşturuldu. Sistem İkinci Dünya savaşı sonlarından, 1973 başlarında sanayileşmiş ülkelerin ulusal paralarını Amerikan dolarına karşı dalgalanmaya bırakmalarına kadar devam etti.

Bir döviz kuru rejimi olarak ayarlanabilir sabit kur sistemine dayanan sistemin temel amacı, kısa dönemli dalgalanmalar karşısında sabit kurların korunabilmesini sağlayacak bir kurallar dizisinin yaratılmasıydı. Yeni sistemde para değerleri altın yerine dolara sabitlenmiş, uluslararası para sisteminde bir emniyet sübabı olmak ve finansal güçlükler çeken ülkeler için sermaye kaynağı oluşturmak üzere Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası kurulmuştu. Anlaşmayı onaylayarak IMF'ye üye olan her ülke, ulusal parasını sabit bir kurdan ABD dolarına, ABD doları da 1 ons altın = 35 dolar şeklinde sabit bir fiyattan altına bağlanmıştı. Bunun yanı sıra üye ülkelerin Merkez Bankalarına konvertibilite hakkı verilmiş, böylece ABD Merkez Bankası gerektiğinde diğer Merkez Bankalarına sabit fiyattan altın satma taahhüdü altına girmişti. Döviz kurlarındaki değişme, sadece uzun dönemde ve ödemeler dengesi bilançolarının sürekli açık veya fazla vermeleri durumunda gündeme gelmekteydi.

ABD doları altına konvertibl tek para olarak ayrıcalıklı bir yere sahip olmuş, böylece sistemin geleceği doların durumuna bağlanmıştı. Sistemde bir paranın konvertibl sayılması

için sadece mal-hizmet hareketlerinin (cari işlemler bilançosu) serbestleştirilmiş olması yeterliydi. Sermaye hareketleri her yerde bir şekilde kısıtlanmış, ABD, İngiltere gibi gelişmiş ülkeler bile yurtdışına sermaye çıkışlarına sınırlama getirmişti. Kurların sabit tutularak uluslararası para ve ticaret sisteminde istikrarın korunması, sistemin temelini oluşturduğundan, sermaye hareketliliği hiçbir şekilde teşvik edilmiyordu (Kindleberger, 1985: 15). Özel sermaye dolaşımı yasak olup, yalnızca devletlerin kontrolündeki resmi sermaye hareketlerine izin veriliyordu (Padoa-Schioppa, 1996: 46). Peryodik dolar kıtlıkları da üye ülkeleri, cari hesap işlemlerine yönelik tam konvertibilitreyi sınırlandırmaya ve dolayısıyla sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri devam ettirmeye zorlamaktaydı (Howell, 1994: 2).

Savaş arası dönemde dünya sermaye piyasaları tahrip olduğu için, savaş sonrasında sermaye akımlarında uzun bir süre resmi kurumlar tarafından yapılan finansman ağırlık kazandı. Dünya Bankası zengin ülkelerdeki sermaye piyasalarından borçlanıp, beklenen getirileri yüksek olan projelere finansman sağlamak için, fakir ülkelere borç veren bir finansal aracı rolünü üstlenmişti (Krueger, 1991: 166). Böylece savaşta yenilen ülkeler ile gelişmekte olan ülkelere fon akımı sağlanarak, ortadan kalkan özel uluslararası sermaye piyasalarının yeniden oluşturulması hedeflenmişti. Bu girişimlerin sonucu olarak 1950'li yıllarda doğrudan yatırımlar tekrar canlanmaya, uluslararası pa-

zarlar oluşmaya başladı (Uzunoğlu vd., 1995: 36). Özellikle İngiliz bankaları dolar mevduatı toplayıp, bunu ticaretin finansmanında kullanılmak üzere Avrupa bankalarına yatırmaya başladılar. Sovyetler Birliği ve Doğu Avrupa ülkeleri de kendi dolar aktiflerinin dondurulacağından korktukları için fonlarını Batı Avrupa'daki bankalara yatırdılar. Böylece Euro-para piyasaları gelişmeye başladı⁽²²⁾

Sistemin uygulandığı yıllarda enflasyonla tüm fiyatlar değişirken, döviz fiyatlarının değiştirilmemesi, yani sabit kambiyo kurlarının uygulanması spekülatif sermaye hareketlerini kârlı kılmış ve teşvik etmiştir. Spekülasyon amacıyla meydana gelen kısa vadeli sermaye hareketlerine esas finansman kaynağını sisteme akan fazla likiditenin biriktirdiği Euro-dolar piyasası ve çokuluslu şirketler oluşturmuştur.

1952'den sonra İngiltere'den düzensiz olarak önemli miktarlarda sermaye ihracı gerçekleşti. Ancak daha önceki dönemlerle karşılaştırıldığında (özellikle altın standardı dönemi ve 1920'ler) net İngiliz yurtdışı yatırımlarında önemli değişiklikler oldu (Bkz. Cohen, 1972: 26). İlk olarak sermaye ihraç hacimlerinde belirgin azalmalar ortaya çıktı. Diğer taraftan borçların coğrafi yapısında ve bileşiminde önceki dönemdekinden önemli farklılıklar ortaya çıktı ve sermaye çıkışları esas olarak sterlin bölgesine yönlendirildi. Geleneksel olarak en yaygın yurtdışı borçverme şekli olan yurtdışı portföy yatırımları azaldı. Resmi akımlar ve dolaysız yabancı sermaye

yatırımları yanında bu akımlar ikinci dereceye itilmiş oldu.

İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemi öncekilerden ayıran önemli bir özelliği, dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının miktar olarak artması ve sermaye transfer sürecinde önemli bir birim olarak çokuluslu firmaların daha etkin bir şekilde ortaya çıkmasıydı. Tablo 9'dan da görülebileceği gibi bu dönemde, gelişmiş ülkeler arasında dolaysız yabancı yatırımlar şeklindeki sermaye hareketleri hızlı artış gösterdi⁽²³⁾. 1958'de Avrupa'daki bütün Amerikan yatırımlarının % 89'unu, 1968'de ise % 81'ini İngiltere ve AT ülkeleri almıştı (Gillespie, 1972: 417). 1967'nin sonunda ABD yerleşiklerinin sahip olduğu uzun vadeli yabancı aktiflerin % 73'ü dolaysız yatırım şeklinde tutulmaktaydı. Diğer taraftan ABD'deki yabancıların sahip olduğu uzun vadeli aktiflerin % 35'i de bu kategorideydi (Prachowny, 1972: 443).

Aynı dönemde Amerikan yatırımlarının tamamına yakını Avrupa'da gerçekleşmiş, yıllık ortalama % 48'lik bir artışla 1968'de 1.437 milyon dolara ulaşmıştır. Dönem boyunca (1962 ve 1964 yılları hariç) diğer bütün ülkelerde ABD kökenli dolaysız yabancı sermaye yatırımları artarken, Fransa'da De Gaulle hükümetinin de etkisiyle ciddi bir daralma gözlenmektedir.

İkinci Dünya Savaşından sonra Avrupa ülkelerinin konvertibilitayı kurmalarıyla birlikte New York tahvil piyasası yeniden canlandı ve yabancı ihraçlara açıldı. Böylece sadece Kanada ve İsrail için değil Avrupa ve Japon borçlanıcılar için de yeni tahvil ihraçları olanaklı hale geldi. Net akımlar brüt akımlardan daha küçüktü. Çünkü ABD'deki faiz oranları Avrupa'dakilerin altında olmasına rağmen, New York piyasasının derinliği ve likiditesinden etkilenen Avrupalı yatırımcılar, Avrupa'dan ihraç edilen dolar birimli tahvilleri satın alıyorlardı (Lin-

Tablo 9

Yurtdışındaki Amerikan Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımları (Milyon Dolar)

| | 1958 | 1960 | 1962 | 1964 | 1966 | 1968 |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Avrupa | 428 | 1.325 | 1.161 | 1.776 | 2.244 | 1.437 |
| AT | 219 | 436 | 566 | 907 | 1.243 | 526 |
| Fransa | 76 | 101 | 157 | 191 | 143 | -1 |
| Almanya | 81 | 209 | 290 | 294 | 631 | 285 |
| İngiltere | 172 | 749 | 261 | 373 | 576 | 583 |

KAYNAK: Robert W. Gillespie: *The Policies of England, France, and Germany as Recipients of Foreign Direct Investment*, in *International Mobility and Movement of Capital*, Edited by: Fritz Machlup, Walter S. Salant and Lorie Tarshis, National Bureau of Economic Research, New York, 1972, s. 418.

dert and Kindleberger, 1982: 437). Piyasa genişliğinin ulaştığı boyut ve ABD ödemeler bilançosunun zayıflığı, Hazine yetkililerini Temmuz 1963'te yeni menkul kıymetler üzerine yasaklayıcı bir tarife (Faiz Eşitleme Vergisi) koymaya zorladı. Bunun sonucu piyasanın Avrupa'ya taşınması oldu. Euro-dolar piyasası New York'taki tahvil piyasasından daha küçük olmasına rağmen (New York piyasasının arkasında ABD yatırımcılarının gücü vardı) piyasadaki yıllık yeni ihraçların değeri 1 milyar dolara yakındı. Bu miktar Avrupa'daki yabancı tahvil piyasalarının (hem ulusal hem de uluslararası) değerinden fazlaydı (Lindert and Kindleberger, 1982: 437).

1950'lerde orta vadeli uluslararası ticaretin finansmanında bankacılığın önemi arttı. Faiz Eşitleme Vergisinden sonra Avrupalı borçlanıcılar, ABD'de uzun vadeli banka kredilerine yöneldiler. Kamu tarafından verilen borçlar ABD'deki ihracat-ithalat bankası gibi bankacılık kurumlarının yanı sıra Dünya Bankası, Amerikalılar Arası Kalkınma Bankası, Avrupa Yatırım Bankası ve Asya Kalkınma Bankası gibi uluslararası birimler ile Lend-Lease İdaresi, Ekonomik İşbirliği İdaresi, ve Uluslararası Kalkınma Ajansı gibi özel oluşturulan kurumlar kanalıyla gerçekleştirildi (Lindert and Kindleberger, 1982: 438).

1961'de Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (OECD) kuruldu ve üye ülkeler tarafından bir yıldan uzun vadeli sermaye işlemlerine yönelik olarak Sermaye Hareketleri Liberalizasyon Kodu kabul edildi (Ay-

ling, 1986: 61). 1960'ların sonlarına doğru ülkeler arasında mal ve sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların giderek azaltılması ve daha liberal ekonomik politikaların uygulanması yönünde eğilimler oluştu ve uluslararası sermaye akımlarının hacmi (özellikle kısa vadeli spekülasyon akımları) dünya ticaret hacminden daha hızlı bir şekilde artmaya başladı. Bu artış sonucu birçok ülkede ödemeler bilançosu sorunları yaşandı ve korumacı politikalar yaygınlaşmaya başladı. ABD finansal liderliğinin bir kısmını Euro-piyasalara kaptırmasına rağmen, döviz piyasalarında önemli bir birleştirici faktör olarak kaldı (Ayling, 1986: 50). 1968'de uluslararası tahvil piyasalarında etkinliği artırmak için Uluslararası Tahvil Dealerleri Birliği (AIBD) kuruldu. Euroclear sisteminin de oluşturulduğu bu yılda Avrupa ve ABD'deki yabancı tahvil ihraçları 1958'deki seviyesinden 10 kat daha fazlaydı (Ayling, 1986: 62).

Daha önce de belirtildiği gibi, Bretton Woods'un yarattığı "altın kambiyo" sistemi yatırımcıları spekülasyona yönlendirecek bir ortam oluşturmuştu. Sistemin konvertibilite olanağı, spekülasyonun ellerindeki dolarları altına çevirmelerine neden oldu ve sonuçta ABD'nin 1949'da 24.5 milyar dolar olan altın rezervi, 1958'de 20.5 milyar dolara, 1971'de ise 11 milyar dolara geriledi (Uzunoğlu vd., 1995: 20). Altın spekülasyonunu önlemeye yönelik olarak oluşturulan mekanizmalar etkin olamadı ve sistem bünyesinde taşıdığı diğer bir takım olumsuzluklarla birlikte çöküş sinyalleri

vermeye başladı. Özellikle 1961'de Batı Almanya ve Hollanda'nın yaptığı revalüasyonlar, 1967'de İngiltere'nin ve 1969'da Fransa'nın gerçekleştirdiği devalüasyonlarla sabit döviz kurlarını devam ettirmek önemli bir problem olmaya başladı (Ayling, 1986: 49).

1971'de Avrupa paralarının büyük çoğunluğu piyasa dalgalanmasına bırakılmıştı. Hedef uluslararası borsalardaki spekülatif hareketleri frenlemek ve ABD başta olmak üzere gelişmiş ekonomilerde biriken atıl fonların uluslararası sermaye hareketleri olarak mobilite kazanmasına bir sınırlama getirmektir. Ağustos sonunda Avrupa'dan sonra Japonya da ABD'den yoğun bir şekilde gelen dolar girişine dayanamayıp, Yen'i piyasa dalgalanmasına bırakmak zorunda kaldı (Uzunoğlu vd., 1995: 22). Hızla artan petrol fiyatları da döviz kurları üzerinde baskı oluşturdu. Bu baskılar nedeniyle 2 Mart 1973'te döviz piyasaları iki hafta kapatıldı. Böylece Bretton Woods çağı sona ermiş bulunuyordu.

Aynı dönemde kalkınma sermayesi gereksinimlerini daha süratli elde etmek isteyen az gelişmiş bölgelerdeki (Latin Amerika, Asya ve Afrika) finansal merkezlerin sayısında artış ortaya çıktı. 1960'tan sonra gelişmekte olan ülkelere yönelik ticari banka kredilerinde dolaysız yabancı sermaye yatırımları aleyhine hızlı bir artış gerçekleşti (Eaton, 1989: 1307).

İkinci Dünya Savaşı'nın hemen sonrasında ve 1950'lerde gelişmekte

olan ülkelerin dünya sermaye piyasalarından borçlanma olanakları hemen hemen hiç yoktu. Finansmanın çoğu yeni oluşturulan Dünya Bankası ve ABD İhracat-İthalat Bankasından alınan krediler ve bu ülkelere yapılan dolaysız yatırım şeklindeydi. Mikesell, 1945-53 arasında Latin Amerika için toplam 4.7 milyar dolarlık brüt sermaye girişlerinin büyük bir kısmının resmi kaynaklardan oluştuğunu, buna karşılık 2.9 milyar dolarlık brüt bir sermaye çıkışı olduğunu ve bunun 2 milyar dolarını yabancı mülkiyetli sermayenin yeniden satın alınmasının oluşturduğunu belirtmektedir (Cardoso and Dornbusch, 1989: 1397). 1960'ların sonlarına doğru yeni gelişmekte olan ülkelere bir kısmı özel sermaye piyasalarına girmeye başladılar ve tedrici olarak resmi akımlardan özel sermaye akımlarına doğru bir kayma gerçekleşti. Latin Amerika'daki bazı ülkeler bu dönemde önemli sayılabilecek miktarlarda tahvil ihracı gerçekleştirebildiler (Kruiger, 1991: 168).

6. ÇOKLU SİSTEM DÖNEMİ

1973'de Bretton Woods sisteminin yıkılmasından sonra, uluslararası anlaşmalara dayalı yeni bir sistem oluşturma arayışları devam etti. Birkaç defa ABD'nin öncülüğünde yeniden tüm dünya ülkeleri ulusal paralarının tek bir sisteme bağlı olduğu yeni bir uluslararası para sisteminin kurulması fikri gündeme getirilmişse de⁽²⁴⁾ bunlara işlerlik kazandırılmamış ve bugünkü farklı uygulamalar ortaya çıkmıştır. Bretton Woods sonrasında

devletlerin ellerinde tuttıkları döviz kurlarını ve bu çerçevede sermaye hareketlerini belirleme fonksiyonları piyasalara devredilmiş, devlet politikalarının idare ettiği uluslararası finans sistemi piyasalar tarafından yönlendirilmeye başlanmış (Padoa-Schioppa, 1996: 46), dünya likidite arzını yöneten açık ya da gizli herhangi bir kural kalmamış ve yeni sistem tam bir sistemsizlik olarak belirlenmeye başlamıştır.

Paraların serbest dalgalanmaya bırakılmasına bağlı olarak, her ülke kendi ulusal parasının değerini en ideal koşullarda koruyabileceği bir kambiyo sistemini uygulamaya geçirdi. Bu çerçevede ülkelerin uyguladıkları döviz kuru sistemleri, sabit ve değişken kur sistemi olmak üzere iki ana gruba ayrılmakla birlikte bu iki grup arasında yer alan ve karma sistemler olarak adlandırılan uygulamalar da giderek yaygınlık kazandı. Yönetimli dalgalanma, geniş marjlı pariteler, sürünen pariteler ve para alanları (currency areas) bu uygulamalara örnek olarak verilebilir. Bu durum IMF Sözleşme Metninde değişiklik yapılmasını gerektirmiş ve 1977'de Jamaika'daki bir toplantıda gerekli değişiklikler yapılarak, 1 Nisan 1978'de işlerlik kazanmıştır. Bu değişikliklerle belirli bir süre öncesinden haber verilmesi koşuluyla üye ülkelerin istedikleri kur sistemine geçmeleri veya kullanmaları kabul edilmiştir. Buna karşılık üye ülkeler izledikleri kur politikaları ile diğer ülkelerin ödemeler dengesinin zarar görmesine fırsat verilmemesi ve döviz spekülasyonlarının

frenlenmesi konularında duyarlı olacaklardır⁽²⁵⁾.

Bu dönemde haberleşme ve bilgisayar teknolojisinde çok önemli yenilikler gerçekleşti. Birbiriyle ilişkili ve paralel olan bu gelişme ve değişimler bir yandan bankacılık alanındaki bilgi birikimini artırırken, diğer yandan da uluslararası finansal piyasaları büyük bir rol ve öneme kavuşturdu. Döviz kurları ve faiz oranları büyük ölçüde değişken hale geldi. Bretton Woods sisteminde işletmeler döviz kuru hareketlerine karşı korunmak ihtiyacı pek duymuyorlardı. Ancak 1970'lerdeki dalgalı döviz kuru rejimleri, para değerlerinde hızlı ve aşırı değişiklikler ile karakterize edildiği için döviz danışma (advice) ve hedging hizmetlerine yönelik talebi artırdı (Kidwell vd.: 1993: 333).

Bretton Woods döneminde esasen sınırlı bir uluslararası sermaye hareketliliği vardı. Bunun aksine dalgalı kur döneminde sermayenin artan ölçüde uluslararasılaştığı ve niteliksel olarak yeni boyutlar kazandığı görüldü. Kurlarda ortaya çıkan aşırı değişkenliğin uluslararası sermaye hareketlerini engellemesi beklenirken (Kauffman, 1986: 88), tam tersi bir durum gerçekleşti. Dolayısıyla 1970'lerdeki kredi dalgası döviz kurlarındaki artan değişkenlik sebebiyle değil, ona rağmen gerçekleşmiştir. Bu hareketliliğin önemli bir sebebi finansal piyasalarda özellikle döviz kuru ve faiz oranı risklerini yönetmeye yönelik yeni finansman teknikleri ile araçlarının kullanılmaya başlanması olmuştur. Bretton Woods sisteminin yıkılışıyla birlik-

te 1970'lerde görülmeye başlayan döviz kuru ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar, uluslararası alanda çalışan banka ve şirketler açısından ciddi bir risk oluşturmaya başlamıştır. Bu riski ortadan kaldırmak için birçok araç geliştirilmiş (finansal türevler) ve bu araçlar sermayenin uluslararası hareketinde önemli artışlara yol açmıştır. 1970'ler ve 1980'lerde toplam brüt sermaye akımlarının kompozis-

yonundaki değişiklikler Tablo 10'da gösterilmektedir.

Tablodan dönem içinde dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının oldukça önemli bir kısmının gelişmiş ülkeler arasında gerçekleştiği (dönem ortalaması 369.7 milyar dolar), gelişmekte olan ülkelerin ise bu açıdan pek şanslı olmadıkları (yıllık ortalaması 66.6 milyar dolar) ve dönemin sonlarında net bir çıkış yaşandığı görül-

Tablo 10
Brüt Sermaye Akımlarının Bileşimindeki Değişiklikler, 1973-88,
Yıllık Ortalamalar (Milyar Dolar)

| | Brüt Çıkışlar (Yerleşiklerin Mülkiyeti) | | | Brüt Girişler (Yerleşik Olmayanların Mülkiyeti) | | | Net Çıkışlar | | |
|---------------------------------|---|--------------|--------------|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 1973-78 | 1979-82 | 1983-88 | 1973-78 | 1979-82 | 1983-88 | 1973-78 | 1979-82 | 1983-88 |
| Sanayileşmiş Ülkeler | | | | | | | | | |
| Dolaysız Yatırım | 26.3 | 45.9 | 94.2 | 15.1 | 36.0 | 69.0 | 11.2 | 9.9 | 25.2 |
| Resmi Sermaye | 8.4 | 14.1 | 16.2 | 11.3 | 12.3 | 7.2 | -2.9 | 1.8 | 9.0 |
| Portfolyo Sermayesi | 11.0 | 29.6 | 142.6 | 9.5 | 35.8 | 128.9 | 1.5 | -6.2 | 13.7 |
| Uzun Vadeli Bankacılık Akımları | 12.3 | 32.3 | 17.8 | 4.9 | 5.4 | 13.6 | 7.4 | 26.9 | 4.2 |
| Diğer | 17.4 | 40.8 | 46.7 | 20.4 | 37.7 | 37.6 | -3.0 | 3.1 | 9.1 |
| Toplam | 75.4 | 162.7 | 317.5 | 61.2 | 127.2 | 256.3 | 14.2 | 35.5 | 61.2 |
| Gelişmekte Olan Ülkeler | | | | | | | | | |
| Dolaysız Yatırım | 0.4 | 1.1 | 1.5 | 5.7 | 14.9 | 15.0 | -5.3 | -13.8 | -13.5 |
| Resmi Sermaye | 7.0 | 31.2 | 35.1 | 13.3 | 28.3 | 35.9 | -6.3 | 2.9 | -0.8 |
| Portfolyo Sermayesi | 4.3 | 18.5 | -4.0 | - | 3.9 | 3.6 | - | 14.6 | -7.6 |
| Uzun Vadeli Bankacılık Akımları | 0.2 | 0.4 | 0.4 | 19.7 | 20.6 | 29.2 | -19.5 | -20.2 | -28.8 |
| Diğer | 4.8 | 20.5 | 5.5 | 12.5 | 31.2 | -5.9 | -7.7 | -10.7 | 11.4 |
| TOPLAM | 16.7 | 71.7 | 38.5 | 51.2 | 48.9 | 77.8 | -34.5 | -27.2 | -39.3 |

KAYNAK: Julian S. Alworth and Philip Turner: "The Global Pattern of Capital Flows in The 1980s", in *Capital Flows in The World Economy: Symposium 1990*, Edited by: Herst Siebert, Institut Für Weltwirtschaft An Der Universität Kiel, 1991, s. 126.

mektedir. Resmi sermaye akımları esas olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik olmakla birlikte dönemin sonlarına doğru önemli ölçüde azalarak negatif düzeylere inmiştir. Sanayileşmiş ülkelerle ilgili olarak tablodan 3 sonuç çıkarılabilir.

1- Ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin hacmi önemli bir şekilde artmıştır. Kısa vadeli bankacılık akımları hariç (bunlar büyük ölçüde interbank işlemleri ile dengelenmektedirler) sermaye akımlarının hacmi tabloda gösterilen her alt dönem arasında iki katından daha fazla artmıştır.

2- 1982'den sonra sermaye akımlarının bileşiminde belirgin bir kayma ortaya çıkmış, toplam sermaye akımlarında portföy yatırımlarının payı (esas olarak tahviller) 1979-82 ve 1983-88 arasında % 18'den yaklaşık olarak % 45'e yükselmiştir. 1980'lerin ortalarında ve özellikle 1985'ten sonra dolaysız yabancı sermaye yatırımlarında da bir genişleme ortaya çıkmıştır. Diğer yandan ödemeler bilançosu istatistiklerinden ölçüldüğü kadarıyla, bankalar tarafından verilen yıllık ortalama uzun vadeli krediler mutlak olarak azalırken, (1979-82 ve 1983-88 arasında 32 milyar dolardan 18 milyar dolara) resmi sermaye akımlarının nispi önemi (esas olarak döviz rezervlerindeki hareketler) azalmıştır.

3- 1980'lerin ortasında bankacılık sistemi vasıtasıyla net kısa vadeli sermaye girişlerinde önemli bir genişleme ortaya çıkmıştır. 1973-1980 arası

dönemde uluslararası bankacılık önemli ölçüde gelişme göstermiştir. Bankalar ülke sınırları içerisinde yabancı kaynak gereksinimini giderirken, uluslararası para piyasalarından da fon sağlama ve yatırım yapma olanağı bulmuşlardır.

Sistemsiz dönemin her bir 10 yılında bir bütün olarak dünya ekonomisini ve bu arada finansal ilişkileri önemli ölçüde etkileyen ve değişime uğratan farklı gelişmelerle yaşandı. Aşağıda bu gelişmeler, döneme damgasını vuran diğer olaylarla birlikte ayrı başlıklar halinde incelenecektir.

6.1. Enerji Krizi

1973 ve 1979'da petrol fiyatlarındaki yüksek artışların (literatürde "petrol şokları" veya "enerji krizi" olarak adlandırılır) ortaya çıkardığı büyük makroekonomik karışıklık, 1970'lerde ve 1980'lerin başında sermaye akımlarının coğrafi yapısı ve bileşimi üzerinde önemli etkiler ortaya çıkardı. Bu dönemde, ülkelerarası sermaye hareketleri genel olarak değişken faizli banka kredileri, hükümetler arası krediler ve özellikle doğrudan yatırımlar şeklinde gerçekleşmekteydi. Her bir petrol fiyat artışının arkasından OPEC ülkelerinin cari hesaplarında önemli bir genişleme ve arkasından buna eşit daralmalar oldu. Bu durum Tablo 11'de net bir şekilde görülmektedir.

1973'teki ilk petrol şokunun ardından petrol ithal eden birçok gelişmekte olan ülke büyük cari hesap açıklarıyla karşılaşırken, petrol ihracatçılarının cari hesapları önemli faz-

lalar verdi. İhracatçı ülkelerin cari hesapları 1974'te 67.4 milyar dolarlık bir fazla vermiş, bu fazla 1978'de 2.4 milyar dolarlık açık hariç, artarak devam etmiş ve 1980'de 103 milyar dolara ulaşmıştır. Fakat 1982'de yeniden bir açık (93 milyar dolar) ortaya çıkmıştır. Petrol ihracatçısı olmayan ülkelerin cari açıkları ise dönem boyunca yıllık ortalama % 66 artarak 1981'de 99.2 milyar dolara ulaşmıştır.

OPEC ülkelerinin cari hesap fazlaları başlangıçta gelişmekte olan ülkelerin büyük ticari bankalarında kısa vadeli likit finansal aktiflere yönettirilmiştir. Petro-dolarların ödünç yoluyla devreye sokulmasında IMF ve Dünya Bankası aktif bir rol oynamakla birlikte, OPEC ülkeleri ödünçlerini daha çok ikili anlaşmalar yoluyla vermeyi

tercih ettiler. Bankalar, daha önce dışa dönük strateji izleyen gelişmekte olan ülkelere verdikleri kredilerden oldukça kârlı çıkmışlardı. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler cari hesap açıklarını özel bankalar kanalıyla finanse etmekte sıkıntı çekmemişler (Alworth and Philip Turner, 1991: 128), böylece ağırlıklı olarak parasal ve finansal sermaye hızla uluslararasılaşma sürecine girmiştir.

Euro-piyasaların dışında, yurtiçi sermaye piyasalarında da uluslararasılaşma yönünde gelişmeler ortaya çıkmış ve yeni piyasa türleri işlemeye başlamıştır. Bunlardan birisi, uluslararası yatırımcılara kendi dış ticaret aktiviteleri ve yatırımları için geniş bir spekülasyon ve hedging alternatifleri sağlamak üzere 1972'de Şikago da

Tablo 11
Petrol Şokları ve Ödemeler Dengesi Cari Hesabı, 1973–1982 (Milyar Dolar)

| ÜLKE GRUBU | 1973 | 1974 | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 |
|--|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Yedi En Büyük Sanayileşmiş Ülke | 9.1 | -12.6 | 16.5 | -0.4 | -1.8 | 21.2 | -9.8 | -30.4 | 3.2 | -5.0 |
| Diğer Sanayileşmiş Ülkeler | 4.6 | -8.8 | -6.9 | -10.1 | -13.7 | -6.5 | -13.8 | -29.0 | -20.8 | -15.9 |
| Petrol İhraç Eden Gelişmekte Olan Ülkeler | 6.6 | 67.4 | 32.6 | 37.9 | 22.2 | -2.4 | 59.9 | 103.5 | 46.6 | -9.3 |
| Petrol İhraç Etmeyen Gelişmekte Olan Ülkeler | -5.4 | -30.5 | -39.8 | -27.3 | -23.1 | -32.6 | -48.6 | -76.1 | -99.2 | -74.5 |
| Toplam | 14.9 | 15.5 | 2.4 | 0.1 | -16.4 | -20.3 | -12.3 | -32.0 | -70.2 | -104.7 |

KAYNAK: Julian S. Alworth and Philip Turner: "The Global Pattern of Capital Flows in The 1980s", in *Capital Flows in The World Economy: Symposium 1990*, Edited by: Herst Siebert, Institut Für Weltwirtschaft An Der Universität Kiel, 1991, s. 123.

açılan "Uluslararası Para Piyasası" idi. Bu arada kurumsal düzeyde dikkatler daha çok uluslararası finansal akımları teşvik etmek ve koordine etmek üzerine yönlendirilmişti (Ayling, 1986: 53). 1979'dan sonra global yatırımlarda ortaya çıkan artış esas olarak yerleşik piyasalarda (mature markets) odaklanmıştı⁽²⁶⁾.

