

FINANS - POLİTİK &

# EKONOMİK YORUMLAR

ARALIK 2005 ◦ YIL 42 ◦ SAYI 501 ◦ 6 YTL (6.000.000.-TL.)

www.ekonomikyorumlar.com

**Enflasyonla Mücadelede Politika Farklılığı**

Prof. Dr. Emre ALKİN

**EKONOMİK YORUMLAR / AÇIK OTURUM**  
**Mortgage Sisteminin Alt Yapısının Kurulması**

**KATILANLAR**

Doç. Dr. Deniz GÖKÇE / İbrahim DÖNMEZ

Dr. Feyzullah YETGİN / Ali ÜSTÜNGEL / Kubilay CİNEMRE

**Finansal Riskten Korunma Fonları**  
**(Hedge Funds)**

Dr. C. Coşkun KÜÇÜKÖZMEN

Murat MAZIBAŞ

**İç Borçlanmayla Finansmanın Bankacılık Kesimi Açısından**  
**Değerlendirilmesi: 1980 Sonrası İçin Bir Durum Analizi**

Eren ÇAŞKURLU

**Türkiye’de İstihdam ve İstihdam Stratejilerinin**  
**Batı Ülkeleri İle Karşılaştırmalı Analizi**

Dr. Fatma CESUR

**Bütçe Esnekliği Çerçevesinde Yıllara İlişkin**  
**Bütçe Uygulamalarının Bir Değerlendirmesi**

Birol KARAKURT

**İklim Değişiklikleri Risklerinin Sigorta Pazarına Etkileri**

Yrd. Doç. Dr. Ayşe Gül BÖLÜKBAŞI

Dr. E. Baturalp PAMUKÇU

20 yıl vade,  
%1,20 faiz

 **Garanti**  
**KONUT**  
**KREDİSİ**

İster 1 ay ister 240 ay vade ile alın  
faiz değişmiyor!

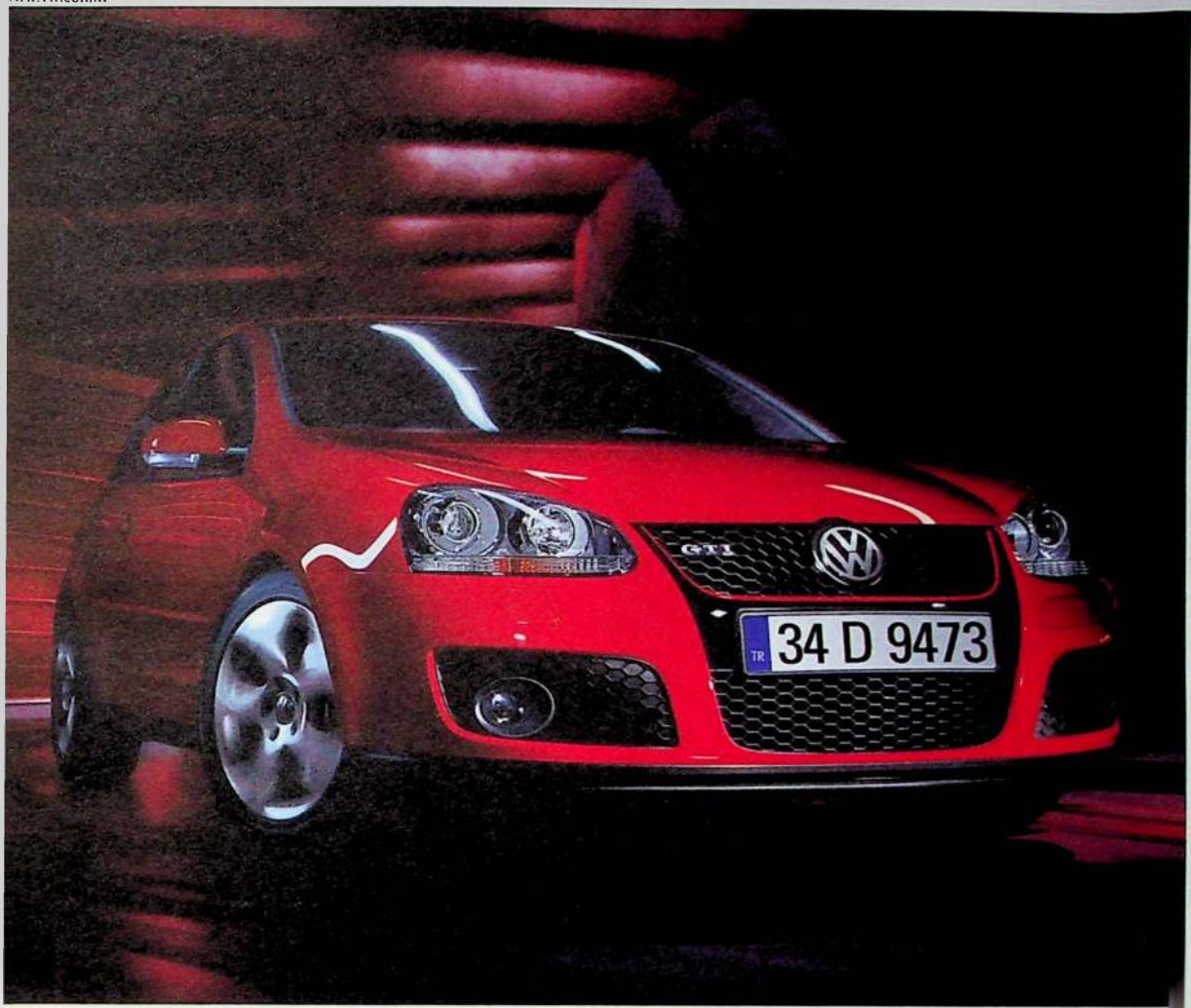
Kredi Tutarı: 100.000 YTL

Vade: 20 yıl (240 ay)

Taksit Tutarı: 1.326 YTL

Bu faiz YTL krediler ve tüm vadelerde geçerlidir.

**Ödemesi en kolay kredi**



## Yeni Golf GTI.

### En başından beri tutkulu olan erkeklere.

Belki siz de onlardan birisiniz. Şu her zaman yaramaz çocuk olarak kalanlardan... Zamanla bütün özellikleriniz değişti, uslandınız sanılır ama sizi siz yapan şeyler aynı kalır. Tutkularınız hiç değişmez. Tıpkı Golf GTI gibi... 1976'dan bu yana onun tek harfine dokunmadık ama her yeni neslinde sporcu karakterini daha da güçlendirdik, özelliklerini yeniledik. İşte karşınızda yeni Golf GTI: 147 kW (200 hp) FSI turbo motor, 6 ileri manuel vites (ya da çift kavramalı otomatik DSG şanzıman), 17" alüminyum jantlar, 225'lik geniş ebatlı lastikler, arka spoiler, kırmızı renkli fren kaliperleri, kromaj çift egzoz çıkışı, spor koltuklar, alüminyum görünümlü ön pedal takımı, Xenon farlar. Golf GTI 'tutkularından vazgeçmeyen yaramaz çocukları' Volkswagen Yetkili Satıcılarında bekliyor.



Otomobil aşkına

# FINANS - POLİTİK & EKONOMİK YORUMLAR

http://www.ekonomikyorumlar.com

e-mail:ekonomikyorumlar@ekonomikyorumlar.com

ARALIK 2005 • YIL: 42 • SAYI: 501 • 6 YTL (6.000.000.-TL.) (KDV DAHİL)

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

**Genel Yayın Yönetmeni  
PROF. DR. EMRE ALKİN**

**Yazı İşleri Müdürü  
MUSTAFA BARIŞ**

**Danışma Kurulu Başkanı  
ALİ İHSAN KARACAN**

## Danışma Kurulu

□Prof. Dr. Asaf Savaş Akat □Dr. Öztin Akgüç □Prof. Dr. Erdoğan Alkin □Prof. Dr. Emre Alkin □Prof. Dr. Mehmet Altan □Tevfik Altınok □Yılmaz Argüden □Beyhan Aslan □Uğur Bayar □Afa Boran □Prof. Dr. Ünal Bozkurt □Yavuz Canevi □Ege Cansen □Dr. Doğan Cansızlar □Bülend Çorapçı □Necdet Durakbaşı □A. Aydın Dündar □Dr. A. Mahfi Eğilmez □Orhan Emirdağ □Gazi Erçel □Dr. Zeynel Abidin Erdem □Meral Gezgin Eriş □Dr. Deniz Gökçe □Prof. Dr. Cumhuriyet Ferman □Zeki Gündüz □Prof. Dr. Seyfettin Gürsel □M. Akif Hamzaçebi □Avni Hedili □Erhan Işıl □Prof. Dr. Haluk A. Kabaaloğlu □Ali İhsan Karacan □Kemal Kurdaş □Korhan Kurdoğlu □Adnan Nas □Ergin Neng □Sezai Onaral □Prof. Dr. Suat Oktar □Tuncay Özilhan □Ersin Özince □Ertuğrul İhsan Özol □Prof. Dr. Merih Paya □Adnan Polat □M. Faruk Sabuncu □Oğuz Satıcı □Prof. Dr. Hülya Talu □Prof. Dr. M. Şükrü Tekbaş □Dr. Ali Tekin □Dr. Turgut Telman □Yaman Törüner □Cihan Turper □Pınar Türeñç □Doç. Dr. Ali Ulusoy □Ahmet Yüzbaşıoğlu □Prof. Dr. T. Güngör Uras

## Yazı Kurulu

□ Dr. Öztin Akgüç □ Prof. Dr. Erdoğan Alkin □ Prof. Dr. Emre Alkin □ Zeki Gündüz □ Prof. Dr. Seyfettin Gürsel □ Adnan Nas □ Prof. Dr. Merih Paya □ Prof. Dr. T. Güngör Uras □ Doç. Dr. Hakan Üzeltürk

## BU SAYIDA

PROF. DR. EMRE ALKİN  
Enflasyonla Mücadelede Politika Farklılığı ..... 3

EKONOMİK YORUMLAR/AÇIK OTURUM  
KATILANLAR:

DOÇ. DR. DENİZ GÖKÇE  
İBRAHİM DÖNMEZ  
DR. FEYZULLAH YETGİN  
ALİ ÜSTÜNGEL  
KUBİLAY CİNEMRE  
Mortgage Sisteminin Alt Yapısının Kurulması ..... 6

DR. C. COŞKUN KÜÇÜKÖZMEN  
MURAT MAZIBAŞ  
Finansal Riskten Korunma Fonları  
(HEDGE FUNDS) ..... 25

EREN ÇAŞKURLU  
İç Borçlanmayla Finansmanın Bankacılık  
Kesimi Açısından Değerlendirilmesi:  
1980 Sonrası İçin Bir Durum Analizi ..... 43

FATMA CESUR  
Türkiye'de İstihdam ve İstihdam Stratejilerinin  
Batı Ülkeleri İle Karşılaştırmalı Analizi ..... 54

BİROL KARAKURT  
"Bütçe Esnekliği" Çerçevesinde Yıllara İlişkin  
Bütçe Uygulamalarının Bir Değerlendirmesi ..... 60

YRD. DOÇ. DR. AYŞE GÜL BÖLÜKBAŞI  
DR. E. BATALALP PAMUKÇU  
İklim Değişiklikleri Risklerinin  
Sigorta Pazarına Etkileri ..... 68

Rakamların Dili  
Ekonomik Göstergeler ..... 78

İdare Yeri: Binbirdirek Mah. Suterazisi Sokak, No.6/2; 34400 Sultanahmet - İSTANBUL ☎ Tel: (0212) 518 1732 - 516 11 45 ☎ Faks: (0212) 518 66 43 ☎ http://www.ekonomikyorumlar.com ☎ e-mail:ekonomikyorumlar@ekonomikyorumlar.com ☎ Yayının Süresi: Aylık-Yerel Süreli ☎ Yayın Türü: İktisadi ve Politik ☎ Baskı ve Cilt: Umur Kağıtçılık San. ve Tic. Ltd. Şti., Keresteciler Sitesi, Fatih Cad. Yüksek Sokak, Başak Han, No.11/1, Merter - İSTANBUL, Tel: (0212) 637 04 11, Faks: (0212) 637 37 03 ☎ Baskı Tarihi: 2 Aralık 2005 ☎ Genel Dağıtım: DPP ve Dünya Süper Dağıtım ☎ Açıklama: Dergideki yazılar kaynak göstermek koşuluyla alınabilir. Dergide yayınlanan yazılardaki görüşler, yazarlarına aittir. Yayınlanacak yazılar hakem denetiminden geçer. Yayınlamak amacıyla gönderilen yazıların iki nüsha olarak (mümkünse bilgisayar disketi ve bir resim ile birlikte) ulaştırılmasını rica ederiz. ☎ Abone Bedeli (KDV Dahil): 72 YTL (72.000.000.-TL.) ☎ Öğrencilere: 50 YTL (50.000.000.-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

## Dergiden

## OKURLARA MEKTUP

Enflasyonla Mücadelede  
Politika Farklılığı

Sevgili Okurlar,

1990-2001 yılları arasında Amerika Birleşik Devletleri ve gelişmiş ülkelerde neredeyse herkesin kazandığı bir piyasa dinamiği mevcuttu. Bu yıllara altın yıllar konmasının bir sebebi vardı elbet. Türkiye'de bile gelişen yeni pazarlar borsası olan NASDAQ birçok insanı milyon dolarlar ölçüsünde zengin etmişti. Gayrimenkul fiyatları alabildiğine yükselmiş, ABD'de adeta birdirbir oynar gibi insanlar bir evden daha iyi bir başka eve geçer olmuştu. Buna biz kısaca sabun köpüğünün şişmesi adını veriyoruz.

Gayrimenkul ve sermaye piyasası kazançları öyle büyümüştü ki, harcama eğilimi korkunç boyutlara yükseldi. 1990'ların ortasında Clinton yönetimi son 50 yılda yaşanmamış bir tecrübeyle karşı karşıya geldi. The Economist dergisinin bu tecrübeyi adeta Clinton'ı yerencesine eleştirmesi dikkate değer bir başka gelişmeydi. Ekonomi çevrelerinde sözü geçen bu derginin çarpıcı yorumu şuydu: "Clinton yönetimi 2000'li yılların enflasyonunu yaratıyor. Çünkü Amerikan halkı artık sabit gelirden daha fazla harcama yapıyor". Bu gerçekten son derece ilginç, ama bir o kadar da korkutucu bir tespitti. Gerçekten de maaş ve ücretler haricinde elde edilen sair gelirler sebebiyle Amerikan vatandaşları ve ABD'de ikamet edenler gelirlerinden daha fazla harcama yapmaya başlamışlardı. İktisatta biz bu duruma gelirden bağımsız veya otonom harcamalar ya da servet etkisi diyoruz.

ABD'nin durumu açıkçası kitaplarda yazan, gelirden bağımsız harcamanın yalnızca devlet tarafından yapılabileceğiydi. Bu durumda efektif talebi canlandırıp bazı durumlarda enflasyon yaratıyordu. ABD'nin karşı karşıya kaldığı durum ise, biraz farklıydı. Bu sefer rasyonel davranması gereken bireyler istikrarlı olmayan gelir kalemlerine güvenip büyük bir harcama seferberliğine başlamışlardı. Aslında bu durum 1980'lerin sonundan 1990'ların başına kadar süren deflasyonist ve düşük talepli ortamın bir intikamıydı. O dönemlerde ertelenen talepler 1993-2000 döneminde adeta oç alırcasına gerçekleştirildi.