6.2. Borç Krizi

Gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarındaki şiddetli artış, 1980'lerin başlarında dış borç bunalımına dönüştü. Yukarıda da belirtildiği gibi, 1973 ve 1979 petrol şokları, kısa vadede OPEC ülkelerinden Avrupa ve ABD bankalarına büyük ölçekli sermaye akımlarına (petro-dolarlar) yol açtı. Bu fonların büyük bir kısmı kambyo denetimlerini gevşetmiş bulunan gelişmekte olan ülkelerin dış açıklarının finansmanında kullanıldı. Tablo 12'de petro-dolarların yöneldiği kaynaklar gösterilmektedir.

İlk petrol krizinin ardından OPEC ülkelerinin ellerinde bulunan atıl fonların büyük bir kısmı (% 37) ABD dışındaki

bankalarda tutulurken, gelişmekte olan ülkelere yönelen kısmı da önemli sayılabilecek düzeylere ulaştı. İkinci petrol şokunun ardından ise ABD'de banka dışı plasmanlarda bir yoğunlaşma dikkat çekmektedir. Banka plasmanının büyük bir kısmı dalgalı faiz oranlarının bulunduğu Euro-para piyasaları kanalıyla gerçekleştirildi (Yaghmaian, 1997: 61) 1970'lerde gelişmekte olan ülkeler için banka finansmanı dolaysız yabancı sermaye yatırımlarından daha kolay elde edilebilir ve politik olarak daha az külfetli bir olgu olarak değerlendirilmekteydi (Eichengreen, 1991 b: 21). Kriz yıllarına kadar olan dönemde söz konusu ülkelere yönelik sermaye akımları Tablo 13 yardımıyla net bir şekilde gözlenebilir.

Dönem içerisinde portföy yatırımları, dolaysız yabancı sermaye yatırımları ve ihracat kredilerindeki ortalama artış sırasıyla % 07, % 12 ve % 17'dir. Portföy yatırımlarının toplam içindeki ağırlığının fazla değişmediği bu dönemde söz konusu ülkelerin dış borçlarında önemli artışlar oldu⁽²⁷⁾. Bu

-Tablo 12
Petro-Dolar Plasmanının Dağılımı (%)

| | Ekim 1973/Ekim 1978 | Ekim 1978/Haziran 1982 |
|-----------------------------------|---------------------|------------------------|
| ABD'deki bankalar | 5.0 | 4.0 |
| ABD Dışındaki Bankalar | 37.0 | 34.0 |
| ABD'de Banka Dışı Plasmanlar | 15.0 | 24.0 |
| ABD Dışında Banka Dışı Plasmanlar | 23.0 | 23.0 |
| Uluslararası Örgütlere Katkı | 5.0 | 2.0 |
| AGÜ'lere Doğrudan Kredi | 15.0 | 13.0 |

durum faiz oranlarında 1978'de başlayan şiddetli artış⁽²⁸⁾, dolardaki aşırı değerlenme ve 1980'lerin başlarında dünyada yaşanan resesyon ile birleşince, dış borç bunalımına (uluslararası bankacılık krizi) giden yol açılmış oldu.

Gelişmekte olan ülkelere gerçekleştiren önemli miktarlardaki sermaye kaçıışı da krizi şiddetlendiren diğer bir olgu oldu. Bu durum Tablo 14'den izlenebilir.

1985'e gelinceye kadar gelişmekte olan ülkelere toplam sermaye kaçıışının 200 milyar dolar olduğu tahmin edilmektedir. Bazı göstergelere göre sermaye kaçıışı 1975-85 arasında Venezuela'nın dış borcundaki artışın % 100'ünü, Arjantin ve Meksika için % 60'tan fazlasını açıklamaktadır (Alworth and Turner, 1991: 127). 1982'den sonra da devam eden bu durum, dış kredilerin azalması ile birlikte ithalat azalmasına yol açarak,

Tablo 13
Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Sermaye Akımları (1956-1984)

| DÖNEM | Toplam Akımlar (Milyar Dolar) | Portföy Yatırımları (Toplamın Yüzdesi) | Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımları (Toplamın Yüzdesi) | İhracat Kredileri (Toplamın Yüzdesi) |
|-----------|----------------------------------|---|--|---|
| 1956-1959 | 7.082 | 44.2 | 31.1 | 5.2 |
| 1960-1964 | 9.904 | 34.1 | 18.8 | 7.3 |
| 1965-1969 | 11.865 | 42.9 | 21.4 | 11.0 |
| 1970-1974 | 20.805 | 45.9 | 24.3 | 9.6 |
| 1975-1979 | 55.384 | 60.5 | 19.0 | 13.4 |
| 1980-1984 | 80.923 | 56.8 | 13.2 | 9.6 |

KAYNAK: Eliana A. Cardoso and Rudiger Dornbusch: "Foreign Private Capital Flows", in *Handbook of Development Economics*, Edited by. Hollis Chenery and T.N. Srinivasan, Vol. 2, Elsevier Science Publisher BV, 1989, s. 1400.

Tablo 14
Kümülatif Sermaye Kaçıışı, 1976-1982, (Milyar Dolar)

| Arjantin | Brezilya | Kore | Meksika | Fillipinler | Venezuela |
|----------|----------|------|---------|-------------|-----------|
| 22.4 | 5.8 | 3.3 | 25.3 | 4.5 | 20.7 |

KAYNAK: Eliana A. Cardoso and Rudiger Dornbusch: "Foreign Private Capital Flows", in *Handbook of Development Economics*, Edited by. Hollis Chenery and T.N. Srinivasan, Vol. 2, Elsevier Science Publisher BV, 1989, s. 1424.

büyüme üzerinde önemli bir sınırlayıcı baskı oluşturdu.

Kriz 1970'lerin başındaki enerji bunalımından beri varolmakla birlikte ancak Meksika'nın 12 Ağustos 1982'de daha önce programlanan dış borç ödemelerini artık karşılayamayacağını ilan etmesinden ve döviz piyasalarını kapatmasından sonra görünür hale geldi. Meksika'yı çok sayıda ülke takip etti ve 1980'li yılların sonlarına kadar yaklaşık 40 ülke ticari bankalarla yıllık yeni ödeme planları üzerinde anlaşma sağladılar. Bu yaygın borç servis problemlerinin, sadece doğrudan ilgili olanlar (yani orta gelirli gelişmekte olan ülkelere ve uluslararası bankalar) için değil, aynı zamanda uluslararası finansal sistemin fonksiyonu üzerinde de şiddetli etkileri oldu.

Cardoso ve Dornbusch, krizi borçlu ülkelerde ekonomi yönetiminin olağanüstü derecede kötü oluşuna bağlamaktadırlar. Çünkü bütçe açıkları geniş ölçüde artmasına, sermaye kaçıışı ve tüketim malları ithalatında önemli artışlar olmasına ve döviz kurları aşırı değerlenmesine rağmen tüm bunlar gelecekteki maliyeti dikkate alınmadan dış borç birikimi ile finanse edilmişti. Diğer taraftan dünya ekonomik ortamında 1930'larda olduğu gibi önemli bir daralma ortaya çıkmış ve bu da söz konusu süreci hızlandırmıştır (Cardoso and Dornbusch, 1989: 1401). Yaghmaian ise, petrol fiyat artışları doğrultusunda gelişmekte olan ülkelerde ticari açığın artmasını en önemli faktör olarak değerlendirmektedir (Yaghmaian,

1997: 50). Borç krizinin aşılması için, ikincil piyasaya dayalı farklı borç swap mekanizmaları⁽²⁹⁾ yürürlüğe konuldu. Teorik olarak sermaye girişlerinde bir artışa denk olacağı öne sürülen (Edwards, 1991: 269) borç swaplarından en önemlileri, borç hisse senedi swapları ve borç geri satın alımlarıydı. Kriz nedeniyle gelişmekte olan ülkelere yönelik gönüllü özel sermaye hareketleri 1980'lerin sonlarına kadar hemen hemen tamamen durdu. Geleneksel dış finansman olanaklarının sınırlılığı nedeniyle finansman temininde yaşanan güçlükler çeşitli uluslararası kurumları geliştirmekte olan ülkelere yönelik yeni dış finansman enstrümanları arayışına itmiş, bu arayış daha sonra uluslararası portföy yatırımlarının geliştirmekte olan ülkelere alternatif bir dış finansman aracı olarak öne çıkmasıyla sonuçlanmıştır. 1980'ler boyunca resmi transferler yıllık olarak 10-15 milyar dolar arasında değişirken, dolaysız yabancı sermaye yatırımları 9.5 - 20 milyar dolar arasında olmuş, bir bütün olarak geliştirmekte olan ülkeler yıllık ortalama 15 milyar dolar civarında finansal aktif satmışlardır (Krueger, 1991: 181).

1982 borç krizinden sonra geliştirmekte olan dünyanın koşulları önemli ölçüde değişti. Bir ölçüde cömert yabancı fon akımlarının ateşlediği hızlı büyüme yıllarından sonra bu ülkeler önemli bir duraklamaya maruz kaldılar. Büyüme hızları aniden düştü, işsizlik çok yüksek seviyelere çıktı ve şiddetli ödemeler bilançosu krizleri yaşandı. Net uluslararası kaynak transferlerinin yönü tersine döndü ve

gelişmekte olan ülkelerden gelişmiş ülkelere doğru akmaya başladı. Bu değişiklikler en çarpıcı olarak Latin Amerika'yı etkiledi. 1980'ler boyunca Latin Amerika'da ve Karayipler'de bir bütün olarak (Küba hariç) reel kişi başına gelir % 8.7 kadar azaldı. Bu azalma Arjantin, Bolivya, Peru ve Nikaragua'da % 20'den daha fazlaydı (Edwards, 1991: 255; Krueger, 1991: 172).

Borç krizinin en ciddi sonuçlarından biri, birçok gelişmekte olan ülke için dünya sermaye piyasasına girişin, tamamen kapanmasa bile, büyük ölçüde kesilmesi; bir diğeri dış borcun büyük bir kısmının uluslararası piyasalarda menkul kıymetleşmesi sürecinin yaşanması oldu (Edwards, 1991: 255). Net fon hacminin % 20'den daha azını oluşturan uluslararası menkul kıymet ihraçları (yabancı tahviller, Euro-tahviller ve kısa vadeli Euro-senetler) 1984-89 boyunca net banka ve tahvil finansmanının yaklaşık % 50'sine ulaştı (Alworth and Turner, 1991: 127). Bu dönemde tahvil yatırımları Tablo 15'ten izlenebilir.

Tahvil yatırım akımlarına Japon kurumlarının büyük ölçekli yabancı tahvil talepleri yön verdi. Sadece 1985-88 için kümülatif net yabancı tahvil alımları 309 milyar doları buldu. Bu rakam diğer ülkelerin toplam talebinden fazladır (toplamın % 61'i). 1985-1988 döneminde Japonya kaynaklı tahvil yatırımları yıllık ortalama % 18.5 artarak 1988'de 84.4 milyar dolara ulaşmıştır. Bu akımlar 1975-79 arasında daha çok Almanya'ya yönelmiş, daha sonra ABD ve Japonya

öne çıkmıştır. Diğer taraftan yerleşik olmayanların yurtiçinde ihraç edilen menkul kıymet alımları, uluslararası tahvil ihraçları alımının gerisinde kalmış ve bankalar menkul kıymetlerin başlıca ihraççıları ve alıcıları olmuştur (Alworth and Turner, 1991: 127). Menkul kıymetleşme, 1970'lerde sendikasyon kredileri artmaya başlamadan önce yürürlükte olan aracılık şekline bir dönüşü ifade ediyordu.

Gelişmekte olan ülkelerde dışa doğru sermaye hareketlerinde ortalama yıllık azalma 1979-82'de 72 milyar dolardan 1983-88'de 39 milyar dolara düştü. Bunun sebebi, dışa doğru resmi sermaye akımlarının fiili olarak genişlemesine karşılık özel yatırımların azalmasıydı. İçeride doğru sermaye hareketlerinde de bir daralma ortaya çıktı. Bazı ülkelerde bu durum sermaye kaçışından kaynaklandı. Resmi fonlar Düşük gelirli Asya ve Afrika ülkeleri için 1970'ler ve 1980'ler boyunca temel ve hemen hemen tek dışsal finansans kaynağı olarak kaldılar (Eaton, 1989: 1307)

Ticari bankalardan gelişmekte olan ülkelere yönelik net akımlar önemli ölçüde azalarak, 1984'ten sonra negatif oldu (Gooptu, 1994: 21). 1980'li yıllarla birlikte sermaye kontrollerinin ilerleyen liberalizasyonu ve özel döviz kuru ve faiz oranı bileşimlerinin varlığı bir yandan banka dışı kurumların döviz cinsinden borçlanmasını teşvik ederken, diğer yandan değişik merkezlerdeki bankalar arası arbitraj faaliyetlerinde önemli bir artış ortaya çıkardı⁽³⁰⁾. Uluslararası piyasalar vasıtasıyla kanalize edilen

önemli miktardaki yurtdışı kredi hacmi ile birlikte bu durum brüt banka-ilişkili sermaye hareketlerinde çok belirgin bir genişleme ortaya çıkardı (Pain, 1993: 83; Alworth and Turner, 1991: 132).

1980'li yıllarda birçok ülkede yaşanan konvertibiliteye geçiş süreci Eorü-piyasaların gelişmesine katkıda bulunmuş, sınırlamalara tabi olmaksızın dolaşan devletsiz ulusal paralar piyasasının olağanüstü boyutlara ulaşmasını sağlamıştır. 1980 sonrasında parasal biçimdeki sermaye özel-kamusal tahvillere, hisse senetlerine ve özelleştirilen kamu girişlerine yönelmiştir. 1989'a kadar ABD yerleşikleri

yeni banka dışı mevduatların başlıca kaynağı durumundaydılar. Euro-dolar mevduatlar ABD'deki bankaların önerdiği finansal araçlara nazaran daha yüksek getiriler sunuyordu. 1980'lerin başlarında kurulan ve hızla gelişen Para Piyasası Yatırım Fonları, ABD yerleşiklerinin Euro-dolar mevduat hesaplarının önemli bir kısmını oluşturmaktaydı. Banka dışı yerleşiklerin yeni uluslararası mevduatları 1980 öncesine nazaran çok hızlı bir şekilde artmıştı. Bu durum yurtdışı para piyasasındaki rijitlikler, döviz kontrollerindeki değişiklikler ve vergi faktörleri ile açıklanmaktadır (Alworth and Turner, 1991: 132).

Tablo 15
Tahvil Yatırım Akımları: 1985-1988 (Milyar Dolar)

| | KÜMÜLATİF | | | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 |
|-----------------|-----------|---------|---------|------|------|------|------|
| | 1975-79 | 1980-84 | 1985-88 | | | | |
| ÇIKIŞLAR | | | | | | | |
| ABD | 27.8 | 20.4 | 21.3 | 3.8 | 3.3 | 7.2 | 6.9 |
| Japonya | 12.2 | 68.3 | 309.4 | 58.3 | 94.7 | 71.9 | 84.4 |
| Almanya | 6.9 | 19.1 | 61.9 | 9.4 | 7.5 | 13.7 | 31.2 |
| İngiltere | - | 27.2 | 50.6 | 17.5 | 25.3 | -4.2 | 12.1 |
| İsviçre | 26.8 | 37.1 | 31.2 | 5.1 | 5.4 | 4.4 | 16.2 |
| Belçika | 4.4 | 13.0 | 28.8 | 6.1 | 6.4 | 4.5 | 11.8 |
| GİRİŞLER | | | | | | | |
| ABD | 10.3 | 47.0 | 201.1 | 66.7 | 60.1 | 26.2 | 48.1 |
| Japonya | 10.8 | 42.5 | 101.8 | 18.4 | 15.6 | 39.8 | 28.0 |
| Almanya | 14.9 | 39.2 | 44.3 | 10.4 | 26.6 | 12.5 | -5.3 |
| İngiltere | 5.6 | 2.8 | 26.6 | 5.6 | 7.6 | 6.7 | 6.7 |
| Fransa | 6.3 | 26.1 | 37.3 | 8.9 | 7.8 | 8.8 | 11.8 |
| Kanada | 25.8 | 32.1 | 42.7 | 8.1 | 16.2 | 5.9 | 12.5 |

KAYNAK: Julian S. Alworth and Philip Turner: "The Global Pattern of Capital Flows in The 1980s", in *Capital Flows in The World Economy: Symposium 1990*, Edited by: Herst Siebert, Institut Für Weltwirtschaft An Der Universität Kiel, 1991, s. 134.

1980'li yıllarda ortaya çıkan en önemli değişim, döviz kurlarının cari hesaptaki değişmelerden çok sermaye hareketlerine bağlı olarak hareket etmesi ve sermaye hareketlerinin de üretken yatırım talebinden ziyade devalerlerin spekülâtif davranışlarına bağlı hale gelmesidir (Ashworth, 1987: 311). Bu yıllarda banka bilançolarının para bileşiminde ABD dolarının payı azaldı. Dolar dışındaki paraların toplam sınır ötesi banka alacakları içindeki payı 1979'un sonunda % 37 iken, 1989'un sonuna kadar % 48'e çıktı (Alworth and Turner, 1991: 133): 1979 sonunda ABD'de faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıyla birlikte LIBOR % 10'un üzerine çıktı⁽³¹⁾. ABD ticaret açığının bü-

yük ve sürekli hale geldiği 1984'ten bu yana ABD'ye yönelik yatırım akımları önemli bir şekilde arttı. 1980-1996 arasında toplam ABD portfolyosu içinde yabancı menkul kıymetlerin payı % 2.5'ten yaklaşık % 8'e yükseldi. Yabancı portfolyonun bileşiminde de Kanada hisse senetlerinden Avrupa, Japonya ve emerging piyasalara⁽³²⁾ doğru önemli bir kayma ortaya çıktı (Bkz. Bohn and Tesar, 1996: 77). Bu akımların makroekonomik planlama, uluslararası rekabetçilik ve uluslararası risk çeşitlendirme (bu arada ulusların karşılıklı bağımlılığı) üzerinde önemli politik sonuçları oldu. 1983-87 arasında ABD cari açığının finansmanının yaklaşık % 30'una ABD'deki bankalar aracılık etti. Ancak

Tablo 16

Kurumsal Yatırımcıların Yabancı Menkul Kıymetlere Yatırımları (Kendi Toplam Menkul Kıymet Yatırımlarının Yüzdesi Olarak)

| | 1980 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 |
|---------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| JAPONYA | | | | | | |
| Yaşam Sigortası Şirketleri | 7.4 | 26.4 | 28.9 | 31.4 | 31.1 | 33.9 |
| Menkul Kıymet Yatırım Tröstleri | 3.7 | 10.3 | 17.5 | 14.0 | 14.4 | 14.1 |
| ALMANYA | | | | | | |
| Yatırım Şirketleri | 10.8 | 40.4 | 34.9 | 39.3 | 57.8 | 59.9 |
| İNGİLTERE | | | | | | |
| Sigorta Şirketleri | 6.2 | 14.0 | 14.7 | 11.6 | 12.8 | Vy |
| Emeklilik Fonları | 9.6 | 17.7 | 19.9 | 16.0 | 16.7 | Vy |

KAYNAK: Julian S. Alworth and Philip Turner: "The Global Pattern of Capital Flows in The 1980s", in *Capital Flows in The World Economy: Symposium 1990*, Edited by: Herst Siebert, Institut Für Weltwirtschaft An Der Universität Kiel, 1991, s. 138.

Vy: Veri Yok

1988'den sonra ABD'ye yönelik büyük ölçekli portföy yatırımı ve dolaysız yabancı sermaye yatırımları bankacılık sisteminin aracılık ettiği girişlerin finansman rolünü nispi olarak azalttı. 1980'ler boyunca dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının başlıca sağlayıcısı olarak ABD'nin önemi azaldı. Bu dönemde Japonya ve Almanya'da yurtiçi bankaların aracılık ettiği girişler ve çıkışlar büyük ölçüde cari hesaptaki hareketlerden bağımsız olarak gerçekleşmişti (Alworth and Turner, 1991: 133).

Sınır ötesi portföy yatırımları global sermaye piyasalarının giderek önemli hale gelen bir özelliği oldu. Bu tür yatırımlardaki genişleme sermaye kontrollerinin gevşetilmesine ve menkul kıymet piyasalarında işlem maliyetlerinin düşmesine yol açan dünya çapında yaygın bir finansal liberalizasyon sürecinin ortasında gerçekleşti (Pain, 1993: 83). 1980'ler derinliği yüksek, nispi olarak likit ve hemen hemen tamamen düzenlemele- rin dışında bulunan uluslararası tahvil piyasasının gelişimine tanıklık etti. Piyasanın hacmi 1.000 milyar doların üzerine çıktı (Alworth and Turner, 1991: 135). 1980'lerde AT ülkeleri ve Japonya'da tasarruflar artmaya devam ederken, ABD'de düşme eğilimi gösterdi (Krueger, 199: 81). Bazı ülkelerde (örneğin Belçika ve İsviçre) yabancı menkul kıymetlerin doğrudan hanehalkları tarafından elde edilmesi ön planda iken, yabancı aktiflere yatırım, artan bir şekilde banka dışı finansal kurumların aracılığıyla gerçekleşti. Emeklilik fonlarının, sigorta

şirketlerinin ve diğer finansal kurumların yabancı menkul kıymetlere yatırımları aktifler önemli bir şekilde arttı ve yurtiçi tasarruflar giderek bu kurumlar vasıtasıyla yatırıma kanalize edilmeye başlandı. Döviz işlemlerinin deregülasyonunu takiben Japonya'da sigorta şirketlerinin, İngiltere'de ise sigorta şirketleri ve emeklilik fonlarının portfolyolarında yabancı menkul kıymetlerin payında önemli artışlar ortaya çıktı. Tablo 16'da da görülebileceği gibi, bu artışlar Japonya'da yaşam sigortası şirketlerinde yıllık ortalama % 56, yatırım tröstlerinde ise % 46 civarındadır. Almanya'da yatırım şirketleri için söz konusu oran % 65, İngiltere'de sigorta şirketleri için % 30, emeklilik fonları için % 20'dir. Japon kurumları hemen hemen tek tercih olarak tahvillere yönelirken, İngiltere'dekilerin genellikle hisse senetlerini tercih ettikleri ve tahvillerden kaçındıkları görülmektedir (Alworth and Turner, 1991: 137).

Kamu açıklarının finansmanı da portföy yatırımlarının artmasına katkı yapan bir faktör oldu. 1980'lerde sanayileşmiş ülkelerdeki toplam kamu açıkları ortalama olarak daha önceki yıllardan çok daha büyüktü. Merkez Bankalarının monetizasyona fazla istekli olmamaları özel sektöre yönelik uzun vadeli kamu menkul kıymetler arzının artmasıyla sonuçlandı (Alworth and Turner, 1991: 139).

1980'lerde gelişmekte olan ülkelerde yaşanan dış borç bunalımının da etkisiyle bankaların uluslararası faaliyetlerinin artış hızı yavaşlamış, buna karşılık sermaye piyasalarında

uluslararası nitelikteki işlemlerin payı artmıştır. 1970'lerde dalga halinde artan gelişmekte olan ülkelere yönelik banka plasmanı (net interbank işlemleri) 1982 borç krizinin başlangıcından sonra durma noktasına gelmişti. BIS tarafından kaydedilen verilere göre, 1980'ler boyunca gerçekte bütün nihai banka kredileri sanayileşmiş ülkelere yöneltilmişti. Bunun iki önemli istisnası Doğu Avrupa ve Çin'di. Bankaların likidite seviyelerini korumak için kısa vadeli işlemlere yöneldikleri bu dönemde dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının global dağılımı önemli ölçüde değişti. 1975-84 döneminde dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının 1/4'ü gelişmekte olan ülkelere yönlendirilmesine karşın 1980'lerin ortalarından sonra bu tür yatırımlardaki muazzam artış hemen hemen bütünüyle gelişmiş ülkeler arasında gerçekleşti. Gelişmekte olan ülkelere yönelik girişler dolar bazında nominal olarak fazla değişmedi. 1989'a kadar söz konusu ülkelere yönelik girişler, gelişmiş ülkelere yönelik girişlerin 1/10'undan daha azdı (Alworth and Turner, 1991: 139; Sönmez, 1998: 105) Bu yıllarda uluslararası yatırımlar ABD, Japonya, İngiltere, Almanya, Fransa, İsviçre gibi büyük likit global borsaları tercih etti ve çoğunlukla buralardaki en büyük hisse senetlerini satın aldı (Howell, 1994: 3). 1980'lerin sonlarında yurtdışına doğru hisse senedi yatırım akımları büyük ölçüde ABD'ye yöneldi. Genişleme büyük ölçüde 1985-1986 döneminde oldu, fakat hisse senedi piyasasının çöküşü ile birlikte kesildi. Diğer taraftan ya-

bancı borsalarda işlem gören yurtiçi menkul kıymetlerin hacminde belirgin artışlar oldu. Örneğin Londra'da işlem gören menkul kıymetlerin yaklaşık % 50'sini yabancı hisse senetleri oluşturuyordu (Alworth and Turner, 1991: 135, 136; Krueger, 1991: 164). Bu akımların açıklanmasında faiz oranları farklılıkları, göreceli hisse senedi performansı, karşılıklı döviz kurları ve ticaret akımları gibi geleneksel değişkenlerin nispi güçleri dikkate alınmaktadır (Patel vd., 1995: 56). 1984 sonrası dönem için dış akımları izah eden en önemli değişkenin aktif performansı ölçütleri olduğu tespit edilmiştir (Patel vd., 1995: 56). Yine bu dönemde ABD'ye yönelik Japon yatırımlarındaki çarpıcı artışın açıklanmasında karşılıklı etkiler gözönüne alınmaktadır. Kawai ve Okumuro (1988) ve Koo'ya göre (1989) söz konusu etkiler; Japonya'daki finansal deregülasyon, karşılıklı ticaret denge-sizliklerinin ortaya çıkması ve Japon finansal kurumlarının genişleyen uluslararası rolünden oluşmaktadır (Patel vd., 1995: 62).

1980'li yılların sonlarına doğru, uluslararası bankacılık işlemleri tahvil piyasasının aleyhine tekrar popüler hale geldi ve geleneksel bankacılık kredileri sanayileşmiş ülkelerde ödemeler dengesi açıklarının bir kısmının finansmanında önemli rol oynadı. Uzun vadeli faiz oranlarındaki yükselme ve Ekim 1987'deki borsa krizi Euro-tahvillerin likiditesini ve dolayısıyla çekiciliklerini azalttı. Faiz oranlarındaki düşme ve sanayileşmiş ülkelerdeki yaygın resesyon sonucu

1990'lı yılların başlarında durum tahvil piyasalarının lehine tekrar değişti (Gibson, 1996: 224).

1980'lerin son yarısında ABD'ye yönelik Japon yatırımları önemli bir şekilde arttı. 1989'da Japon yatırımcılar 3.33 milyar dolar değerinde ABD hisse senedi, 6.29 milyar dolar değerinde şirket tahvil ve 1.68 milyar dolar değerinde ABD hazinesinin çıkardığı tahvil ve senetleri satın aldılar. Japon borsasında şiddetli düşüşlerin yaşandığı 1990'da Japon yatırımcılar bu sefer 2.89 milyar dolar ABD hisse senedinin ve 14.78 milyar dolar ABD kamu tahvil ve senedinin (note) satıcıları durumuna geçmişlerdi (Patel vd., 1995: 53).

1980'lerde dolaysız yabancı sermaye yatırımları giderek mevcut şirketlerin satın alınması şekline dönüştü. Bu dönemde en göze çarpan değişiklik ABD'ye yönelik dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının sanayileşmiş ülkelere yönelik girişlerin 1/2'sini oluşturmasıdır⁽³³⁾. Diğer taraftan Avrupa Topluluğuna yönelik dolaysız yabancı sermaye yatırımları da önemli ölçüde artış gösterdi.

6.3. 1990'lı Yıllar

1990'lı yıllar sermayenin ABD ve Japonya gibi sanayileşmiş ülkelere Latin Amerika Orta Doğu ve Asya'nın bazı bölgelerindeki gelişmekte olan ülkelere doğru hareket etmeye başla-

Tablo 17

Gelişmekte Olan Ünelere Yönelik Net Sermaye Akımları (Milyar Dolar)

| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|--|-------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|
| Net Özel Sermaye Akımları ¹ | 123.8 | 119.3 | 181.9 | 152.6 | 193.3 | 212.1 | 149.1 | 64.3 |
| Net Dolaysız Sermaye Yatırımları | 31.3 | 35.5 | 56.8 | 82.7 | 97.0 | 115.9 | 142.7 | 131.0 |
| Net Portföy Yatırımları | 36.9 | 51.1 | 113.6 | 105.6 | 41.2 | 80.8 | 66.8 | 36.7 |
| Diğer Net Yatırımlar | 55.6 | 32.7 | 11.5 | -35.8 | 55.0 | 15.4 | -60.4 | -103.4 |
| Net Resmi Akımlar | 36.5 | 22.3 | 20.1 | 1.8 | 26.1 | -0.8 | 24.4 | 41.7 |
| Rezervlerdeki Değişiklikler ² | -61.5 | -51.9 | -75.9 | -66.7 | -120.2 | -109.1 | -61.2 | -34.7 |
| Cari Hesap | -85.1 | -75.6 | -116.0 | -72.0 | -91.0 | -91.8 | -87.1 | -59.2 |

KAYNAK: IMF: *World Economic Outlook*, May 1999, s. 40.