Oğul Bush'un birinci döneminde fazlaca hissedilmeyen gecikmeli enflasyonist baskı, ikinci dönemde ve özellikle Greenspan'ın FED başkanlığını bıraktığı döneme yansımaya başladı. Yeni başkan Bernanke artık enflasyonist tehlikenin oralarda bir yerde diye tarif edilmemesi gerektiğini ve en yakın sokağın köşesinden bir anda ortaya çıkabileceğini söylüyordu. İşte bu nedenle enflasyonla mücadele için faiz oranlarını artırmak haricinde başka politikaların da gerekli olduğuna inanıyor. Aslında durumu biraz daha sizler için açıklamamız gerekiyor:

## Fonlar Yeni Mecra Arıyor

Dünya üzerinde atıl şekilde dolaşan fonlar değerlendirileceği bir mecra arıyor. Eskiden, yani bun-

dan 10 yıl önce, riskli olduğundan dolayı girilemeyen alanlara bugün söz konusu fonlar çok daha rahat girebiliyor. Neden mi diyeceksiniz? Çok basit. Artık her yatırımın bir sigortası ve her operasyonun bir korunma enstrümanı var. Hal böyle olunca türev piyasaların gelişmesi sayesinde faiz oranları ne olursa olsun herhangi bir ülkede sermaye piyasası enstrümanlarına ya da gayri menkule yapma kararı oldukça kolay alınıyor. Hele hele bu ülke risklerin şeffaf olduğu ve para piyasalarının derin olduğu ABD ise, paranın oraya doğru akması engellenemiyor.

### FED'in Faiz Artırımı

Son iki yıldır FED faiz oranlarının ilk önce sinsiye sonra da göstere göstere artması bile Amerika'da gayrimenkul piyasasının şişmesini engelleyemiyor. Buradaki fiyatların hızlı artışı bir yandan enflasyonu olumsuz yönde etkilerken, diğer yandan bu piyasadan gelir elde edenlerin yatırım ve harca ma eğilimi faizden bağımsız olarak artmaya devam ediyor. Bir de bu tehlikenin üzerine enerji fiyatlarındaki artış eklersek, FED'in yeni dönemde enflasyonu dizginlemek için faizden daha başka enstrümanlara ihtiyaç duyacağı da kolayca anlaşılıyor. Yeni dönemde Merkez Bankalarının politikalarının ne olması gerektiği tartıştığımız yazı dizisine devam ediyoruz. Dün FED Başkanlığına yeni atanan Bernanke'nin ekonomiyi fazla ısıtmadan ya da soğutmadan idare etmesinin önündeki engellerden bahsetmiştik. Konu aşırı derecede şişen gayrimenkul fiyatları ve artan enerji fiyatları olunca, faiz artırımlarının istenen etkiyi yaratması bir kenara, istenmeyen bazı sonuçları da doğurduğundan bahsetmiştik.

### Hedef Farklılıkları

Peki, Bush yönetimi AB'ye nazaran yumuşak iniş şeklinde tarif edilen soğumayı kabul etmeye ya-naşacak mı? Amerikan Merkez Bankası'nın temel hedefi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'ndan farklı olarak işsizlikle ve durgunlukla mücadeledir. Fiyat istikrarı, istihdam yaratma hedefi içerisinde yer alan bir tanımlamadır. Halbuki bizim Merkez Bankamız, ECB (Avrupa Merkez Bankası) gibi biraz Almanca bir ekolün etkisiyle enflasyonla mücadeleyi temel almaktadır. Hatta sıkça Merkez Bankası Kanunu'nda da belirtildiği üzere beyanatlarıyla, bunu hatırlatmaktadır. Olabilir, herkesin geçmişte yaşadığı bir bela vardır. Amerika'nın durgunluk, Almanlar'ın enflasyon, Türkiye'nin ise maliyet artışları, enflasyon, kârsızlık ve işsizliktir. Bu açıdan Türkiye'nin uyguladığı politikaların ABD ve Almanya kadar büyük bir ekonomiye sahip olmasa da, yaratıcı özelliklere sahip olması gerektiği açıktır.

Enflasyonla veya işsizlikle, neyle mücadele ediyorsanız edin, artık yeni dönemde sadece faiz oranlarıyla ya da piyasadaki para miktarıyla oynayarak ekonomi politikalarını başarıya götüremeyeceğimiz ortadadır. ABD'deki gayrimenkul piyasasının şişmesi ve eninde sonunda patlaması korkusuyla FED'in uygulayacağı politikalar, bizleri direkt olarak ilgilendirmektedir ve etkileyecektir. Bu nedenle, Merkez Bankamızın yeni politikası 2006 yılında sadece Enflasyon Hedeflemesi ve Faiz Manevraları tarzında olmamalı, dışsal bir şokun içte yaratacağı darboğazlarla ilgili olarak, mikro bazda çatılmış yaklaşımlarla kurulmalıdır.

### Şok ya da Darboğaz

Artık dünyanın herhangi bir yerinde ortaya çıkacak bir şok ya da darboğaz, Türkiye'yi 10 yıl önceye göre daha fazla etkilemektedir, hatta bire bir etkilemektedir de diyebiliriz. 1980'lerde olduğu gibi, sadece faiz oranlarıyla oynayarak enflasyon ve büyümeye etki etmek mümkün gözükmemektedir. İşte bu nedenle, bundan 5-6 yıl önce ABD'de faizler neredeyse % 1'e düşmüş, fakat bunun ne enflasyon, ne de büyüme üzerinde belirgin bir etkisi olmamıştır. Hatta gayrimenkul piyasalarının canlanma-sı bir tezat teşkil edercesine faiz oranlarının yükseldiği devreye rastlamıştır.

Tüm bu gerçeklere rağmen FED'in yeni başkanı Bernanke, enflasyonla mücadele odaklı Merkez Bankalarının kendi kredibilitelerini artıran yaklaşımlarının ekonomi için olumlu olduğunun da altını çiziyor. Fakat, 1990'ların başında ortaya çıkan ekonomik durgunluğun da Volcker ve ardından gelen Greenspan'ın yüksek faiz politikası olduğunu da hatırlatan ekonomistler var. İşte tüm bu gerçekler faiz politikalarının bazen iyiyi yaratmaktan çok, istenmeyeni yarattığına dair bazı kanaatleri de canlı tutuyor.

İhracatçının son üç yıldır uyardığı bir tehlike var. Hani bir kısa fıkra vardır: Karadenizli bir vatandaşımız mezar taşına şunu yazdırmış: "Bir şey yok geçer diyordunuz, bakın ne oldu?". Ekonomik diyalog yapmak için ekranı dolduran hocalarımızdan bazılarının döviz kurlarını ve para politikalarının etkilerine üzerine yaptıkları sıg ve yanlış yorumlar sebebiyle bir türlü açığa çıkamayan gerçek sonunda ortaya çıktı. Hatta önceki gün canlı yayında ekonomik büyümenin durduğunu bir hocamız itiraf ederken, diğeri hâlâ ısrarla suçu kendisinde aramayıp kabahati "dönüşümü gerçekleştirilmeyen" sektörlere atmayı tercih etti. Belki bankalar yerine o sektörlere danışmanlık verseydi, o sözleri sarf etmeyecekti ama olsun.

Güneş balçıkla sıvanmaz. İsterseniz daha net açıklayalım: Politika ve sonuç aynı. Aynen bugün Türkiye'de tartışılan üretimsizlik konusu, 1987'de ABD'de tartışılmaya başlanmış. 1980'lerin başında Amerikan halkının tükettiği malların % 95'ini Amerikan üreticileri sunarken, bugün bu oran % 80'lere düşmüş. İlginç olan enflasyonla mücadele için faizi yüksek tutmayı eleştiren Amerikan sanayicileri Clinton döneminde bile Greenspan'ın yarattığı lobiye kıramamışlar. Türkiye'de de benzer bir durum söz konusu. Daha canlı, daha dinamik, daha proaktif ve akılcı bir para politikası isteyen üretici ve ihracatçılar benzer şekilde bankaların Merkez Bankası etrafında yarattığı lobiye kıramadılar. Bunun iki nedeni vardı: Birincisi, 2003 yılına kadar üretici kesim para politikasının yan etkileri konusunda ortaya ciddi argümanlar koyamadı.

İkincisi, 2003 yılından sonra Sayın Bakan Kürşad Tüzmen'in de dediği gibi, "artık balık sürüsü kaçtı, olta atmaya gerek yok" durumu oluştu. Yani, ortada tartışacak bir şey kalmadı. Merkez Bankası üzerindeki baskı azaldı. Fakat korkulan başa geldi. Tabii, bugün ABD'nin 1980'lerde ortaya koyduğu ve gecikmeli olarak 2000'lere yansıttığı yüksek faiz politikasının sonucu olan üretimde düşüklük ve büyüyen dış ticaret açığı Türkiye ile kıyaslanamayacak bir durumda. Fakat, arada bir fark var. Amerikan Merkez Bankası'nın hedefi, hâlâ istihdamı artırmak ve bu arada fiyat istikrarını korumakken; Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın hedefi, ilk önce fiyat istikrarı, sonra da tekrar fiyat istikrarıdır. Bu da kesinlikle ve kesinlikle enflasyonla mücadele demektir.

### Kurulun Yapısı Değişmeli

Tabii yukarıda söylenenler sadece eleştirmek için değil, yol göstermek için de. Kabul edilmesi gereken bir durum var: Fiyat istikrarını sağlarken, artık daha fazla yaratıcılık içeren ve sadece faiz oranlarına bağlı olmayan bazı politikaların da geliştirilmesi gerekiyor. Bu nedenle, en başta her ay toplanan Para Politikası Koordinasyon Kurulu'nun yapısının değiştirilmesi elzemdir. Özel sektörü temsil etmeyen ve reel sektördeki gelişmeleri sadece akademik görüş açısından inceleyen bir kurulun parasal politikalar için doğru bir karar vermesini beklemek haksızlıktır. Hem kuruma, hem de kendimize haksızlıktır. Söz konusu kurulun ilk başta işleyiş ve içerik açısından ekonominin her kesimini temsil eden üyelerden teşkil edilmesi gerekmektedir. Bundan başka, politikalar için hangi kararların verildiği, bunların gerekçeleri ve kimlerin lehte veya aleyhte oy kullandığı da açık ve net bir şekilde kamuoyuna sunulmalıdır.

Bizce, daha fonksiyonel bir para politikası üretmek için ilk önce yukarıda bahsettiğimiz düşünsel devrimin gerçekleştirilmesi gerekir.

Gelecek sayıda buluşmak dileğiyle..

Saygılarımla,

*Prof. Dr. Emre ALKİN*

## *Finans–Politik & Ekonomik Yorumlar*

## Ekonomik Yorumlar

AÇIK OTURUM

### Mortgage Sisteminin Alt Yapısının Kurulması

#### KATILANLAR:

- DOÇ. DR. DENİZ GÖKÇE
- İBRAHİM DÖNMEZ
- DR. FEYZULLAH YETGİN
- ALİ ÜSTÜNGEL
- KUBİLAY CİNEMRE

Sevgili Okurlar, aşağıda sunulan "Mortgage Sisteminin Alt Yapısının Kurulması" konulu "Açık Oturum" 29 Eylül 2005 Perşembe günü Stratejik Teknik Ekonomik Araştırmalar Merkezi (STEAM) tarafından İstanbul'da düzenlenmiştir. Alt başlıklarımız "Tüketicinin Korunması/Tüketici Hakları", "İcra İflas, İpoteğin Takip Süreci, Gayrimenkul Değerleme", "Kredi Standardizasyonu", "Mortgage Kredilerinin Finansmanı", "İpotek Teminatlı Tahviller", "İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler", "Mevduat" ve "İpotek Finansmanı Kuruluşları". Açık Oturum'a konuşmacı olarak; Boğaziçi Üniversitesi Öğretim Üyesi Sayın **Doç. Dr. Deniz GÖKÇE**, Sermaye Piyasası Kurulu Başkan Yardımcısı Sayın **İbrahim DÖNMEZ**, Emlak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Genel Müdürü Sayın **Dr. Feyzullah YETGİN**, Değerleme Uzmanları Derneği Başkan Yardımcısı Sayın **Ali ÜSTÜNGEL** ve Garanti Bankası Hazine ve Yatırım Bankacılığında Sorumlu Genel Müdür Yardımcısı Sayın **Kubilay CİNEMRE** konuşmacı olarak katılmışlardır.

**D**OÇ. DR. DENİZ GÖKÇE – Hepinizi saygıyla selamlıyorum. Bu toplantıda "Mortgage Sisteminin Alt Yapısının Kurulması" ile ilgili konuşmacılarımız var. Ben sözü ilk başka Sayın İbrahim Dönmez'e vereceğim. Kendisi SPK Başkan Yardımcısı. İbrahim Bey hukuki çerçeveyi ve onun gerektirdiği kurumsal yapıyı ve bununla ilgili tasarımı çok iyi biliyor. Buyurun Sayın Dönmez.

İBRAHİM DÖNMEZ – Teşekkür ediyorum

Sayın Başkan. Birinci olarak Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nın teknik hazırlığını yaptığı kanunu, arkasındaki ekonomik gerekçeleri ile beraber anlatmaya çalışacağım. Hepsinin bir sebebi ve gerekçesi var. Bu sunumu yaparken SPK'nın web sitesinde kanunun bizden çıkmış hali var. Onu değil, bu günlerde basına da yansıtıldığı gibi, Bakanlar Kurulu'na sevk edilen halini dikkate alacağım. Oturum sonunda sorularınız olursa, cevaplamaya çalışacağım. Çünkü bizim teknik olarak



hazırladığımızı metin ile Bakanlar Kuruluna sevk edilen metin arasında bazı ufak farklılıklar oldu. Gerek çeşitli Bakanlıkların görüşü, gerekse piyasanın görüşü çerçevesinde.

Türkiye'de genel konut piyasasına baka- cak olursak, yapılan konutların % 55'i ruhsat- sız, izinsiz anlamında. Böyle bir genel yapı- mız var. Bu dünya ortalamasının çok üstün- de. Birçok ülkeye göre, ev sahipliği oranı çok yüksek seviyelerde, % 70 seviyesinde. Bu bir çok gelişmiş ülkede daha düşük. Fakat ruhsatsızlık, uygunsuz yapılaşma, oturmaya uy- gun olmayan konutlar buna dahil. Konut sto- kunun % 60'ını 20 yaşın üstündeki konutlar oluşturuyor. Konutların % 40'ının tadilata ihti- yacı var. Özellikle deprem, güçlendirme ve diğer sebeplerden dolayı. Aşağı-yukarı her yıl 300 bin yeni konut ihtiyacı ortaya çıkıyor. Kurumsal bir konut finansman sistemimizin olmadığını gösteriyor. Şimdiye kadar ekono- mik şartlardan dolayı kurumsal konut finans- manının çok düşük seviyelerde olduğunu görüyoruz. 2004 yılı sonu itibariyle binde yedi ama faizlerin düşmeye başlamasıyla beraber ilk 6 ayda yaklaşık 3 kat artmış toplam konut kredileri. Bu çok temel bir konu. Olmazsa ol- maz şart, reel faizlerin düşüyor olması. Bu- nun pozitif etkileri hemen görülmeye başlan- mış durumda.

Diğer ülkeler ile karşılaştıracak olursak, gerek Güney Amerika, gerek Orta Doğu, ge- rek Asya ülkeleri, gerekse AB ülkelerinin or- talamalarına baktığımızda bizim bir kurumsal konut finansman sistemimiz yok. Rakamlar çok açık, meydanda ve ortada. Banka konut kredileri yaygınlaşmaya başladı. Şu anda TL ve döviz üzerinden verilebiliyor. Mevcut dur- umda, değişken faiz yasak. Teorik olarak, 240 aya kadar vadeler var. Fakat pratikte pek olmadığını da biliyoruz. Fonlama mevduat kaynaklı. Bu da ilginç, vade 20 yıl olarak ön- görülmüş olmakla beraber, ortalama vadeler mevduatta bildiğiniz gibi 3 ay civarında. Vade uyuşmazlığı çok belirgin boyutta. Aslında ko- nut finansmanı değil de, konut politikasından bahsetmek lazım. Konut politikasının çok çe- şitli unsurları var. Konut finansmanı bunun sadece bir bölümü. Bir kere konut talebinin güçlendirilmesi lazım. Konut talebi gelenek-

sek olarak Türkiye'de güçlü ve faiz oranları da düştükçe hızla artıyor.