1): Veri sınırlamaları nedeniyle "Diğer Net Yatırım" kalemi bazı resmi akımları ihtiva edebilmektedir.

2): Eksi işaret artışları göstermektedir.

diği bir dönem oldu⁽³⁴⁾. Bu durum Tablo 17'den izlenebilir.

Özel sermaye akımları 1996 yılına kadar yıllık ortalama % 13 oranında artış göstermiş (1994'teki azalmayı hariç tutarsak bu oran % 16'dır), bu tarihten sonra ise azalmaya başlamıştır. Son yıllarda uluslararası finansal piyasalarda gelişen eğilim, fonların menkul kıymetler aracılığı ile aktarımıdır. Bu çerçevede özel sermaye akımları içinde portföy yatırımlarının ağırlığı dikkat çekmektedir. Özellikle gelişmiş piyasalara tahvil ihracı yoluyla borçlanmanın son dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin artışında özel bir öneme sahip olduğu görülmektedir. Çok sayıda ülkede özelleştirme çalışmalarının hız kazanması ve sermaye piyasalarında getiri oranlarının yükseliği, portföy yatırımları içerisinde hisse senetlerinin ağırlık kazanmasına yol açmıştır⁽³⁵⁾. Resmî akımlar ise iki büyük finansal krizin yaşandığı 1994 ve 1997 sonrası hariç önemli bir düşüş göstermiştir.

Borç araçlarından özkaynak araçlarından (hem dolaysız yatırım, hem de portföy yatırımı şeklinde) doğru bir kaymanın olduğu 1990 sonrasında sermaye akımlarının yaklaşık % 15-20'sinin doğrudan yabancı sermaye yatırımı, geri kalanın ise portföy yatırımı şeklinde olduğu görülmektedir (Aslan, 1995: 70). Bu dönemde gelişmiş ülkelerde ortaya çıkan ekonomik konjonktür nedeniyle faiz oranları düşmüş, buna karşılık gelişmekte olan ülkelere yükselmiştir. Diğer taraftan Japonya ve ABD'de kâr

marjlarının azalması sonucu Japon ve Amerikan firmaları düşük ücretlerini yönlendirmeye başlamışlardır (Calvo vd., 1994: 5-6). Gelişmekte olan ülkelere ulusal gelirin artması, yatırım rejimlerinin değişmesi, ticaret liberalizasyonu ve telekomünikasyon teknolojisinin gelişmesi ile birlikte, bu ülkelere giden dolaysız yabancı sermaye yatırımları da artmış bulunmaktadır (Aslan, 1995: 72).

Gelişmekte olan ülkeler bu dönemde iç ve dış koşulların zorlamasıyla finansal sistemlerinin önemli ölçüde dışa açık hale getirmişler ve uluslararası sermaye piyasaları ile bütünleşmede ileri adımlar atmışlardır. Bu çerçevede sermaye akımlarının büyük bir kısmı, tahvil, özkaynak, mevduat sertifikası ve finansman bonosu şeklinde kısa vadeli portföy yatırımı şeklinde olmuş; son yıllarda portföy yatırımlarının bileşimi de değişmiş ve çoğunlukla portföy çeşitlendirmesi esasına dayalı borç dışı akımlar öne çıkmıştır (Claessens vd., 1994: 55; Gooptu, 1994: 18). Borsalar arasındaki düşük veya negatif korelasyonlar uluslararası çeşitlendirmenin faydalarının göstergesi olarak değerlendirilmiş ve bu kapsamdaki akımlar artmıştır. Diğer taraftan yurtiçi faiz oranlarının yükselmesi, yatırım ikliminin hızla düzelmesi ve sermaye piyasalarının uluslararası piyasalara oranla daha kârlı hale gelmesiyle birlikte borçlu ülkelere 1980'li yıllar boyunca ülke dışına çıkan fonların (sermaye kaçıışı) yeniden geriye dönüşü sağlanmıştır.

Özel sermaye akımlarının yoğun olarak, Doğu Asya ve Latin Amerika ülkelerine yöneldiği görülmektedir. Her iki ülke grubuna yönelik girişler 1991'den sonra hızlanmıştır. Latin Amerika yoğun bir şekilde ABD'den gelen akımlara dayandığı halde Asya'daki gelişmekte olan ülkelere çoğunlukla diğer Asya ülkelerinden sermaye yönelmiştir (Chen and Khan, 1997: 11). Meksika hem portföy özkaynak akımlarını, hem de tahvil finansman akımlarını en fazla alan ülke olmuştur. Bir bütün olarak portföy yatırımları Asya'daki gelişmekte olan ülkelere çok Batı yarımküredeki ülkelere yönelirken, Asya ülkeleri dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının odaklandığı yerler oldu. Diğer taraftan orta gelirli ülkeler düşük gelirli olanlardan daha fazla özkaynak akımları çekerken, düşük gelirli ülkeler çoğunlukla resmi sermaye akımlarına bağlı kaldılar (Chen and Khan, 1997: 5).

İhracatın veya ulusal gelirin oranı olarak 1990'ların başlarındaki sermaye girişleri 1982-89 borç krizi dönemine nazaran çok büyük, fakat 1978-81 dönemine nazaran bir dereceye kadar daha düşüktü (Fernández-Arias and Montiel, 1996: 52). Borç akımları içinde sendikasyon kredilerinin payı nispi olarak önemsizdir. 1978-89 döneminin aksine portföy akımları önemli düzeylere ulaşmıştır. 1980'lerin sonlarına kadar New York ve Londra'nın global para merkezlerine kayıtlı ülke fonları, yabancı portföy yatırımcılarının gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların hisse senetlerini el-

de edebilmelerinin hemen hemen tek yoluyla. Fakat 1980'lerin sonlarından itibaren depo makbuzları gibi, hisse senedine dönüştürülebilir menkul kıymetlerin ortaya çıkışı ve gelişmekte olan ekonomilerdeki düzenleyici değişiklikler, yabancıların emerging piyasaya hisse senetlerini elde etmelerini daha da kolaylaştırmış, böylece gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırım akımlarında hızlı artışları olanaklı hale getirmiştir (Bkz. Howell, 1994: 4; Gooptu, 1994: 17, 29, 30). Borç krizi dönemine ve daha önceki yoğun sermaye girişleri dönemlerine nazaran sermaye girişlerinin sektörel bileşiminde de çarpıcı değişiklikler gerçekleşmiş, alıcı ülkelerde özel sektör, sermaye akımlarını çekmede kamu kesiminin önüne geçmiştir (Fernandez-Arias and Montiel, 1996: 53). Gelişmekte olan ülkelerin uluslararası piyasalardan tahvil (Eurotahvil ve yabancı tahviller) yoluyla kaynak elde etmesi⁽³⁶⁾ seksenli yıllar boyunca sembolik kalmış olmasına karşın, dönem sonunda giderek belirginleşti. 1980'lerin başlarında uluslararası borç krizi ortaya çıkıncaya kadar gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye akımlarının çoğu sendikasyon kredileri şeklindeydi. 1990'larda gelişmekte olan ülke hükümetleri ve şirketleri (kamu ve özel) uluslararası sermaye piyasalarında menkul kıymet ihracı (tahvil) yoluyla artan miktarlarda kaynak elde etmede oldukça başarılı oldular. Latin Amerika ülkeleri bu dönemde sendikasyon kredilerinden çok uluslararası sermaye piyasalarına tahvil ihraç ederek dış

finansman sağladılar (Leipold vd., 1991: 20). Bunda ilgili ülkelerin kredi ratinglerindeki düzelmenin yanısıra yatırımcıların bilgi toplama maliyetlerindeki azalmanın da önemli etkisi vardı (Leipold vd., 1991: 21). 1993'ün ilk üç çeyreğinde gelişmekte olan ülkelerin uluslararası tahvil ihraçları daha önceki yılların toplam tahvil ihraçlarını aşmıştı (Gooptu, 1994: 20).

Uluslararası sermaye piyasalarının işlem maliyetlerinin azalmasında ve likiditenin iyileşmesinde birtakım düzenleyici değişikliklerin önemli etkisi oldu. Bunlardan en önemlisi ABD'de Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu tarafından çıkarılan S Düzenlemesi (Regulation S) ve 144a kuralı (Rule 144a) dır⁽³⁷⁾. Bunlara ilave-ten Japonya ve İspanya'da da yurtiçi tahvil piyasalarına girişi kolaylaştırıcı düzenlemeler yapıldı (Bkz. Leipold, 1991: 21).

1990'lı yıllarla birlikte özellikle yurtiçi finansal piyasaların düzenlemelerden arındırılması (deregülasyon) ve uluslararası finansal işlemler üzerindeki kısıtlamaların gevşetilmemesinden sonra finansal krizler oldukça yaygın bir olgu haline geldi. Bu krizlerin esas kaynağını döviz piyasalarıyla para ve sermaye piyasaları arasında akışkan fonların serbestçe hareketleri oluşturuyordu. Bu döneme, ulusal piyasalarda faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizliklerden kaynaklanan arbitraj ögesine dayanan kısa vadeli sermaye akımları damgasını vurmuştur. Kârlı arbitraj ve spekülasyon fırsatlarının artması parasal sektörler arasında kısa süreli sermaye hareket-

lerini uyurarak, büyük ve ani akımlar yaratmış, birçok ülkede, para ve kur politikalarının istikrarını tehdit eder hale gelmiş ve şiddetli finansal krizlere kapı aralamıştır. Yakın zamanlarda birçok gelişmekte olan ülke finansal kriz olgusunu yaşamış⁽³⁸⁾ ve krizler kısa zamanda reel kesimde de etkisini göstererek, işsizlik ve enflasyonun olağanüstü boyutlara ulaşmasına yol açmıştır. Finansal entegrasyon sürecinin hızlandığı 1980'li yıllardan itibaren birçok finansal kriz yaşandığı halde, geniş ülke gruplarını etkileyen ve uluslararası finansal sistemde önemli sorunların yaşanmasına sebep olan iki kırılma noktası vardır. Bunlar 1994 yılı sonundaki Meksika krizi ile 1997 Asya krizidir.

1980'li yıllar boyunca borç ödeme gücünü kaybettiği için ağır borç yükü altında ezilen Meksika, yaşadığı krizi aşabilmek amacıyla ortodoks kuram çerçevesinde öngörülen adımları atmıştır. Ekonomi dışa açılmış, dış ticaretin önündeki tüm engeller kaldırılmış, finansal serbestiye gidilmiş ve özelleştirme çalışmalarına hız verilmiş, böylece Meksika uluslararası finans sisteminin vizyonuna girmiş ve uluslararası sermayenin de yeniden gözdesi haline gelmişti (Uzunoğlu vd., 1995: 75). 1988'e kadar ülkeden sermaye kaçıışı yaşanırken, bu yıldan itibaren ülkeye önemli ölçüde sermaye akımı girmeye başlamış ve Meksika yabancı yatırımcılar için en çekici ülke olmuştu. Daha çok kısa vadeli ve kolay transfer edilebilecek finansal araçlarda yoğunlaşan (özel sektör hisse senetleri ve kamu kesimi iç

borçlanma araçları) portföy sermaye girişleri rezervleri şişirmiş, pesonun dolar karşısında değerini yükseltmiş, ithalatı ve dış ticaret açığını büyütmüş ve ağır bir finansal krize yol açmıştır.

Meksika'nın yaşadığı krizin temelinde cari işlemler dengesi açığı yatmaktadır. Cari işlemler açığı spekülâtif sermaye ile finanse edilmiş, böylece büyüyen cari açık, ekonomiyi uluslararası yatırımcıların duyduğu güvendedeki dalgalanmalara bağlı hale getirmişti. Yani büyük cari işlemler açığı yüklü devlet borçlanmasının sonucu olarak değil, yüksek kâr beklentisi olan büyük miktarda sermaye girişinden kaynaklanmış, kriz diğer Latin Amerika ülkelerinin finans ve döviz piyasaları üzerinde önemli dalgalanmalar ortaya çıkarmıştır. Krizden bazı Asya ülkeleri, hatta ekonomik göstergeleri olumsuzluklar içeren bazı OECD ülkeleri bile etkilenmiştir. Diğer taraftan kriz IMF politikalarına duyulan güvenin sarsılmasına yol açmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerde 1990'lı yıllarda yaşanan ve global bir nitelik kazanan finansal krizlerin ikincisi 1997 yılının ortalarında Güney Doğu Asya'da meydana geldi. Süreç, öncelikle bir finans krizi şeklinde (devalüasyonlar ve borsa çöküşleri) kendini göstermiş ve bölge ülkelerine yönelik uluslararası fon akımlarının aniden yön değiştirmesiyle patlak vermiştir. Bir sonraki aşamada yerel yatırımcılar da kendi fonlarını çekmeye başlamış ve böylece kısa vadeli sermaye kaçışının hızlanması karşısında bazı kurumlar borç ödeme güçlüğüne düşmüşlerdir. Önceki dönemlerin aksine

bu dönemde elde edilen dış kaynakların reel yatırımlardan çok spekülâtif nitelikli finansal araçlarda değerlendirilmesi de krizi etkileyen bir diğer önemli gelişme olmuştur. 1990'dan beri tüm Asya ülkelerinde reel döviz kurlarında yaşanan aşırı değerlenme, Meksika'da olduğu gibi, cari açıkları artırmış ve 1997'deki spekülâtif saldırı karşısında ulusal ekonomileri hazırlıksız yakalamıştır. Finans çevreleri tarafından 1929 Büyük Buhranından bu yana en şiddetli kriz olarak nitelendirilen Asya krizi uluslararası finansal akımların gelişmekte olan ülkeler açısından ortaya çıkardığı sorunların söz konusu ekonomilerin gelişme düzeyleri ve performanslarından bağımsız olarak ortak özellikler gösterdiğini belirgin bir şekilde ortaya koymuştur.

Günümüzde büyük çoğunluğu, önemli düzeylere ulaşan cari işlemler açıkları ile karşı karşıya bulunan gelişmekte olan ülkeler spekülâtif ani bir sermaye çıkışı karşısında son derece dayanıksız bir konuma sürüklenmişlerdir. Bu çerçevede sermaye akımlarının uluslararası alandaki istikrar bozucu niteliği, dışarıya karşı aşırı finansal bağımlılığı olan ülkelerde öne çıkmaya devam etmekte ve bu tür krizlerin sık sık ortaya çıkma olasılığı artmaktadır.

7. SONUÇ

Sermaye, uluslararası alanda yüksek getiri öneren ve risk unsurunun düşük olduğu yerlere doğru hareket etme eğilimindedir. Global ölçekte ise, azalan kâr haddi kanunu

nedeniyle finansal fonlar ve dolaysız yabancı sermaye yatırımları, sermayenin kit olduğu ülkelere doğru hareket eder. Diğer taraftan ülkelerin içinde buldukları ekonomik koşullar, resmi düzenlemeler ve uluslararası konjonktür de uluslararası sermaye hareketleri üzerinde önemli ölçüde etkilidir. Tarihsel gelişmeler bu olguları büyük ölçüde doğrulamaktadır. Örneğin İngiltere için 1886-1890, 1896-1900, 1904-1907 ve 1909-1913 arası dönemler ticari aktivitelerde ve sermaye ihracında hızlı artışların olduğu yılları temsil ederken, 1891-1895, 1901-1903 ve 1908-1908 yıllarındaki depresyonlar sermaye ihracının azalmasıyla sonuçlanmıştır. Yine ABD'de 1923, 1926 ve 1928 yıllarındaki refah dönemleri sermaye ihracını azaltırken, 1924, 1927 ve 1930'daki resesyonlar sermaye ihracında önemli artışlara tanıklık etmiştir. Tersine Fransa için 1883-1886 yılları depresyon ve düşük sermaye ihracını; 1887-1889 ise refah ve sermaye ihracında önemli artışları temsil etmektedir.

20. yüzyıl yabancı yatırımın bileşiminde sürekli değişmelerin yaşandığı bir dönem oldu. 1900-1913 arasında ABD dolaysız yabancı sermaye yatırımları yabancı portföy yatırımlarından fazlaydı. 1914-1928 döneminde portföy yatırımı başat konuma geçmekle birlikte sonraki 40 yıl boyunca dolaysız yabancı sermaye yatırımları sürekli olarak portföy yatırımlarından daha büyük oldu. 1973 sonrasında iki büyüklük arasındaki ilişki yeniden tersine döndü.

1970'li yılların başında gelişmekte olan ülkelere, çoğunluğu kamu sektörüne yönelik özel sendikasyon kredileri şeklinde yönelen sermaye 1980 yılı başındaki borç krizi ile birlikte yavaşlamış, borç kriz dönemi olan 1982-89 döneminde hemen hemen durma noktasına gelmiş, ancak 1990'lı yıllarda yeniden başlamış ve hız kazanmıştır. Son yıllarda uluslararası finansal piyasalarda gelişen eğilim, fonların menkul kıymetler aracılığı ile aktarımıdır. Bu çerçevede söz konusu ülkelere yönelik sermaye akımları da çoğunlukla kısa vadeli portföy yatırımı şekline dönüşmüş, çok sayıda ülkede özelleştirme çalışmalarının hız kazanması ve bu ülkelerin sermaye piyasalarında getiri oranlarının yüksekliği, portföy yatırımları içerisinde hisse senedi yatırımlarını ön plana çıkarmıştır.

1990'lı yıllarda uluslararası sermaye piyasalarında, başta Japonya, İngiltere ve ABD olmak üzere OECD ülkeleri en büyük borçlanan ülkeler grubunu oluştururken, gelişmekte olan ülkelerin de sermaye piyasalarına gerek sayıca, gerekse tutar olarak daha fazla katıldıkları gözlenmektedir. Bu süreçte Avrupa ve Japonya kökenli büyük kurumsal yatırımcıların, fonlarını banka mevduatları olarak değerlendirmek yerine tahvil, hisse senedi gibi menkul kıymetleri tercih etmeleri ve uluslararası tahvil ihracı ile sermaye akımının gelişmekte olan ülkelerin en önemli dış finans kaynaklarından biri haline gelmesi dikkat çekici gelişmelerdir.

Bu dönemi önceki dönemlerden ayıran bir diğer özelliği, özellikle finansal sermayenin, yoğun olarak yönelmiş ülkelerde (başta Latin Amerika ve Asya ülkeleri olmak üzere) istikrarsızlık yaratarak, ekonomileri finansal krizlere sürükleyebilmesidir. Böylece tarihsel gelişim çizgisinde edindikleri yeni işlevlerle uluslararası sermaye akımları, politika yapımcıların dikate almak zorunda oldukları en önemli unsur konumuna gelmiştir.

KAYNAKÇA

Alworth, Julian S. and Philip Turner: "The Global Pattern of Capital Flows in The 1980s", in *Capital Flows in The World Economy: Symposium 1990*, Edited by: Herst Siebert, Institut Für Weltwirtschaft An Der Universität, Kiel, 1991, ss. 121-158.

Apleyard, Dennis R., Alfred J. Field: *International Economics*, R.R. Donnelley & Sons Company, Boston, 1992.

Ashworth, William: *A Short History of The International Economy since 1850*, Fourth Edition, Longman, London and New York, 1987.

Aslan, Nurdan: *Uluslararası Özel Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri*, Evrim Yayınevi, İstanbul, 1995.

Ayling, D.E.: *The Internationalization of Stockmarkets*, Gower Publishing Company Ltd, Cambridge University Press, 1986.

Bohn, Henning and Linda L. Tesar: "U.S. Equity Investment in Foreign Markets: Portfolio Rebalancing or Return Chasing?", *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, Vol. 86, No. 2, May 1996, ss. 77-81.-

Brezis, Elise S.: "Foreign Capital Flows in the Century of Britain's Industrial Revolution: New Estimates, Controlled Conjectures", *The Economic History Review*, XLVIII (1995), ss. 46-67.

Calvo, Guillermo A. vd.: *The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues*, International Center for Economic Growth, Occasional Paper, No. 56, 1994.

Cardoso, Eliana A. and Rudiger Dornbusch: "Foreign Private Capital Flows", in *Handbook of Development Economics*, Edited by: Hollis Chenery and T.N. Srinivasan, Vol. 2, Elsevier Science Publisher BV, 1989, ss.1387-1439.

Chen, Zhaohui and Mohsin S. Khan: "Patterns of Capital Flows to Emerging Markets: A Theoretical Perspective", *IMF Working Paper*, 97/13, January 1997.

Cohen, Benjamin J.: "The United Kingdom as an Exporter of Capital", in *International Mobility and Movement of Capital*, Edited by: Fritz Machlup, Walter S. Salant and Lorie Tarshis, National Bureau of Economic Research, New York, 1972, ss. 25-49.

Collins, Michael: "The Banking Crisis of 1878", *Economic History Review*, Second Series, XLII, 4 (1989), ss. 504-527.

Claessens, Stijn vd.: "Portfolio Capital Flows: Hot or Cool?", in *Investing in Emerging Markets*, Edited by: Mike J. Howel, Euromoney Publications PLC, Nestor House, Playhouse Yard., London, 1994, ss. 55-79.

Eaton, Jonathan: "Foreign Public Capital Flows", in *Handbook of Development Economics*, Edited by: Hollis Chenery and T. N. Srinivasan, Vol. 2, Elsevier Science Publisher BV, 1989, ss. 1305-1386.

Edwards, Sebastian: "Capital Flows, Foreign Direct Investment, and Debt Equi-

ity Swaps in Developing Countries", in *Capital Flows in The World Economy: Symposium 1990*, Edited by: Herst Siebert, Institut Für Weltwirtschaft An Der Universität, Kiel, 1991, ss. 255-281.

Eichengreen, Barry: "Historical Research on International Lending and Debt", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 5, Number 2, Spring 1991a, ss. 149-169.

_____ : "Trends and Cycles in Foreign Lending", in *Capital Flows in The World Economy: Symposium 1990*, Edited by: Herst Siebert, Institut Für Weltwirtschaft An Der Universität, Kiel, 1991b, ss. 3-28.

_____ vd.: "Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects", IMF Occasional Paper 172, 1998.

Feinstein, Charles: "Britain's Overseas Investments in 1913", *Economic History Review*, Second Series, XLIII, 2, 1990, ss. 288-295.

Fernández-Arias, Eduardo and Peter J. Montiel: "The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview", *The World Bank Economic Review*, Vol. 10, No.1, January 1996, ss. 51-77.

Gibson, Heather D.: *International Finance: Exchange Rates and Financial Flows in The International Financial System*, Longman, London, New York, 1996.

Gillespie, Robert W.: "The Policies of England, France, and Germany as Recipients of Foreign Direct Investment", in *International Mobility and Movement of Capital*, Edited by: Fritz Machlup, Walter S. Salant and Lorie Tarshis, National Bureau of Economic Research, New York, 1972, ss. 397-431.

Goldsmith, Raymond W.: *Financial*

Structure and Development, New Haven, 1969.

Gooptu, Sudarshan: "Portfolio Investment Flows to Emerging Markets", in *Investing in Emerging Markets*, Edited by: Mike J. Howel, Euromoney Publications PLC, Nestor House, Playhouse Yard., London, 1994, ss. 17-43.

Grilli, Vittorio and Nouriel Roubini: "Financial Liberalization and Exchange Rate Volatility" in *Financial Market's Liberalization and The Role of Banks*, Edited by: Vittorio Conti and Rony Hamoui, Cambridge University Press, 1993.

Howell, Michael J.: "Equity Flows to Emerging Markets", in *Investing in Emerging Markets*, Edited by: Mike J. Howell, Euromoney Publications PLC, Nestor House, Playhouse Yard., London, 1994, ss. 1-16.

IMF: *World Economic Outlook*, May 1999.

Iversen, Carl: *Aspects of the Theory of International Capital Movements*, Augustus M. Kelley Publishers, New York, 1967.

İMKB Araştırma Müdürlüğü: *Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye*, İMKB Araştırma Yayınları No: 3, İstanbul, Kasım 1994.

James, Harold: "Financial Flows across Frontiers during The Interwar Depression", *Economic History Review*, XLV, 3, 1992, ss. 594-613.

Kaufman, Harry: *Interest Rates, The Markets, and The New Financial World*, I.B Tauris & Co. Ltd. London, 1986.

Kidwell, David S. vd.: *Financial Institutions, Markets and Money*, Fifth Edition, The Dryden Press, Orlando, 1993.

Kindleberger, Charles P.: "The Functioning of Financial Centres: Britain in The Nineteenth Century, The United Sta-

tes Since 1945" International Financial Markets and Capital Movements: A Symposium in Honor of Arthur I. Bloomfield, Wilfred J. Eithier and Richard C. Morston, Princeton University, Princeton, New Jersey, 1985.

Krueger, Anne O.: "Capital Movements and Trade in a Dynamic Perspective" Capital Flows in The World Economy: Symposium 1990, Edited by: Herst Siebert, Institut Für Weltwirtschaft An Der Universität, Kiel, 1991.

Leipold, Alessandro vd.: Private Market Financing for Developing Countries, World Economic and Financial Surveys, IMF, Washington D.C., December 1991.

Lindert, Peter H. and Charles P. Kindleberger: International Economics, Seventh Edition, Richard D. Irwin Inc., Homewood, Illinois, 1982.

Michie, R.C.: The London Exchange and the British Securities Market: 1850-1914", The Economic History Review, Second Series, Volume XXXVIII, No. 1, February 1985, ss. 61-82.

Nash, R. C.: "The Balance of Payments and Foreign Capital Flows in Eighteenth-Century England: A Comment", The Economic History Review, L, 1 (1997), ss. 110-128.

Pain, Nigel: "Financial Liberalization and Foreign Portfolio Investment in The United Kingdom", Oxford Economic Papers 45, 1993, ss. 83-102.

Padoa-Schioppa, Tommaso: "Uluslararası Perspektifte Finansal Düzenleme ve Mali Piyasalar", Konferans Özeti, Bankacılar Dergisi, Türkiye Bankalar Birliği, Sayı:18, Eylül 1996.

Patel, Jayendu vd.: "Investment Flows and Performance: Evidence From Mutual Funds, Cross-Border Investments,

and New Issues", Japan, Europe and International Financial Markets: Analytical and Empirical Perspectives, Edited by: Richard M. Levich, Rama V. Ramachandran, Cambridge University Press, 1995, ss. 51-72.

Platt, D.C.M.: British Portfolio Investment Before 1870: Some Doubts", Economic History Review, Second Series, XXXIII, 1980, ss. 1-16.

Prachowny, Martin F. J.: "Direct Investment and The Balance of Payments of The United States: A Portfolio Approach", in International Mobility and Movement of Capital, Edited by: Fritz Machlup, Walter S. Salant and Lorie Tarshis, National Bureau of Economic Research, New York, 1972, ss. 443-464.

Sönmez, Sinan: Dünya Ekonomisinin Dönüşüm: Sömürgecilikten Küreselleşmeye, Imge Kitabevi, Ankara, Mart 1998.

Uzunoglu, Sadi vd.: Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Makroekonomik Etkileri ve Türkiye, İMKB Yayınları, İstanbul, 1995.

Wallich, Henry C.: "U.S. Monetary Policy in an Interdependent World", in International Financial Markets and Capital Movements: A Symposium in Honor of Arthur I. Bloomfield, Wilfred J. Eithier and Richard C. Morston, Princeton University, Princeton, New Jersey, 1985, ss. 33-44.

Yaghmaian, Behzad: "Industrialization and Developing Countries' Indebtedness: A Theoretical and Empirical Analysis", International Review of Applied Economics, Vol. 11, No:1, 1997, ss. 49-64.

DİPNOTLAR

1- Uluslararası para sistemi, çeşitli ülkelerdeki ekonomik birimlerin birbirleriyle ilgili ödemelerini yapmalarına olanak

sağlayan kurum ve işlemler bütünü olup, sermaye ve ticaret hareketlerini düzenlemekte; uluslararası parasal düzen ise bu sistemin yasal çerçevesini, düzenlemelemini ve uygulamaya biçimini ifade etmektedir (Bkz. İMKB Araştırma Müdürlüğü, 1994: 9).

2- Geniş bilgi için bkz. Uzunoğlu vd., 1995: 5-6

3- Hollanda Doğu Hindistan Şirketi'nin kurulması finansal anlamda bir kilometre taşı oldu. Şirketin modern borsaların temellerini oluşturan bir takım özellikleri aynı adlı İngiliz şirketi tarafından tedrici olarak kopya edildi. Bu da söz konusu şirketin sermayesini 1650'de sürekli hale getirdi ve 1698'den sonra yabancı mülkiyete izin verildi. 1750'ye kadar önemli İngiliz hisse senetlerinde yabancıların payı şaşırtıcı bir rakama (% 19.2) ulaştı (Bkz. Howell, 1994: 1).

4- Brezis İngiltere'nin net dış borçlarının 1710'da 2 milyon sterlinden 1780'lere kadar 103 milyon sterline ulaştığını göstermektedir (Brezis, 1995: 46).

5- Bir bütün olarak uluslararası sermaye benzer ekonomik niteliklere sahip olan bölgelere doğru hareket etmiştir. 1914'te Fransız yabancı yatırımlarının % 60'ı (bu oran 1990 yılında % 70'ti) ve Alman yatırımlarının yaklaşık % 50'si Avrupa'ya yönelikti. Toplam Fransız yatırımlarının yaklaşık 1/4'ü Rusya'ya gitmişti. Rusya'nın ekonomik kalkınması 1890'dan 1914'e kadar büyük ölçüde Fransa ve Belçika'dan gelecek sermayeye bağımlı kalmıştı (Ashworth, 1987: 204, 207).

6- On yıl hızlı, on yıl yavaş gerçekleşen bu kredi patlamalarına "Kuznets dalgaları" denilmektedir.

7- Cenova -1850-, Tokyo -1858- ve Hong Kong -1891- (Bkz. Ayling, 1985: 45).

8- Geleneksel uzun vadeli borçlan-

ma şekli tahvillerdir. 1914'e kadar olan 100 yıl boyunca sterlin ile birimlendirilmiş tahviller dünya finansal piyasalarında hakimdi (Lindert and Kindleberger, 1982: 437).

9- Yüzyılın ilk yarısında toplam miktar 200 milyon sterlin iken, bu rakam yılın üçüncü çeyreğinde 1.000 sterline ulaşmıştır (Ashworth, 1987: 206).

10- Bu konuda ayrıca bkz. Eichengreen, 1991b: 10.

11- Yaghmaian'a göre, gelişmekte olan ülkelerin dış borçlanmalarındaki büyük boyutlara varan artışlar, üretken sermayenin uluslararasılaşması ve söz konusu ülkelerin sanayileşme ve kapitalleşme sürecine girmeleriyle birlikte başlamıştır. Dış borç şeklinde bu ülkelere ihraç edilen sermaye bir yandan pre-kapitalist yönetici sınıfların politik pozisyonlarını güçlendirirken, diğer yandan pre-kapitalist sosyal ilişkilerin kapitalist dönüşümüne ön ayak oluyordu. (Bkz. Yaghmaian, 1997: 53-54).

12- Daha önce de bankacılık krizleri yaşanmıştı. Bunlardan en önemlisi bazı sanayi sektörlerindeki depresyon döneminin arkasından Kasım 1878'de City of Glasgow Bank'ın iflasıyla başlayan ve kısa sürede İskoçya'yı ve İngiltere'yi etkisi altına alan krizdi. Hisse senedi piyasasındaki aşırı fiyat düşüşlerinden yararlanmak isteyen mudiler bankalardaki paralarını çekmek istemişler ve bu durum önemli bir likidite sıkışıklığına yol açmıştı. Parasal daralmanın fiyatlar ve ekonominin reel kesimi üzerinde olumsuz etkileri oldu. Banka kredileri kesildi; reel endüstriyel üretim ve istihdam düştü; banka iflasları çoğaldı ve fiyatlar düştü. Ancak ortaya çıkan olumsuzluklar global boyutlara ulaşmadı (Collins, 1989: 520, 521).

13- Süreçle ilgili geniş bilgi için bkz. Eichengreen, 1991b: 19; Cardoso and Dornbusch, 1989: 1391.

14- Piyasanın işlemesine yönelik müdahalelere 1913 öncesinde de rastlanmaktadır. Örneğin, 1906-1907'de sermaye çıkışlarının ödemeler bilançosu üzerinde sorunlar ortaya çıkarması üzerine İngiltere Bankası yurtdışına kredi akımlarını önemli ölçüde sınırlandırmış, Fransa ve Almanya hükümetleri dış kredilerin yönünü ve seviyesini belirleme doğrultusunda sürekli müdahalelerde bulunmuşlardır (Eichengreen, 1991b: 9). Bununla birlikte Birinci Dünya Savaşı öncesindeki müdahalelerin kapsamı daha sonraki dönemlere nazaran oldukça dardı.

15- Geniş bilgi için bkz. Uzunoğlu vd., 1995: 12.

16- Geniş bilgi için bkz. Ashworth, 1987: 247, 248.

17- 1930 için BIS, toplam dünya kısa vadeli borçluluğunu 13.500 milyon dolar (70.000 milyar İsveç Frankı) olarak tahmin etmektedir. Bunun sadece 4.300 milyon doları doğrudan ticari işlemlerle ilgilidir. Bu rakam 1933'te 32 milyar dolara düştü (James, 1992: 597-598).

18- Fransa'da bu olgu daha sonraki yıllarda da devam etmiştir. Örneğin yapılan bir tahmine göre 1938'de Fransa için sermaye kaçıışı ulusal gelirin 1/4'ünü veya dolaşımdaki paranın % 88'ini oluşturmaktadır (Aktaran, James, 1992: 597; Bu konuda ayrıca bkz. Iversen, 1967: 76).

19- Kindersley, 1928 sonunda kote edilmiş menkul kıymetler üzerine deniz aşırı sermaye stokunun 3.380 milyon sterlin olduğunu tahmin etmektedir (Aktaran, Feinstein, 1990: 294).

20- Bu kısıtlamalarla ilgili olarak bkz. Eichengreen, 1991b: 8-9.

21- Bu iflâsın başlıca sebebi banka aktiflerinin değer kaybı ve yabancı kısa vadeli menkul kıymetlerin geri çekilmesi idi (Ashworth, 1987: 244).

22- Euro-piyasalar 1960'lı yıllarda ABD doları cinsinden mevduatların Londra'daki ve ABD dışındaki bankalara yatırılmasıyla oluştu. Başta ABD bankalarının Avrupa'daki şubeleri olmak üzere diğer bankalar bu mevduatları kabul ettiler ve herhangi bir ülke vatandaşına kısa vadeli kredi olarak yönlendirdiler. Daha sonra Euro-tahvil piyasaları ortaya çıktı ve her iki piyasa hızla gelişerek uluslararası finansal işlemlerde önemli artışlara yol açtılar.

23- Daha önce bu akımlar esas olarak gelişmiş ülkelerden az gelişmiş ülkelere veya ana ülkelere kolonilere doğruydular.

24- Bu dönemde uluslararası para sisteminin yeniden kurulması yönündeki en önemli reform önerileri şunlardı:

- Altın standardına geri dönüş,

- Bir dünya Merkez Bankası kurulması,

- Ödemeler bilançosu dengesinin iç ve dış hedefleri arasındaki uyumsuzlukları azaltmaya yönelik "hedef bölge teklifi",

- Sermaye akımları üzerine kontroller konulması (Bkz. Appleyard and Field, 1992: 761). - 25 Geniş bilgi için bkz. Ayling., 1986: 64; Uzunoğlu vd., 1995: 26; Ashworth, 1987: 301.

26- 1979'da global fonlar uluslararası hisselerin net 3.3 milyar dolarını satın almıştı (Howell, 1994: 3).

27- 1970'den 1984'e kadar gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarının GSMH'ya oranı % 14.1'den % 33.8'e yükseldi. Daha küçük gelişmekte olan ülkeler için (Togo, Kosta Rika, Nikaragua) bu oran 1983'te % 100'ü aşmıştı (Eaton: 1989: 1306).

28- ABD'nin ve diğer OECD ülkelerinin 1980-81'de dar para politikaları izlemeleri faiz oranlarını artırmış, bu da dün-

ya ekonomisinde bir resesyona yol açmıştı. Sonuç olarak gelişmekte olan ülkelerin borç yükleri artmış ve borçluların ihracat gelirleri azalmıştı (Cardoso and Dornbusch, 1989: 1401). İhraç fiyatlarına nazaran reel faiz oranları 1970'lerin sonundaki - % 3-6 düzeyinden 1982'ye kadar % 16-20'lere çıkmıştı. Enflasyonla birlikte borcun değişken faize konu olan kısmı şiddetli bir şekilde artarak, faiz ödemeleri 1978'de ihracatın % 4.6'sı iken, 1983'te % 8.3'üne yükselmişti (Krueger, 1991: 161; ayrıca bkz. Yaghmaian, 1997: 61).

29- Borç swaplarıyla eski borç nominal fiyatının altında bir fiyata indirgenmekte veya o fiyattan değiştirilmektedir. Borç-borç swapları, borç kurtarma swapları, menkuliyetleşme, borç hisse senedi swapları olmak üzere çeşitli şekillerde olabilen borç swaplarını en fazla kullanan ülke Şili oldu (Edwards, 1991: 269).

30- Çeşitli ülkelerdeki liberalizasyon uygulamaları ile ilgili olarak bkz. Ayling, 1986: 55-56; Grilli and Roubini, 1993: 101; Eichengreen vd., 1998: 36-37.

31- 1980'de %14.2 olan LIBOR, 1981'de %16.6'ya çıkmış ve izleyen yıllarda düşme eğilimine girmiştir (Bkz. Sönmez, 1998: 290).

32- Emerging piyasa, Uluslararası Finans Kurumu'nun (IFC) gelişmekte olan ülke sermaye piyasalarını sınıflandırmak kullandığı bir kavramdır. Söz konusu kavram ile sermaye piyasalarında yabancı yatırım engellerini azaltan ya da kaldıran gelişmekte olan ülkelere işaret edilmektedir.

33- Bu rakam 1960'larda 1/10, 1970'lerde 1/3'tür.

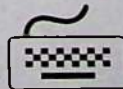
34- 1990'lı yılların başlarında tüm uluslararası sermaye akımlarının 1/5'inin gelişmekte olan ülkelere gittiği gözlenmektedir. Buna rağmen gelişmekte olan ülkelerin uluslararası kurumsal yatırımcıların dev aktif portföylerinden aldıkları pay hala düşüktür.

35- Örneğin, 1993'te uluslararası özkaynaklara ayrılan her üç dolardan biri emerging borsalara yatırıldı. Bu işlemlerin % 90 gibi büyük bir kısmı emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve yatırım fonları gibi büyük global finansal kurumlara aitti (Howell, 1994: 3).

36- Söz konusu ülkelerin uluslararası finansal piyasalardan borçlanmaları çoğunlukla tahvil ve hisse senedi ihraçları, sendikasyon kredileri, Euro-finansman bonoları ve orta vadeli kredi kolaylıkları (medium-term note facilities) çerçevesinde gerçekleşmektedir (Gooptu, 1994: 19).

37- S düzenlemesi kayıt gerekliliklerini açıklamak suretiyle ABD'de Euro-menkul kıymetlerin pazarlanmasını kolaylaştıran bir sistemdir. Rule 144a ise, tahsisli menkul kıymetlerin (privately placed securities) ticarete konu olduğu ikincil piyasa için bekleme dönemini gevşeten bir düzenlemedir (Bkz. Leipold, 1991: 21; Howell, 1994: 5).

38- Türkiye (1994), Meksika (1994-95), Arjantin (1995), Tayland, Malezya, Endonezya ve Filipinler (1997), Rusya (1998), Brezilya (1998), Türkiye (2000-2001).





İletişimde fark yaratır

Perşembe gününü Kemal Derviş'in "siyasete ara verecek" iddiası ile 363.69 puan düşerek 9.674,78 puandan ve Cuma günü Derviş şokunu üzerinden atan borsa günü 246.98 puan yükselişle 9.921,76 puandan tamamladı.

Borsa Ağustos ayının dördüncü haftasında yine siyasetin gölgesinde kaldı. 9.300 - 9.900 puan aralığında gidip gelen borsa hafta boyunca sıkışık seyrini devam ettirdi. Endeks haftanın ilk günü 92.19 puan düşerek 9.829,57 puandan, Salı gününü 167 puanlık düşüşle 9.662,57 puandan, Çarşamba gününü 32.07 puanlık düşüşle 9.630,50 puandan, Perşembe gününü 166.89 puanlık düşüşle 9.463,61 puandan ve Cuma gününü de Pamukbank'ın satış süreci konusunda Danıştay'ın aldığı yürütmeyi durdurma kararının IMF ile ilişkileri olumsuz etkileyebileceği endişesi ile 113.77 puan düşerek 9.349,84 puandan tamamladı.

Borsa Ağustos ayının son haftasında da bekle-gör politikasına devam etti. Yeni para girişinin olmadığı borsada dar ve hacimsiz seanslar hafta boyunca devam etti. Borsa haftaya 137.66 puanlık artışla başladı, endeks günü 9.364,93 puandan tamamladı. Salı günü yönünü tekrar aşağıya çeviren endeks günü 87.66 puanlık düşüşle 9.277,27 puandan tamamladı. Çarşamba günü tekrar yukarı doğru hareket eden endeks günü 117.34 puanlık artışla 9.394,61 puandan tamamladı. Ayın son işlem gününde de yukarı doğru hareket eden borsa günü 152.69 puanlık yükselişle 9.547,30 puandan tamamladı.

Sıralanan bu etkiler sonucunda "29 Ağustos 2002 Perşembe" günü kapanış fiyatları itibariyle 9.547,30 puana gerileyen İMKB Ulusal - 100 endeksinin Temmuz ayı sonuna göre değer kaybı % - 6.73 düzeyinde olmuştur. Yine aynı günkü kapanış fiyatları itibariyle, Banka - Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi endeksi, İMKB Ulusal - 100 endeksine nazaran çok daha az bir düşüş göstermiş ve Ağustos ayında % - 0.44 oranında değer yitirerek 3.933.668,00 puana gerilemiştir. Endeks kapsamındaki 40 hissenin 11 tanesi değer kazanmış, 25 hisse değer yitirmiş ve 4 hissenin fiyatı ise aynı kalmıştır. Ay içinde en fazla değer kazanan ve kaybeden hisseler tablo 1 ve 2'de gösterilmiştir.

Sermaye Artırımları

Temmuz ayından sonra Ağustos ayında da sermaye artırımları de-

vam etmiştir. Tablo 3'te, Ağustos ayında sermaye artırımını gerçekleştiren 3 şirketin artırım öncesi ve sonrası sermaye rakamlarıyla, bedelli ve bedelsiz artırımlarının tutarları gösterilmiştir.

3 Şirketin İşlem Sırası Açıldı

Çukurova Elektrik, Kepez Elektrik ve EGS Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı hisse senetleri Borsa'da işlem görmeye başladı. İMKB Yö-

Tablo 1
Ağustos Ayının En Başarılı Hisseleri

| Dergi Endeksi Kapsamında | Verim (%) | Diğer | Verim (%) |
|--------------------------|-----------|------------------|-----------|
| Ecz. Yatırım | 36.84 | Lüks Kadife | 50.84 |
| Konya Çimento | 26.76 | Favori Din. Yer. | 50.00 |
| Deva Holding | 24.07 | Marshall | 44.32 |
| Gentaş | 18.75 | Borova Yapı | 44.06 |
| İzocam | 17.30 | ÇBS Boya | 43.10 |
| Anadolu Cam | 13.55 | Koniteks | 42.85 |
| T. Şişe Cam | 13.20 | Toprak Factoring | 36.95 |
| Bağfaş | 6.57 | İhlis GMYO | 36.20 |
| Ereğli D.Ç. | 4.10 | Escort Computer | 35.00 |
| Yazıcılar Holding | 3.44 | Banvit | 34.83 |

Tablo 2
Ağustos Ayının En Başarısız Hisseleri

| Dergi Endeksi Kapsamında | Verim (%) | Diğer | Verim (%) |
|--------------------------|-----------|---------------------|-----------|
| Yapı Kredi Bank | - 26.86 | Parsan | - 51.94 |
| Çelik Halat | - 18.94 | Kaplamin | - 34.42 |
| Net Turizm | - 18.30 | Mutlu Akü | - 32.14 |
| Döktaş | - 12.37 | Yapı Kredi Sig. | - 26.31 |
| Sabancı Holding | - 11.35 | Hürriyet Gzt. | - 25.92 |
| Arçelik | - 10.86 | Galatasaray Sportif | - 25.42 |
| Ford Otosan | - 9.23 | Frijo Pak Gıda | - 25.33 |
| Petrol Ofisi | - 9.09 | Egs GMYO | - 25.00 |
| İzmir D.Ç. | - 7.14 | Doğan Burda | - 24.63 |
| Garanti Bankası | - 7.04 | Derimod | - 21.73 |

netim Kurulu'nun kararı doğrultusunda işlem sırası açılan 3 şirketin hisseleri, Gözaltı Pazarı'nda serbest marjla işlem gördü.

Borsaya Vergi Kıskaçı

1 Ocak 2003 tarihinden itibaren, borsadan alınan hisse senetlerinin, alındığı tarihten itibaren bir yıl içinde elden çıkarılmasından sağlanacak kazançlar, belli bir sınırı aştığında, gelir vergisine tabi olacak. 1 Ocak 2003'ten itibaren, borsa kazançlarına ciddi bir "vergi kıskaçı" geliyor. Sadece borsa kazançlarına değil, borsa dışında alınıp satılan, anonim şirket hisse senedi kazançlarına da, vergi kıskaçı geliyor.

1 Ocak 2003'ten itibaren, borsadan alınan hisse senetlerinin, alındığı tarihten itibaren bir yıl içinde elden çıkarılmasından sağlanacak kazançlar, belli bir sınırı aştığında, gelir vergisine tabi olacak. Borsadan elde edilen kazançlar, yıllık gelir vergisi beyannamesi ile beyan edilecek ve hesaplanan vergi de üç eşit taksitte ödenecek. Hisse senetlerinin, bir yıllık süre geçtikten sonra elden çıkartılması halinde ise, sağlanan kazanç tutarı ne olursa olsun gelir vergisine tabi olmayacak. (Buradaki bir yıllık süre, 2002 yılı borsa kazançları için üç ay olarak uygulanıyordu. Gelir Vergisi Kanunu Geçici Madde. 56/D-1) 1999'dan bu yana uygulanan üç aylık sürenin, 1 Ocak 2003'ten itibaren bir yıla çıkartılması, borsaya olan ilgiyi olumsuz yönde etkileyebilecek.

2002 borsa kazancının vergisi nasıl hesaplanıyor?

1- Hisse senetleri alındığı tarihten itibaren üç aylık süre geçtikten sonra elden çıkartılırsa, kazancın tutarı ne olursa olsun gelir vergisi ödenmiyor.

Tablo 3
Ağustos Ayında Sermaye Artırımları (Milyon TL)

| Şirket | Önceki Ser. | Bedelli | % | Bedelsiz | % | Yeni Ser. |
|-----------------|-------------|------------|-----|------------|----|-------------|
| Doğan Yay.Hol. | 202.493.000 | - | - | 28.349.000 | 14 | 230.841.000 |
| Evren Yat. Ort. | 950.000 | 1.900.000 | 200 | - | - | 2.850.000 |
| Lio Yağ | 16.500.000 | 16.500.000 | 100 | - | - | 33.000.000 |

2- Vergiye tabi kazanç, üç aylık süre içinde elden çıkartılan hisse senetleri için sözkonusu.

3- Kazanç hesaplanırken; (i) Varsa başka satışlardan doğan zarar kazançtan düşülüyor. (ii) Kalan kazanç enflasyondan arındırılıyor. (Her yılın sonunda ilan edilen bu oran 2001 yılı için % 50.7 olarak belirlenmişti. (iii) Enflasyondan arındırıldıktan sonra kalan tutardan, 3.5 milyar lira istisna düşüldükten sonra, vergi hesaplanıyor. (iv) Verginin oranı fon payı dahil % 22'den başlıyor ve % 49.5'e kadar ulaşıyor.

4- Yasa değişikliği yapılmazsa, 1 Ocak 2003'ten itibaren üç aylık süre bir yıla çıkacak. Böyle olunca da, alındığı tarihten itibaren, bir yıl içinde elden çıkartılan hisse senetlerinden sağlanan kazanç, beyan edilip gelir vergisi ödenecek. Bu da, borsayı olumsuz yönde etkileyecek.

Borsalarda Global Düşüş

Bu yıl borsada yatırımcıları mutsuz eden global bir trend izleniyor. Dünya Borsalar Federasyonu'nun (WFE) verilerine göre, 7 aylık dönemde 50 borsanın 43'ünde düşüş yaşanırken, sadece 7'sinde artış oldu. İMKB Ulusal - 100 Endeksi'nin % 22.76 gerilediği bu dönemde, en büyük artış Slovenya SBI'da % 26.34, en büyük kayıp ise Helsinki HEX Price'da % 37.23 olarak belirlendi. Borsa uzmanları, bu dönemde, ABD başta olmak üzere diğer borsaları da etkileyen olumsuz gelişmelerin başında, ABD'deki muhasebe skandallarının geldiğini dile getirerek, borsalarda yaşanan büyük kayıplar nedeniyle yatırımcıların güvenlerinin azaldığına işaret ettiler.

Piyasalarda 11 Eylül saldırılarının yarattığı tedirginliğin, mali skandallarla sisteme olan güvenin sorgulanmaya başlamasıyla daha da arttığına işaret eden uzmanlar, Asya krizinin etkilerini tam olarak üzerinden atamayan piyasaların, Irak'a yönelik muhtemel bir operasyonun tedirginliği içinde bulunduğunu ifade ettiler.

Ocak-Temmuz döneminde 50 borsanın hisse senetleri piyasası endeksi içinde, Slovenya SBI % 26.34, Colombo CSE All Share % 24.51, Tahran TEPIX % 24.18, Tayland SET % 10.33, Jakarta Comp. % 2.66, Buenos Aires Merval % 0.73, Kuala Lumpur Comp. % 0.39 değer kazandı. Bu dönemde, 43 borsanın hisse senetleri endeksinde

% 37.23 ile % 0.16 arasında değişen oranlarda kayıp yaşandı. Helsinki HEX Price % 37.23 kayıpla ilk sırayı alırken, Nasdaq Comp. % 31.32 ile ikinci, Almanya DAX Price % 28.72 ile üçüncü sırayı aldı. Ayrıca, Stokholm SE All-Share % 27.51, Amsterdam AAX % 25.38, Lüksemburg Lux Gal Price % 24.21, Sao Paulo Bovespa % 23.26, Euronext Euronext 100 % 23.19, İMKB Ulusal - 100 % 22.76 ve Paris SBF 250 % 21.19 düzeyindeki kayıpla ilk 10 endeksi oluşturdular.

Borsada Yabancı Çıkışı Sürüyor

Temmuz sonu itibariyle yabancı yatırımcıların hisse senedi saklama bakiyeleri 73 milyon dolar gerileyerek, yılın en düşük seviyesi olan 3.6 milyar dolara indi. Ocak-Temmuz döneminde yabancı yatırımcıların saklama bakiyelerindeki erime ise 2 milyar 169 milyon dolar oldu. Ocak ayında 5 milyar 812 milyon dolar olan saklama bakiyesi, Şubat ayında 4 milyar 719 milyon dolara indi. Mart ayında yeniden 5 milyar 430 milyon dolara yükselen bakiye, Nisan ayında 5 milyar 370 milyon dolara, Mayıs ayında 4 milyar 313 milyon dolara, Haziran ayında 3 milyar 716 milyon dolara düştü.

Borsa 5 Şirkete Kırmızı Kart Gösterdi

İMKB, işlem sırası kapalı şirketlerin 5'ine kırmızı kart gösterdi. Aktaş Elektrik, EGS Giyim, Köytaş, Söksa ve Gümüşsuyu Halı İMKB kaydından çıkartıldı. Bu şirketlerin ayrıca, SPK'nın, 19 Temmuz 2002'de aldığı kararlar çerçevesinde, "borsa dışında alım satım" imkanından da yararlandırılmayacağı bildirildi. Böylece, hisse senedi yatırımcılarının 5 şirketin hisse senetlerine son kapanış fiyatları ile yaptıkları 27 trilyon liralık yatırım çöpe gitti.

İMKB yönetiminin aldığı bu kararla, 5 şirketin hisse senedini elinde tutan yatırımcılar ağır bir kayba uğradılar. Söz konusu şirketlerin hisse senetleri, alınan kararla ilgili hukuki süreçler tamamlanuncaya kadar "tamamen değersiz" hale geldi. Halen işlem sırası kapalı olan 21 şirketten Çukurova Elektrik, Kepez Elektrik ve EGS Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı hisse senetleri, 23 Ağustos tarihinden itibaren Gözaltı Pazarı'nda işlem görmeye başlayacak. 21 şirketten 13'ünün ise "geçici olarak" işlem sıralarının kapalı kalacağı, ancak bu şirketlere

"borsa dışında alım, satım" imkanı verileceği belirtildi. Medya Holding, Sabah Yayıncılık, Sabah Pazarlama, EGS Holding, EGS Giyim, EGS Finansal Kiralama, Nergis Holding, Sifaş, Polylen, Facto Finans, İktisat Finansal Kiralama, Tümteks ve Boyasan hisse senetleri 19 Ağustos tarihinden itibaren 'borsa dışında' alınıp, satılabilecekler.

İMKB Başkanlığı'nın aldığı karara göre, borsa dışında alınıp satılabilecek olan 13 şirketin hisselerine sahip olan yatırımcılar ellerindeki hisseleri Takasbank'a bloke edecek. Daha sonra aracı kurumlara gidilerek, hisse senedinin satış emirleri verilecek ve Takasbank makbuzunu aracı kuruma ibra edecek. Bu hisse senetlerinden satın almak isteyen yatırımcılar da yine aracı kurumlara müracaat ederek taleplerini iletecek ve alıma söz konusu hisse senedinin tespit edilen fiyatına bağlı olarak alım bedelini hesabına yatıracak. Alım ve satım işlemi alıcı ile satıcının anlaştığı fiyat üzerinden aracı kurum tarafından gerçekleştirilecek.

Borsa Dışı İşlemlerde Asgari Miktar 1 Lot

Borsa'da işlem sıraları kapalı şirketlerin Borsa dışındaki alım-satım işlemlerinde asgari işlem miktarı, her bir hisse için 1 lot olarak belirlendi. İMKB Yönetim Kurulu'nun Borsa Bülteni'nde yayınlanan kararına göre, asgari işlem miktarı uygulaması 29 Ağustos 2002 tarihinden itibaren geçerli olacak. Hisse senetleri Borsa kotundan çıkarılarak Kot Dışı Pazar kaydına alınan ve geçici olarak işlem görmekten men edilen Medya Holding, Sabah Yayıncılık, Sabah Pazarlama, EGS Holding, EGS Egeser Giyim, EGS Finansal Kiralama, Nergis Holding, Sifaş Sentetik İplik Fabrikaları, Polylen Sentetik İplik Sanayi, Facto Finans Alacak Alımı, İktisat Finansal Kiralama, Tümteks Tekstil ile Boyasan Tekstil hisseleri, aracı kurumlar vasıtasıyla Borsa dışında alım satım işlemlerine tabi tutuluyor.

Hazine İhaleleri

Hazine Müsteşarlığı "2 Ağustos 2002 Cuma" günü Ağustos ayının ilk ihalesi olan, 383 gün vadeli dolar cinsinden tahvil ihalesi düzenledi. Hazine, bu ihalede net 799 milyon dolar borçlanma gerçekleştirdi. İhaleye toplam 875 milyon dolar karşılığı teklif geldi ve net 799.4 milyon dolar tutarında satış gerçekleştirildi. Tahviller, yıllık dönem faizi

% 9.47, yıllık basit % 9, yıllık bileşik faizi % 8.98 olan dolar cinsinden, Merkez Bankası aracılığı ile bir gün süreyle doğrudan satışa (TAP yöntemi) sunuldu. Tahvillerin geri ödemesi, 20 Ağustos 2003 tarihinde yapılacaktır.

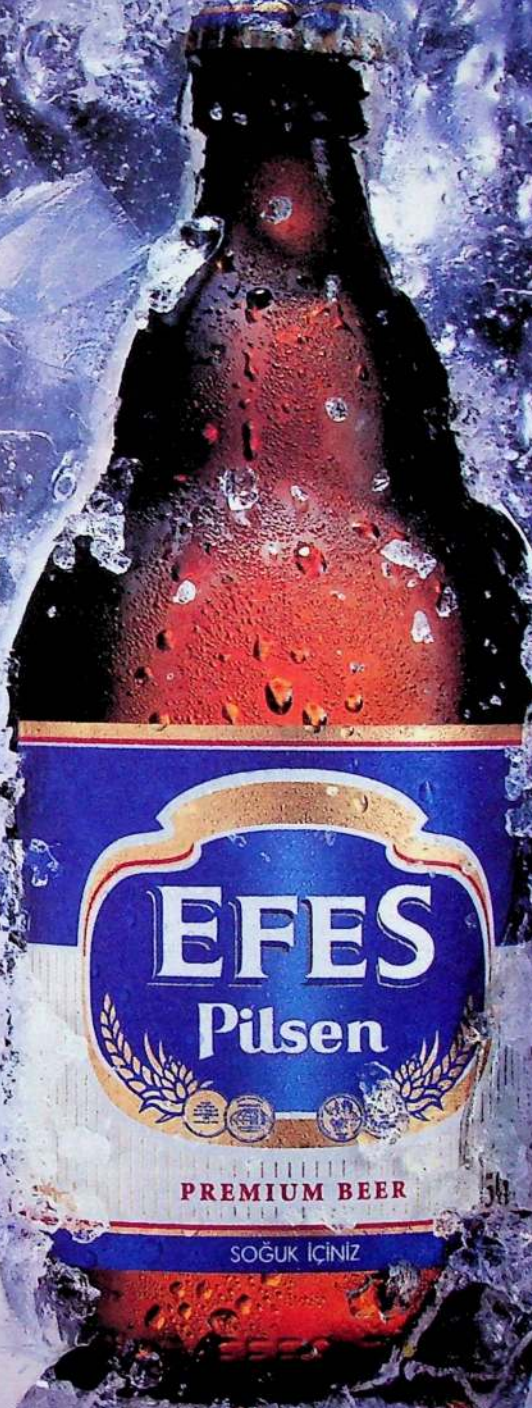
Hazine'nin "6 Ağustos 2002 Salı" günü düzenlediği 273 gün vadeli bono ihalesine toplam 2 katrilyon liralık teklif gelirken bileşik faiz % 68 oldu. Net satış miktarı ise 787 trilyon lira olarak gerçekleşti. Bono ihalesine toplam 2 katrilyon 67.9 trilyon liralık teklif gelirken, ihalede nominal 1 katrilyon 162.4 trilyon liralık satış gerçekleşti. Bono ihalesinde bileşik faiz % 68, basit faiz ise % 63.42 oldu. İhalede kamuya satış gerçekleştirilmedi. Öte yandan, bonoların geri ödemesi 7 Mayıs 2003'de yapılacaktır.