Fakat kadastrolar güncel değil. Tapu kayıtlarının güvenilirliği bir çok ülkeye göre daha anlamlı düzeylerde ama orada iyileştirilecek bir takım unsurlar var. Tapu kayıtlarının de- ğiştirilme prosedürleri güvenilir olmakla ber- aber çok kompüterize değil, o konuda mesafe alınması gerekiyor. İpotek kredilerinin yaygın- laştırılması gerekiyor. Bir de amaca uygun sübvansiyon sistemlerinin kurulması lazım. Konut alımlarının yaygınlaştırılması konusun- da farklı görüşler var. Taslağın son halinde sübvansiyon çok fazla kalmadı. Konut arzının modernizasyonu, konut politikasının unsurların- dan biri. En önemli ihtiyacımız alt yapıyı arsa sunumunun artırılması gerekiyor, bu çok büyük bir eksiklik. Gayrimenkul geliştir- me konusunda düzenlemelerin geliştirilmesi lazım. Belediyelerin bu türdeki faaliyetlerinin çok artması lazım. Yine rekabetçi ve kaliteli üretim yapan inşaat ve gayrimenkul sektö- rü de çok önemli bir konu, konut arzının geliştiri- lmesinde. Bütün bunların bir elden yönetil- mesi lazım. Dağınık bir yapımız var. Bir taraf- tan TOKİ sosyal amaçlı konutlar üretiyor, bir taraftan finansmanı farklı taraflarda. Düşük gelirliilere ne yapılacak, nerelerde hangi tür konutlar yapılacak. Bunun genel bir politikası ülkemizde maalesef yok. Biz finansmanı bir ucundan tuttuk ama bütün bunlar gerçekleş- meden de sağlıklı bir kurumsal finansman sisteminin kurulması mümkün değil.

SPK'nın hazırladığı ve teknik hazırlığını yaptığı şu anda Bakanlar Kurulu'nda imzada olan mortgage sistemi dediğimiz şema bu. Elbise değil bu, giyinince her şeyin güllük gülsün- lük olacağı. Özetle fon arzını arttırmaya yönelik mevduat dışında, bir sistem kurulma- sı amaçlanıyor. Ama bu sistemi kurarken de ikincil piyasalar dediğimiz, birincil piyasalar- daki alt yapı ihtiyaçları düzenlemelerinin gi- derilmesi gerekiyor. Konut talep eden tüketi- ciler var, bunlara kredi veren bankalar ve finansal kiralama yoluyla Özel Finans Kurum- ları (ÖFK) var. Finansman şirketleriyle, finan- sal kiralama şirketleri aday. Henüz daha mut- laka olsun diye bir konu yok. Bunların çıkar- dığı çeşitli enstrümanlar var. Ortada bir ipo-

tek finansman kuruluşu var. İkinci piyasa kuruluşu, bir alternatif. Bunların detaylarını biraz sonra anlatacağım.

Kanunda temel yapılmış bir düzenleme, konut finansmanı tanımı herhangi bir yerde yok. Böyle bir tanım yapılmadan da bu konu ile ilgili diğer mevzuatlara referans sağlanmıyorsunuz. Dolayısıyla ilk yaptığımız şeylerden biri, konut finansmanı nedir? Mortgage nedir? Bunun tanımını yaptık. Burada önemli bir değişiklik var. Bizim web sayfamızda yer alan son taslak ile Bakanlar Kurulu'na sevk edilmiş taslak arasında çok önemli bir farklılık var. Konut finansmanı, konut edinmeleri amacıyla tüketicilere kedi kullanılması. Bu tanımın içine daha önceki taslakta yer alan, bitmiş, yasal izinleri alınmış konutlar sadece konut finansmanı kapsamı içine giriyordu. Artık bu genişledi.

Dolayısıyla proje halinde inşaat halinde, yasal izinleri alınmamış herhangi bir inşaat veya konut da tanımın içine girmiş durumda. Mukabil görüşler şöyleydi, özellikle arz tarafının artırılması amacıyla sadece bitmiş konutlar, izinleri alınmış konutlar değil, daha geniş bir portföyün içine alınması yönünde talepler oldu. O bakımdan genişletilmiştir. Finansal kiralama, konut finansmanının tanımını içerisindedir. Bir de, insanların sahip oldukları konutların teminatı altında tüketicilere kredi kullanılması. Yani konutunuz var, gidip teminat veriyorsunuz ve karşılığında kredi alıyorsunuz. Bir de, kredileri kapatıp yeniden bir konut kredisi almaya kalktığınızda ve finansman yaptığınızda bu da konut finansmanı kapsamı içerisinde. Bu çok önemli.

Çünkü bütün bu tanımdaki referans icraiflas kanununa gidiyor, bir taraftan değerlemeye gidiyor, mevzuattaki diğer tüketici korumaya gidiyor. Hepsini referansını bu tanımdan alıyorlar. Konut finansman kuruluşlarını tanımladık. Neden sadece banka demedik. Çünkü, bir taraftan katılım bankaları var. Yeni Bankalar Kanunu ile özel finans kurumları katılım bankası oluyor ve ilgili kamu kurumu -BDDK- uygun görürse, düzenlemelerini yeterli noktaya getirirse, bir düzenleme arbitrajı olmazsa finansal kiralama şirketleriyle, finansman şirketleri var. Aslında onlar çok ge-

lişmiş şirketler değil. Bunların da alternatif olarak banka dışında tüketicilere doğrudan doğruya finansman sağlaması imkan dahilinde olacak.

Getirdiğimiz en önemli yeniliklerden bir tanesi ipotek teminatlı menkul kıymetler. Bu yeni bir tanımdır, ilk defa tanımlanmış bir şeydir. Aslında Avrupa'da gerçek anlamda bir marka olan, düzenlemeleri gayet açık şekilde yapılmış, çok birbirine benzeyen. Dolayısıyla Türkiye'de ihraç edilenle, Polonya'da ihraç edilen, Macaristan'da ihraç edilenle, Almanya'da ihraç edilen düzenlemeler arasında bir fark olmayan, rating kuruluşunun da doğrudan o düzenlemeye baktığı bir enstrümandır. Tam bir markadır ve Avrupa modeli dediğimiz modele tekabül eder. Almanya'da 200 yıllık bir geçmişi vardır, Danimarka'da 200 yılı aşkın bir geçmişi vardır. Eski Sovyet Cumhuriyetlerinde, Macaristan, Polonya, Rusya'da çok yoğun çalışmalar var, kanunlarını çıkartılar, ihraçlara başladılar. Kuvveti, düzenlemesinden geliyor, ratinginden geliyor. Pek çok Merkez Bankasının da aktifine aldığı bir menkul kıymettir. Düzenlemeleri de SPK Kanunu sistematikinden farklı olarak son derece ayrıntılıdır. Kanunun içerisinde tek tek yer alır.

Bu bir borçlanma senedi, tahvil gibi ama tahvilde bir teminat yoktur. Ana parasını ve faizini geri ödemek doğrudan çıkaran kişinin yükümlülüğüdür. Fakat bu ondan daha üstündür. Tüketiciler konut kredilerini geri ödememeseler dahi, bu genel yükümlülüğünden dolayı banka bunu ödemek zorundadır. İhraççının genel yükümlülüğüne ek olarak konut kredilerinden kaynaklanan alacaklar, yatırımcılar için teminat oluşturur. Kredi alacaklarından oluşan bir teminat havuzu vardır. İhraççının iflası halinde, mali durumunun güçleşmesi halinde bunun yatırımcıları doğrudan doğruya bu kredi alacakları üzerinde hak sahibidirler. Başka hiçbir kimse hak sahibi olmaz. Bütün bu özellikler çıkarılan kurumun veya çıkarıldığı ülkenin ratinginden daha çok yüksek bir not almasını sağlayan bir düzenlemedir. Yine ihracın iflası durumunda menkul kıymet geri ödemeleri tamamlanana kadar ilgili kredi alacaklarından elde edilen gelir

ihraççının diğer alacaklılarına ödenemez. Buna kamu alacakları da dahildir. Menkul kıymetlerin geri ödemelerinde kullanılır. Bu yapı Kıta Avrupa'sına yöneliktir. Havuz çıkaran kurumun aktifinde yer alır. Kurucu dahi bu varlıklara dokunamaz, herhangi bir amaçla tasarruf edemez. Hiç kimse buna bağlı olarak çıkarılmış kağıtların üzerinde bir hakka sahip değildir.

Konut finansman tanımını genişlettiğimizi ifade etmiştim. İnşaat halindeki konutlar, projeler v.s. Bu enstrümana dayalı olarak çıkarılacak kredi alacaklarında kesinlikle inşaat halinde izin alınmamış konutlar teminat kabul edilemez. Sadece bitmiş, bütün yasal izinleri alınmış konutlar bu teminat havuzuna dahil edilebilir. Verilen kredi, konutun rayiç değerinin % 75'inden fazla olamaz. Olduğu takdirde teminatın değerlendirilmesinde dikkate alınmaz. Bu çok önemli bir konudur. Bu portföyü güçlendirecek başka yapılar da konulması zarıdır. Mesela, likit ikame varlıklar dediğimiz çok likit kamu kağıtları veya OECD ülkelerinin koydukları kağıtlar % 15 oranında konulabilir. Bir taraftan yine bunun değerliliğini arttırmak için meskenler dışındaki gayrimenkullerinde, konutlar dışındaki gayri menkullerinde ve ticari amaçlı gayrimenkullerinde % 15'e kadar -onların gelişme potansiyeli daha yüksek olduğu için- konulması öngörülmüştür. Riskine bağlı olarak konulması düşünülmüştür. Havuzdaki varlıkların nominal değeri, çıkartılan, buna dayalı olarak çıkartılan menkul kıymetlerin nominal değerinden az olamaz. Getirileri onların getirilerinden az olamaz. Net bugünkü değerleri, çıkartılan menkul kıymetlerin net bugünkü değerlerinden % 2 daha fazla olmak zorundadır ve bütün bunları teminat sorumlusu dediğimiz bir kurum sürekli olarak gözetmek zorundadır. Böyle çok kesin katı kuralları vardır ama bunu marka haline getiren, bir bütün olarak dünyada uygulanabilir hale getiren bu özellikleridir.

Dolayısıyla bizde de kısmet olur çıkartırsak, Almanya'nın çıkarttığı veya Danimarka'nın çıkarttığı diğer enstrümandan farklı olmayacaktır. Diğer taraftan bunların rating değeri de zaten ülkenin rating değerinden, yani çıkartan kurumun rating değerinden bü-

tün bu özellikler dolayısıyla yüksek olmak zorundadır.

Kabaca ipotek teminatlı menkul kıymetlerin bu özelliğini anlattıktan sonra getirdiğimiz bir başka sitem daha var. Bu da Amerika sistemi. Çeşitli modellerden bahsediyoruz. Bu da konut finansmanı fonu. Aslında bankacılar çok iyi bilirler. Yurt dışında esprili yapıları vardır. Bir taraftan biz bunu normal yatırım fonlarımıza benzettik ki, o tam bu yapıya uygun bir şeydir. Banka aktifindeki alacakları çıkartır ve bu fona temlik eder. Fon da çıkarttığı, ihraç ettiği menkul kıymetleri doğrudan satar. Bunun da farklı türleri vardır. Bunun da maliyetlerinden falan bahsedildi. Aslında maliyeti diğerinden çok farklı olmuyor. Bunun bir tek servis karşılığında, yani banka kredi veren olduğu için geri ödemelerde veya faiz ödemelerinde bir servis ücreti tahakkuk ettirir.

Bir tarafta konut kredisi alacakları var, öbür tarafta çeşitli sınıflarda menkul kıymet ihraç edilebiliyor. Bir havuza dayalı olarak farklı menkul kıymetler çıkartılabiliyor. Aslında çok sofistike araçlar, şimdiye kadar ülkemizde çok uygulanmış araçlar değil. Bunun neden böyle olduğunu bir başka enstrümanı anlatırken açıklıyor olacağım. Ama burada farklı kredi notları almak için farklı uygulamalar yapılabiliyor. Çeşitli finansbank teknikleri var. Mesela havuzun içerisindeki belirli riskler bir başka havuza devrediliyor. Daha riskli bir havuz daha yüksek faiz oranıyla çıkartılabiliyor. Bir de bu tamamen kurucunun mal varlığından ayrı bir yapı dedik. Ama kurucu bunun geri ödemelerini yani eğer konut kredisi kullananların bir kerd riski oluşması halinde kendisi garanti verebiliyor. Bu tür yöntemler de uygulanabiliyor ve bunun varlıkları da gene bir başka güçleştirici unsur, banka dışında bir kurumda kaydedilmek zorunlu. Yani bir takım emniyeti suiistimal muhtemel olayları bertaraf etmek için kayıtların başka bir kuruma tutulması da öngörülmüş durumda.

İpotek finansmanı kuruluşları var. Bu iki enstrümanın da çok sofistike enstrümanlar olduğunu ifade etmiştim. Çeşitli uygulamalar var, yani küçük ölçekli bankaların olabilir veya banka kendi asli fonksiyonunu sadece mortgage, yani kredi vermeye sınırlandırmış

olabilir. Menkul kıymetleştirme işi çok spesifik bir konu olduğu için, bunu kendisi menkul kıymetleştirmeyeyim de başka bir yapıya aktarayım ve ben bu menkul kıymetleştirme işleriyle uğraşmayayım diyor olabilir. Bir taraftan da bunların ciddi anlamda çıkartılması belirli bir maliyet içeren şeylerdir. Yani 10 milyar dolarlık havuzla, 1 milyar dolarlık bir havuzun maliyeti aslında aynıdır. Sistemler hayata geçtikten sonra bunlarla uğraşmayayım, başka bir havuza nakledeyim düşüncesi de gerçekleşiyor olabilir. Bunun için kanunda ipotek finansmanı kuruluşu öngörülmüş durumdur.

Bunlar doğrudan tüketicilere kredi veren kuruluşlar değil. Amacı kredi veren kuruluşlara fon temin etmek. Faaliyetleri SPK tarafından düzenlenecek, denetlenecek 2 tane fonksiyonu var. Bunun biri, likidite faaliyeti. Örnek aldığımız yapıda, aslında Amerika'da uygulanan sistem. Bunlar kredi kuruluşlarının teminat alacakları, teminat olarak alıp onlara belirli kitle penceresi açan kurumlardır. Bir taraftan da toptancılık faaliyeti yaparlar, bunu da hepimiz biliriz, çok adını duymuşuzdur. Satın alırlar, bankalardan aktiflerine kaydederler ve bunları menkul kıymetleştirirler, böylelikle bir fon temin ederler. Burada likidite faaliyeti gözüküyor. Tüketiciden konut finansmanı kuruluşu, yani banka kredi kullanıyor, bu alacakları teminat göstererek ipotek finansmanı kuruluşundan likidite temin ediyor. İpotek finansmanı kuruluşu da, ya bir sendikasyon kredisi alıyor ya da doğrudan bir tahvil çıkartıyor.

Bir de bu kurumun kurulmasının gerekçelerinden bir tanesi de, sonuçta bir bankanın aktifinde çok fazla ölçüde bir konut kredisi olduğu taktirde, sermaye yeterliliği uygulamaları açısından probleme düşme ihtimali de her zaman mevcuttur. Yani daha yüksek bir sermaye gerekir ki, aldığı aktifindeki kredilerde kesintilerle onu karşılayabilsin. Böyle bir şey yapmaktansa, böyle bir riske maruz kalmaktansa doğrudan kendi alacaklarını bu ipotek finansmanı kuruluşuna devrederek böyle bir dertten de kurtulma imkanına sahiptir. Yalnız burada bir güvence vardır. Kendisine teminat olarak gösterilen varlıklar üzerinde öncelikli

hak sahibidir ve bu haklar herhangi bir şekilde devredilemez, iflas masasına giremez, teminat gösterilemez. Burada da tüketicilerden tüketicilere konut finansmanı kuruluşları kredi kullanıyorlar. Bu kredileri ipotek finansmanı kuruluşuna satıyorlar. İpotek finansmanı kuruluşu da, özellikle bunları menkul kıymetleştirme suretiyle kullanabiliyor. Bunlar da menkul kıymetleştirme aracı da iki tane. Bunları zaten bankalarda kullanabiliyor. Biri başta anlattığımız ipotek teminatlı menkul kıymet, diğeri ipoteğe dayalı menkul kıymet dediğimiz iki tane enstrümanı bunlar da kullanabiliyor olacaklar. İkincil piyasalarda sağladığımız imkanlar böyle. Bu imkanların, yani bu sistemin doğru düzgün çalışabilmesi için altyapıda birtakım düzenlemelere ihtiyaç var.