Hazine'nin "12 Ağustos 2002 Pazartesi" günü düzenlediği 3 ay vadeli bono ihalesine, 2 katrilyon 118.4 trilyon liralık teklif gelirken, ihalede 1 katrilyon 190.9 trilyon liralık nominal satış gerçekleşti. Bileşik faiz ise % 58.75 oldu. İhaledeki net satış tutarı ise önceden öngörüldüğü gibi 1 katrilyon 61 trilyon lira oldu. Referans bono ihalesinde basit faiz % 48.99 olarak gerçekleşti.

Hazine'nin "13 Ağustos 2002 Salı" günkü 266 gün vadeli bono ihalesinde net 977.5 trilyon liralık satış yapılırken bileşik faiz ise % 67.9 oldu. Hazine'nin bono ihalesine toplam 2 katrilyon 766.7 trilyon liralık teklif gelirken, nominal 1 katrilyon 427.6 trilyon liralık satış gerçekleşti. Bono ihalesinde gerçekleşen bileşik faiz % 67.9, basit faiz ise % 63 oldu. İhalede kamuya 226.9 trilyon liralık net satış yapıldı. Bonoların geri ödemesi, 7 Mayıs 2003'de yapılacaktır. Söz konusu bonolar, 7 Ağustos 2002'de ihraç edilen 273 gün vadeli bonoların yeniden ihraçı oldu.

Hazine Müsteşarlığı'nın, "19 Ağustos 2002 Pazartesi" günü ABD Doları cinsinden, "halka arz yolu" ile bir yıl vadeli (364 gün), iskontolu devlet tahvili satışında toplam nominal 309.1 milyon dolar tutarında satış gerçekleşti. Hazine Müsteşarlığı'ndan yapılan yazılı açıklamaya göre, iki gün satışta kalan tahvillerin net satış tutarı ise 283.5 milyon dolar oldu.

Hazine'nin, "26 Ağustos 2002 Pazartesi" günü 2 yıl vadeli ve 3 ayda bir kupon ödemeli değişken faizli devlet tahvili ihalesinde, net



EFES
Pilsen

PREMIUM BEER

SOĞUK İÇİNİZ



Bira
bu kapağın
altındadır

479.5 trilyon lira satış yapıldı. Söz konusu tahvil ihalesinde nominal satış miktarı 483.1 trilyon lira olurken, gelen teklif tutarı 668.3 trilyon lira olarak belirlendi. İhalede, minimum fiyat 99.250 lira, nominal satış 483.1 trilyon lira, net satış 479.5 trilyon lira, dönemsel faiz ise % 14.88 olarak belirlendi. 11 Ağustos 2004 itfa tarihli değişken faizli tahvillerin ilk kupon ödemesi 13 Kasım 2002 tarihinde yapılacak ve ilk kupon dönemi 77 günle kırık vade olacak. Tahvilin kuponlarına Hazine Müsteşarlığı tarafından 2 ek getiri uygulanacak ve 12 Haziran tarihinde yapılmış olan 3 aylık referans bono ihalesinde oluşan % 12.25 dönemsel faiz oranına göre ilk kupon oranı ek getiri ile birlikte % 14.25 olacak.

Hazine "27 Ağustos 2002 Salı" günü iki ihale birden düzenledi. 147 günlük bono ihalesinde net 1 katrilyon 267.5 trilyon lira, 252 günlük bono ihalesinde ise 900.7 trilyon borçlandı. 147 günlük ihalede maksimum bileşik faiz % 61.0, 252 günlükte de % 67 oldu. Hazine ayrıca kamu kuruluşlarına 147 günlük ihalede net 69.5 trilyon, 252 günlük ihalede de 23.4 trilyon satış yaptı.

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

| Aylar | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---------|----------|-----------|-----------|-----------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| Ocak | 46499.72 | 66641.02 | 121282.26 | 482009.45 | 970038.69 | 736963.15 | 5078678.55 | 3035452.15 | 4655375.35 |
| Şubat | 43685.74 | 72135.19 | 148672.55 | 481567.26 | 870185.89 | 996300.48 | 4534752.07 | 2391632.75 | 3939378.62 |
| Mart | 36336.97 | 94874.84 | 178248.67 | 449760.66 | 936427.88 | 1224154.39 | 4662632.07 | 2325863.75 | 3979954.22 |
| Nisan | 37260.41 | 109201.43 | 174945.81 | 419157.76 | 1246481.82 | 1343754.27 | 5742031.40 | 3523218.40 | 3948114.58 |
| Mayıs | 40688.45 | 112502.77 | 166514.22 | 468188.27 | 1073822.72 | 1403551.33 | 4833067.82 | 3362559.64 | 3758605.08 |
| Haziran | 52300.27 | 116528.07 | 193595.07 | 526546.21 | 1187994.27 | 1288600.47 | 4520368.33 | 3553889.28 | 3575936.87 |
| Temmuz | 59216.98 | 128087.60 | 176955.20 | 568012.42 | 1210065.312 | 1457020.55 | 4516028.77 | 3359491.53 | 3951052.64 |
| Ağustos | 69147.24 | 110555.47 | 183969.42 | 579112.78 | 737615.22 | 1352406.47 | 4355709.75 | 3318505.73 | 3933668.00 |
| Eylül | 68630.14 | 98538.52 | 207830.76 | 719779.25 | 630484.23 | 1733920.33 | 3762897.75 | 2478260.07 | |
| Ekim | 66413.15 | 114393.38 | 238854.42 | 849700.62 | 573932.44 | 1797901.99 | 4397698.60 | 3345403.26 | |
| Kasım | 74373.54 | 96196.98 | 267385.51 | 839360.91 | 703595.71 | 2336373.64 | 2904240.15 | 3852900.93 | |
| Aralık | 71525.29 | 96450.06 | 277923.68 | 956310.79 | 726072.07 | 4117624.90 | 2886233.86 | 4730591.76 | |

| Sıra No. | Kuruluşun Adı | Kayıtlı Sermaye (Milyon TL) | Çıkarılmış (Ödenmiş) Sermaye (Milyon TL) | Takvim Yılı Kârı (Net) | | | Dağıtılan Kâr Payı (%) | | | Piyasa Fiyatı (TL) | | | |
|----------|---------------------|-----------------------------|--|------------------------|------------------|------------------|------------------------|------------|------------|--------------------|------------|------------|--------------|
| | | | | 1999 (Milyon TL) | 2000 (Milyon TL) | 2001 (Milyon TL) | 1999 (Net) | 2000 (Net) | 2001 (Net) | Haziran 2001 | Nisan 2002 | Mayıs 2002 | Haziran 2002 |
| 1 | ALARKO GMYO | 20.000.000 | 3.565.000 | 16.838.762 | 20.384.232 | 38.185.108 | - | - | 20,00 | 13.500 | 11.750 | 12.000 | 11.500 |
| 2 | ANADOLU CAM | 250.000.000 | 70.634.000 | 1.117.488 | 4.074.642 | 2.953.473 | - | 5,00 | - | 1.175 | 1.250 | 1.475 | 1.625 |
| 3 | ARÇELİK | 500.000.000 | 145.440.000 | 61.253.949 | 63.316.620 | 21.359.874 | 60,00 | 20,00 | - | 8.700 | 10.000 | 11.500 | 10.250 |
| 4 | BAGFAŞ | 10.000.000 | 2.000.000 | 2.599.697 | 2.777.653 | 7.121.510 | 50,00 | 70,00 | 100,00 | 22.000 | 17.250 | 19.000 | 20.250 |
| 5 | BOLU ÇİMENTO | 70.000.000 | 46.179.000 | 3.983.369 | 3.586.302 | 16.989.351 | 24,44 | 12,23 | 40,39 | 2.225 | 1.400 | 1.400 | 1.400 |
| 6 | BİSA | 25.000.000 | 7.442.000 | 13.137.330 | 17.943.310 | 25.934.319 | 68,30 | 187,00 | 270,00 | 28.500 | 25.000 | 30.000 | 29.500 |
| 7 | ÇELİK HALAT | 5.000.000 | 1.994.000 | 312.820 | -370.513 | -184.505 | 12,00 | - | - | 2.950 | 4.250 | 4.750 | 3.850 |
| 8 | ÇİMSA | 50.000.000 | 33.696.000 | 10.788.069 | 13.421.232 | 28.483.457 | 31,00 | 39,00 | 125,00 | 12.500 | 5.900 | 6.400 | 6.500 |
| 9 | DEVA HOLDİNG | 100.000.000 | 16.000.000 | -1.925.850 | 234.198 | -15.652.615 | - | - | - | 1.250 | 1.000 | 1.350 | 1.675 |
| 10 | DOKTAŞ | 20.000.000 | 19.200.000 | -1.550.430 | -5.086.387 | -6.940.578 | - | - | - | 2.100 | 2.125 | 2.425 | 2.125 |
| 11 | ECZACIBAŞI YATIRIM | 50.000.000 | 19.800.000 | 7.897.837 | 7.323.139 | 13.146.570 | 50,00 | - | - | 2.950 | 2.500 | 2.850 | 3.900 |
| 12 | EGE GÜBRE | 2.009.000 | 2.009.000 | 1.259.177 | 805.474 | 4.932.877 | 57,89 | 33,06 | - | 3.600 | 4.200 | 4.900 | 4.600 |
| 13 | EREĞLİ DEMİR ÇELİK | 700.000.000 | 44.352.000 | -24.922.263 | 72.138.696 | -94.932.797 | - | - | - | 14.250 | 15.750 | 18.250 | 19.000 |
| 14 | GENTAŞ | 21.000.000 | 4.044.000 | 1.199.502 | 1.892.086 | 4.278.462 | 10,00 | - | 20,50 | 5.600 | 4.050 | 4.800 | 5.700 |
| 15 | GOOD-YEAR | 21.000.000 | 11.918.000 | -4.585.600 | -7.800.910 | -17.694.746 | - | - | - | 7.000 | 7.900 | 9.100 | 8.800 |
| 16 | GÜBRE FABRİKALARI | 10.000.000 | 2.500.000 | 877.200 | 981.621 | 2.057.877 | 19,00 | 20,00 | - | 9.300 | 9.800 | 10.750 | 10.500 |
| 17 | HEKTAŞ | 25.000.000 | 9.550.000 | -2.095.993 | 1.668.005 | 1.819.036 | - | - | - | 1.600 | 950 | 1.100 | 1.075 |
| 18 | İZMİR DEMİR ÇELİK | 62.250.000 | 62.250.000 | 1.147.456 | 279.521 | -31.155.761 | - | - | - | 840 | 960 | 1.400 | 1.300 |
| 19 | İZOCAM | 12.000.000 | 9.000.000 | 1.095.371 | 4.085.484 | 5.775.755 | 25,00 | 40,00 | 33,33 | 3.850 | 2.350 | 2.600 | 3.050 |
| 20 | KARTONSAN | 2.700.000 | 2.025.000 | 1.868.731 | 6.258.164 | 15.297.260 | 57,75 | 154,36 | 149,87 | 54.000 | 47.500 | 52.000 | 52.000 |
| 21 | KAV DAN PAZ TIC. | 7.000.000 | 6.435.000 | 3.888.455 | 3.710.354 | 1.476.495 | 40,00 | 26,59 | 15,00 | 2.900 | 2.475 | 2.450 | 2.375 |
| 22 | KOÇ HOLDİNG | 250.000.000 | 203.156.000 | 42.296.323 | 43.453.599 | 54.806.789 | 15,00 | 10,00 | - | 27.500 | 15.500 | 19.750 | 18.250 |
| 23 | KONYA ÇİMENTO | - | 4.873.000 | 3.156.398 | 2.551.302 | 5.555.643 | 50,00 | 10,00 | - | 5.100 | 7.900 | 7.100 | 9.000 |
| 24 | KORDSA DUPONT | 60.000.000 | 36.125.000 | 3.421.774 | 9.202.454 | 16.393.540 | 24,50 | 30,70 | 36,00 | 8.800 | 4.650 | 4.800 | 4.550 |
| 25 | MAKİNE TAKİM | 18.500.000 | 16.819.000 | 420.697 | -994.243 | -3.708.288 | - | - | - | 270 | 600 | 550 | 550 |
| 26 | MİGROS | 100.000.000 | 9.180.000 | 25.038.772 | 7.505.957 | 17.775.501 | 350,00 | 50,00 | 50,00 | 87.000 | 68.000 | 89.000 | 83.000 |
| 27 | NET TURİZM | 100.000.000 | 24.822.000 | 130.161 | 2.206.116 | -14.903.065 | - | - | - | 1.375 | 830 | 710 | 580 |
| 28 | OLUKSA | 10.000.000 | 5.434.000 | 659.712 | 2.542.799 | 4.539.335 | - | 25,00 | 20,00 | 6.700 | 8.400 | 9.400 | 9.100 |
| 29 | OTOSAN | 300.000.000 | 73.106.000 | 1.250.308 | 40.820.549 | -91.737.465 | - | - | - | 14.000 | 15.250 | 16.250 | 14.750 |
| 30 | PETROL OFİSİ | 100.000.000 | 50.000.000 | 70.157.454 | 72.559.118 | 186.596.292 | 291,76 | 121,90 | - | 4.000 | 34.000 | 27.500 | 25.000 |
| 31 | PINAR SUT | 80.000.000 | 15.500.000 | 3.261.698 | 4.092.558 | 2.788.486 | 50,00 | 82,70 | 15,79 | 2.475 | 2.100 | 2.000 | 1.975 |
| 32 | SABANCI HOLDİNG | 1.000.000.000 | 800.000.000 | 38.620.385 | 83.375.694 | 120.054.389 | 8,00 | - | - | 4.750 | 3.900 | 4.400 | 3.900 |
| 33 | SARKUYSAN | 10.000.000 | 10.000.000 | 4.020.727 | 3.442.605 | 9.159.917 | 55,00 | 41,00 | 50,00 | 13.250 | 4.800 | 5.400 | 5.200 |
| 34 | TELETAŞ | 10.000.000 | 8.000.000 | 4.488.080 | -5.910.940 | -11.638.977 | - | - | - | 9.200 | 9.500 | 9.800 | 9.700 |
| 35 | TÜPRAŞ | 500.000.000 | 350.419.000 | 212.969.504 | 242.982.184 | 188.633.258 | 233,70 | 280,30 | 55,26 | 32.000 | 6.500 | 8.000 | 7.500 |
| 36 | TÜRK DEMİR DÖKÜM | 40.000.000 | 20.000.000 | -4.766.215 | 3.781.160 | -2.410.995 | - | - | - | 3.200 | 2.325 | 2.700 | 2.700 |
| 37 | T GARANTİ BANKASI | 1.000.000.000 | 750.000.000 | 181.098.648 | 205.287.000 | -226.705.000 | - | - | - | 2.050 | 1.975 | 1.775 | 1.650 |
| 38 | TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM | 800.000.000 | 285.000.000 | 1.539.518 | 3.607.181 | 2.101.484 | 1,40 | - | - | 3.700 | 1.250 | 1.325 | 1.500 |
| 39 | YAPI KREDİ BANKASI | - | 752.345.000 | 211.276.596 | 256.146.000 | -895.815.000 | 64,00 | - | - | 3.100 | 1.575 | 1.675 | 1.225 |
| 40 | YAZICILAR HOLDİNG | - | 13.650.000 | 1.858.647 | 6.228.933 | 30.269.209 | - | - | 30,00 | 13.500 | 11.500 | 14.500 | 15.000 |

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:

e-mail :

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

«BANKA-MALİ VE EKONOMİK YORUMLAR» Aylık Dergi, 12 sayı için 2002 Yılı Abone Koşulları;

YURT İÇİ

6 Aylık: 20.000.000.- TL

1 Yıllık: 36.000.000.- 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

Yapı Kredi Bankası
Çemberlitaş Şubesi
Hesap No: 1035572-7

Abone Başlangıç Tarihi : Abone Bitiş Tarihi :

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


Görüşler

Yrd. Doç. Dr. İRFAN KALAYCI

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

Euro ve Euro Bölgesinin Ekonomik Politikaları

I. Giriş

uro bölgesi (euroland), euro'yu ortak para birimi kabul eden; şimdilik 12 Avrupa Birliği (AB) ülkesinin (alfabetik sırayla; Almanya, Avusturya, Belçika, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İrlanda, İspanya, İtalya, Lüksemburg, Portekiz ve en son Yunanistan'ın) oluşturduğu Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği'nin (APB) "coğrafik" adıdır.

APB'ye ilişkin ilk sistematik düşünce, 1959 tarihli Fransız Jean Monnet öncülüğündeki "Birleşik Avrupa İçin Eylem Planı"na dayanmaktadır.⁽¹⁾ Gerçek anlamda APB süreci, 1969 Hague Zirvesi'nde Lüksemburg Başbakanı Pierre Werner'e yaptırılan bir araştırma ve onun adıyla sonuçlandırılan Werner Raporu ile başlamıştır. 1980 tarihine kadar tek bir Avrupa Topluluğu (AT) parası, sabit döviz kuru, tam convertibilite, AT Merkez Bankası ve serbest piyasa hareketlerini öngören Werner Planı; Bretton Woods Sistemini'nin çökmesi, dünya petrol bunalımı ve re-

sesyon yüzünden başarısızlıkla sonuçlanınca, sözkonusu bu süreç de sekteye uğramış oldu.

O zamanki adıyla Avrupa Ekonomik Topluluğu (AET) ülkelerinin paralarından en güçlüsü ile en zayıfı arasındaki kur farkı en fazla % 2.25 olup ulusal Merkez Bankalarının müdahalesine açıktı. AET ulusal paraları Smithsonion (1971) ve Bale (1972) anlaşmalarıyla şekillenen "Avrupa Para Yılanı" adı verilen bu yöntemle ABD Doları ve diğer paralara karşı birbirlerini destekleyecekler ve ayrıca uluslararası ticarete istikrarsızlığa yol açacak bir dalgalanmadan kaçınacaklardı. Bütün bunlar için ise ortak bir para politikası gerekiyordu. Bu amaçla, İngiltere dışında 9 AET ülkesinin çabalarıyla 1979'da Avrupa'da "parasal istikrar politikası" hedefli ve teknik olarak ayarlanabilir sabit kur sistemine dayalı "Avrupa Para Sistemi" kuruldu ve sistemi çalıştırmak üzere "Avrupa Para Birimi" (European Currency Unit, ECU) adıyla sanal (kayıtsal) para devreye sokuldu. ECU, dolara karşı dalgalanan.

fakat dolara karşı bir "birleşik para" niteliğinde olacaktır.

Avrupa Tek Pazarı (European Single Market) ya da Ortak Pazar yolundaki girişimler, 1988 Hannover Zirvesi'nde Jacques Delors başkanlığında başlıca Merkez Bankası guvernörlerinden oluşan bir komitenin çalışmalarıyla hızlandı. Werner Raporu ile eksik bırakılan ya da kabul görmeyen koşullar, Delors Raporu'nun ana eksenini oluşturdu. Ortak Pazar rüyasının üç aşamada gerçekleştirilmesini öngören Delors Raporu, 1989 Madrid Zirvesi'nde tüm üye ülkeler tarafından onaylanarak yürürlüğe girdi. Bu rapora göre, 1 Temmuz 1990 - 31 Aralık 1993 tarihlerini kapsayan birinci aşamada; AB içerisinde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, bölgesel ikiliğin sona erdirilmesi, üye ülkelerin makro ekonomik politikalarının uyumlaştırılması, tüm üyelerin Döviz Kontrol Mekanizması (ECM) ile hedeflenen +/-2.25 bandında kalması ve bütün bunların Ekonomi Maliye Bakanları Konseyi (Ecofin) ve Merkez Bankası Direktörleri Komitesi (CCBG) tarafından denetlenmesi planlanmıştır. 1 Ocak 1994'te başlayan ve tartışmalı konuların ağırlıkta olduğu ikinci aşamada; Ecofin ve CCBG'nin görevlerinin Avrupa Merkez Bankaları Sistemi'ne (ESCB) devredilmesi ve ortak para politikaları kararlaştırılırken, bir tavsiye kurumu niteliğinde Avrupa Para Enstitüsü'nün (EMI) de kurulması sağlandı. 9-10 Aralık 1991

tarihli Maastricht Zirvesi'nde,⁽²⁾ Delors Raporu ile ortaya çıkan AB ülkelerini parasal birliğe götüren makro ekonomik ölçütleri konusundaki ılımlı tavır sertleştirildi. Aynı Zirve'de, 1996'da AB Konseyi'nin parasal birliğine katılabilme koşullarını sağlayan üyelerin saptanması ve en önemlisi tek para euro'ya geçişini simgeleyen üçüncü aşamanın 1 Ocak 1999'da başlayacağı öngörüldü. Üçüncü aşamaya hazırlık olarak, EMI, Haziran 1998'de görevlerini Avrupa Merkez Bankası'na (ECB) devretti. Özerk bir yapı içerisinde ECB'nin en son amacı fiyat istikrarını ve dolayısıyla euro'nun itibarını korumaktır.

15-16 Aralık 1995 Madrid Zirvesi'nde tek paranın adı "euro"⁽³⁾ olarak belirlenmiş ve 1 Ocak 1999 tarihinde -resmen- dolaşıma gireceği doğrulanmıştır. Gerçekten de bu tarihten itibaren AB'nin para birliğinin ilkelerini gerçekleştiren üyeleri euro'yu kayıtsal para olarak kullanmaya başlamıştır. Böylece AB, para birliğine katılan ve şimdilik katılmayan ya da katılmayan üyeleri ile yani V. F. Savaş'ın deyimile "iki vitesle" devam etmektedir.

Bu çalışmada; euro'nun, AB'nin parasal ve genel ekonomik bütünleşmesinde nasıl bir "politika" ya da "politik araç" olarak kullanıldığı, AB'nin doğrudan kendisine ve genel olarak dünya ekonomisine yansımaları - ancak kısmen - incelenmiştir. Euro'nun şimdiki ve gelecekteki Türkiye ekonomisini ilgilendirdiği ve AB-Türkiye ilişkileri

üzerinde çeşitli olası etkiler yaratacağı bilinmektedir. Dolayısıyla euro'nun bir "Türkiye açısı" vardır, ancak bu, başka bir çalışmanın konusu olabilir.

II. Euro'ya Geçiş Süreci ve Paramın Uluslararası Dolaşımında Euro Seçeneği

AB, euro adlı ortak paraya geçişi üç aşamada yapmayı planlamıştır (Arısoy, 1999: 4-6): Aşama I: 1998 ilkbaharı - APB'ye Hazırlık: APB'ye katılacak ülkelerin saptanması; ECB ve ESCB'nin oluşumu; ulusal para birimlerinin değiştirilmesine ilişkin yasaların çıkartılması; euro cinsinden banknot (euro-not) ve madeni para basımına başlanması; özellikle bankacılık kesiminde ve mali piyasalarda tek paraya geçiş için teknik çalışmaların hızlandırılması. Aşama II: 1 Ocak 1999 - APB'nin Başlangıcı: Dönüşüm kurlarının geri dönülmez bir şekilde sabitleştirilmesi; para politikasına ilişkin yetkilerinin ECB'ye devri ve tüm para piyasaları ile döviz işlemlerinin euro cinsinden ESCB tarafından yürütülmesi; euro'nun kayıtsal para ve hesap birimi olarak uygulamaya konulması; özellikle vadesi 1.1.2002 tarihini aşan yeni hazine bonolarının euro cinsinden piyasaya ihraç edilmesi. Aşama III: 1 Ocak 2002 - Euro'nun Fiziksel Para Olarak Kullanılması: Euronot ve bozuklukların en geç 1.1.2002'de dolaşıma çıkarılması ve 6 ay süreyle ulusal paralarla birlikte kullanılması; kamu ve özel kesimler

için euro'ya geçişin büyük oranda gerçekleştirilmesi; en geç 1.7.2002'de ulusal paraların tümüyle ortadan kaldırılması ve euro'nun tek yasal para olarak kullanılmaya başlanması.

2-3 Mayıs 1998'de AB Zirvesi'nde alınan bir kararla, Yunanistan dışında 11 AB ülkesi APB'ye hemen katılan ülkeler statüsünü kazanırken, ulusal paraları ile euro arasındaki dönüşüm kurları 1.1.1999'dan itibaren geri dönülemez (bir başka deyişle, tersine ve çapraz olarak hesaplanmayacak) bir şekilde sabitlenmiştir. Avrupa Komisyonu kararına göre "1 ECU = 100 Cent = 1 EURO" değişim oranı AB ulusal paralarına, aşağıda görüldüğü gibi, uygulanmıştır:

APB'ye üye olan AB ülkelerinin euro karşılıkları:

| |
|---|
| 1 EURO = 1.95583 Alman Markı (DM) |
| = 13.7603 Avusturya Şilingi |
| = 40.3399 Belçika Francı |
| = 2.20371 Hollanda Florini |
| = 5.94573 Fin Markkası |
| = 0.787564 İrlanda Poundu |
| = 1936.27 İtalyan Lireti |
| = 166.386 İspanyol Pezetası |
| = 40.3399 Lüksemburg Francı |
| = 200.482 Portekiz Esküdosu |
| APB'ye üye olmayan AB ülkelerinin euro karşılıkları: 1 EURO |
| = 7.46038 Danimarka Kronu |
| = 0.705455 İngiliz Sterlini |

= 9.48803 İsveç Kronu
 = 353.109 Yunan Drahmisi⁽⁴⁾

Euro'nun hesaplanması ve dönüşümü teknik bir konu olup bu çalışmanın amacını aşmaktadır. Ancak euro'nun ortaya çıkış nedenleri önemlidir ve bu nedenleri, uluslararası para sistemine egemen olan ABD dolarında aramak gerekir.

Geçen yarım yüzyılda dolar, diğer bir çok paranın meydana çıkmasını engelleyerek, dünyanın en üstün uluslararası (rezerv) parası olarak hizmet verdi. II. Dünya Savaşı'nın hemen sonlarında İngiliz Sterlini, dolara karşı biraz rakip olmayı başarmıştı. 1980'lerde ise DM ve Japon Yeni'nin artan kullanımı ciddi bir spekülasyona yol açtı ki, uluslararası para sistemi neredeyse "üç kutuplu" (tripolar) bir döviz rejimi haline gelmekteydi. 1990'ların başlarına gelindiğinde, DM ve yen'in uluslararası değeri ılımlı bir noktada istikrar kazandı ve üç kutuplu rejimden beklenenler tatmin edici oldu. Son birkaç yıl boyunca, doların, piyasaya yeni girmiş euro ile uluslararası para liderliğini paylaşarak bu sistemin "iki kutuplu" (bipolar) hale gelebileceği hakkındaki tahminler artmaktadır (Tavlas, 1998).

Fakat euro'dan çok daha önce, dolara karşı uluslararası rezerv (anahtar) para olarak çeşitli paralar önerilmiştir: Bir: IMF'nin kurulmasına karar verildiği 1944 Bretton Woods Konferansı'nda İngiltere planını sunmakla görevli Lord Key-

nes "Bankor" adlı bir uluslararası para yaratılmasını istemiş, fakat ABD tarafından kabul edilmemişti. İki: dolara karşı seçenek arayışında, IMF, 1970'te "Özel Çekme Hakkı" anlamına gelen SDR'yi (Special Drawing Right) yaratmıştır. SDR, IMF'ye üye ülkeler arasında ve kotaları kadar uluslararası ödemelerde kullanılan, dolanımı sınırlı ve sadece bir hesap birimi olduğundan dolayı bir "eksik para"dır. Bu ve benzeri uluslararası para konusundaki uzun ve zahmetli arayışların hareket noktası, dolar gibi bir ulusal paranın uluslararası para niteliğinde kabul görmesinin somut ve ciddi sakıncalarının varlığıdır.

Doların, şimdiye dek bilinen ve uygulamada gerçekleşerek öteki ülkeleri ve başta AB'yi tedirgin eden üç sakıncasından söz edilmektedir (Aren, 1991: 125). Bir: doların başlangıç değerini koruyup korumamak bütünüyle ABD'nin elindedir. Bu ülkede başlayacak bir enflasyon, ellerinde rezerv olarak dolar bulunduran ülkeleri büyük zararlara sokabilecektir. İki: ABD, doların uluslararası para olarak kullanılmasını sayesinde öteki ülkelere dolar satıp karşılığında onlardan mal ve hizmet satın alabilmektedir. Dolar üretiminin maliyeti çok az olduğu için ABD bu yolla bütün dünyadan bedava mal satın alarak haksız kazançlar elde edebilmektedir. Üç: Dünyaya sunumu yapılacak dolar miktarı⁽⁵⁾ ABD'nin ödemeler dengesi açığına bağlıdır. Örneğin, eğer bir yıl ABD'nin ödemeler dengesi

açık vermezse, o yıl öteki ülkeler - dolar einsinden - ödemeler sıkıntısı çekecekler demektir.

Aslında her rezerv para, dayandığı ekonomik güç sayesinde uluslararası para sisteminde tekkelci eğilimler ve dolayısıyla çeşitli sakıncalar taşıyabilir. Bu önerme, ileride bütünleşme sürecini tamamlayarak gücünü gittikçe arttırmış AB'nin tek parası euro için de geçerlidir.

Ancak bir paranın, taraflara sakıncasız bir bekleyle uluslararası kullanımı için pek çok etmenin bir arada olması gerekir (Tavlas, 1998): Birincisi, para ihraç eden ülkenin enflasyon performansı açısından, o ülkenin parasının değerine güven duyulmalıdır. Yüksek ve değişken enflasyon nominal kur aşınması ve belirsizliği yaratır. Uluslararası hesap birimi ve değişim aracı olarak işlem görebilmesi için bir para istikrara sahip olmalıdır, aksi halde o paranın öteki paralara karşı görece değeri ekonomik kuruluşlara net bir fikir veremeyecektir. İkincisi, para ihraç eden ülkenin siyasal istikrara gereksinimi vardır. Üçüncüsü; para ihraç eden ülke, gerçekten denetimlerden yalıtılmış, sınırsız (yani geniş ve çeşitli mali yatırımlar içeren) ve derin (yani iyi gelişmiş ikincil piyasalara sahip) finansal piyasalara hükmetmelidir. Şunu mutlaka belirtmek gerekir ki, ABD dünyanın en büyük ve en derin finansal piyasalarına sahip olup menkul kıymetler kapitalizasyonu açısından bütün G-7'ninki kadar aynı hacimdedir.

Ayrıca, dünya döviz piyasasındaki kullanımı itibariyle, dolar diğer küresel paralara karşı son 10 yılda büyük bir fark atmıştır (bkz.Tablo 1). Nitekim, Nisan 1989'dan 1995'e kadar dikkate alınan sürelerde, en yakın rakipleri olan DM ortalama % 17'de ve yen ortalama % 12'de kalırken, doların tüm seçkin paralar arasında % 43 ortalamayla "başat para" olma özelliğini sürdürdüğü görülmektedir.

Tablo 2'deki verilere göre, dünya gayri safi yurt içi hasıla (GSYİH) ile dünya ihracatındaki payları açısından ve 1996 yılı itibariyle ABD ve AB, yaklaşık % 20 ve % 15 oranlarla "başabaş" giderlerken; az gelişmiş ülkelere (AGÜ) verilen borçların ve elde tutulan döviz rezervlerinin özellikle dolar kaynaklı olduğu, uluslararası tahvil arzı açısından 1997'de AB'nin % 42 ile ABD'yi yakalamak üzere olduğu ve 1995'in ilk yarısında küresel döviz işlemlerinin sadece % 11.5'i dolar ile, bu işlemlerin yaklaşık 1/3'ünün ise AB paralarıyla yapıldığı anlaşılmaktadır.

Kısacası, euro, Tavlas'ın deyişiyle, dolara karşı dünya ekonomisindeki şok olaylarda "güvenli bir sığınak olarak" cazip bir seçenek oluşturmaktadır. Bu seçeneğin euro ülkeleri açısından oldukça anlamlı olduğundan kuşku yoktur, ancak bunun bir de euro bölgesi dışındaki ülkeler açısından ne ifade ettiği önemlidir.

III. Euro Bölgesi Dışındaki Diğer Gelişmiş Ülkeler

Euro bölgesi dışında kalan öteki gelişmiş ülkeler üç grupta toplanabilir: AB'nin üyesi ülkeler, AB üyesi olmayan Avrupa'nın gelişmiş ülkeleri ve AB'nin rakip ülkeleri.

A. AB Üyesi Ülkeler

Danimarka, İsveç ve İngiltere 1997 tarihinde; enflasyon ve faiz oranlarına ilişkin uyumda ve hiçbir aşırı kamu açığını vermemekle Maastricht ölçütlerini yerine getirdiler. Yine de bu ülkelerin hiçbiri şimdilik AB'ye katılmayı tasarlamış değildirler. Bu ülkelerde üyelik kararı için halk referandumu şart koşmuş ve doğrusu şu ana kadar da güçlü bir halk desteğinin olmadığı gözüküştür. Her üç ülke de kendi mevcut ekonomik politikalarının çerçevesini düzenleme iddiasına ve APB'yle uyumlu olacak bir duruşa yönelmişlerdir. Bu gözlem özellikle Danimarka için geçerlidir; çünkü Danimarka Kronu Avrupa Para Sistemi'nin Döviz Kuru Mekanizması (ERM) doğrultusunda DM ile birleşmiş durumdadır. İsveç Kronu ile İngiliz Sterlini ise dalgalanmaya bırakıldı ve 1992 krizinden beri ERM'de yer almaktadır, dolayısıyla bunların gelecekte euro bölgesine katılmalarına ilişkin bir engelle karşılaşp karşılaşmayacakları pek net değildir (Green and Swagel, 1998). İngiltere burada herşeye karşın özel ve güçlü bir konumdadır; çünkü AB içerisinde ve/veya euro bölgesi açısından AB'nin ekonomik

politikalarına çekince koyan bir ülke olarak İngiltere gerçekten "sorunlu" ülkelere biridir. İngiltere'nin Merkez Bankası Bank of England'in Başkanı Sir Eddie George'un belirttiğine göre, "Eğer İngiltere euro bölgesine katılırsa, sterlin, euro'ya uyum göstermek zorunda kalır ki, sterlinin değeri düşecek ve buna bağlı olarak enflasyon ve faiz oranı yükselecektir." (Cumhuriyet G., 2001.)

Komşumuz Yunanistan'ın durumu ise diğerlerinden biraz farklıdır. Yunanistan bir AB üyesi olduğu halde, Maastricht koşullarını yerine getiremediği için 1999'da APB'ye kabul edilmemişti. Fakat şimdiki Yunan hükümeti euro hedefini önüne koyarak hem içine girdiği krizlerden büyük yara almadan kurtuldu, hem de euro bölgesine adım adım yaklaştı. Şöyle ki (Akat, 2000; Berberakis, 2000): Yunan hükümetleri 1996'dan itibaren maaş ve ücretleri düşürerek, özel kesim kazançlarına ek vergi getirerek, sorunlu devlet bankalarını satarak, para birimi drahmi'yi % 15 oranında devalüe ederek (1998), enflasyonu % 2'ye ve GSMH'deki bütçe açığı oranını ise % 1.5 çizgisine çekerek (1999) ve bir dizi ekonomik politikayı başarıyla uygulayarak, Maastricht'te öne sürülen para ve fiyat istikrarı koşulunu yerine getirdi. 1 drahmi 340.75 euro'ya eşitlendi. Böylece Yunanistan, Haziran 2000 tarihinde APB'nin resmi 12.üyesi olmasıyla başarıya ulaştı.

B. Gelişmiş Avrupa Ülkeleri

Avrupa'nın iki "seçkin" ülkesi İsviçre ve Norveç, AB'ye üye olmadıkları için APB'ye katılamazlar. Ancak hem coğrafi yakınlık ve güçlü ticari ilişkiler ve hem de euro bölgesi ile kurdukları mali bağlantılar sayesinde AB'den doğrudan etkilenmektedirler. Her iki ülkenin ortak özellikleri, kişi başına düşen ulusal gelirin 20 bin dolardan fazla olması ve Avrupa coğrafyasının barış sembolü ülkeler olarak tanınmalarıdır. İsviçre'nin bir artısı da, bir konfederasyon ve dünyanın bankacılık kalesi olarak, AB'ye katılması için sürekli teklifler almasıdır.

C. AB'nin Rakipleri

Euro bölgesinde tek para olgusu ile iktisadi kalkınmanın, Avrupa dışındaki gelişmiş ülkeler üzerinde daha az doğrudan bir etki yapması olasıdır. Örneğin; ABD, Kanada ve Asya'nın gelişmiş ülkeleri için euro bölgesi ile ticaret, her bir ülkenin toplam ticareti ya da GSYİH içeri-

sinde görece küçük bir payı temsil etmektedir. Euro bölgesindeki gelişmelerin doğrudan etkisi sınırlı iken, dolaylı etkileri özellikle ABD açısından fazla olabilir. Uluslararası rezerv talebinin dolardan euro'ya kayması, ABD'nin sermaye hesaplarını olumsuz etkilemesine karşın cari işlemler açığını düşürmeye yardım edecektir. dolar yerine euro'nun uluslararası rezerv olarak tutulmaya başlanmasıyla, bir miktar uluslararası senyorej geliri de ABD Merkez Bankası FED'den Avrupa Merkez Bankası ECB'ye kayacaktır. Baştanbaşa APB ve Avrupa siyasal bütünleşmesinden ABD ve öteki ülkeler üzerinde olumlu bir etki yapması beklenebilir; nitekim tek para ve bütünleşmiş piyasa (Ortak Pazar) maliyeyi ve iş ilişkilerini kolaylaştıracaktır. AB açısından üycliğe çok yakın, D-6 olarak ifade edilen gelişen ve geçiş halindeki (developing and transition) ülkeler vardır: Çek Cumhuriyeti, Estonya, Kıbrıs (Rum Kesimi), Macaristan,

Tablo 1

Seçilmiş Paraların Küresel Döviz Piyasasındaki Ciro Payları (%)

| | Nisan 1989 | Nisan 1992 | Nisan 1995 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|
| ABD Doları | 45.0 | 41.0 | 41.5 |
| Alman Markı | 13.5 | 20.0 | 18.5 |
| Japon Yeni | 13.5 | 11.5 | 12.0 |
| İngiliz Sterlini | 7.5 | 7.0 | 5.0 |
| Fransız Frangı | 1.0 | 2.0 | 4.0 |
| İsviçre Frangı | 5.0 | 4.5 | 3.5 |
| Diğer | 14.5 | 14.0 | 15.3 |
| Toplam | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

Kaynak: Tavlas, 1998.

Polonya ve Slovenya. D-6 ülkeleri AB Komisyonu'nun uygun kanaatlerini almış olmalarına karşın hala Maastricht ölçütlerinden uzaktırlar. Herşeye karşın bazı Akdeniz, Baltık ve Doğu Avrupa ülkelerinin makro ekonomik dengelerini yeterince kurmaları halinde AB'ye katılmaları öngörülmektedir (Green and Swagel, 1998). En son gerçekleştirilen Göteborg Zirvesi (15-16 Haziran 2001) ile D-6 ülkeleri resmen genişleme sürecindeki ülkeler olarak belirtildi. Söz konusu aday ülkelerle müzakereler 2003'e kadar tamamlanacak ve "olumlu" olanlar 1.1.2004'te AB'ye katılacaklardır.

IV. Maastricht Anlaşması'na Göre Avrupa Para Birliği'ne Katılım İçin Yakınlaşma Ölçütleri

APB'nin dört sacayağı vardır: İlimli - düşük enflasyonu esas alan

fiyat istikrarı, kamu açığı ile kamu borcunu kabul edilebilir bir düzeyde tutan kamu maliyesi, borçlanma maliyetini düşürmeyi hedefleyen faiz politikası ve döviz kuru mekanizması. Bunların hepsi AB'de makro ekonomik politikalar için olmaz olmaz koşulları oluşturmaktadır (IMF, 1998).

- **Fiyat İstikrarı:** Önceki 12 ayın tüketici fiyat enflasyonunun ortalama oranı, performansı en iyi üç üye ülkenin enflasyon ortalamasının % 1.5'ini aşmamalıdır ve bu performans sürdürülebilir olmalıdır.

- **Kamu Maliyesi:** Bir üye ülke hükümetinin mali durumu aşırı açıkların etkisi altında kalmadığını kanıtlayacak biçimde sürdürülebilir olmalıdır. Özellikle: i) Genel kamu açığı, Maastricht Anlaşması'nın önerdiği GSYİH'nin % 3'lük oranını geçmemeli ya da bu oran esas itibariyle ve kesintisiz olarak düşürül-

Tablo 2
ABD ve AB: Ekonomik Hacim ve Paraların Kullanımı (%)

| | ABD | AB |
|---------------------------------------|------|------|
| Ekonomik Hacim | | |
| Dünya GSYİH'deki Payı (1996) | 20.7 | 20.4 |
| Dünya İhracatındaki Payı (1996)* | 15.2 | 14.7 |
| Paraların Kullanımı** | | |
| Dünya Ticareti (1995) | 51.0 | 31.0 |
| Uluslararası Tahvil Arzı (Eylül 1997) | 45.1 | 41.9 |
| AGÜ Borçları (1996 Sonu) | 50.2 | 15.8 |
| Küresel Döviz Rezervleri (1996 Sonu) | 63.7 | 19.5 |
| Döviz İşlemleri (Nisan 1995) | 11.5 | 35.0 |

* AB'nin kendi içindeki ticaret işlemleri hariç.

** Ülkenin ya da AB'nin parasında ya da paralarında belirlenmiş pay

Kaynak: Tavlas, 1998.

meli ve sonuçta önerilen orana (reference value) yakın bir düzeye ulaştırılmalı, bir başka deyişle, önerilen oranın üzerindeki fazlalık geçici ve istisnai olmalıdır. ii) Toplam brüt kamu borcu GSYİH'nin önerilen oranının % 60'ını aşmamalı, eğer mümkünse bu borç oranı tatmin edici bir hızla önerilen değere doğru azalarak yaklaşan bir yeterlilikte olmalıdır.

• **Faiz Oranı:** Bir önceki 12 ay üzerinden ortalaması hesaplanmış uzun-dönem devlet tahvili faiz oranları, enflasyonu en düşük üç üye ülkenin faiz ortalamasından sadece % 2 daha fazla olabilir.

• **Kur Oranları:** Bir üye ülke aşırı bir gerginliğe kapılmadan ve parası diğer üyelerin paraları karşısında devalüasyona uğramadan kendi inisiyatifıyla en az iki yıl süreyle ERM'nin dalgalanma sınırları olan % +/-2.25 içerisinde tutulmalıdır.

AB ülkeleri euro bölgesinin içinden (Euro-12) ve dışından (AB-3) olmak üzere, Maastricht ölçütlerine göre karşılaştırılabilir (bkz. Tablo 3 ve Tablo 4). Maastricht'te önerilen yıllık enflasyon oranı yaklaşık % 3 olduğu göre, bu oranı Yunanistan dışında hiçbir AB ülkesinin tutturmakta zorlanmadığı anlaşılmaktadır. GSYİH'deki bütçe açığı oranı (% 3'ten küçük ya da 3'e eşit) açısından, 1996'da AB ortalaması biraz yüksek çıkmışsa da, 1997'den sonra Yunanistan dahil, bütün AB ülkelerinin % 3'lük bara-

ja uygun kamu açığı verdikleri AB Komisyonu tarafından rapor edilmiştir. GSYİH içindeki devlet borç oranının % 60'tan fazla olamayacağına ilişkin ölçütü 1996 ve 1997'de sağlayan, özellikle Fransa, Lüksemburg ve İngiltere'dir. Diğer ülkeler de 1998 tarihinde Komisyon'dan geçerli rapor almışlardır. Son olarak, uzun dönem tahvil faiz oranı için en düşük enflasyonlu üç üye ülkenin ortalama faizine en çok % 2 eklenebileceği koşuluna göre sadece Yunanistan 1997'de % 9.8 ile önerilen değeri sağlayamamıştır.

V. Makro Ekonomik Politikalarda Gelişmeler

Euro bölgesi ülkeleri APB'ye hazırlanırken 1990'lardan itibaren makro ekonomik politikalarını geliştirmeyi hızlandırdı. APB'nin pürüzsüz bir şekilde işlemlerini sağlamak ve özellikle yüksek işsizlik oranlarını düşürmeyi gerektiren daha yüksek büyümeyi tutturmak için euro bölgesi ülkeleri birleşmeye ve merkezi bir güç olmaya gereksinim duymuşlardır. Merkezileşme istenci, emek ve mal piyasalarını daha esnek yapmayı hedefleyen reformlarla tamamlanan sağgörülü makro ekonomik politikaların sürmesini zorunlu kılmaktadır. Bir de etkili politika eşgüdümüne gereksinim var ki, mali ve yapısal politikalar ulusal düzeyde tasarlanmadan ve uygulanmadan devam edemez (Knot vd, 1998). AB açısından makro ekonominin en önemli saca-

yağı para politikaları olduğu için bu politikaların ulusale kaygılardan uzak tek elden belirlenip uygulanmasına "özel" bir önem gösterilmiştir. Çünkü para politikalarının "tek para"dan kaynaklanan çok boyutluluğu ve ayrıca sadece bir AB ülkesini değil, bütün AB'yi etkileyebilecek sonuçları söz konusudur.

A. Para Politikası

Euro bölgesinde para politikasının tasarlanması ve uygulanması; önce para politikası kararlarını alacak Avrupa Merkez Bankası'nı (ECB) ve bu kararların uygulanmasında ilk sorumluluğu bulunan ulusal Merkez Bankalarını kapsayan Avrupa Merkez Bankaları Sistemi (ESCB)'nin korunması biçimindedir. ESCB'nin genelgeleri (emirleri) açıkça fiyat istikrarına öncelik tanımaktadır. Zaten fiyat istikrarı bir bütün olarak euro bölgesinde % 2-3 civarında bir enflasyon olarak tanımlanmaktaydı. Düşük enflasyon hedefinin izlenmesinde, siyasal baskılardan yalıtılmış olan ESCB'nin ve tabii ki mevcut ulusal Merkez Bankalarının politikaları geçerli olacaktır. Herşeye karşın APB iki temel açıdan para politikası sisteminde bir değişikliği temsil etmektedir: i) Halen Avrupa Para Sistemi'nin Döviz Kuru Mekanizması'nın sınırlandırdığı - ulusal para ve döviz kuru politikalarının alanı ortadan kalkacaktır. ii) Para politikasının coğrafik yönelimi, baştanbaşa euro bölgesinin koşullarını dikkate alacak şekilde genişleyecektir. Daha şimdiden DM'nin kur

mekanizması içinde "çıpa" rolünü oynaması nedeniyle Almanya Merkez Bankası Bundesbank politikaları euro bölgesi ülkelerinin parasal tutumu üzerinde etkili olmuştur (Knot vd, 1998).

Bundesbank'tan oldukça etkilendiği gözlemlenen ECB, parasal hedefleme ya da enflasyon hedeflemesi bağlamında son zamanlarda üç temel elemana dayanan bir para politikası stratejisi benimsemiş durumdadır (Knot vd, 1998): i) Yıllık % 2'den daha az bir enflasyon oranı olarak tanımlanan fiyat istikrarının sağlanması, ii) toplam parasal büyüme için bir referans değerinin kabul edilmesiyle paraya önemli bir rolün verilmesi, iii) gelecekteki fiyatların seyrinin değerlendirilmesine dayalı ekonomik ve mali göstergelerin sınıflandırılarak kullanılması. Buna göre, euro bölgesinin ılımlı enflasyon oranı, kendisine bu itibarı sağlayan "seçkinci" yaklaşımı izleyen ECB'yi destekleyecektir.

AB'de 1.1.1999'dan beri euro ekseninde üye ülkelerin para politikalarındaki bağımsızlıklarını kaybetmeleri anlamına gelen tek para politikasına geçiş süreci başlamış ve bu tercih üyelerin maliye politikalarını önemli ölçüde etkileyecektir. Çünkü maliye politikaları için para politikalarında söz konusu olan bir merkezileşme öngörülmemiş, dolayısıyla üye ülkeler maliye politikalarını kendi ulusal amaçları doğrultusunda kullanabileceklerdir (Yıldız, 1999:29). En azından şimdilik, maliye politikalarının ulus-devlet anla-

yıyıyla kullanılmasının pek olumsuz sonuçlar doğurmayacağı savlanmaktadır.

B. Maliye Politikası ve "İstikrar" Miti

AB'nin bütçesi, üye ülkelerin GSYİH'sinde % 1'inden daha az olarak görece küçüktür. AB kurumlarının maliye politikası rolü ise öncelikle ulusal mali politikalarını gözetlemekten ibarettir. Bu bağlamda, Haziran 1997 yılında Amsterdam'da kabul edilen "İstikrar ve Büyüme İttifakı" (Stability and Growth Pact, SGP) sayesinde APB'nin mali politika çerçevesi genişlemektedir. SGP'de, ülkeler, dengeye yakın ya da fazla veren bütçe pozisyonlarını bulmak için ciddi bir ulusal çaba vermektedirler. Öyle ki, bu ülkeler genel kamu açıklarını, GSYİH'nin % 3'ünün altında tutarlarken normal konjonktürel dalgalanmalarla ilgilenmeyi de ihmal etmemektedirler. Aynı ülkeler yılda bir kez dönemsel "istikrar" programlarını; ülkelerin bütçe stratejilerini SGP'nin orta dönem hedefleriyle uyumunu değerlendiren AB Bakanlar Konseyi'nde görüşmektedirler (Knot vd, 1998).

Ayrıca, SGP'nin, yürürlüğe girdiği tarihten itibaren, üye ülkelere getirdiği yükümlülükler Topluluk Resmî Gazetesi'nde şöyle açıklanmaktadır (Savaş, 1999: 47-48): i) Üye devletler bütçelerini denk tutacak ya da fazla vermesini sağlayacak orta dönem amaçları belirleyecekler ve bu amaçlardan fiili ya da

beklenen bir sapma olursa gerekli önlemleri hemen alacaklardır. ii) Üye devletler bütçe açıklarını engellemek amacıyla Konsey tarafından kendilerine yapılan önerileri Maastricht Anlaşması'nın 103/4. maddesi gereğince kendiliklerinden kamuoyuna açıklayacaklardır. iii) Yine aynı madde gereğince Konsey'den uyarı geldiğinde üye devletler hemen gerekli önlemleri alacaklardır. iv) Bütçe açığının giderilmesi, açığın saptanmasını izleyen yıl içerisinde ya da ortaya çıktığı yılı izleyen iki yıl içerisinde sağlanmalıdır. v) Bu tür önlemlerin alınması, eğer ülke ekonomisi ciddi bir durgunluk içindeyse, bir süreliğine ertelenebilir. (Ekonomide böyle bir durgunluktan söz edebilmek için GSYİH'nin en az % 0.75 oranında azalması gereklidir.)

Euro bölgesindeki devlet gelirlerinin GSYİH'deki payının dünya ortalamasından 1.5 kat yüksek olduğu gerçeğinden hareketle; eğer euro ülkeleri, SGP'de başarılı bir orta dönem mali hedef ortaya konmuşken, anlamlı bir şekilde vergileri düşüreceklerse, o zaman faiz-dışı harcamalardaki artış oranının GSYİH büyüme eğiliminden daha az olması gerekecektir. Hükümetlerin orta-vadeli "istikrar" programları, geleceğe bakan reformlara endeksli sıkı harcama denetimini vurgulayan programlardır. Yetersiz mali politikalar, gereksinim duydukları daha yüksek faiz oranlarında sonuçlanan ECB'nin manevra alanı küçültülmüş olacaktır. Ayrıca

euro bölgesi ekonomisi duraklayacak olursa, ülkeler otomatik istikrarlandırıcılara yüklenerek ve GS-YİH'nın % 3'ünü aşan genel kamu açıklarını kapatmak için de daraltıcı politikaları uygulayarak güçlenebileceklerdir (Knot vd, 1998). -

AB ülkeleri tek paraya geçişle para politikasından vazgeçmeleri sonucu, iç ekonomik dengeyi sağlamak üzere maliye politikasına ağırlık vereceklerdir. Zaten, bağlayıcı olan SGP'ye karşın, maliye politikası uygulamalarının genişleyici

olacağı düşünülmektedir. Örneğin F. Bergston'a göre, bu, Reaganomics politikaları benzeri sonuçlar doğuracaktır ki, euro'nun değer kazanmasıyla uluslararası portföylerde euro ile belirlenmiş kağıtlara yönelme hızlanacaktır. Bu yöndeki gelişmeler euro'yu volatilitesi fazla olan bir para yapacaktır (İyibo-zkurt, 1999: 113).

C. Yapısal Politikalar

Avrupa emek piyasaları son 30

Tablo 3
Euro Bölgesinin Maastricht Ölçütleri Açısından Konumu

| | Enflasyon % | | Bütçe Açığı / GSYİH | | Devlet Borçları / GSYİH | | U.D. Faizler % |
|--------------------|----------------|------|------------------------|------|----------------------------|-------|-------------------|
| | 1996 | 1997 | 1996 | 1997 | 1996 | 1997 | 1996 |
| <i>Euro-12</i> | | | | | | | |
| Almanya | 1.5 | 1.4 | -4.0 | -2.0 | 60.8 | 61.9 | 6.3 |
| Avusturya | 1.7 | 1.5 | -4.3 | -3.0 | 71.7 | 72.2 | 6.4 |
| Belçika | 1.7 | 2.0 | -3.3 | -2.9 | 130.6 | 127.0 | 6.6 |
| Finlandiya | 1.7 | 1.7 | -3.3 | -2.2 | 61.3 | 61.5 | 7.2 |
| Fransa | 1.6 | 1.4 | -4.0 | -3.0 | 56.4 | 58.1 | 6.4 |
| Hollanda | 1.6 | 1.8 | -2.6 | -2.5 | 78.7 | 76.8 | 6.3 |
| İrlanda | 2.3 | 2.3 | -1.6 | -0.9 | 74.7 | 70.0 | 7.4 |
| İspanya | 3.9 | 3.0 | -4.4 | -3.0 | 67.8 | 67.1 | 9.0 |
| İtalya | 4.9 | 2.6 | -6.6 | -3.3 | 123.4 | 122.3 | 9.5 |
| Lüksemburg | 2.5 | 1.5 | 0.9 | 0.5 | 7.8 | 8.8 | 5.2 |
| Portekiz | 3.7 | 3.6 | -4.0 | -2.9 | 71.1 | 69.0 | 8.9 |
| Yunanistan | 8.8 | 7.2 | 7.9 | -6.5 | 110.6 | 109.3 | 15.1 |
| <i>AB-3</i> | | | | | | | |
| Danimarka | 1.7 | 2.2 | -1.4 | -0.3 | 70.2 | 67.8 | 7.3 |
| İngiltere | 2.6 | 2.5 | -4.6 | -3.5 | 56.2 | 57.0 | 7.9 |
| İsveç | 1.9 | 2.4 | -3.9 | -2.9 | 78.1 | 77.6 | 8.2 |
| <i>AB-15 (ort)</i> | 2.6 | 2.1 | -4.4 | -3.0 | 73.5 | 73.7 | 7.5 |
| Maastricht Hedefi | | | -3.0 | | 60.0 | | |

Kaynak: European Commission, European Economy Annual Economic Report 1997'den aktaran C.C. Aktan, vd., 1998:204.

yıldan beri küresel ekonomik çevrelerdeki değişmelere kötü bir şekilde uyum göstermektedir. 1970-1997 yılları arasında, euro bölgesindeki işsizlik oranı emek stokunun % 10'una yükselmiştir.⁽⁶⁾ Euro bölgesinde kadın işgücündeki artışa karşın, genel işgücüne katılım oranı değişmeden kalırken; ABD ve diğer sanayileşmiş ülkelerde (Avustralya, Japonya, Kanada ve Yeni Zelanda) artmıştır. Yapısal reform, salt ekonomik savurganlık ve yüksek işsizlikten oluşan toplumsal maliyetlerden dolayı değil, daha bir dizi neden için de zorludur. Yüksek işsizliğin devam etmesi, sağgörülü makro ekonomik politikalara yönelik kamu desteğini aşındırabilecektir. Euro bölgesi işsizliğinde sürekli ve belirgin bir düşüş elde edilmedikçe APB'nin zahmete değer olup olmadığına dair bir çok soru sorulabilir. Daha da ötesi, harcama reformları ve kamu borçlarındaki düşüşle birlikte, yüksek istihdam oranlarına, yaşanan nüfusun mali etkisini zayıflatmakta gereksinim vardır. Avrupa'nın yapısal sorunları karmaşık olup bir dizi nedene dayanmaktadır: Çalışmak için yeterli dürtü yaratmayan toplumsal fayda sistemleri, emek piyasasına yönelik aşırı düzenlemeler, çalışma dürtülerini bozan vergi sistemleri, mal piyasası müdahaleleri, rekabeti zayıflatan teşvikler, vs. Yapısal reformlarla bir "gelişme" sağlanmasına karşın, pek çok ülkede yapısal işsizliği çözebilecek yeterli bir çaba yoktur. AB ise "gelişme"yi

hızlandırmak üzere emek piyasası gözetim yöntemlerini Bakanlar Konseyi'nde görüşme konusu yapılmaktadır. Bu çabaların sonunda, çalışma saatlerindeki sınırlandırma gibi önlemler, örneğin işverenlerin emek maliyetini yükseltmek biçiminde esnek bir anlayışla uygulanabilir. Ulusal politika yapımcılarının emek piyasasına gösterdikleri dikkat, dönemsel işsizliğin azalmasıyla birlikte azalabilir ki, işte burada tehlike var demektir (Knot vd. 1998).

Dünyanın her ülkesinde olduğu gibi, AB'de de para, maliye ve yapısal politikaların uygulandığında derhal sonuçlarının görülebildiği, ekonominin bir "yumuşak karnı" vardır. Bu, bankacılık kesimi ile onun her zaman etkileşim içerisinde bulunduğu sermaye piyasalarıdır.

VI. APB'nin Bankacılık ve Sermaye Piyasası Boyutu

Avrupa sermaye piyasaları son on yılda daha fazla bütünleşmiş ve şeffaf olmuş, ayrıca yatırım fırsatlarını değiştiren "mali deregülasyon" - küresel bir fenomen - tarafından banka komisyonculuğu olmaksızın bir hareketlilik kazanmıştır. AB ülkelerinin hepsinde, makro ekonomik politikalarının yakınlaşması sonucunda sermaye akışı kolaylaşmıştır. Buna karşılık, euro'ya giriş; Avrupa finans sisteminin daha da sağlamlaştırılması, piyasa uygulamalarının uyumlaştırılması ve saydam fi-

yatlandırma gibi yöntemlerle oluşan dürtülere seçenek olacaktır (Prati and Schinasi, 1997).