Bazen SPK'ya sorarlar, tüketici mevzuatı, ne anlatacağım, sizin ne alanınız var. Alanımız mecburiyetten oldu. Çünkü o sistemi hakkıyla yönetebilmek için bu sistemleri islah etmek gerekiyordu. Onlara ilişkin bazı bilgiler vereceğim. Tüketicilere ilişkin düzenlemelerimiz var. Şu andaki mevzuatta, konut kredilerinde değişken faiz uygulaması yasak. Bütün kredilerde yasak aslında. Sabit faiz uygulaması var. Çok doğru bir şey değil. Çünkü kredi veren de kendi riskini bir şekliyle bertaraf etmek isteyebiliyor. Ya değişken faiz kullanacak gerektiği durumda ya da kredi vermeyecek. Birinden birini seçmek gerekiyor. Dünya uygulamalarına baktığımızda Avrupa Birliğinde tüketiciler çok korunmuş ama mortgage'da, ipotek finansmanında değişken faiz uygulamasını tamamen serbest bırakmışlar ki, başka yöntemi yok zaten.

Bir başka konu erken ödeme, şu anda erken ödemede bir tüketici gidip kredisini kapatmak istediğinde herhangi bir ceza ödemez. Ama bu finansman kuruluşları için, kendi risklerini hesaplayabilmeleri için çok doğru olmayabiliyordu. Belki onlara kredi kullanılmayı teşvik eden bir yapısı yoktu. Biz dedik ki, kalan anaparanın % 2'si kadar bir ceza ödesinler. Aslında bu % 2'de çok tartışılmış bir orandır. Bankalar bu % 2'nin çok düşük olduğunu bir taraftan ifade etmişlerdir. Farklı ülkelerde farklı uygulamalar var, % 5'e

çıkanlar var, kalan 6 aylık faizin ortalamasını alanlar var. Biz % 2 gibi aslında pek çok da muhalefet almamıza rağmen % 2 gibi bir oran belirlemiş durumdayız.

Kredi kuruluşları sözleşme öncesi bilgi formu vermekle yükümlüler, yani kamuyu aydınlatma esaslı bir kurumdan geldiğimiz için konut kredilerinde de mümkün olduğu kadar kamuyu aydınlatma esaslı bir yapıya geçmemiz gerekiyor, bu bir yenilik. Keza finansal kiralama sözleşmeleri konusunda finansal kiralama kanunumuz çok geride kalmıştı. Bu konuda da bir şey yapmak gerekiyordu. Hadi dedik, onu da bir tüketici kanunu içinde yaptım. Tüketicinin o konuda da korunması gerekiyor. O konuyla ilgili bazı düzenlemeler yaptık ve son yaptığımız bir şey; bu arz sınıfını geliştirmek için de gerekiyordu. Bankalar şayet bir bağlı kredi kullandığında. Bağlı kredide şu oluyor; bir konutu alma veya bir geliştirici şirketle beraber bir işbirliğine gitmeleri halinde sonsuz mükellefiyetleri vardı. Yani verdikleri kredi kadar da değil, süresi de belli değil. Bunlarda birazcık kredi veren kurumları teşvik etmeli ki, kredi yeteri kadar ortada olsun diye bazı düzenlemeler yaptık. Onlar şöyle; tüketici kanununda bir aylı maldan sorumluluk diye bir şey vardır. Eğer bir banka bir bağlı kredi veriyse ve o krediyle alınan bir gayrimenkulün balkonunda bir çatlak olduğu zaman banka sonuna kadar sorumlu oluyordu. Bankalar da biz bu işten anlamayız diyorlardı. Şimdi onu verdikleri kredi tutarı ve 1 yıla sınırlandırdık.

Bir de teslim edilmemesinden kaynaklanan sorumlulukları vardı. Orada süresizdi, yine süresiz ama en azından verdikleri kredi kadar kendi risklerini ölçebilsinler diye bir sorumluluk getirdik. Aksi halde hiçbir sermaye yeterliliği düzenlemesi, bu verilmiş kredilerin riskini ilerde, üç yıl sonra, beş yıl sonra bankaları ölçülemez hale getirir bir noktaya sürükleyecekti. Bu getirdiğimiz pozitif düzenlemelerden biri. İcra takip süresinin kısaltılması, bizim icra iflas kanunumuz da iyi bir kanun olmakla beraber, fakat işte icra dairelerinin yapısı, mahkemelerin yapısı filan çok önemli bir konu. Aslında konut kredilerinin geri ödeme oranı dünyada çok düşük, bütün dün-

ya ülkelerinde çok düşük, bizde de zaten insanlar bu tür konularda borcuna son derece sadıktır. Çok düşük yüzdeler ama genel olarak bize hukukçulardan tarafından söylenen 3 yıla kadar uzayabiliyor. Fakat 3 yıla kadar uzayan bir kredi riskini korkunç derecede arttıran, dolayısıyla maliyetleri arttıran bir unsur. O konuda yapılmış aslında pek çok ampirik çalışma da var. Amerika'da mesela bir eyalette icra takip süresi çok kısa, faiz oranları daha düşük, bazı eyaletlerde daha yüksek. Şu anda değil belki ama orta vadede sistemi etkileyebilecek bir noktayı da, burada nasıl bu icra takip süresini kısaltabiliriz diye çalıştığımızda, getirdiğimiz bazı düzenlemeler var. İşte rehnin paraya çevrilmesi süresi çok uzun, haciz yoluna da gidilebilir dedik. Eğer ciddiye, haklıysa tüketici teminatını daha yüksek yatırabilir. Caydırıcı olsun diye teminat oranını yükselttik gibi, temel düzenlemeler yaptık.

Bir de burada çok önemli bir konu birazdan yine açacağım onu. 3 yıllık bir geçiş süreci sonunda gayrimenkul değerlemesi konusu çok önemli bir konu, çok temel bir konu. Çok işler bundan olabiliyor. Lisanslı gayrimenkulde, lisanslı gayrimenkul uzmanlarını değerlendirme zorunluluğunu getirmiş olduk. Gayrimenkul değerlemesi günlük bir faaliyet, SPK yine belki durumdan vazife çıkartmak suretiyle yaptığı birtakım düzenlemeler var. Üç, dört yıldır biz bir taraftan sertifika veriyoruz, lisans veriyoruz. Bunun yaygınlaştırılması gerekiyor ama ihtiyacımız olan çok fazla değerlendirme uzmanı var. Sistem yaygınlaştığında bunların tabii bir öz düzenleyici kurumuna ihtiyaç var, kendi düzenlemeleri yapacaklar, kendi disiplin prosedürlerini işletecekler, belki binleri, iki binleri, üç binleri bulacak. O yüzden bir birlik kurulmasını öngördük.

Sonuçta ipotek teminatlı menkul kıymetlerin teminat havuzuna dahil edilebilmesi için kredinin açılması sırasında gayrimenkul değerlemesinin mutlaka lisanslı konut değerlendirme uzmanlarınca yapılması zorunlu hale getirildi. Bu rating kuruluşlarının da çok önemle üzerinde durdukları konulardan biri. Yani konut değeri, gerçek değerinden mi yapılıyor?

Bunu uzman kişiler mi yapıyor? Bunu algılamadan bir kere rating notu yeterli ölçüde olmayabiliyor.

Finansal kiralamada birtakım düzenlemeler yaptık. Kiralayan bir süre sonra konut sahibi olabiliyordu. Fakat kendisi başka birine satmak suretiyle finansal kiralama yoluyla aldığı konutu çıkamıyordu. Buna yönelik bazı düzenlemeler yapıldı. Vergi düzenlemeleri başta bahsettiğim gibi çok temel bir vergi teşvikimiz vardı burada. Çok tartışılabilir, yani pozitif olarak da, negatif olarak da çok farklı görüşler var. İkisinin de çok haklı görüşleri var. Taslakta yer alan şeydi; 100 bin YTL'ye kadar olan kredi kullanımlarının faiz ödemeleri, gelir vergisi matrahından düşülebiliyordu. Bu bir elbise değil dedik, elbise olabilecek noktası buydu. Yani gelince, bir anda sistem çıkınca büyük bir değişiklik yapabilecek şey buydu. Çünkü yaptığımız hesaplara göre şimdi 1.25, 1.30 civarında olan aylık faizler eğer o sistem olsaydı % 1 gibi olacaktı. Bir sübvansiyon, bir teşvik bu ama uygun bulunmadı. Dediğim gibi bu pozitif tarafları da var, negatif tarafları da var. Pratikte de 15 ülke uyguluyor bildiğim kadarıyla, Amerika dahil. Ama uygulamayın diyen şeyler de var. İkisi de doğru, fakat bu sistemi çok işlemez hale getirecek bir yapıda değil. Şu anda taslaktan çıkmış durumda.

Vergi düzenlemeleri mevcut fonları kurumlar vergisinden müstesna bu enstrümanlar önümüzdeki yıldan itibaren % 15 vergiye tabi olacak. O konuda bir uyum yapma. Diğer taraftan, bütün bu süreçlerde işte ipotegin alınmasından, sözleşmenin yapılmasına kadar süreçlerdeki maliyetleri düşürecek temel vergi düzenlemelerini kapsıyor bunlar. Harçlar kanunundan BSMV'ye kadar çok da devlete yük getirmeyecek ama sistemin kolay çalışmasını sağlayacak düzenlemeler. Tapu harcı var, damga vergisi var. Ben çok genel olarak anlatmaya çalıştım. Detayları bilerek çok zaman çalmamak için atladım ama daha sonra konuşmacılardan sonra sorular gelirse seveerek cevaplamaya hazırım. Beni dinlediğiniz için çok teşekkür ederim.

**DOÇ. DR. DENİZ GÖKÇE** – İbrahim Bey'e çok teşekkür ediyoruz. Dr. Fevzullah

Yetgin Emlak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Genel Müdürü. Bize kendi düşüncelerini anlatacak. Buyurun Sayın Yetgin.

**DR. FEVZULLAH YETGİN** – Tüm misafirleri saygıyla selamlıyorum. Ayrıca belirtmeden edemeyeceğim Ziraat Bankası Yönetim Kurulu Başkanı çok değerli hocamız, Prof. Dr. İlhan Uludağ'da buradalar ayrıca saygılarımı arz ediyorum. Bu kıymetli organizasyonu yapan STEAM yöneticilerine çok teşekkürler ediyorum. Hocalarımızın kitaplarından okuduğumuz, dünya uygulamalarını takip ettiğimiz ipotekli finansman sisteminin Türkiye'de yavaş yavaş uygulamaya geçmesine katkıda bulunan Sermaye Piyasası Kurulu Başkanlığı ve tüm çalışanlarına teşekkür ediyorum. Ciddi anlamda organizasyonu sağlayan katalizör olan bir kurum, çok çok önemli. Ayrıca Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği Yönetim Kurulu Üyesi olarak bu süreçte biz elimizden gelen katkıyı koyduk. Bu aşamaya geldiğimiz için hem gururlu hem de sevinçliyiz.

Müsaadenizle gayri menkul sektörünü arz ve talep cephesi olarak ikiye ayırabilirsek, talep cephesinde konut almak isteyenlerin finans kuruluşlarıyla buluşması malumunuz birincil piyasaları oluşturuyor. Burada yaratılan kaynakların yurtiçi veya yurt dışında satılması ikincil piyasaları teşkil ediyor. Birincil piyasaların işlemesi konut talep edenlerin nitelik ve nicelik anlamında taleplerinin karşılanması açısından arz cephesi çok çok önemli. Aslında fasit bir döngü söz konusu, sistemin büyümesi anlamında. Ben izinle talep cephesinden ziyade, arz cephesine değinmek istiyorum. Arz sınıfında çok önemli kamu aktörleri Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı ve Emlak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı. Uzun yıllar kriz ortamı yaşadık. Bu kriz ortamından çıkışın en önemli lokomotiflerinden birisi malum inşaat sektörü oldu. İnşaat sektöründe de hükümetin acil eylem planı çerçevesinde Başbakanlık Toplu Konut İdaresiyle birlikte Emlak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, süratle konut üretimi işine girdi.

Burada kısa bir parantez açmak istiyorum. Bu görev çok uzun süreli olmayacaktır. Ama içinde bulunduğumuz konjonktürde bu katkıyı koymak, tıpkı dünyadaki örneklerinde olduğu



Bira  
bu kapağın  
altındadır



gibi. Örneğin Amerika'da 29 buhranından çıkışta, devletin kullandığı en önemli enstrüman, yaratılan finansal enstrümanlar. Bu zorunluluktan hareketle ortaya çıktı. Ben müsaadenizle Toplu Konut İdaresi Başkanlığı uygulamalarını kısaca arz etmek istiyorum. Kuruluşundan itibaren ülkemizin yerleşim ve konut politikalarının belirlenmesi ve uygulanmasında en önemli kurum olan TOKİ, 1984 yılında 2985 sayılı kanunla genel bütçe dışında özel fonu ile ve özerk yapısıyla Başbakanlığa bağlı Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı ismiyle kurulmuş ve ana işlevleri, hızla artan konut talebinin planlı bir şekilde karşılanması ve Türkiye'de konut üretim sektörünün teşvik edilerek ekonominin canlandırılması olarak belirtilmiştir. Toplu Konut İdaresi kurulduğu gün 1984 yılından 2002 yılı sonuna kadar yaklaşık 1.1 milyon konuta kredi sağlamış ve 43.145 konutu bizzat yapmıştır.

Ancak ülkemizdeki dar gelirli vatandaşlarımızın bu konuştuğumuz ipotekli finansman sisteminde dahi konut edinmesi pek mümkün olamayacaktır. Malumunuz idealize edilen konut kredisi aylık gelirin 3'te birini geçmemeli. Gelir teorimine baktığımız zaman, doğrusu büyük ölçüde vatandaşımızın bu sistemde yer alması, kişi başına gelirin bu kadar düşük olduğu ülkemizde pek mümkün gözükmemekte. Sosyal devlet anlayışıyla, devletin bir miktar bu alanda yer alması kaçınılmaz hale geliyor. Bilindiği üzere genel olarak bir sosyal konut politikasının temelini, piyasa koşullarında konut sahibi olamayanların konut sahibi olmalarının desteklenmesi oluşturmaktadır. TOKİ gerek Anayasamızın devlete yüklediği görevler, gerekse acil eylem planı ve hükümet programında yer alan hedefler çerçevesinde, ayrıca Birleşmiş Milletler ve HABİTAT gündeminin ana temalarından olan herkese yeterli konut ilkesini de benimseyerek politika ve faaliyetlerini şekillendirmektedir. Ülkemizde Devlet İstatistik Enstitüsü ve Devlet Planlama Teşkilatının verilerine göre, gelecek 5 yıl içerisinde 2 ile 2.5 milyon konut ihtiyacı var. Bu ihtiyacı TOKİ'nin planlamasına göre yaklaşık % 3'ü ile % 5'ini ancak kamu cephesinden karşılama imkanına sahibiz. Bu, şu açıdan önemli; Toplu Konut İdare-

si, kamu neden bu şekilde yer alıyor gayrimenkul sektöründe eleştirisine karşı bu porşiyonun kaçınılmaz olduğunu vurgulamaya çalışıyorum.

Toplu Konut İdaresi Başkanlığı alternatif uygulamalarla konut üretiminin belli bir model çerçevesinde gerçekleşmesini sağlayarak, konut piyasasını disipline etmek gibi, kısa dönemli bir hedef koymuş durumda. Kalite, sağlamlık, ucuzluk gibi hususlara dikkat ederek, spekülatif oluşumlara mani olmak. Özel sektörün gitmediği -bu nokta çok önemli- ihtiyaç bölgelerinde konut üretmek, ihtiyaç sahibi ve alt gelir grubu vatandaşlarımıza ulaşarak, kira öder gibi ve uzun vadelerle ev sahibi olmalarını sağlamak. Belirli yerlerle işbirliği yaparak gecekondu dönüşümlerine katkıda bulunmak gibi görevleri var. Hedef olarak tespit ettiği görevleri var.

Toplu Konut İdaresinin faaliyetlerini 7 ana başlıkta özetleyebiliriz. Birincisi, toplu konut idaresi arsaları üzerinde konut üretimi, çok fazla detaylara girmiyorum. İkincisi belediyelerle işbirliği halinde gecekondu dönüşüm projeleri. Doğal afetlerden zarar gören yerleşimlerde oluşan konut açığını gidermeye yönelik konut üretimi. Özellikle büyük şehirlerde idari arsaların üzerinde kaynak yaratmaya yönelik hasılat paylaşımı modeli dediğimiz veya çok daha anlaşılabilir ifadesiyle arsa satışına yönelik gelir paylaşım modeli. Tarım köy uygulamaları. Kredi uygulamaları. Kooperatiflerin kredilendirilmesi. Ayrıca emlak gayrimenkul yatırım ortaklığının uygulamaları teşkil etmekte.

Toplam 81 il merkeziyle bu illere bağlı ilçelerle birlikte 350 noktada 2007 sonuna kadar 250 bin konut uygulamasına başlama projesiyonu yapılmıştır. 2005 yılı sonuna kadar 150 bin konut inşaatlarına başlanmış olacak. Yaklaşık 600 bin çalışan, yalnızca toplu konut idaresi başkanlığı faaliyetlerinde istihdam imkanı buldu. Bu çok önemli. Bu kapsamda 28 Eylül 2005 tarihi itibarıyla 70 il ve illere bağlı 135 ilçede 346 şantiyede toplam 134.978 konutun ihaleleri tamamlanmış ve büyük bir kısmının inşaatları başlamıştır. Ayrıca 104 bölgede yaklaşık 43.500 konutluk uygulama da ihale aşamasındadır. Bu konut-



lardan 43 bölgede toplam 20 bin konut tamamlanmış. 76 bölgede 34 bin konut 2005 sonuna kadar tamamlanacaktır. Böylece 2005 sonuna kadar 54 bin konut tamamlanmış olacaktır.

Toplu Konut İdaresi Başkanlığı ve Emlak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı olarak, planlı kentleşme ve konut üretimine yönelik faaliyetlerimizin şemsiye kurul olarak gerçekleştiriyor ve konut inşaatı işinde disiplini sağlayarak kayıt dışı ekonomiyi önüyor ve ayrıca ekonomiye ve istihdama da büyük katkıda bulunuyoruz. İdaremiz tüm bu faaliyetleri devlete yük olmadan genel bütçeden çok cüzi bir pay alarak yapmaktadır. Toplu Konut İdaresi, gerek yaptığı uygulamalarla, gerekse yasal düzenlemelerle ülkemizde konut ve kentleşme meselesinin her alanına eğilmeye ve örnek uygulamalar geliştirmeye, daha gerçekçi, planlı ve düzenli bir biçimde konut üretimini hızlandırarak, inşaat sektörümüzü güçlendirmeye, güven ortamı yaratıp, enflasyonu arttırmadan, ekonomimiz canlandırmaya çalışmaktadır. Ayrıca konut seferberliği ve gecekondu dönüşüm projeleri doğrultusunda yaptığımız çalışmalarla vatandaşlarımızı konut sahibi yaparak ve planlı kentleşmeyi sağlayarak ülkemiz ve vatandaşlarımız için önemli bir sosyal hizmeti de hayata geçirmiş bulunmaktayız.

Emlak gayrimenkul ve toplu konut uygulamaları piyasa yapıcı, örnek olucu bir görev üstlenmiş durumdur. Artık rekabet ortamı geçiyle, bu projelere benzer ve üstünde projeler yapamayan firmaların satış kabiliyeti tabii ki ciddi miktarlarda azalmakta. Toplu Konut İdaresinin de, Emlak Gayrimenkulün hasat paylaşımı modeliyle yaptığı üretimler, aslında kamu özel sektör işbirliği modelini, PPP modelini örnek teşkil eden uygulamalar. Bu uygulamaların yerel idareler ve bazı kamu kuruluşları bazında örnek alınması ve giderek yaygınlaşması gerekmektedir. Biz bu uygulamalarda arsayı ortaklığa katmanın dışında hiçbir maliyete katlanmıyoruz. Tamamen kontrol kamu idaresinde olmak kaydıyla, gerek satış fiyatlarında -ekspertiz firmalarından mutlaka raporu almak kaydıyla- gerekse inşaatın gerekli temrinlerde bitirilmesi konula-

rında sıkı takipçisiyiz. Yani arsayı salt arsa olarak satmak, sonrasında birçok spekülatif yaklaşımlara da sebep verebileceği için, biz doğrusu bu modeli yaklaşık 25 bin konut bu anlamda inşaatına ve satışlarına başladı. Önümüzdeki 3 ila 5 yıllık perspektifle de yalnızca bu modelden 2.5 katrilyona yakın gelir bekliyoruz ve bu kaynaklar Toplu Konut İdaresi Başkanlığından alt gelir grubuna yönelik projelere aktarılmakta, Emlak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığında da konut edinilme yardımı hak sahiplerine ödeyecek paralar için ayrılmakta.

Ben konuşmamı bitirirken, İstanbul'un finans merkezi olması yolunda bir alt başlık olarak gayrimenkul sektörünün kurumsallaşması, her alanda olduğu gibi kurumsallaşması gerektiğini düşünüyorum. Bu kurumsallaşmada en önemli aktörlerden birisi gayrimenkul yatırım ortaklıkları. Mevcut müteahhitlik firmalarının bu süreçte, özellikle Avrupa Birliği sürecinde rekabet edebilmesi için bu dönüşüme bir şekilde ayak uydurması veya yok olması gibi sonuç ortaya çıkacak. Kurumsallaşma kayıt içiliği destekleyecek. Böylece İstanbul finans merkezi olacaksa, bu anlamda ciddi bir ivme kazanacaktır. Benim şimdilik söyleyeceklerim bu kadar. Hepinizi saygıyla selamlıyorum teşekkür ederim.

**DOÇ. DR. DENİZ GÖKÇE** – Fevzullah Bey'e teşekkür ediyoruz. Şimdi sıra Ali Üstüngel'de, kendisi Değerleme Uzmanları Derneği Başkan Yardımcısı. Buyurun Sayın Üstüngel.

**ALİ ÜSTÜNGEL** – Teşekkür ederim. Ben de bu organizasyonda emeği geçen herkese teşekkür ederek sözlerime başlamak istiyorum. Kısaca mortgage adıyla anılan ipoteğe dayalı konut finansman modeli yasallaşma aşamasına geldiği şu son günlerde, hepimizin gördüğü kadarıyla yazılı ve görsel basın-da basın kanalıyla vatandaşlarımızın önemli bölümünün gündemini teşkil etmekte. Özellikle yazılı basında hemen hemen her gün sistemle ilgili bir yazı, haber, yorum yer almakta. Bu nedenle halkımızın detaylarını tam olarak bilmemekle beraber, konu hakkında az da olsa bilgi sahibi olduklarını, özellikle de yakın zamanda konut almayı düşünenlerin

konuyla yakından ilgilendiklerini görüyoruz. Güncel konuyu tartıştığımız bu toplantıda, daha çok finansal kuruluş şirketlerinden ve diğer kurumlardan gelen konuşmacılarımızın sistemin daha çok mali ve teknik alt yapısıyla ilgili oranların değişkenliği ve çeşitliliğiyle, sistemin başarılı olma şartlarıyla, Türkiye'nin içinde bulunduğu konjonktürle ilgili durumlar, yapacağının bilinci içinde bir değerlendirme gayri menkul uzmanı olarak, konuşmamı daha çok sistemin en önemli faktörlerinden biri olarak kabul ettiğimiz, değerlendirme ve yasa taslağındaki değerlendirme maddeleri üzerinde konuşmaya yoğunlaştıracam.

Konu hakkındaki görüşlerimi bildirmeden önce yasa taslağında sık sık geçen değerlendirme, değerlemenin unsurları olan değerlendirme uzmanı ve değerlendirme şirketleri ve bu unsurları içinde barındıran değerlendirme uzmanları derneği hakkında kısa bilgi vermek istiyorum. Özellikle bu bilgiye vermek istiyorum. Çünkü basında her gün çıkan yazıların hemen hemen hepsinde bu sistemin alt yapısıyla, mali ve teknik altyapısıyla ilgili birçok yorum, bilgi çıktığı halde, işin önemli ayaklarından biri olan değerlendirme kısmı için değerlendirme kısmı daha kısa bir şekilde geçiştirilmekte. Değerlemeyi kimlerin, nasıl hangi şartlarda yapacağı, Türkiye'de değerlemenin alt yapısının oluşup oluşmadığı gözardı edilmektedir. Mortgage ilgili yasa taslağında çeşitli maddelerde değerlendirme konusuyla ilgili fıkralar yer aldığından, bunarın doğru yorumlanması için bu unsurların, tanımlamaların yapılmasında fayda görmektedirim.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun değerlendirme hizmeti verecek şirketler ile ilgili Seri 8 ve 35 numaralı tebliğinde bu kavramlar tanımlar kısmında yer almaktadır. Buna göre değerlendirme, bir gayrimenkulun, gayrimenkul projesinin veya bir gayrimenkule bağlı hak ve faydaların, belirli bir tarihte muhtemel değerinin tarafsız ve bağımsız olarak takdir edilmesidir. Değerleme uzmanı bu değerlemeleri bağımsız ve tarafsız olarak gayrimenkulun niteliği, piyasa ve çevre şartlarında analiz ederek ve de en önemlisi kabul görmüş uluslararası standartlar doğrultusunda yazılı rapor yazabilecek deneyim ve bilgiye sahip kişileri tanım-

lamaktadır. Değerleme şirketleri de, kısacası özelle geçerse değerlendirme işini uluslararası standartlarda yapabilecek deneyim ve bilgiye sahip değerlendirme uzmanlarını istihdam eden ve ekspertiz kurumu olarak da ifade edilen şirketleri kastetmektedir. Değerleme uzmanı olabilmek için, yine tebliğde belirtilen kurallara göre asgari 4 yıllık üniversite mezunu olmak ve gayrimenkul değerlemesi alanında da en az 3 yıllık deneyimin olması gerekmektedir. Bu tanımlar doğrultusunda yılda 3 kez ilki Eylül 2003 tarihinde, sonuncusu da bu geçtiğimiz Eylül 2005 tarihinde yapılan sınavlar sonucunda çeşitli arkadaşlarımız, başarılı olan arkadaşlarımız, lisanslarını almışlar ve mesleğe ilk adımlarını atmışlardır.

Yine bu arada gerek kurumsal şirketlerin, gerekse Sermaye Piyasası Kurulu'nun daha sonra tebliğde yaptığı değişikliklerle kurulmasının biraz daha kolaylaştığı ve değerlendirme uzmanlarından oluşan şahıs şirketlerinin kurulmasıyla değerlendirme işi kurumsallaşmaya başlamıştır. Değerleme uzmanları ve şirketlerin sicillerinin tutulduğu Aracı Kuruluşlar Birliği verilerine göre, halen kendilerine kayıtlı 277 adet değerlendirme uzmanı ve 9 adet değerlendirme şirketi bulunmaktadır. Değerleme uzmanları derneğine gelince, derneğimiz "DUD" kısa adıyla 4 Nisan 2001 tarihinde İstanbul'da kurulmuştur. Konusunda Türkiye'de kurulan ilk ve tek meslek örgütüdür. Değerleme mesleğine gönül veren kişileri bir çatı altında toplamak, mesleğin saygınlığını korumak ve yüceltmek amacıyla kurulan derneğimizin ana misyonu, yetkin, standartlara saygılı, güvenli değerlendirme uzmanlarını mesleğe kazandırmaktır. Bu doğrultuda da eğitim vermek, yerel standartların oluşturulması derneğin ana amaçlarındandır. Özellikle bu konuya dikkatinizi çekmek istiyorum. Eğitim ve standartlar konusu, daha sonra bahsedeceğim değerlendirme uzmanı ve Sermaye Piyasası Kurulunun hazırladığı bu yasa taslağındaki biz değerlemecilere göre en radikal kararlardan biri olan değerlendirme uzmanları birliğinin kurulması maddesiyle ilgili o kapsamdaki ana amaçlardır.

Eğitim konusunda derneğimiz üyelerine ve mesleğe ilgi duyanlara her konuda ve çeşitli

zamanlarda eğitimlerini sürdürmektedir. Ayrıca üniversitelerle ilgili, konuya ilgi duyan üniversitelere de eğitim konusunda destek vermekteyiz. Standartlar konusuna gelince, Sermaye Piyasası Kurulu'nun katkılarıyla uluslararası değerlendirme standartları komitesinin yayını olan uluslararası standartların en son baskısı Türkçe'ye tercüme ettirilmiş olup şu anda kontrol aşamasındadır ve basın aşamasına hemen hemen gelmiş durumdadır. Derneğimizin en önemli özelliklerinden biri de, Bakanlar Kurulu kararı ve Cumhurbaşkanlığı onayıyla kurulan ve tüzükteki ifadesiyle uluslararası faaliyet gösteren dernek statüsünde kurulmuş olmasıdır. Bu doğrultuda da derneğimiz TEGOVA Avrupa değerlendirme örgütleri birliği uluslararası değerlendirme standartları birliği asil üyesidir. Halen de yurt dışı kuruluşlarla ilişkilerimiz devamlı gelişmektedir. Derneğin halen 230 üyesi bulunmaktadır.

Değerlemenin unsurlarını tanımladıktan sonra konumuz olan Mortgage yasa taslağına dönecek olursak; okuduğumuz kadariyla sistemde gayrimenkul değerlendirme iki ana süreçte gayrimenkul değerlemelerine ihtiyaç duyulmaktadır. Bu gayrimenkuller ilk olarak kredinin verilmesi aşamasında değerlendirilmektedir. Bu değerlemenin çok doğru yapılması hepimizin malumudur. Çünkü bu kredinin ödenmemesi durumunda, doğru şekilde yapılamayan bir ekspertizde gayrimenkul satılarak alacak tahsil edileceği için, yanlış yorumlar çıkacaktır. Gayrimenkul değerinin doğru belirlenmesi, bu krediyi veren kurumün teminatı konusundaki güvenilirliği ve alacağını tahsil edebilmesindeki emniyeti bakımından çok önemlidir.

Gayrimenkul değerlemesine ihtiyaç duyan ikinci süreç, takip aşamasıdır. Ödenmeyen ve takibe geçilen bir kredi de ilgili gayrimenkulün satışı için ihaleye çıkartmadan önce yine bir gayrimenkul değerlendirme yapılmaktadır. Bu değerlemenin de doğru belirlenmesi çok önemlidir. İhale ve satış sürecinde doğrudan ilgilendiren önemi bulunmaktadır. Bu gayrimenkulün tespit edilen değeri icra ve iflas kanununa göre ulaştırılması gereken asgari tutarı belirlediği için doğru tespit edilmesinde fayda vardır. Aynı zamanda karşı borç-

luya eğer doğru tespit edilmemesi takdirde, şikayet hakkı doğurduğu için yeni bir ekspertiz yapılması gibi bir sorun ortaya çıkmakta ve takip süreci uzamaktadır.

Bu değerlendirme işlerini kimler yapacaktır. Yasa taslağının ikinci, üçüncü ve on birinci maddelerinde açıklandığı üzere kıymet takdirleri, 2499 Sermaye Piyasası Kurulu Kanunu'nun 22'inci maddesi, 1'inci fıkrası R bendi uyarınca yetki verilmiş kişi ve kuruluşlar tarafından yapılacaktır. Bu kişi ve kuruluşlar kimdir? Yine bu madde doğrultusunda çıkartılan tebliğde, biraz önce belirttiğim lisanslı değerlendirme uzmanları ve gayrimenkul değerlendirme şirketleridir. Bu konuya özellikle dikkatinizi çekmek istiyorum. Çünkü en başından beri değerlendirme işlerinin artık kurumsallaşması, belirli standartlara oturtulması, bir meslek halinde kabul edilmesi ve bunların gereklerinin yerine getirilmesi konusundaki hassasiyetimizi hemen hemen her platformda söylemekteyiz. Türkiye'de daha önce yaşanan, özellikle finansal krizlerde, batacık kredilerde, banka teminat tutarlarındaki tutarsızlıkların eğitim ve standartlardan uzak bilirlirliği yaklaşımlarının yerlerini artık gerçekçi anlamda ve bilimsel çalışan bir ortama terk edilmesi gerektiğine inanıyoruz.