Şöyleki: Birincisi; tek paranın kabul edilmesiyle spot işlemlerin maliyeti düşecektir. İkincisi; euro, APB'de her bir üye arasındaki uzun dönemli sözleşmelerle döviz riskini eleyecek, fakat kredi riski gibi risk türlerinin önemini görece arttıracaktır. Likidite, ödeme yeterliliği, yasalar, olağanüstü riskler de fiyatlandırmayı etkileyecektir. Örneğin; aynı kredi riskine sahip Alman ve Fransız şirketlerinin tahvil ihraç

teknikleri ve takası, ödeme yeterliliği ve yasal süreci farklı ise, bu tahviller Almanya ve Fransa'da farklı bir şekilde fiyatlandırılabilir. Üçüncüsü; euro'nun devreye girmesiyle, sınır-ötesi yatırımların önündeki engeller ortadan kalkacaktır. Dördüncüsü; para çeşitliliğinin üstünlükleri ortadan kalkarken, yatırımcılarla finansal kurumlar, euro alanı dışında kalan aktifleri ve bu alan içindeki sınırsız araçları sayesinde portföylerini çeşitlendirme arayışına gireceklerdir (Prati and Schinasi, 1997).

Tablo 4
Yakınlaşma Ölçütleri ve Üyelerin Durumu

| Ölçüt Ülke | Enflasyon ≤ % 2.9 | Bütçe Açığı ≤ % 3 | Borç ≤ % 60 | Faiz Oranı ≤ % 9.1 | ERM'de Kalış Süresi |
|----------------|----------------------|----------------------|----------------|-----------------------|------------------------|
| <i>Euro-12</i> | | | | | |
| Almanya | 1.4 | + | + | 5.6 | 2 Yıl |
| Avusturya | 1.1 | + | + | 5.6 | 2 Yıl |
| Belçika | 1.4 | + | + | 5.7 | 2 Yıl |
| Finlandiya | 1.3 | + | + | 5.9 | 2 Yıl |
| Fransa | 1.2 | + | + | 5.5 | 2 Yıl |
| Hollanda | 1.8 | + | + | 5.5 | 2 Yıl |
| İrlanda | 1.2 | + | + | 6.2 | 2 Yıl |
| İspanya | 1.8 | + | + | 6.3 | 2 Yıl |
| İtalya | 1.8 | + | + | 6.7 | 2 Yıl |
| Lüksemburg | 1.4 | + | + | 5.6 | 2 Yıl |
| Portekiz | 1.8 | + | + | 6.2 | 2 Yıl |
| Yunanistan | 5.2 | + | + | 9.8 | - |
| <i>AB-3</i> | | | | | |
| Danimarka | - | - | - | - | - |
| İngiltere | - | - | - | - | - |
| İsviçre | 1.9 | + | + | 6.5 | Alınmadı |

Notlar: (+) Euro sistemine uygun (-) Euro sistemine alınmadı/katılmadı.

Kaynak: Topluluk Resmi Gazetesi 11.05.1998 tarihli Komisyon kararından aktaran (Savaş, 1999:37).

Euro bölgesinde özellikle 1990'lı yılların başlarından itibaren bankalar arası birleşme ve satın alma eğiliminin güçlü olduğu, ayrıca banka varlıkları ve faaliyet alanlarında çeşitli düzeylerde gelişmelerin olduğu gözlemlenmektedir (Akgüç, 2000): i) Euro bölgesinde 1985'te 11 bin 200 civarında kredi kurumu varken, bu sayı 1999 yılı ortalarında 8 bin 250'ye düşmüştür. Bu azalışta, bankaların tasfiye ya da kapanmasından çok, bankalar arası birleşmeler etkili olmuştur. Özellikle küçük ölçekli bankalar için gerçekleşen birleşmelerin genel nedeni, pazar payını arttırmaya ve yeni bankacılık alanlarına girmeye dayanan etkin bir büyüme politikası, çağdaş bankacılık teknolojilerine sahip olabilmek ya da dışsal olumsuzluklardan korunma isteğidir. ii) Banka varlıklarının büyük bir bölümü, en temel hizmet ürünü olan nakit kredilerden oluşmaktadır. Bankaların getirili varlıkları içindeki nakit kredilerinin payı % 70'i aşmıştır. Menkul değerler portföyünün payı % 16 düzeyindedir. iii) Euro bölgesindeki bankaların ana fon kalemi, 3/4'ü yerel pazarlardan sağlanan mevduat olup, bunun banka kaynaklarındaki payı, 1999'da % 70 civarındadır. iv) Son olarak, bankaların sermaye piyasası işlemleri, sermaye piyasasının gelişmesine koşut olarak artmaktadır.

VII. Sonuç : Euro'nun ve Euro Bölgesi'nin Yakın Geleceği

Euro bölgesi, AB'nin ve bizat-

tihi dünyanın "kaymak bölgesi" kabul edilmektedir. Ayrıca euro bölgesi AB içerisinde bir ikiliğin (düalizm) varlığına da işaret etmektedir. Euro'yu ortak para kabul edenler ("içindekiler") ve kabul etmeyenler ("dışındakiler") gösteriyor ki, siyasal birlik kadar bir para birliğinin kurulması pek kolay değildir. Örneğin Maastricht ölçütlerine uyduğu halde, bazı çekincelerinden dolayı euro bölgesine girmemekte direnen. AB'nin en ağır toplarından bir İngiltere var. Bu haliyle parasal birlik konusunda "parçalı bohça" görüntüsü sergileyen bir AB'nin, Avrupa Birleşik Devletleri ütopyasını yaşama geçirebileceği yönünde kuşku haklı çıkarılabileceği ileri sürülmektedir.

Sorun, tek para konsepti olarak euro'nun başarılı olup olmamasında, dolayısıyla çözümü ivedidir. Hemen belirtmeli ki, tek para sistemi, yeni bir para ile sınırlı değil; istihdamdan büyümeye, vergiden bankacılığa, dış ticaretten diğer sektörlerle dek uzanan bir dizi ekonomik kurumun ve politikanın uyumlaştırılmasını ve merkezeil tepkilerle uygulanmasını "dayatmaktadır". Belki de bu sistemin özelliğinden doğan dayatmacılık olmazsa, tarihe geçmesine çalışılan, ABD'den sonra ikinci bir Birleşik Devletleri kurulamayacaktır.

Gelişmelere bakılırsa, euro'nun başarılı olacağı güçlü bir olasılıktır. Çünkü (Canevi, 1998:14): i) Euro inşa edilirken "sentetik" bir yaklaşım izlenerek kayıtsal paradan

banknota doğru gidiş akıllıca planlanmıştır. Euro'ya geçiş döneminin sorunsuz atlatılması halinde, piyasaların bir üye ülkeyi euro sisteminin dışına itmesi ve/veya üye ülkenin kendi isteğiyle bu sistemden çıkması çok zorlaşmış olacaktır. ii) Euro bölgesindeki bir ülke, olanakları ötesinde yaşamaya başlar ve aşırı bütçe açıkları verirse, Maastricht Anlaşması ile SGP'yi imzalamış ülkelerin baskısı ve uyarısı ile karşılaşacak ve bu resmi belgelere göre yanlış yapan ülkeye hiçbir mali kurtarma işlemi uygulanmayacaktır. iii) Üye ülkeler birbirlerinin aleyhine olabilen (ve IMF'nin de ciddi yaptırımlarına tabi -i.k.) "rekabetçi devalüasyon" yetkilerinden gönüllü olarak vazgeçmişlerdir. (Sadece Yunanistan euro bölgesine daha sonra girebilmek için 1998'de % 15 civarında bir devalüasyon yapmıştır.)

AB'nin geleceğini, "zaman" ve "malîyetler" belirleyecektir. En başta euro sistemini çalıştıracak ya da euro sistemi ile çalışacak politika ve kurumların belirlenmesi, siyasal yönetim tarafından uygulamaya konulması, toplum tarafından ise benimsenmesi, tümüyle belirli bir zamanın geçmesine ve önemli miktarda bir paranın harcanmasına bağlıdır. Bütün bunlar euro bölgesinin şu andaki "ev sahipleri" ile gelecekteki ev sahiplerini yani AB ülkelerini ilgilendirmektedir.

AB projesi, küreselleşen çağımızın gelip geçmiş en büyük ve çok boyutlu projesidir. Arkasında çok

uluslu şirketlerin sermayesi ile Avrupa toplumunun büyük çoğunluğunun desteğinin olduğu ve hatta ABD'nin bile dolaylı destek verdiği, üzerinde küresel hesapların yapıldığı böylesine büyük bir projenin iflas etmesi beklenemez. Zaten bunun için AB organlarında yetkili ve etkili kişiler, AB'nin, entegrasyon takvimine uygun -normal akışında- devam etmesi için sürekli ve dönemsel toplantılarını gerçekleştiriyorlar. Aynı kişiler, başta kültürel olmak üzere, ekonomik, siyasal ve teknolojik düzeyde "Avrupalı" olan dünyanın kendisine en yakın coğrafyasından aralarına katılacak ülkeleri seçme, onları davet etme ve onlarla Avrupalılık üst kimliği altında yaşama olanaklarını zorluyorlar. Nitekim Kopenhag (21-22 Haziran 1993), Helsinki (10-11 Aralık 1993), Nice (7-9 Aralık 2000) ve Göteborg (2001) Zirveleri bütün bu ortak beklenti ve planların birer kanıtıdır.

Sonuç olarak; euro, AB'in siyasal bütünleşmesinde, daha doğrusu "tek devletleşmesinde" en büyük/en önemli ekonomik anahtardır. Bu anahtarın doğru ve etkin bir şekilde kullanılması; AB ülkelerinin yeteneğine, aralarındaki etkileşime, dünyanın ekonomik ve siyasal konjonktürü ile dolaylı olarak da olsa ABD'nin tavrına bağlıdır.

KAYNAKÇA

AKAT, A. S. (2000), "Drahmi'den Euro'ya", Sabah Gazetesi, 23 Mart.

AKTAN C. C. , U. UTKULU ve S. TOGAY (1998), Nasıl Bir Para Sistemi? Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar İçin Alternatif Öneriler, İstanbul: İMKB Yayını.

AREN, S. (1991), 100 Soruda Para ve Para Politikası, 4. b. , İstanbul: Gerçek Yayınevi.

ARISOY, E. (haz.) (1999), Ekonomik ve Parasal Birlik Sürecinde Tek Para Euro'ya Geçiş, Ankara: Dış Ticaret Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü Yayını, Ocak.

Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi (2001), Y. 38, S. 2, Şubat.

BERBERAKİS, S. (2000), "Yunanistan Önceki Gün Resmen 'geleceğin Avrupası'nın Parçası Oldu: Komşu Aruk Avrupalı", Yeni Binyıl Gazetesi, 21 Haziran.

CANEVİ, Y. (1998), "Euro - Vizyon", Görüş Dergisi, Ağustos, ss. 12 - 17.

Cumhuriyet Gazetesi (2001), 17 Haziran.

DENIAU J. F. ve G. DRUESNE, 1994. Ortak Pazar, 2. b. , çev. L. Özka-le, İstanbul: İletişim Yayınları.

GREEN, J. ve P. L. SWAGEL (1998), "The Euro Area and the World Economy", Finance and Development, December, Vol:35, No:4 (www. imf. org).

Hürriyet Gazetesi, 2001. 16 Mayıs.

IMF (1998), "The European Economic and Monetary Union", Finance and Development, September (www. imf. org).

İYİBOZKURT, E. (1999), Küre-

selleşme ve Türkiye, Bursa: Ezgi Kitabevi.

KNOT, K. , D. McDONALD ve K. SWIDERSKI (1998), "Policy Changes for the Euro Area", Finance and Development, December, Vol:35, No:4 (www. imf. org).

Milliyet Gazetesi, 2001. 16 Mayıs.

PRATI, A. ve G. J. SCHINASI (1997), "What Impact Will EMU Have on European Securities Markets?", Finance and Development, September (www. worldbank. org).

TAVLAS, S. G. (1998), "The International Use of Currencies: The US Dollar and the Euro", Finance and Development, June, Vol:35, No:2 (www. imf. org).

SAVAŞ, V. F. (1999), Çağımızın Deneysi: Euro, Ankara: Siyasal Kitabevi.

YILDIZ, M. (1999), "Ekonomik ve Parasal Bütünleşimde Maliye Politikası: Devletin Ekonomik İşlevleri Açısından Bir İnceleme", Anıme İdare-si Dergisi, c. 32, S. 4, Aralık, ss. 29 - 45.

DİPNOTLAR

1. "Birleşik Avrupa" ya da bir çeşit "Avrupa Birleşik Devletleri" fikri, siyasal bir söylem olarak, İngiltere'nin karizmatik devlet adamı Winston Churchill'in 1946 yılında Zürih'te yaptığı bir konuşmasına dayandırılmaktadır. Konuşmanın ana teması, Fransa ile Almanya arasında gerçekleştirilmesi gereken, fakat İngiltere'nin dışında kalamayacağı bir "entegrasyon"dur. Aslında, Avrupa entegrasyonuna ilişkin "ham" düşünceler ve çabalar Churchill öncesi-

den başlar ki, bunların listesi hem uzun ve hem de çok ilginçtir: Birleşik Avrupa Hareketi, Birleşmiş Avrupa İçin Fransız Konseyi, Avrupa Ekonomik İşbirliği Topluluğu, Avrupa Birleşik Devletleri İçin Sosyalist Hareket, Avrupa Federal Birliği, Avrupa Uluslarüstü Topluluğu İçin Eylem Komitesi, Avrupa Parlamenteler Birliği, Avrupa Belediyeleri Konseyi, Hristiyan eğilimli yeni uluslararası kuruluşlar, vb. (Deniau ve Druésne, 1994:8). . .

2. Hollanda'nın Maastricht kentinde toplanan Avrupa Konseyi, 14 - 15 Aralık 1990'da Roma'da Hükümetler arası konferanslarla hazırlanan ve ekonomik ve parasal birlik ile siyasal birliği öngören Avrupa Birliği Anlaşmasını kabul etti. Böylece, AB Anlaşması ya da o ünlü Maastricht Ölçütleri 1 Kasım 1993'te yürürlüğe girmiş oldu.

3. Euro'yu bir tür "inşaat"a benzetten uzmanlar da var. II. Dünya Savaşı'ndan sonra Avrupa'nın ileri gelen ülkeleri, ekonomik yaşamın en karmaşık ve en katı yapısına sahip "egemenlik sembolü" ya da "paramız namusumuzdur" kültürünü zorlayan bir alanda adını söylemekte zorlandıkları bir "Avrupa parası" konusunda bir reform yaptılar; daha doğrusu yeni bir para "inşaa" etmeye karar verdiler. Bu inşaatın mimarisi Fransız, malzemesi Alman ve şantiye şefi de Hollandalı, geriye kalanlar düz işçi muamelesi görecekler (Canevi, 1998:12).

4. Yunanistan, Maastricht ölçütlerini yerine getirerek, beklediğinden bir yıl önce Haziran 2000'de APB'ye girmiştir.

5. Dünyada ABD Dolarına ilgi ABD'den daha yüksek, benzer anlamda dünyaya sunumu yapılan miktarı ABD'deki miktarından daha fazladır. Nitekim ABD Merkez Bankası FED'c bağlı Washington, New York ve Teksas'taki Forth Worth'daki banknot matbaalarının dolaşıma çıkarmış olduğu dolaşımdaki 500 milyar dolarlık paranın % 50 ile 70'i yabancı ülkelerde kullanılmaktadır. ABD'nin nominal değeri en yüksek olan 100 dolarlık banknotlarının 3/4'ü ise yabancılar tarafından kullanılmaktadır. FED'in Washington'daki banknot matbaasında günde 14 milyon adet, Teksas'takinde ise 23.7 milyon adet civarında banknot basılmaktadır. Dünyanın her yerindeki Merkez Bankalarının döviz rezervlerinin dolar ile beslendiği, ayrıca ABD'lilerin taraf olmadığı petrol alım - satımlarının dolar üzerinde yapıldığı bilinmektedir. Meksika ve Küba ekonomileri dolar sayesinde işlemekte, Ekvador ve kendi para birimini yıllardır dolara bağlamış olan Arjantin doları yerli parasınımış gibi kullanılmaktadır (Hürriyet ve Milliyet 16. 05. 2001).

6. The Economist'in istatistiklerine göre, Euro - 11'in (Yunanistan hariç) işsizlik oranı 2001 yılının başlarında % 9. 6 iken, ABD'de % 4.1 ve Japonya'da % 4.7'dir. Euro bölgesinin işsizlik oranını ABD ve Japonya'ya karşı böylesine iki kat yükselten üyeler; başta İspanya (% 15.1) olmak üzere, Almanya (% 10.2), Belçika (% 11.3), Fransa (% 10.6) ve İtalya (% 11.1)'dir. Bölge dışındaki İngiltere'de bu oran sadece % 5.9'dur (Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, 2001:48).



Bankacılık

Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi

Bankacılık Sektöründen Haberler

HSBC Advantage Card'ı Satın Aldı



HSBC Bank, Benkar'ı Advantage markası dahil olmak üzere Boyner Holding ile yaklaşık 75 milyon dolar tutarında satış anlaşması imzaladı. Bu bedelin bir kısmı önceden kararlaştırılmış performans kriterlerinin gerçekleştirilmesine bağlı olarak 5 yıllık süre içinde ödenecek. Anlaşma ile Benkar hisselerinin % 100'ü ile birlikte tüm operasyon ve aktiflerinin HSBC Bank'a devri de gerçekleşmiş olacak. HSBC Bank, Benkar'ın % 100'ünü satın almak üzere Boyner Holding ile daha önce ön anlaşma imzalamıştı.

HSBC Bank'ın Benkar'ı satın alması işleminin, resmi mercilerden alınacak onayların ve diğer koşul ve yükümlülüklerin yerine getirilmesine bağlı olarak, Eylül ayı başında tamamlanması bekleniyor. HSBC Bank'tan yapılan açıklamaya göre, hisse devir işlemlerinin yanı sıra iki şirket arasında imzalanan 5 yıl süreli bir diğer ticari işbirliği anlaşması gereğince Boyner Grubu, yeni kurulan iştiraki BOFİS aracılığıyla, Advantage programının yönetilmesi ve Advantage üye işyeri ilişkileri, müşteri sadakat programları ile pazarlama konularında HSBC Bank'a dışarıdan hizmet vermeye devam edecek.

Açıklamada, bu satın alma ile bireysel ürün ve hizmetler portföyünü Türkiye'nin en saygın markalarından biriyle tamamlayan HSBC Bank'ın, müşterilerine taksit kart olanakları sağlarken, Advantage Card müşterilerine ise kredi onay prosedürleri ve risk yönetimi prensipleri çerçevesinde uluslararası kredi kartı ve diğer bankacılık hizmetlerini sunacağı vurgulandı.

HSBC Bank Plc. Uluslararası Bölüm Başkanı Shaun Wallis, HSBC'nin Boyner Grubu ile bu anlaşmayı imzalamaktan memnuniyet duyduğunu belirterek, şöyle dedi: "Boyner Grubu'nun tüketici kartları işkolu ile Advantage markasının satın alımını kapsayan bu anlaşma, aynı zamanda HSBC'ye Boyner Grubu'nun pazarlama kolu BOFİS ile birlikte çalışarak bu işkolunu geliştirme olanağını sunmaktadır. Boyner Grubu'nun perakende sektöründeki deneyimi ile HSBC'nin güçlü mali yapısının, tüketiciler, üye kuruluşlar ve diğer tüm paydaşlar açısından gerekli olan başarı formülünü oluşturduğuna inanıyoruz." Açıklamaya göre, Advantage Card, 288 üye kuruluşu ve 1.5 milyonu aşkın kart kullanıcısı ile Türkiye'nin banka sektörü dışındaki en büyük kart organizasyonu konumunda bulunuyor. Advantage Card, bu geniş üye kuruluş ağına dahil 5 binin üzerinde satış noktasında kullanılabilir. HSBC Bank da 163 şube ile 400 bini kredi kartı sahibi, toplam 1 milyonu aşkın bireysel müşteriye hizmet veriyor. Benkar'ın HSBC Bank'a devrinin ardından Advantage Card operasyonu aşamalı olarak HSBC'nin varolan yerel bankacılık operasyonlarına entegre edilecek. Boyner Holding ise Beymen, Çarşı, Altınıyıldız, Network, Limon ve Fabrika gibi tanınmış markaları bünyesinde bulunduran, Türkiye'nin gıda sektörü dışındaki en büyük perakende gruplarından birini oluşturuyor.

Garanti'den ATO Üyelerine Kredi

Garanti Bankası ile Ankara Ticaret Odası (ATO) bir kredi anlaşması imzaladı. Anlaşmaya göre ATO üyesi şahıs ve şirketlere Garanti Bankası, 24 aya kadar vadeyle 2 milyar ile 50 milyar lira tutarında kredi kullanıracak. Kredinin faizi ilk 12 ay sabit kalacak şekilde, piyasadaki en düşük faiz oranı olan otomobil kredisi faizine eşitlenecek. İsteyenlerin döviz ya da TL olarak alabileceği kredinin geri ödemesi aylık ya da 3 aylık taksitlerle yapılabilecek. Kredi anlaşmasına ilişkin imza töreninde konuşan Garanti Bankası Genel Müdürü Ergun Özen, ekonomide beklenen canlanma ve kıvılcımı yakalayabilmek amacıyla ATO ile ortak bir proje başlattıklarını belirterek, bu projenin KOBİ'lere verdikleri önemi yansıttığını bildirdi. KOBİ'leri ekonominin motoru olarak gördüklerini belirten Özen, kamuoyunda KOBİ'leri yalnızca Halk Bankası'nın destekleyeceği ilişkin bir inanış bulundu-

ğunu, ancak özel bankaların da KOBİ'leri desteklediğini söyledi. KOBİ'lere kredi vermede ileride Halk Bankası'nın payının düşeceğini, özel sektör bankalarının payının ise artacağını vurgulayan Özen, reel sektörün ve finans sektörünün son dönemde birbirlerine çok yaklaştığına da dikkat çekti. Bu kapsamda İstanbul Ticaret Odası ile İzmir Ticaret Odası üyelerine kredi verilmesine yönelik önümüzdeki günlerde birer anlaşma yapacaklarını belirten Garanti Bankası Genel Müdürü, bu konudaki çalışmaların daha sonra da süreceğini söyledi.

ATO Başkanı Sinan Aygün de yaptığı konuşmada, "Bize bu kötü günümüzde, kriz ortamında yakın destek olan özel bankaları unutmayacağız. Biz de iyi günümüzde üyelerimizi Garanti Bankası'na yönlendireceğiz" dedi. Aygün, "iyi ki kriz oldu" demek istememesine rağmen, "İyi ki kriz oldu, bize hangi banka yakın veya uzak onu gördük" diye konuştu. Kullanılacak kredinin içeriğiyle ilgili de bilgi veren Aygün, Garanti Bankası'ndan alınacak kredinin 12 ay boyunca faizinde bir değişiklik olmayacağını, bunun da yatırımcının önünü görmesini sağlayacağını bildirdi. Kredi almak isteyen üyelerin önce ATO'ya başvuracağını, ATO'dan alacakları sicil raporu ile birlikte kredi başvurusunda bulunacaklarını anlatan Aygün, gerekli incelemelerin tamamlanmasının ardından kredi taleplerinin karşılanacağını bildirdi. Kullanılan kredinin piyasaya akan para anlamı taşıdığını da belirten Aygün, bunun ekonomide bir "cansuyu" görevi üstlendiğini kaydetti.

BDDK'dan Vakıfbank'a Sermaye Desteği

BDDK, Vakıflar Bankası'na sermaye yeterliliği standart oranını % 5'ten % 9'a çıkarması için 213 trilyon 344 milyar lira sermaye aktarma kararı aldı. Resmi Gazete'nin yayımlanan BDDK kararına göre, 4389 sayılı Bankalar Kanunu'na 4743 sayılı kanunla eklenen geçici 4. maddeye istinaden Vakıfbank'ın % 5 standart oranını % 9'a ulaştıracak tutarda sermaye benzeri kredi temin etmeye yönelik talebine ilişkin BDDK'nın ilgili yazısı ve ekleri incelendi. Yapılan değerlendirmeler sonucunda, Vakıfbank'ın 31 Aralık 2001 itibariyle % 5 olan konsolide sermaye yeterliliği standart oranını % 9'a ulaştıracak 213 trilyon 344 milyar lira sermaye benzeri kredinin bankaya tahsis edilmesine ve işlemlerin TMSF tarafından tekemmül edilmesine karar verildi.

Ayrıca, "Verilecek sermaye benzeri kredinin Bankaların Kuruluş ve Faaliyetleri Hakkında Yönetmeliği'nin 4. maddesinin 7. fıkrasında yer alan (sermaye benzeri kredinin, ana sermayenin % 50'sini aşan bölümü katkı sermaye hesabına dahil edilmez) hükmünden muaf tutulmasına, verilecek sermaye benzeri kredinin aynı yönetmeliğin 4. maddesinin 8. fıkrasında yer alan prosedür uygulanmaksızın katkı sermaye hesabına dahil edilmesine" Bankalar Kanunu'nun geçici 4. maddesi ile 3. maddesinin 11. fıkrası uyarınca karar verildi.

Garanti Bankası'ndan İTO Üyelerine Kredi

Garanti Bankası, İstanbul Ticaret Odası üyelerine yönelik 2 ile 50 milyar lira arasında ve 24 aya kadar vadeli kredi uygulaması başlattı. Garanti Bankası'nın KOBİ'lere uygun şartlarda kredi sağlanmasını hedefleyen proje kapsamında İstanbul Ticaret Odası ile imzaladığı anlaşmaya göre, otomobil kredisi faiz oranına eşit uygulanacak. Azami 24 ay vadeli olan krediler, 12 aya kadar sabit faizle, 12 aydan uzun vadeli kredilerde bu dönemden sonraki oranlar ise piyasa koşullarına göre Garanti Bankası'nca tespit edilecek. Kredi geri ödemeleri aylık veya 3 aylık olarak gerçekleştirilecek. Krediler, gayrinakdi olarak da verilebilecek. Aynı limitler içinde 12 ay vadeli teminat mektubu kredisine 3'er aylık devreler halinde yıllık % 3 oranında komisyon ödenecek. Teminat mektupları taahhüt, mal alımı ve bayilik konuları için verilecek.

TMSF'nin Görev Zararı 14.3 Katrilyon

Batık bankaları bünyesine alan TMSF görev zararları 14.3 katrilyon liraya kadar ulaştı. Fon'un söz konusu bankalardan devraldığı batık kredi miktarı ise 4.1 katrilyon lira seviyesinde bulunuyor. TMSF'nin Mayıs 2002 sonu itibariyle bilançosu ile gelir tabloları açıklandı. IMF'ye yapılan taahhütler doğrultusunda açıklanan bilançoya göre henüz bünyesinde çözüm bekleyen 5 banka daha bulunan TMSF'nin görev zararları şimdiden 14.3 katrilyon liraya kadar yükseldi. Görev zararlarının 8.1 katrilyon liralık bölümü Fon bünyesindeki bankalara verilen ihtiyatlardan, 6 katrilyon lirası ise daha önceden kesilen görev zarar zararlarından kaynaklanıyor.

Tasfiye halindeki ortaklıklar ve iştiraklerden kaynaklanan zararlar ise 455 trilyon lira seviyesinde bulunuyor. TMSF görev zararları için sadece 302 trilyon liralık karşılık ayırmış durumda bulunuyor. El konulan bankaların batık kredilerinin de büyük bölümü Fon bünyesinde toplandı. Fonun söz konusu bankalardan devraldığı batık kredi tutarı Mayıs 2002 sonu itibarıyla 4.1 katrilyon lira düzeyinde bulunuyor. Aynı tarihte Fon bankalarında kalan batık kredi miktarı ise 150 trilyon lira seviyesinde bulunuyordu. Bu rakam Pamukbank'ın devralınmasıyla birlikte 800 trilyon liraya yakın bir büyüklük oluşturdu. TMSF, sattığı, tasfiye ettiği ya da halen bünyesinde tuttuğu bankalardan devralarak Tahsilat Dairesi'ne aktardığı batık kredilerin 200 trilyon liralık bölümünü ise borçlularla bir ödeme planına bağladı. TMSF, devraldığı batık kredilerin 3.8 katrilyon liralık bölümü için karşılık ayırdı.

TMSF'nin Mayıs 2002 sonu bilançosundaki kayıtlara göre, Hazine'nin şimdiye kadar Fon'a verdiği avans ve kredilerin toplam tutarı 21.2 katrilyon lira düzeyinde bulunuyor. Aynı şekilde Fon'un Merkez Bankası'ndan kullandığı kısa vadeli avans tutarı da 1.4 katrilyon lira seviyesinde bulunuyor. Alınan bu avans ve krediler için Fon'un önemli bir faiz yükümlülüğü doğuyor. Bu rakam Merkez Bankası'ndan kullanılan avans ve krediler için 28 trilyon lira Hazine'den alınanlar içinse 2.7 katrilyon lira seviyesinde bulunuyor. Fonun, bu yılın ilk beş ayında gelir ve giderleri arasındaki fark ise 2 katrilyon lirayı buluyor. Fon'un giderleri, gelirlerinin 2 katrilyon lira daha fazla oldu.