Mortgage sisteminin oturması ve kurumsallaşması açısından olmazsa olmaz faktörlerin başında güven gelmektedir. Yapılan değerlendirmeler doğru olmaz. Gayrimenkuller nakte çevrilirken sorunlar yaşanırsa ilk finansal krizde ihtimalen sistem çöküntüye uğrar. Ayrıca özellikle ikincil piyasalarda yurtdışında ipotekli krediler menkulleştirilirken, gayrimenkuller uluslararası kabul görmüş değerlendirme standartlarında iş yapan gayrimenkul değerlendirme şirketleri ve gayrimenkul değerlendirme uzmanlarına yaptırılmaktadır. Bunlar yaptırılmadığı takdirde, bu tarz ipotekli kredilerini yurtdışında satmak isteyen finansal kuruluşlar risk unsuru nedeniyle ya zorlanacaklar ya da portföy değerlerini düşürmeye mecbur kalacaklardır.

Yine taslakta gördüğümüz kadariyla 11'inci madde, sistemde yalnızca konut alımı değil, konutların yenilenmesi ve güçlendirilmesi de konut finansmanı kapsamına alınmıştır.

Bunlar da değerlendirme açısından bilgi ve deneyim gerektiren konulardır. Konutların yenilenmesinden kasıt, tadilat ve onarım işleriyse, bu işlerin nasıl kredilendirileceği, harcamaların nasıl tespit edileceği, kredi ödemelerinin fatura karşılığı ödeneceği, bunların hepsi teknik konulardır. Konuyu yakından bilen değerlendirme uzmanlarınca yapılmasında mutlaka gereklilik bulunmaktadır.

Güçlendirme konusu daha da uzmanlık gerektiren bir konudur. Değerleme uzmanları içinde inşaat mühendislerinin –inşaat mühendislerinin tamamı da güçlendirme konusunda eğitilmiş değildir- haricinde diğer meslekten gelen değerlendirme uzmanlarının konuya biraz da uzak oldukları düşünülürse, belki bu konuda yapı denetim firmalarından yardım ve destek alınmasında fayda olacaktır. Güçlendirme için eğitilmiş, lisanslı değerlendirme uzmanlarına ihtiyaç duyulacaktır. Değerleme işi uluslararası standartlar doğrultusunda iş üretemeyen ve genel anlamda bilir kişi olarak vasıfları herkesin yapacağı bir iş olmaktan çıkartılmaktadır. Kısa vadede bu sayı yeterli midir? Bu mümkün müdür? Türkiye'nin geneli düşünüldüğünde, geçici bir süre için bazı sorunların çıkacağı söylenebilir. Bu nedenle yasa taslağının sonuna konan geçici madde 1 ile bu sorun çözülmeye çalışılmıştır. Bu maddeye göre ülke genelinde gerekli niteliklere haiz gayrimenkul değerlendirme uzmanlarının yetiştirilmesi, mesleğin örgütlenmesi ve ihtiyaçlara cevap verebilecek düzeye gelmesi için üç yıllık bir geçiş süresi tanınmıştır, böyle bir süreye ihtiyaç duymuşlardır. Bu geçiş süreci içerisinde konut finansmanının her aşamasındaki değerlendirme işinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun yetki verdiği kişi ve kuruluşların yanı sıra uzman bilir kişiler tarafından yapılması imkanı tanımıştır.

Taslak çalışmaları sırasında Sermaye Piyasası Kurulu yetkilileriyle yaptığımız çeşitli görüşmelerde bizim fikirlerimiz sorulduğunda biz bu uzman bilir kişisi tanımına açıkçası biraz karşı çıkmıştık. Çünkü içeriği fazla dolu olmayan bir kavram. Özellikle meslekten olsun veya olmasın hemen hemen herkesin kendisine bilir kişi dediği bir ortamda, biz daha çok bu işi mesleki anlamda daha bilimsel

yapan ve illerde listeler halinde kayda geçen kamulaştırma bilir kişilerin yapmasının gerektiğine inanıyorduk. Fakat tahmin ediyorum, kendileri de sayısal yetersizlikten dolayı böyle bir sorun çıkacağı için genel eleştiriler kavramı ve uzman bilir kişi kavramıyla bu geçiş dönemini geçirmeye çalışacağız.

O zaman ne yapılacaktır? Bu uzman kişiler bizim kastettiğimiz anlamda bilir kişi olmayacakları için, bunların en kısa zamanda lisanslama olarak mesleğe kazandırılmaları gerekecektir. Aynı zamanda şirketler içinde hala lisansını alamamış değerlendirme uzmanları bulunmaktadır. Bunlar da lisanslarını aldığı takdi ile, bu sayı kısa zamanda artacak ve istenilen seviyeye ulaşacaktır. Bunun için ayrı önerilerimizden biri de Sermaye Piyasası Kurulu'nun bu sınavlarda özellikle mortgage konusunda bu sayıyı arttırmak için, değerlendirme uzmanı olmak için olan üç yıllık süreyi azaltması, bizim görüşlerimize göre 1–1,5 yıla azaltması ve değerlendirme süresi azaltılınca şu anda müracaat edebilecek seviyede birçok arkadaşımız bulunmakta, bunları yakından biliyoruz. Bunların biran önce lisanslama sınavlarına sokulması gerekmektedir.

Konut değerlemesinin nasıl yapılmasını çok yakından bilen bir kişi olarak, çok iyi biliyorum ki, 200'ün üzerinde konut değerlendirme yapan kişi artık konut değerlemesini çok deneyimli bir uzmanla, az deneyimli bir uzman arasındaki farkı fazla ortaya koydurtmayacak şekilde yapabilecek konuma gelmektedir. Günde ortalama bir değerlemenin yapıldığını düşünürsek, -çeşitli firmalar iki veya üç tane yapabilir- bir yılda çalışılan gün sayısında ortalama 150–200 tane değerlendirme yapıldığını hesaplarsak 1 veya 1.5 yıl içinde özellikle konut değerlendirme alanında ciddi anlamda deneyimi olan uzmanlar yetişecektir. Onun için bu sürenin belki de konut değerlendirme için kısaltılması. Ayrıca konut değerlendirme anlamında belki de ayrı bir sertifika verilerek sırf konut değerlendirme için imtihan müfredatları da değiştirilerek daha basit bir oluşuma getirilmesi ve konut değerlendirme sertifikası verilmesi önerilerimiz arasında bulunmaktadır.

Ancak bu konuda ileride bazı sıkıntılar doğabilir. Bu sertifikayı alanlar ileride genel de-

ğerleme yapmak istiyorlarsa ne yapacaklardır? Ek bir sınava girip, bizim daha yüksek anlamda dediğimiz değerlendirme yapabilecekleri mi? Yoksa eğitimden geçerek, bir sertifika alarak mı bu yetiye ulaşacaklar? Bunlar ileride tartışma konusu olacaktır.

Değerleme unsurlarını, değerlendirme işini kimlerin yapması gerektiği hususundaki görüşlerimizi bildirdikten sonra biraz da değerlemenin nasıl yapıldığı, hangi şartlar altında yapıldığı ve mortgage sisteminin daha verimli çalışması için ne gibi kolaylıkların oluşturulması gerektiği konusunda görüş bildirmek istiyorum. Konu ile ilgili birçok kimsenin bildiği gibi genel anlamda değerlendirme –konut değerlemesi de bunun içinde- iki aşamada yapılmaktadır.

Bu aşamalardan birincisi saha işleridir. İkincisi ofis işleridir. Saha işlerinde gayrimenkul yerinde incelenerek, her türlü fiziksel özellikleri tespit edilir, çevre ve piyasa araştırmaları yapılır. Belediyelerde, tapu ve kadastro müdürlüklerinde, ilgili diğer kurumlarda bürokratik araştırmaları yapılır. Daha sonra bu araştırmalar ofiste incelenerek, analiz edilerek, belirli uluslararası kabul görmüş standartlar doğrultusunda raporlanır. Bu saha işlerinde değerlendirme uzmanlarını en zorlayan kısım belediye ve tapu müdürlüklerinde geçirilen süreler ve çıkartılan zorluklardır. Belediyelerde genellikle imar durumlarını almakta zorlanırlar, arşivlerin açılmasında zorlanırlar. Değerleme işi zamana karşı yarışır. Zamana karşı yarışan değerlendirme uzmanlarına 2–3 günlük süreler verilir.

Tapu müdürlüklerinde tapudan bilgi alabilmek için kanuni maddeye göre kamu ile ilgisinin ispat mecburiyeti vardır. Bu ilgi genellikle mülk sahibi tarafından verilen bir vekaletname ile sağlanmaktadır. Bu da her zaman mümkün olmamaktadır. Bazen vekaletname verilmesine rağmen tapudan bilgi alınamaktadır. Türkiye genelini düşünürsek tapularda genellikle bilgisayar sistemine geçilmediği için mülkiyet ve tahdidat konusunda bilgi almak çok uzun saatler ve sayfalar süren yazılar sonunda olmaktadır. Bu nedenle genelde bütün değerlendirme konuları için, özelde mortgage sistemi için, mortgage sisteminin

daha kolay ve verimli çalışabilmesi için, bu kurumlarda alt yapı çalışmalarına bir an önce başlamak gerekmektedir. Bu bilgi yarışında aynı zamanda değerlendirme uzmanlarına kolaylık sağlayacak –Sermaye Piyasası Kurulu ile olan toplantılarımızda bunu sık sık gündeme getirmiştik- bazı düzenlemelere gidilmesinde, belki taslağa bir madde konulmasında ya da bir tüzükle bunun halledilmesinde yarar görüyoruz.

Bilgi yarışında değerlendirme uzmanlarına mutlaka yetki tanınmalıdır. Kurulması planlanan Değerleme Uzmanları Birliği'nin, Birlik tarafından verilecek meslek tanıtım kartları da bütün bu kurumlarda konu ile ilgili ispatlayacak belge olarak tanınmalıdır.

Raporlama konusuna gelince mortgage sisteminin yoğun bir konut değerlemesine yol açacağı düşünülerek bunların da raporlarının Sermaye Piyasası Kurulu'nun klasik olarak bildiğimiz daha uzun ve her türlü detayları içeren raporları yerine, konutlar için geçerli daha kısa, daha özgül ama yeterli bilgileri içeren raporlar şeklinde formatlanması gerekmektedir.

Son olarak değerlemeciler için en önemli gelişme olarak yasa taslağının 16'ncı maddesi olan değerlendirme uzmanları birliği konusuna değinmek istiyorum. Dernek kurulduğundan beri ana amaçlarımızdan biri olan değerlendirme uzmanlarının mesleğinin saygınlığını arttırmak, bunu kurumsallaştırmak doğrultusunda bir meslek birliği haline gelmek en önemli amaçlarımızdan biriydi. Bunun için de çaba gösterdik.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun bu yasa taslağında bu maddeyi koyması ve alt yapı çalışmalarını için tarafımıza destek vermesi konusunda kendilerine çok teşekkür ediyoruz. Yasa taslağında birliğe verilen yetkiler doğrultusunda, daha önce üstünde önemle durduğum eğitim vermek, sertifika vermek, standartların oluşturulmasını sağlamak ve meslekle ilgili her türlü tedbiri ve denetimi almak gibi amaçlar bulunmaktadır. Bu amaçlar doğrultusunda da birliğin Türkiye'de değerlemenin kurumsallaşması açısından çok önemli katkılarda bulunacağına inanıyoruz. Son ola-

rak mortgage sisteminin hepimize hayırlı olması temennisiyle sözlerime son veriyorum. Beni dinlediğiniz için çok teşekkür ediyorum.

**DOÇ. DR. DENİZ GÖKÇE** – Teşekkür ediyorum Ali Bey. Şimdi sözü Garanti Bankası Hazine ve Yatırım Bankacılığından Sorumlu Genel Müdür Yardımcısı Sayın Kubilay Cinemre'ye veriyorum. Buyurun Sayın Cinemre.

**KUBİLAY CİNEMRE** – Teşekkür ediyorum Sayın Başkan, her şeyden önce sözlerime şöyle başlamak istiyorum: Bu tasarı konusunda hem sektörde hem SPK'da herkesin çok emeği geçti. Eminim hem bankacıların hem tüketicilerin hem de regülatörün sonuçta ortaya çıkan taslak konusunda mutlaka beğenip beğenmedikleri şeyler vardır. Bankacı olarak benim var. Fakat kesinlikle yarın, dün olduğumuzdan konut kredileri açısından, mortgage açısından çok daha iyi durumda olacağız. Bu arada elde edemediğimiz şeyler ileride yapacağımız çalışmalara da örnek teşkil etmesi açısından, yapmadığımız şeylerin maliyetini sisteme yaymış oluyoruz. Biraz önce İbrahim Bey konuşmasında güzel bir örnek vardı. Örneğin, tüketicinin kendisine gelecek vergi istisnası olsaydı faizler üzerinde bir etkisi olacaktı. Bundan da yararlanacak olan tüketicinin kendisi. Böyle bir şeyden faydalanamamış olduk. Konut kredileri şimdi daha pahalı, dolayısıyla daha az insana ulaşıyor.

Bir kısa örnek, yine icra takip ile alakalı olarak, bankanın icra süresinde eline geçirdiği konutun satışını yaparken KDV var. Aslında bu bankaya yapılan bir kötülük değil. İşlemlerin maliyetleri ne kadar artarsa –bankalar da adı üzerinde finansal aracı kurumlar onlar da bu maliyeti nihai tüketicisiye bir şekilde yansıtmak zorundalar. Bu ya daha pahalı mortgage kullanımı demek ya da daha az insanın buna ulaşımı demek. Geçtiğimiz sene ile önümüzdeki sene arasında çok büyük farklar olacağına eminim.

Ben daha çok işin finansman tarafından konuşmak istiyorum. İlk önce piyasaya bakalım. Şu anda sistemde 5.5 milyar dolar civarında bir konut kredisi var. Bunun şu andaki ekonomik senaryolar dahilinde, kısa dönemde çok önemli büyüme göstereceğini söyle-

mek mümkün. Çünkü bu rakamlar yaklaşık 20 ay önce 2.2 milyar dolar civarındaydı. Dolayısıyla iki sene içerisinde 20 milyar dolardan az olmayacak bir piyasa büyüklüğü beklemek lazım. Bu da çok agresif bir tahmin değil. Muhtemelen özellikle uygulamaya geçtikten sonra piyasanın kendisi bundan daha da büyük olacak.

Şu andaki piyasaya bakarsak 5 milyar dolarlık kredilerin 20 seneye kadar vadeli olmasına rağmen, tüketici genelde daha kısa vadeleri tercih ediyor. Aslında matematiksel olarak daha uzun vadeleri tercih etmeleri lazım. Çünkü henüz yasa çıkmadı. Henüz % 2 erken ödeme primi yok. Henüz dalgalı faizle vereceğimiz konut kredilerimiz yok, değişken faizli konut kredilerimiz. Dolayısıyla bedava bir opsiyon var. Bunun en uzun vadede kullanılması lazım ama tüketici davranışı böyle değil. Finans sektöründe, bankada çalışan arkadaşlarım bile genelde çok uzun vade borçlu kalmayı kabul etmiyorlar. Kredilerin genelde ağırlığı 5–7 sene civarında. Faizler de yüksek olduğu için bunun rasyosu da 2.5–3 sene arasında bir yerde. Şu anda banka bilançoları için, ne yönetilemeyecek büyüklükte bir faiz riski söz konusu ne de sermayenin üzerine büyük bir baskı söz konusu.

Bu piyasaların finansmanını gerçekçi olabilmesi için nasıl opsiyonlarımız var, onlara bakalım. Bankalar her şeyden önce konut kredilerini mevduatla fonlayabilir mi? Argüman gayet basit, 20-30 seneye kadar vadeli çıkacak bir varlık, 3 aylık mevduatla fonlanamaz. Bu çok bariz bir gerçek. Enflasyon düştükçe mevduatlarımızın da vadesi uzuyor. Ama hiçbir zaman 10 sene vadeli mevduatımız olmayacak. Dünyada 10 senelik mevduat diye bir ürün de yok. Belki endeksli mevduat yaparız. Gayrimenkulun herhangi bir şeyine endeksli mevduat yaparız. Bir endeksin geçerli olabilmesi için ilk önce o endeksin hesaplandığı piyasanın veya altındaki varlığın çok likit bir piyasaya sahip olması lazım. İlk önce gayrimenkul de çok likidite olacak ki, ondan sonra buna dayalı bir endeksi baz alan mevduat toplanabilir. Açıkçası kısa vadede mevduat fonlama mortgage için bir seçenek değil. Bu işin sermaye piyasalarına gideceği belli. Bir

sürü enstrümanımız var. Henüz bunların tebliğle düzenlenecek kısımları da var, bir takım hukuki ayrıntıları da var. Dolayısıyla şu ürün bundan daha likit olacaktır demek için erken. Gerçek olan bu işin sermaye piyasasında fonlanacağıdır.

Sermaye piyasası deyince iyi haberler var. İyi haberler neler? Türkiye'de bir özel sektör tahvil ve bonosu bir sürü sebepten dolayı hem düzenlemeyle ilgili sebepler hem de hükümetin aşırı borçlanmasının yarattığı etki-den dolayı böyle bir piyasamız yok. Fakat buradan bahsettiğimiz zaman, Hazine bonusu piyasasından bahsediyoruz. Hazine bonusu piyasasının büyüklüğü 240 milyar. Bunun hepsi piyasada alım satımı yapılan şeyler değil, iç borç değil. Bunun kabaca % 60'ı piyasada her gün alınıp satılan kağıtlar. Yaklaşık 140 - 150 milyar dolarlık bir büyüklükten bahsediyoruz. Bu piyasanın günlük likiditesi de 1.3 milyar dolar ile 1.5 milyar dolar arasında. Bu rakamları niye veriyorum, Hazine bonusunun ne alakası var. Bizim çıkaracağımız herhangi bir mortgage dayalı enstrüman, nihai analizde bir sabit getirili menkul kıymet. Sabit getirili menkul kıymet çıkaracaksak mutlaka bir referans kullanmak zorundayız. O referans da Hazine bonusu. Hazine bonusu da günlük likidite hala az. Ben bunun daha da artmasını bekliyorum. 150 milyar dolarlık alınıp-satılabilir bir stokta 1.3 milyar dolar günlük likidite az. Bunun 3.5 - 4 milyar dolar civarında olması lazım.

İyi haberler biraz makro ekonomi ile alakalı. Bugün itibariyle 240 milyar TL'lik stoğa karşılık Hazine'nin Merkez Bankasında 12 milyar dolarlık parası var. Bunun dışında son zamanlardaki özelleştirmelere bakarsak, kabaca 20 milyar dolar civarında bir özelleştirme geliri söz konusu. Bunların ikisini toplarsak toplum iç borç stoğunun % 15-20'si kadar Hazine kötü zaman tamponu oluşturmuş durumda. Dolayısıyla özel sektör tahvil ve diğer sabit getirili menkul kıymetlerin yaygınlaşmasını engelleyen, hükümetin diğer borçlandırmaları piyasadaki kovma etkisi azalıyor. Bu konularda çok tartışma var ama ben Hazine'nin rakamlarını kullanacağım. Toplam borç stoğumuzun GSMH'ya oranı brüt stoğun

77, net stoğun 62 civarında. İki sene içerisinde bu dinamiklerle gittiğimiz müddetçe Türkiye'nin hemen hemen bir daha iç borçla alakalı tartışması olacağını tahmin etmiyorum. Bununla alakalı tek risk, çok beklemediğimiz bir senaryo gelişir, enflasyon patlar.

Hazine bonusu piyasasını neden anlattım. Referans olacak varlığın miktarı nedir? Günlük likiditesi nedir? Çünkü sermaye piyasalarını kullanacaksak biz de bu piyasada bu referansa göre hareket edeceğiz. Makro iyi gelişmenin dışında bir de mikro iyi gelişme var. Çok değil, bundan 1.5 yıl önce Türkiye'nin verim eğrisi 1.5 yıldır. En uzun vadeli para piyasası veya Hazine bonusu işlemi 1.5 yıldır. Şimdi daha piyasa tam olmamış vaziyette ama yurtdışında TL cinsinden çıkarılan 10 seneye kadar ağırlıklı ortalama 3 sene vadeli 6 milyar dolar civarında ihraç var. 10 seneye kadar 20 ile 50 milyon dolar alıp-satabileceğiniz bir swap piyasası var. Bu swap piyasası birçok sebepten dolayı Türkiye'de değil yurtdışında bir piyasa. Genelde de alan ve veren taraflar belli. Genelde verenler yabancı, alanlar yerli. Aslında ufak ufak menkul kıymet ihraçlarına baz olabilecek bir piyasa oluşmaya başlamış. Özellikle daha likit bir piyasamız var. Makro koşullar daha elverişli. Verim eğrisi daha uzun. Verim eğrisinin uzun olmasını önemi de aşikar. Çünkü bu varlıkların hepsi Türkiye'deki en uzun vadeli varlıklar olacak.

Zorluk şuradan kaynaklanıyor. Böyle menkul kıymet ihraçlarını kim alacak diye baktığımız zaman, biz bu menkul kıymet ihraçlarını ipotek teminatlı menkul kıymet de olsa ya bugünkü varlıklara dayanan ya da gelecekteki akımlara dayanan sekürizatasyon tipi işlemde birine satmamız lazım. Sonuçta bunun bir alıcısının olması lazım. Yurtiçinde potansiyel alıcılar bireysel müşteriler, yatırım fonları, emeklilik fonları bu işin en iyi müşterileri. Emeklilik fonları da geometrik olarak büyüdüğü için tahmin ediyorum 2 sene içerisinde kabaca 3.5 milyar dolar civarında bir büyüklüğe gelecekler. O zamanda 20 milyar dolar gayrimenkul kredisi stoğumuz olacağına göre fena bir kaynak değil. Aslında en güvenilir kaynak bu, diğerlerinin hepsi çok kısa vadeli. Piyasa likit, verim eğrisi de oluşmuş ama ki-

me hangi koşullar altında, hangi fiyatla, ne satacağız. Konut kredilerinin getirilerine barksanız, en düşük piyasada 1.20-1.23 civarında. Bu da bileşik faiz olarak 16 civarına gelir. Zaten bu konut kredisinden 16 kazanıyorsunuz. Demek ki, bunu 16'nın altında bir şeyle çıkmanız lazım. Bilanço maliyetlerini, banka veya finansal kurum işletmenin maliyetlerini göz önüne alırsak, şu anda siz bunu 14'le çıkarsanız, Hazine'nin çıktığı yerde, Hazine'nin terimleriyle iyi bir satış yapmanız söz konusu değil. Çünkü teorik olarak bunların Hazine riskinden daha iyi fiyatlanması lazım. Baktığınızda hepsi TL cinsinden, hepsi yerel piyasada ve en az -örnek olarak söylüyorum- 10 bin tane kişiye risk dağılmış durumda. Üstelik bir de teminat fazlalıkları söz konusu olabilir.

İlk ihraçları yapacak insanların bu mevzuların hepsine ayrı ayrı kafa patlatması lazım. Bu işin tam belli olmayan kısmı, işin bir de iyi kısmı var. İyi kısmı da şu, yurt dışında bunları kim alır. Yatırım fonları, emeklilik fonları, yurt dışındaki ipotek finansman kuruluşları. Bu piyasa hakkında çok umutlu olmamı sağlayan ikinci şey de şu; Türkiye'de hep yabancı portföy yatırımcısı dediğimiz insanların profili son 2 sene de çok değişti. Hem yeni yatırımcılar geldi hem de yatırımcıların tipi değişti. Eskiden Türkiye'de 1995, 1998, 2000 yıllarında portföy yatırımcısı dediğiniz zaman piyasadaki faaliyetlerin % 80'ini açıklayan 5-6 tane büyük adam vardı. Şimdi durum öyle değil. Şimdi bu işler çok yaygın hale gelmiş durumda. Türkiye'nin adını duymamış insanlar buraya geliyor. İkincisi, gayrimenkul işlerine girmek istiyorlar. Özellikle gayrimenkulle alakalı herhangi bir proje varsa o projeyi finanse etmek istiyorlar. İyi haber bu. Artık makro olarak güzel bir gelişme var, elimizde bir taslağımız var. Yerli yatırımcı biraz şüpheli ama yurt dışından bu işe önemli bir talep var. Şimdi ilk çorbayı kimin yapacağını bekleyeceğiz.

Bu yasa tasarısı yasalasmadan önce zaten bankalardan bu işlerle ilgili, daha bu yasadan faydalanmayan yurt dışına dönük, yurt dışına ihraç edilecek menkul kıymet ihraçları duyacaksınız. Sene sonundan önce böyle işlemler gelecek. Ama ben ilk işlemlerin yerli

piyasayı da dahil edecek, yeni yasa tasarısının getirdiği kolaylıklardan faydalanacak ilk işlemlerin çok standart olacağını düşünmüyorum. Çünkü yeni bir yasa tasarısı, tebliğle düzenlenecek kısımları var, birtakım vergi problemleri olabilir. Özellikle alacakların devri ile alakalı durumlarda veya icra takibinden gayrimenkullerin likidite edilmesi halinde. Onun için yerel piyasayı da dikkate alan ihraçları, arkasında kuralları daha belirgin olan, teminat oranları daha fazla olan ilk işlemler olacak. Adam çok risk alsın ama getirisi de çok fazla olsun. Çünkü bunun alıcısı var dedik. Bunun alıcısı Türkiye'ye ilgi gösteren yabancı fonlar, bu piyasaya yeni gelmek isteyen insanlar. Bu insanlar bunlara ilgi gösterecek. Hazine bonusu gibi getirisi olan, Hazine bonusu gibi karakteristikleri olan şeylere değil.

En büyük ilgi, en hazır müşteri burada olduğuna göre, anlamlı ölçekte çıkabilecek ilk ihracında ipotek teminatlı menkul kıymet formatında ve birden fazla tranchla, az riskli, orta riskli, çok riskli gibi tranch çıkacağını düşünüyorum. Bunun zamanlaması da, eğer yasanın, tasarının yasalasmasında herhangi bir aksilik olmazsa ben bunun 2006 yılının ilk yarısında olacağını düşünüyorum. Ölçeği iyi bir işlem, 300 - 400 milyonluk menkul kıymet ihracından bahsediyorum. Bunun için de yeteri kadar piyasa olgunlaşmış olacak diye düşünüyorum. Geri kalan, çözülmesi gereken bir sürü problem var. Ama bence önemli olan bir işi başlatmış olmak. Bir şansımız, Türkiye'nin bu güne kadar görmediği makro ekonomik şartlar altında başlatıyor olmamız. İkinci bir şansımız, global konjonktürün bize çok yardım ediyor olması. Global piyasalarda da çok önemli bir likidite olması. Onun için zamanlamamız doğru. Hayırlı olsun diyorum ve beni dinlediğiniz için çok teşekkür ediyorum.

**DOÇ. DR. DENİZ GÖKÇE** - Ben Türkiye'ye 1981 yılı sonbaharında geldim. Yurt dışında ekonometri, matematik, istatistik hocasıydım. Boğaziçi Üniversitesine ilk geldiğimde bana Para ve Banka dersini ver dediler. Böylece arkamdan itilerek, cepheye sürüldüm. 20 sene öncesine gidiyorum, aşağı-yu-



karı 40 bin kişiye banka ve finansla ilgili eğitim hizmeti verdim. Çok sevdiğim öğrencilerim var. Kubilay'da benim öğrencilerimden birisiydi. Az önce onu dinlerken zorlandım, bazı konularda bizi aşmış. Şimdi soru-cevap bölümüne geçiyoruz.

**SORU (İLHAMİ AKKUM)** – Ben kuruluş halindeki TSKP Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Genel Müdürüyüm. İbrahim Bey'e sorum. Biraz egoist bir soru olacak. Burada bizim için ne var. Herhalde düzenlemelerle ortaya çıkacak. Amerika'daki mortgage türü yapılaşmaları Türkiye için de düşünüyor musunuz? Bu tabloda gayrimenkul yatırım ortaklıklarının bazı ipotek paketlerini satın alıp bunları başka bir şekilde satmaları, aktiflerinde değerlendirmeleri veya halka arzlarında kullanmalarına yönelik ne gibi düşünceleriniz var? Bu konu etrafındaki planlarınızı ve projelerinizi öğrenmek istiyorum.

**İBRAHİM DÖNMEZ** – Gayrimenkul yatırım ortaklıklarını dediğiniz anlamda hiçbir zaman mortgage aracısı olarak düşünmedik, bundan sonra da düşünmeyeceğiz. Fakat konut finansman tanımının proje halinde konutlara kadar genişletilmiş olması sizin çok fazla işinize yarayacak bir konudur. Bir gayrimenkul yatırım ortaklığı zaten gayrimenkule dayalı araçları da belli ölçüde portföye risk dağıtımını açısından almak zorunda. Bunlar bu tür enstrümanlar olmadığı için portföyler çok dengeli olmayabiliyordu. Bu da iyi haber, bunu kullanıyor olabileceksiniz. Ama bir gayrimenkul yatırım ortaklığı bir finansman şirkettir, inşaatı finansman eder veya gayrimenkul yatırım ortaklığı kira gelirlerinden istifade etmek isteyen yatırımcılara bu mekanizmayı aktaran transparan bir yapıdır, onun dışında kredi kullanma gibi bir fonksiyonu yoktur.

**SORU (İLHAMİ AKKUM)** – Konut finansmanı paketlerinin tarafımızca satın alınarak aynı diğer varlıklarımız gibi –han, hamam, köprü v.s gibi- halka arzlarımızda kullanılması söz konusu olabilir mi? Birincil, ikincil veya bunlara dayalı menkul kıymetleri bizim ihraç edebilmemizin herhangi bir şekilde yolu açılacak mı?

**İBRAHİM DÖNMEZ** – Aslında bunun çok fazla örneği yok. Fakat pozitif olan tarafı, siz

bir bankayla, bağlı kredi gibi anlaşmalar yaptığınızda çok daha önünüz açılacak anlamına geliyor. Yoksa siz kredi veren bir finansman kuruluşu değilsiniz.

**SORU (HAYRİ TELEKOĞLU)** – Türk Ekonomi Bankası bireysel bankacılık ürün geliştirme yöneticisiyim. Benim sorum, yeni görüşülmekte olan yasada 12'inci madde var. Orada siz konut finansmanının tanımına mevcutta konutunu krediyle alanların da yeniden kredilendirilmesinde konut finansmanı kapsamındadır gibi bir şey eklemiştiniz. Bu bizim gibi bankacılar açısından önemli. Çünkü mevcutta ciddi anlamda 8.5 katrilyona yaklaşmış olan, konut kredisi kullanan bir müşteri topluluğu var. Sayın Abdülatif Şener Bey'in açıklamalarında bunların da yeni yasa devreye girdiğinde yeni yasadaki faydalanabileceğini söylüyor. Bu iki türlü soru işareti yaratıyor ve müşterilerden bu soruları alıyoruz. % 2.10 ile, % 1.90 ile, % 1.60 ile kredi kullananlar var. Bu müşterilerin erken ödeme, kapama gibi hakları da var. Eğer yasa tasarılarında bu mevcut konut kredilerinin erken ödeme, kapama konut finansmanında yer alacaksa KKDF muafiyetinden veya diğer ücret muafiyetlerinden faydalanacak.

Sizin regülasyonu sağlayan kurum olarak, mortgage derinliği olan piyasalarda çok sık kullanılan bir ürün. Müşteriler üçüncü veya dördüncü senede kurum değiştirebiliyorlar. Türkiye'de daha derinliği yok ve birçok banka burada daha önceki bankanın müşterisine yönelecektir. Bununla ilgili sizin bir düzenlemeniz olacak mı? Gerçekten KKDF'den muaf olacak mı? Çünkü şu an başka bankaya gidip kredinizi kapatmak isterseniz bu standart bir kredidir. KKDF ödersiniz. Normal mortgage kullanıcısı gibi bu da oradaki vergi indirimlerinden, resmi harç ödemelerinden muaf olacak mı?