Alternatifbank Sermaye Artırdı

Alternatifbank, sermayesini 100 trilyon liradan 160 trilyon liraya yükseltti. Yeni ortaklık yapısına göre İMKB'nin payı % 6.22'ye geriledi. Alternatifbank'dan borsaya gönderilen açıklamaya göre, sermaye artışı sonrasında bankanın ortaklık paylarında değişiklik oldu. İMKB'nin bankanın sermayesindeki % 9.97'lik payı, % 6.22'ye geriledi. Anadolu Grubu şirketlerinden Çelik Motor, % 8.55 pay ile bankanın en büyük 3. ortağı oldu. Alternatifbank açıklamasında, bankanın çıkarılmış sermayesinin 160 trilyon liraya yükseltilmesine ilişkin işlemlerin tekemmül ettirilmesinde 4389 sayılı Bankalar Kanunu hükümleri açısından bir sakınca bulunmadığına dair BDDK'dan 09 Ağustos 2002 tarihli yazı alındığı kaydedildi.

Dışbank'tan 6 Ayda 40 Trilyon Kâr

BDDK'nun üçlü denetim sınavında en yüksek sermaye yeterliliği olan bankalar arasında yerini alan Dışbank, 6 aylık bilanço sonuçlarını açıkladı. Dışbank, 2002 yılının ilk altı ayında enflasyondan arındırılmış ve denetlenmiş sonuçlara göre toplam mevduatını 1.684 trilyon TL'den 1.962 trilyon TL'ye, özkaynaklarını 410 trilyon TL'den, 450 trilyon TL'ye yükseltti; yılın ilk yarısında 40 trilyon TL kâr etti. Dışbank, BDDK tarafından belirlenen yeni kurallar doğrultusunda bankacılık sektörünün yeni yükselen yıldızı oldu. Dışbank Murahhas Azası Tayfun Bayazıt tarafından açıklanan 6 aylık bilanço rakamları, bankanın özkaynak güçlülüğünü korumasının yanı sıra sürdürülebilir bir kârlılık trendini yakaladığını gösteriyor. 2001 yılında, halka açık bankalar arasında enflasyondan arındırılmış faaliyet kârı üretebilen üç bankadan biri olan Dışbank, aynı başarı çizgisini sürdürerek bu kez 2002'nin ilk yarısında 40 trilyon TL kâr açıkladı. 2002 yılının ilk altı ayına ait bilanço rakamlarına göre Dışbank reel bazda, kredilerini yılbaşına göre % 41 artışla 876 trilyon TL, müşteri mevduatını % 27 artışla 1.909 trilyon TL'ye, özkaynaklarını 450 trilyon TL'ye çıkardı.

Finasbank'ın 6 Aylık Kârı 148.7 Trilyon Lira

Finansbank, bu yılın ilk 6 ayında enflasyon muhasebesi uygulanmış net 148 trilyon 700 milyar lira kâr elde etti. Finansbank Yönetim Kurulu Başkanı Hüsnü Özyeğin, bankanın 6 aylık dönem sonuçlarıyla ilgili yaptığı yazılı açıklamada, kârlılıktaki bu artışın etkisiyle özkaynakların 2001 sonuna göre % 49 artarak, 454.9 trilyon liraya yükseldiğini bildirdi. Özyeğin, kârdaki bu artışta 246.4 trilyon liraya ulaşan net faiz gelirin yanı sıra, 67.9 trilyon liraya ulaşan komisyon gelirleri ile operasyonel maliyetlerinin düşürülmesinin önemli payı olduğunu kaydetti. Geçtiğimiz yılın Haziran ayında 821 milyon dolar olan toplam müşteri mevduatının % 81 oranında artarak, bu yıl Haziran sonu itibarıyla 1.5 milyar dolara yükseldiği belirtilen açıklamada, Finansbank'ın 2002 yılının ilk 6 aylık döneminde kurumsal bankacılık faaliyetlerini genişletmeye büyük önem verdiği ve kurumsal kredi portföyünü 2001 sonuna göre dolar bazında % 43 artırdığı ifade edildi.

Bu dönem içinde yeni müşterilere odaklanıp kredi portföyüne eklemenin yanı sıra mevcut müşterilerin önemli bazı projelerinin ve dış

ticaret işlemlerinin finansmanı konusunda da etkin rol oynadığı belirtilen açıklamada, şöyle denildi: "Son 12 aylık dönem içinde kurumsal krediler dolar bazında % 55 artarken, bireysel kredilere olan talebin azalması ve mevcut bireysel kredilerden yapılan dönemsel tahsilatlar sonucu, bireysel krediler portföyü dolar bazında % 45 azaldı. Banka, toplam kredi portföyünde gösterdiği dolar bazında % 34 artışla pazar payını, 2001 yılı Haziran ayındaki % 2.93 seviyesinden 2002 yılında % 4.39'a yükseldi." Açıklamada, Finansbank'ın toplam kredi kartı sayısının son bir yıl içinde % 35 artış göstererek 700 bine ulaştığı, bu artışta 342 taksitli işyerinin 4 bin 500 satış noktasında indirimli ve taksitli alışveriş imkanları sunan Card Finans'ın büyük rol oynadığı ifade edildi.

Yapı Kredi'den Esnek Taksitli Kredi

Yapı ve Kredi Bankası, sektörlerinin mevsimsel piyasa özelliklerine uyum sağlamaya ihtiyaç duyan firmalar için Esnek Taksitli Ticari Kredi (ETK) adında yeni bir ürünü kullanıma sundu. Kredi ile firmalar, anapara ve faiz ödemelerinde standart vade uygulamaları dışında kendilerine en uygun dönemlere yayılan ödeme planları ile kredi kullanımını gerçekleştirebilecekler. Küçük ölçekli işletmelere yönelik yaygın kullanımı hedeflenen ETK ürünü ile kredinin faiz, fon ve vergileri aylık, 2 aylık, 3 aylık ya da 6 aylık dönemlerde ödenirken anapara geri ödeme taksitleri farklı tarihlerde ve değişken tutarlarda yapılabilecek.

Yapı Kredi Kurumsal Bankacılıktan Sorumlu Genel Müdür Yardımcısı Erhan Özçelik, yaptığı açıklamada, 24 aya kadar vadelendebilecek olan Esnek Taksitli Ticari Kredi ile firmaların faaliyet geliri elde etme dönemlerinin gözetileceğini belirterek, yeni ürünle ilgili şu bilgileri verdi: "Bir müşterinin kullanacağı ETK'nın faiz ödeme vadeleri her ayın 25'i olarak belirlenirken, anapara geri ödemeleri 45 günde bir olacak şekilde düzenlenebilecektir. Bir başka müşterinin kullanacağı ETK için ise 60 gün gibi düzenli aralıklarla taksit vadeleri belirlenebilecektir. Diğer bir müşteri için faiz ödemeleri aylık olarak belirlenirken, anapara geri ödemeleri müşteri talebinin uygun görülmesi durumunda 15 gün, 30 gün, 45 gün veya 2 aylık aralıklarla tespit edilebilecektir. Kışın yatırım yapması gereken yaz turizmi ile uğraşan bir işletmecinin ödemeleri, kış dönemi yerine yaz döneminde başlatıla-

cak. Elektrik soba üreten bir firmanın kullanacağı ETK'nin anapara geri ödemeleri ise ağırlıklı olarak kış döneminde yoğunlaşacaktır." Özçelik, Yapı Kredi'nin müşteri odaklı yaklaşımı çerçevesinde geliştirdiği bu ürünün Türk reel sektörü için önemli bir kazanım olduğuna dikkat çekerek, "ETK, bankacılık sektörü için referans alınacak bir üründür" dedi.

Türkbank'ın Tasfiyesine Başlandı

Türkbank'ın tasfiyesi resmen başladı. Tasfiyesine yönelik karar 14 Ağustos'ta Ticaret Sicil Memurluğuna tescil ettirilen Türkbank'ta mevduat ve diğer alacağı bulunanlara paralarının iki ay içerisinde ödeneceği bildirildi. Türkbank'ın Tasfiye Memurluğu ve Yönetim Kurulu'ndan yapılan açıklamalarda, BDDK'nun 15 Haziran 2001 tarih ve 346 sayılı kararı ile Bankanın 1 Temmuz 2001 tarihi itibarıyla bankacılık işlemleri yapma izninin kaldırıldığı hatırlatıldı. Bankanın tasfiyesinin, Türk Ticaret Yasasının infisah ve tasfiyeye ilişkin hükümleri ile Bankalar Yasası'nın 18'inci maddesi kapsamında ve Banka Ana Sözleşmesine göre gerçekleştirilmesine karar verildiği kaydedildi.

Alacaklıların belgeleriyle birlikte İstanbul, Şişli, Gayrettepe Yıldız Posta Caddesi No: 2 adresinde bulunan Tasfiye Memurluğuna başvurmaları gerektiği bildirilen açıklamada şöyle denildi: "Bankalar Kanunu'nun 18'inci maddesinin 2'nci fıkrası gereğince, mevduat sahiplerinin, Bankadan alacaklı olanların veya bu durumda sayılabilecek kişi ve kurumların, bankada bulunan aynı ve nakdi her türlü mevduat, emanet, cari hesap bakiyeleri ve sair borçlar, vadeli olsalar bile vadeleri beklenmeksizin iki ay içerisinde iade edilecektir." İki ay içerisinde başvurmayanların mevduat, emanet ve alacakları BDDK'ya devredilecek.

Akbank 183.1 Trilyon Lira Vergi Ödedi

Akbank'ın, 183.1 trilyon lira kurumlar vergisi ile 2001 yılı vergilendirme döneminde Türkiye'nin en yüksek kurumlar vergisi ödeyen kuruluşu olduğu bildirildi. Akbank'dan yapılan açıklamaya göre, 2001 yılı vergilendirme döneminde Kurumlar Vergisi beyannamesine göre bankanın tahakkuk eden kurumlar vergisi tutarı 183 trilyon 130 milyar 720 bin lira olarak gerçekleşti. Akbank, bu vergi miktarı ile Ku-

rumlar Vergisi Türkiye sıralamasında ilk sırada yer alan özel sektör kuruluşu unvanını elde etti. Genel sıralamada ise Merkez Bankası, Türk Telekom, T.C. Ziraat Bankası ve Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı'nın ardından 5. sırada yer aldı.

Banka Sayısı 81'den 57'ye İndi

Bankacılık sektörü son 40 yılda diğer sektörlerin aksine oldukça inişli çıkışlı bir seyir izledi. 1962 yılında 51 olan banka sayısı 1999 yılına gelindiğinde 81'e kadar çıkarken, bu yılın Haziran ayı sonu itibarıyla 57'ye düştü. 1962 yılında 51 adet olan banka sayısı 1975 yılına gelene değin 42'ye kadar indi. 1981 yılında tekrar artmaya başlayan banka sayısı 1985'te 50'yi, 1986'da 55'i, 1988 yılında da 60 adedi buldu. 1990 yılında 66 olan banka sayısı 1993 yılında 70'e, 1997 yılında da 72'ye çıktı. 81 adet ile en fazla banka sayısına 1999 yılında ulaşıldı. 2000 yılında banka sayısı 79'a, 2001 yılında da 61'e kadar gerilerken, bu yılın Haziran ayı sonu itibarıyla 57 adede düştü. Böylece banka sayısı 1987 yılındaki seviyesine yaklaşmış oldu.

Özel sermayeli bankalar açısından bakıldığında ise Haziran sonu itibarıyla 20'ye düşen banka sayısı 1960 yılı ile aynı seviyede bulunuyor. 1998 yılında 38 adede kadar çıkan özel sermayeli bankaların sayısı 1999 yılında 31'e, 2000 yılında da 28'e indi. 2001 yılında ise 22 olan özel banka sayısı bu yılın Haziran ayı sonu itibarıyla 20'ye indi. 1962 yılında 14 adedi bulan kamusal sermayeli bankaların sayısı da 2001 yılı itibarıyla 3 adede düştü. 1962 yılında 5 adet olan ve 1990 yılına gelindiğinde 23 adedi bulan yabancı sermayeli banka sayısı da Haziran ayı sonu itibarıyla 15 adet olarak belirlendi.

Sistemdeki banka sayılarının artıp azalması şube sayılarına da etki etti. Nitekim 1962 yılında toplam 1.716 şubesi olan bankalar, 2000 yılına gelindiğinde toplam 7.837 adet şube ile hizmet vermeye başladı. Geçen yıl bu sayı 6.912 adede gerilerken, bu yılın ilk yarısında ise 6.331'e kadar indi. Bu rakamla şube sayısı açısından 1995 yılına denk bir seviyeye gelindi. 1962 yılında 32.913 kişiye istihdam sağlayan sektör 1999 yılında bu rakamı 173.988 kişiye kadar çıkardı. Ancak 2001 yılında yaşanan krizin faturası çalışanlar açısından acı oldu ve sektörde çalışanlar 2001 yıl sonu itibarıyla 137.342'ye kadar indi. İstihdam açısından sektör 1994 yılındaki seviyesinin altına düştü.

Bu dönemde 7 kamu, 28 özel, 4 mahalli, 6 yabancı sermayeli 8 de kalkınma ve yatırım bankası olmak üzere toplam 53 banka tasfiye edildi. Tasfiye edilen ve başka bankalar ile birleştirilen kamu bankaları arasında Ankara Halk Sandığı, Anadolu Bankası, İstanbul Emniyet Sandığı, İstanbul Halk Sandığı, İzmir Halk Sandığı, Emlak Bankası ve Türkiye Öğretmenler Bankası bulunuyor. Özel sermayeli bankalardan, Efesbank, Egebank, Hisarbank, İnterbank, Raybank, Tutum Bankası, Türkiye Bağcılar Bankası bunlardan sadece birkaçı. Mahalli bankalardan, Adapazarı Emniyet, Akşehir, Lüleburgaz Birlik Ticaret ile Sağlık bankaları da tarihteki yerini almış durumda.

Euromoney: Türkiye'nin En Büyüğü İş Bankası

Euromoney "Özkaynak büyüklüğü açısından gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren en büyük 250 banka" arasında Türkiye İş Bankası'nı 31. sırada gösterdi. Euromoney'in Türkiye sıralamasında ise İş Bankası "En büyük banka" olarak açıklandı. Türkiye İş Bankası'ndan yapılan açıklamaya göre, Euromoney'in gelişmekte olan piyasalarda faaliyet gösteren 250 banka arasında özkaynak büyüklüğü esas alınarak yapılan değerlendirmesinin sonuçları, bu ayki sayıda yayımlandı. İş Bankası, 31 Aralık 2001 tarihi itibariyle 2 milyar 4 milyon dolar özkaynak büyüklüğü ile 250 banka arasında 31. sırada, Türkiye'de ise 1. sırada yer aldı. İş Bankası, Euromoney'in geçen yıl yaptığı değerlendirmede de, Türkiye'deki bankalar arasında özkaynak büyüklüğü açısından ilk sırayı almıştı.

Pamukbank'ın Satış Süreci Durduruldu

Danıştay Nöbetçi Heyeti, TMSF Pamukbank'ın satış sürecine ilişkin kararının yürütmesini, savunma alınıp yeniden bir karar verilinceye kadar durdurdu. Alınan bilgiye göre, TMSF'nin, Pamukbank'ın satış sürecine ilişkin karar vermesinin ardından Pamukbank'ın hissedarları Danıştay'a yeni bir dilekçe vererek, bu kararın iptali ve yürütmesinin durdurulmasını istediler. İstemi Danıştay 10. Dairesi yerine görülen Danıştay Nöbetçi Heyeti, TMSF'nin Pamukbank'ın satış sürecine ilişkin 29 Haziran 2002 tarihli kararının yürütmesini savunma alınıncaya kadar durdurdu. Danıştay, idareden savunma geldikten sonra "yürütmenin durdurulması" istemini yeniden görüşecek.

Danıştay Nöbetçi Heyeti, BDDK'nun Pamukbank'ın TMSF'ye devrine ilişkin kararının iptali ve yürütmenin durdurulması istemiyle açılan davada ise yürütmenin durdurulması istemini davalı idareden savunma alındıktan sonra karara bağlanmasını kararlaştırmıştı. Son başvuru dilekçesinde bu davaya ilişkin yeniden yürütmenin durdurulması talep edildi. Ancak, Nöbetçi Heyet, eski kararına atıfta bulunarak bu konuda savunma geldikten sonra karar verileceğine işaret etti. BDDK, Pamukbank'ı, Bankalar Kanunu'nun amir hükümleri çerçevesinde alınması istenen tedbirleri almadığı, bu tedbirler alınmış olsa dahi mali bünyesinin güçlendirilmesine imkan bulunmadığı, yükümlülükleri toplamının varlıklarının toplam değerini aştığı, faaliyetine devamının mevduat sahiplerinin hakları ve mali sistemin güven ve istikrarı bakımından tehlike arz ettiği ve 31.12.2001 tarihi itibarıyla 2 milyar ABD Doları tutarında sermaye açığı olduğu tespit edildiği" gerekçesiyle Bankalar Kanunu'nun 14. maddesinin (3) ve (4) numaralı fıkralarına istinaden Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devrini kararlaştırmıştı.

Bankalar 6 Ayda Kâr Yazdı

Hisseleri İMKB'de işlem gören 12 bankadan 11'i, bu yılın ilk 6 ayında toplam 713 trilyon 81 milyar lira net kâr açıkladı. Bankalar arasında en büyük kârı 301 trilyon lira ile Akbank elde etti. Akbank'ı, 148.7 trilyon lira kâr ile Finansbank ve 75.8 trilyon liralık net kârla İş Bankası izledi. Ocak-Haziran döneminde zarar açıklayan tek banka Yapı ve Kredi Bankası oldu. Yapı Kredi, 88.4 trilyon lira zarar bildirdi. Haziran sonu itibarıyla enflasyona göre düzeltilmiş bağımsız sınırlı denetim raporlarına göre, Borsa'da işlem gören 12 bankanın yılın ilk yarısındaki net dönem kârları/zararları şöyle: Akbank 301.007, Finansbank 148.700, İş Bankası 75.805, Alternatifbank 50.089, Garanti Bankası 41.026, Dışbank 40.000, Tekstilbank 21.495, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası 12.894, Türk Ekonomi Bankası 10.015, Türkiye Kalkınma Bankası 8.72, Şekerbank 3.268 ve Yapı Kredi Bankası - 88.420 milyar TL.

Bankalar Tüketicide 400 Trilyon Batırdı

Bankaların, tüketicilerde batırdığı kredilerin tutarı 400 trilyon li-

raya yaklaştı. Tasfiye kapsamındaki tüketici kredilerinin, krizden bu yana % 120 arttığı belirlendi. Bankaların tüketicilerden zamanında tahsil edemedikleri için tasfiye kapsamına aldıkları batık kredileri, 9 Ağustos itibarıyla 389.6 trilyon liraya kadar ulaştı. Bununun 270.9 trilyonunu tasfiye olunacak kredi kartı alacakları, 118.6 trilyonunu ise tasfiye kapsamındaki tüketici kredileri oluşturdu. Batık kredilerin, toplam tüketici kredisi ve kredi kartlarıyla kullanılan krediler içindeki payı % 7'ye kadar yükseldi. Sözkonusu oran, Kasım krizi öncesinde % 2.6 düzeyinde bulunuyordu. Bankaların, Kasım krizinin patlak verdiği günlerde 177.7 trilyon lira düzeyinde bulunan batık tüketici kredileri, izleyen dönemde % 119'luk artış gösterdi.

Axess Hızlı Büyüdü, Avrupa Rekoru Kırdı

Akbank'ın kazançlı yaşam kartı Axess, piyasaya çıktığı 8'inci ayda 1 milyon kişiye ulaştı. 26 Kasım 2001'de doğan Axess, gösterdiği bu performans ile Avrupa'nın en hızlı büyüyen kartı unvanını aldı. Dünyanın en büyük ödeme sistemleri kuruluşlarından biri olan MasterCard, Akbank'ın Axess ile gösterdiği bu başarıyı, bir plaket ile ödüllendirdi. Axess Kart'ın 1 milyonuncu kişiye ulaşması nedeniyle, Ortaköy Esmâ Sultan Yalısı'nda bir basın toplantısı düzenlendi. Toplantıda konuşan Akbank Genel Müdür Zafer Kurtul, Axess Kart'a Avrupa'da bu başarıyı kazandıran en önemli unsurun, Akbank'ın müşteri odaklı ürün tasarımı olduğunu söyledi.

Akbank'ın, Axess Kart'ın özelliklerini belirlerken, detaylı bir çalışma yaptığını belirten Kurtul, Axess'in bünyesinde topladığı özelliklerden, adına kadar tüm konuların, yapılan kapsamlı pazar araştırmaları sonucunda belirlendiğini kaydetti. Axess Kart'ı tasarlarken müşteri odaklı olmayı hedef aldıklarını kaydeden Kurtul, Axess'in aynı zamanda bir satış başarısı olduğuna da dikkat çekti. Kurtul, şöyle konuştu: "Akbank çok büyük pazarlama ve satış potansiyeline sahip bir organizasyon. Axess Kart'ı müşterilerimize ulaştırmak için Akbank'ın geniş şube ağını kullandığımız gibi, birebir satış ve stand aktivitelerine de ağırlık verdik."

Denizbank 5. Yılına Kutladı

Zorlu Holding tarafından 1997 yılında Özelleştirme İdaresi'nden

satın alınarak bankacılık sektörüne kazandırılan Denizbank, 5. yılını geride bıraktı. Denizbank'dan yapılan açıklamaya göre, Zorlu ailesi, Denizbank üstyönetimi ve banka çalışanları Yıldızsarayı Hasbahçe'de biraraya gelerek, yıldönümünü kutladı. Kağıt üzerinde bir bankacılık izninden bugün 122 şubeye erişen Denizbank, kriz döneminde de büyümesini sürdürdü. 2.4 katrilyon liralık aktif büyüklüğe sahip Denizbank'ın, özkaynakları 220 trilyon lira, sermaye yeterlilik rasyosu % 15 düzeyinde bulunuyor.

Enis Tütüncü TSKB Yönetim Kurulu'nda

Türkiye İş Bankası Yönetim Kurulu Üyesi Enis Tütüncü, 29 Ağustos 2002 tarihi itibarıyla, Türkiye Sınai Bankası Yönetim Kurulu Üyeliği görevine getirildi. 1943 yılında Tekirdağ'da doğan Enis Tütüncü, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi'ni bitirdikten sonra İngiltere'de Manchester Üniversitesi'nde "Ekonomik Kalkınma" konusunda master yaptı; Washington'da Dünya Bankası Ekonomik Kalkınma Enstitüsü'nden "Ulusal Ekonomi Yönetimi" konusunda sertifika aldı.

Tütüncü, 1970-1983 yılları arasında Devlet Planlama Teşkilatı'nda uzmanlık, 1976-1977 yıllarında Paris'te OECD Göçmen İşçiler Sorunları Uzmanlar Komitesi Üyeliği, 1978-1979 yıllarında Başbakan Yardımcılığı Özel Danışmanlığı yaptı. 1980 yılında Birleşmiş Milletler UNDP Çalışma Turu, Pakistan, Güney Kore ve Endonezya planlamalarında araştırma ve incelemelerde bulunan Tütüncü'nün sosyal ve ekonomik planlama konularında çok sayıda çalışma, araştırma ve makalesi bulunuyor. Daha sonra siyaset hayatına atılan Tütüncü, 1983 yılında SODEP Kurucu Üyeliği ve MKYK Üyeliği, 1986-87 yıllarında SHP Genel Sekreter Yardımcılığı, 1987-1991 yıllarında Tekirdağ Milletvekilliği, Dünya Parlamentolar arası Birlik Türk Grubu Üyeliği, TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu Üyeliği, 1992 yılında CHP Parti Meclisi Üyeliği görevlerinde bulundu. 1996-2002 yılları arasında Türkiye İş Bankası Yönetim Kurulu Üyeliği yapan Enis Tütüncü, halen CHP Merkez Yönetim Kurulu Üyeliği'ni sürdürüyor.

Tekfenbank'ın 6 Aylık Kârı 5.7 Trilyon Lira

Tekfenbank'ın ilk 6 aya ait konsolide ve enflasyona göre düzen-

lenmiş finansal tabloları açıklandı. Açıklamaya göre Tekfenbank, yılın ilk yarısında 5 trilyon 723 milyar lira net kâr elde etti. Bankanın toplam aktifleri reel olarak % 13.5 artarak 470 trilyon 579 milyar liraya ulaştı. Toplam özkaynaklar da yine % 13.5 artışla 48 trilyon 249 milyar liraya yükseldi. Birleşmeden sonra satın alınan 4 yeni şubeyle birlikte bankanın toplam şube sayısı 30'a çıktı. Açıklamada, Tekfenbank'ın tüm bankacılık işlemlerinde müşterilerine hizmet vermeye devam ettiği bildirildi.

Halk Bankası'ndan Yeni Kredi Olanığı

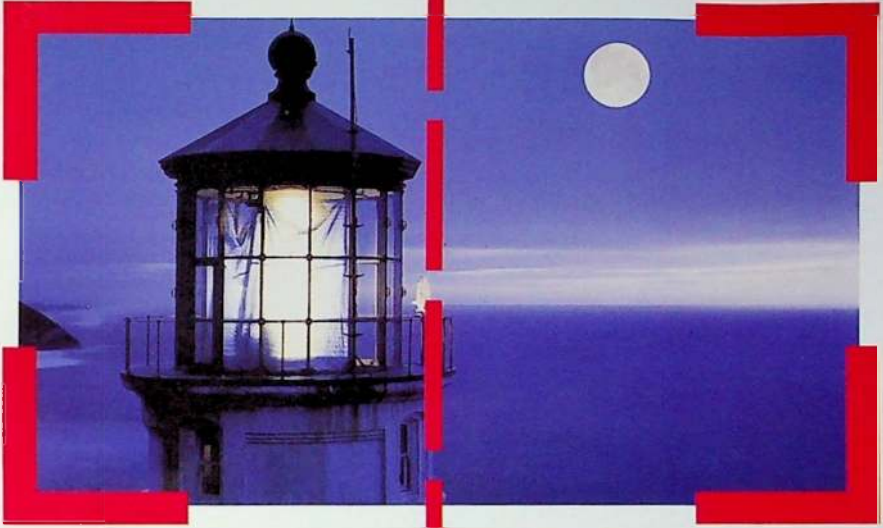
Halk Bankası, yıl sonuna kadar takip oranı % 60'ın altında olan kooperatif ortağı esnaf ve sanatkarlardan Bağ-Kur'a prim borcu olmayanlara 1 yıla kadar vadeli, gösterge faiziyle yeni kredi açabilecek. Bakanlar Kurulu'nun "4 Eylül 2002 Çarşamba" günü Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Kararı'na göre, söz konusu kredilerin vadesi en fazla 1 yıl, faizi de gösterge faizi olacak. Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'nin Lefkoşe ve Gazimagosa şubeleri de, esnaf ve sanatkara diğer şartları ayrıca belirlenmek üzere 1 yıl vadeli, gösterge faizli yeni kredi kullanılabilecek. Karar uyarınca Halk Bankası'nca Esnaf Sanatkar Kredi ve Kefalet Kooperatif kefaletiyle esnaf ve sanatkara kullanırılmış olup, bakiyesi 2002 yılına devreden kredilere de 31 Aralık 2002 tarihine kadar geçerli olmak üzere gösterge faizi uygulanacak.

Akbank Yılın Bankası Seçildi

Tüm dünyada 150 bin seçkin okura ulaşan ve dünyanın en önde gelen bankacılık dergisi olarak adlandırılan The Banker dergisi, Eylül 2002 sayısında, Türkiye'den Akbank'ı yılın bankası seçti. Akbank'a bu ödülü toplam aktifler, kredi ve mevduatlarında sağladığı büyük artışa, bilgi teknolojisinde yaptığı yatırımları, Axess kredi kartıyla sunduğu yeni teknolojiye ve hızlı pazar payı artışına bağlı olarak verdiğini duyuran The Banker dergisi, Akbank'ı yılın bankası seçmesinin gerekçelerini şöyle özetledi: Olumsuz piyasa koşullarına rağmen 2001 yılı Akbank'ı diğer Türk bankalarından ayıran bir yıl oldu. Akbank'ın toplam aktifleri 2001 sonunda 11.8 milyar dolara ulaşarak bir önceki yıla göre % 16'lık bir artış gösterdi. Akbank aktif büyüklüğü açısından Türkiye'nin bir numaralı özel bankası oldu.

Yatırım bankacılığı
hizmetlerinde önünüzü
gösteren bir ışık var:

Kurumlara yönelik
finansal çözümlerde
Yapı Kredi Yatırım farkı!



DENİZ FENERİ:

Sığ kaysalık, tehlikeli
suları işaret eder,
denizcileri uyarır ve
onlara seyrüsefere
elverişli denizlerdeki
yolları gösterir.
Gece karanlığında bile,
güçlü ışığıyla kabay,
güvenli yol almayı sağlar.
Mendirek genişlerinde parlar,
fırtınalı havalarda sığınacak
limanları işaret eder.
Bir deniz feneri, kendini,
millerce uzaktan gösterir,
uzak görüşlülüğün
avantajlarını sunar.

Hepsi birarada...

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

Yatırımcıları en iyi bilgilendiren sektör ve şirket araştırmaları,

Yurtiçine yayılmış geniş şube ağına bağlı etkin plasman gücü,

Yabancı yatırım bankalarına ve fonlara etkin ulaşım ve işbirliği,

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.**

Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Yapı Kredi Plaza Büyükdere Cad. Levent 80620 İstanbul - Türkiye
Kurumsal Finansman Tel: (0212) 284 52 29
Uluslararası Satış ve Pazarlama Tel: (0212) 284 52 26

www.yapikrediyatirim.com

YAPI KREDİ
YATIRIM