**İBRAHİM DÖNMEZ** – Son sorudan başlayayım, tanıma giren her şey bütün teşviklerden yararlanacak. İlk sorunuzu cevaplayayım. Bu mekanizma var, bu mekanizmanın alt düzenlemesini yapmak gerekiyor. Bunu resmileştirmek için son kanunda BDDK'ya bir yetki verilmiş durumda.

**SORU (AYŞE EVCİN)** – Turyap Gayrimenkul A.Ş. Ekspertiz Müdürüyüm. Benim sorum çok kısa ve net. Hem birinci değerlemede hem de ikinci değerlemede takip olayı için içine girdiği zaman verilecek değer, neye göre verilecek değer olacak? Çünkü şu anda bizim hazırladığımız ekspertiz raporlarında takdir ettiğimiz değer, pazarlanabilir değer ya da rayiç değer. İkinci değerlendirme söz konusu olduğu zaman, işin içine KDV'nin girdiğinden bahsedildi. Bir de işin içine icra olayı girdiği zaman, bildiğiniz gibi icranın % 70'e varan oranlarda düşük satması söz konusu. Değerleme uzmanı değer takdirini yaparken hem birincisinde hem de ikincisinde neye göre değer verecek?

**İBRAHİM DÖNMEZ** – Bu ikisinin arasında bir farklılık olmaması gerekiyor. Rayiç değere giderken üç tane farklı değerlendirme kuralı var. Standartları zaten yayınlanacak. Onlardan farklı bir şey yapılmayacak. Değeri KDV hariç olarak düşünmek gerekiyor, KDV'yi üzerine ekleyeceğiz.

**ALİ ÜSTÜNGEL** – Tam olarak resmi bir görüş belirtmiyorum ama genelde değerlemelerde üç yaklaşımdan öte, bir de üç değer dediğimiz değerler var. Bir tanesi normal piyasa değeri dediğimiz değer. Bir tanesi düzenli tasfiye değeri. Bir de acil satış değeri var. Bunlar şu anda taslakta isim olarak geçmiyor. Daha sonra yönetmeliklerde bu detaylara inilecek ama ben kendi tahminimi söylüyorum. Şu anda biz piyasada banka değerlemeleri için adil piyasa değerini vermeye çalışıyoruz. Fakat çeşitli bankalardan gelen isteklere göre düzenli tasfiye değeri adı altında biraz da işi garantiye alacak şekilde adil piyasa değerinin biraz altında -% 10 – 15 gibi bir değer verilmesi empoze ediliyor. Takip aşamasındaki işler için daha da kritik olmaya başlayabilir. İkinci değerlendirme o sırada

zaten problemliler durumlara ortaya çıkacağı için tasfiye değeri dediğimiz acil satış değeri mi istenecek. Bu isteklere bağlı olarak yapılacak bir iş olarak gözükecek.

**SORU (BAŞAK SAFKAN)** – Citibank'ta çalışıyorum, kurumsal finansmandayım. Garanti Bankası sekürizasyon kanalıyla borçlanmaya son derece alışık, bu tür yapıları kullanan bir banka. Eğer sizin mortgage portföyünüz belli bir seviyeye ulaşırsa bunu direkt kendiniz yapmak yerine mortgage üstünden yaparsınız.

**KUBİLAY CİNEMRE** – Şu anda piyasadan bir şey yapacağımızı düşünmüyorum, yerel piyasadan bir şey yapacağımızı düşünmüyorum. Şu anda üzerinde çalıştığımız işlemler var. Bunlar da yurt dışı bazlı işlemler. Fakat neden yerel piyasada çıkartmayayım da, yurtdışından çıkartayım. Burada da kendime bir yatırımcı bazı yaratmam lazım. Onlarda bu ürünü bir promosyon olarak görsünler, anlasınlar hem de benim ileride ki finansmanıma yardımcı olsunlar. Eğer doğru vade ve doğru verim seçenekleri yaparsanız ben yerel piyasada şu andaki koşullar altında yabancı piyasa bana daha pahalı geliyor. İçeride de daha ucuza yapabilirim diye düşünüyorum.

**İBRAHİM DÖNMEZ** – Bu sistemle birçok şeyi yeni uyguluyor olacağız. Bir taraftan biz, bir taraftan bu enstrümanları çıkartacak olanlar, bir taraftan da halk.

**DOÇ. DR. DENİZ GÖKÇE** – Konuşmacılarımızı dinlediniz. Hepinize geldiğiniz ve bizi dinlediğiniz için çok teşekkür ediyorum.

**Derginin Notu:** Yukarıda sunulan "Açık Oturum" 29 Eylül 2005 Perşembe günü yapılmıştır.

## Araştırma

**DR. C. COŞKUN KÜÇÜKÖZMEN**

*ODTÜ, Uygulamalı Matematik Enstitüsü, Finansal Matematik Bölümü Öğretim Görevlisi*

**MURAT MAZIBAŞ**

*ODTÜ, Uygulamalı Matematik Enstitüsü, Finansal Matematik Bölümü Doktora Öğrencisi*

## Finansal Riskten Korunma Fonları (HEDGE FUNDS)<sup>(\*)</sup>

*"Hedge fund" olarak bilinen ve global bazda faaliyet gösteren büyük yatırım fonları, yatırımcılarına sağladıkları büyük kârların/getirilerin yanı sıra, başta Asya krizi olmak üzere birçok finansal krizin tetikleyicisi olmakla da suçlanmaktadır. Çalışmada, söz konusu fonlar değişik açılardan ele alınarak tanıtılmakta, strateji ve politika önerilerinde bulunmaktadır. Çalışmanın bir diğer amacı da, 1990 ve 2000'li yıllarda ülkemizde yaşanan krizlere farklı bir bakış açısı getirmeye çalışarak, bu fonların Türkiye için bir tehdit mi, fırsat mı olduğu konusuna ışık tutmaktır.*

### GİRİŞ

**F**inansal korunma (hedge) fonları, kişi ve kuruluşların finansal piyasalardaki işlemlerinden kaynaklanan risklerin, ilave birtakım finansal işlemlerin gerçekleştirilmesi ya da araçların kullanması suretiyle azaltılmasına ya da tamamen ortadan kaldırılmasına duyulan ihtiyaçtan doğmuştur. Önceleri "finansal korunma" sağlamaya yönelik yapılan işlemler zaman içerisinde başlı başına getiri elde edilen işlemlere dönüşmüştür. Yaşanan bu dönüşüm sonucunda ortaya çıkan yüksek getiriler bu fonları zamanla "finansal korunma sağlama" amacından uzaklaştırmıştır.

Dünyada finansal liberalizasyonun yaşandığı ve globalleşmenin hız kazandığı 1980'li ve 1990'lı yıllarda hızlı bir büyüme gösteren ve 2004 yılında sayısı 8.000'i aşan, yönettik-

leri fonların büyüklüğü de 1 trilyon dolara yaklaşan bu sektör, hem ulusal hem de uluslararası piyasalarda ve ekonomilerde birtakım sorunları da beraberinde getirmiştir.

Türleri ve yatırım stratejileri itibariyle geniş bir yelpazede faaliyet gösteren bu fonların yüksek getiri sağlamalarının altında, getirileri azaltıcı etkide bulunan vergi, denetim, karşılık ayırma gibi birçok yasal yükümlülüğün yanı sıra, farklı şekilde faaliyette bulunmaları yatmaktadır. Ayrıca, yatırım stratejilerine göre değişmekle birlikte genellikle saldırgan ve spekülatif hareketlerde bulunmaları, hatta piyasa dinamikleri sağlam olmayan küçük ve orta ölçekli ekonomilerde piyasaları manipüle etmeye ve yönlendirmeye yönelik davranışlar sergilemeleri sayesinde getirilerini yüksek düzeylere çıkarabilmektedirler. Getirilerini maksimize etmek amacıyla kullandıkları yatırım stratejileri, getirinin düzeyine bağlı olarak üstlenilen risklerin de yüksek olmasını bera-

<sup>(\*)</sup> Çalışmada ileri sürülen görüşler yazarların sorumluluğunda olup hiçbir kurum ve kuruluşu bağlamaz.

berinde getirmektedir.

Az sayıda yatırım stratejisi ve bunlara göre faaliyette bulunan fonlar hariç olmak üzere, finansal korunma fonlarının (HF) "finansal korunma sağlama" işlevi büyük oranda ortadan kalkmış durumdadır. İstisnaları olmakla birlikte HF'ler zaman içerisinde ancak belli bir tutarın üstündeki (genellikle 1 milyon dolar) fonları kabul eden, yüksek gelir düzeyindeki kişilerin servetlerini bir takım riskler üstlenmek suretiyle artırmayı amaçlayan yatırım fonları haline dönüşmüş durumdadır.

Son yıllarda, HF'lere en yüksek getiri sağlayan yatırım stratejileri genellikle gelişmekte olan piyasalara (emerging markets) yönelik makro stratejileridir. Yüksek getiri elde edebilmek amacıyla benimsenen saldırgan stratejiler ve alınan yüksek riskler, Asya krizini yaşayan ülkelerle, Avustralya'da olduğu gibi, faaliyette bulunulan ülkenin mali sisteminde sistemik riskler doğurabilen veya piyasaların işleyiş dinamiklerini bozan sonuçlara da sebep olabilmektedir. Bu şekilde hareket eden fonlardan bazıları, ülkelerin ekonomik gidişatlarını bozabilecek, finansal istikrarı tehlikeye düşürebilecek seviyede tehlikeli işlemlere de girişebilmektedir.

Dünyanın en büyük yatırım şirketlerinden birisi ve dünyanın en büyük HF'si olan Long Term Capital Management (LTCM)'nin ardında önemli miktarda gerçekleşmiş risk bırakarak 1998 yılında zorunlu tasfiyesinin en önemli sonuçlarından birisi, hiç kuşkusuz, HF'ler konusundaki bilincin artmasıdır.

LTCM olayını takip eden dönemde, yalnızca küçük ve orta büyüklükteki ekonomiler için değil gelişmiş piyasalar için de birçok riski beraberinde taşıdığı tecrübe edilen HF'lerin kontrol altında bulundurulmasına veya bunlardan kaynaklanan risklerin azaltılmasına yönelik girişimler başlatılmıştır. Bu çerçevede, gelişmiş ülkelerden başlayarak uluslararası organizasyonlar tarafından bir takım tedbirler alınması gündeme getirilmiştir. Bu çabalar, bu fonların tüm dünyadaki faaliyetlerine yönelik olarak Basel Bankacılık Denetimi Komitesi<sup>(1)</sup> Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Organizasyonu (IOSCO), Finansal İstikrar Forumu (FSF), Uluslararası Swap ve

Türevler Birliği (ISDA) gibi uluslararası kuruluş ve organizasyonların çatısı altında gerçekleştirilmeye çalışılmaktadır.

Getiri açısından oldukça cazip piyasalardan birisi konumunda bulunan ülkemiz finansal piyasaları, birçok uluslararası yatırım bankası ve fonunun yanında global HF'lerin de gözdesi bir piyasa konumundadır. Özellikle 1990'lı yıllardan itibaren ülke gündemine gelen ancak ne olduğu konusunda çok fazla bilgi sahibi olunmayan "sıcak para", bir anlamda bu tür uluslararası yatırımcıların ülkemiz finansal piyasalarında yürüttükleri faaliyetlerinde kullandıkları fonları ifade etmektedir.

Sıcak paranın ülke ekonomilerine etkileri öteden beri akademik çalışmalara konu olagelmıştır. Bu fonların, küçük ve derinliği olmayan ülkelerin finansal piyasalarına giriş çıkışları, çoğu zaman piyasaların dengesini bozacak hızda ve miktarda olabilmektedir. Bu tür "sıcak paraları" yöneten kuruluşlardan kontrol edilmesi ve gözetim altında bulundurulması en zor olanları HF'lerdir.

Getiri sıralamasında yıllarca en yüksek getiri sağlayan piyasalar arasında yer almış ve birçok krize sahne olmuş olan ülkemiz piyasalarında, uluslararası piyasalarda birçok krize neden olduğu iddiaları nedeniyle kötü üne sahip HF'lerin faaliyetlerinin daha dikkatli olarak mercek altına alınması bir zorunluluk haline gelmiştir. Yaşanılan krizlerden önemli bir takım dersleri alabilmek için, krizlere Türkiye'nin dünya finansal sisteminin bir parçası olduğu ve uluslararası "sıcak para" trafiğini yöneten kuruluşların Türk piyasalarında da yıllardır faaliyette bulunduğu noktasının gözden kaçırılmaması gereklidir.

Çalışmanın temel amacı, global finans sisteminin önemli bir parçası durumunda olan ve çok az kısıt altında faaliyette bulunan HF'ler konusunda temel bilgiler aktarmak, Türk mali sisteminin bu fonlar karşısındaki durumunu irdelemek ve bu fonların olumsuz etkilerini en aza indirecek tedbirlerin neler olması gerektiği konusunda strateji ve politika önerilerinde bulunmaktır.

Bu amaçla, çalışmanın birinci bölümünde,

HF'lerin tarihsel gelişimi, tanımı, yatırım stratejileri ve fon çeşitleri, sayıları ve yönettikleri fonlar, diğer yatırım fonlarından ayrılan tipik özellikleri, fonların yasal zemini, yatırımcıların ve ekonomilerin bu fonlardan kaynaklanan belli başlı riskleri ile dünyada bu fonların faaliyetlerine yönelik düzenleme yaklaşımları ele alınacaktır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, Türk mali sisteminin bu fonlar karşısındaki durumu değerlendirilerek, mali sistemin HF'ler karşısındaki güçlü ve zayıf yönleri ile bunların faaliyetleri nedeniyle karşı karşıya bulunduğu tehditleri ve fırsatları değerlendiren bir analiz yapılacaktır.

Son bölümde ise, yapılan değerlendirmeler ışığında Türk mali sistemince HF'lere yönelik olarak izlenebilecek politika ve stratejilerin neler olabileceği tartışılacak, strateji ve politika önerilerinde bulunulacaktır. Bu çalışmanın temel amacı HF'ler konusunda bir farkındalığın oluşmasına katkıda bulunmak, zengin akademik içeriğe sahip bu konuda araştırmaları teşvik etmektir.

## I- FİNANSAL KORUNMA (HEDGE) FONLARI

### A. Tanım

HF'lerin tarihi 1940'lı yıllara uzanmaktadır. İlk finansal korunma fonu 1949 yılında Albert Wislow Jones tarafından kurulmuştur. Jones, yatırımcılardan topladığı ve kendi tasarruflarını da dahil ettiği fonlarla hisse senetlerinden müteşekkil bir portföy oluşturmuştur. Oluşturduğu portföydeki riskleri finansal korumaya almak (hedge etmek) amacıyla Jones'un geliştirdiği yatırım tekniği; uzun pozisyondaki hisse senetlerine karşılık diğer hisse senetlerini açığa satış yapmak suretiyle karşı kısa pozisyon oluşturması, bu şekilde elindeki hisse senetlerinin genel piyasa riskini finansal koruma almak suretiyle ortadan kaldırması şeklindeydi. Jones, finansal korunma sağlama amaçlı açığa satışların yanında portföyün getirisini artırmak için finansal kaldıraç<sup>(2)</sup> etkisinden de yararlanmıştı.

Jones'un geliştirdiği yatırım stratejileri ile sağladığı finansal korunma ve yatırım fonlarının gösterdiği yüksek performans uzunca

bir süre kimsenin dikkatini çekmemişti. Ancak, 1966 yılında "*Fortune Magazine*"de yayımlanan ve Jones'un fonunun son on yıldaki yüksek getiri performansı ile bunun dayandığı yatırım stratejilerini anlatan bir makale<sup>(3)</sup> ile finansal korunma fonları (hedge funds, HF) finans dünyası gündemine girmiştir. Bu makalenin yayımının ardından, Jones'un yatırım stratejisi birçok yatırımcı için ilham kaynağı olmuş, bu tarihten itibaren benzer şekilde faaliyet gösteren fonların sayısı hızla artmaya başlamıştır<sup>(4)</sup>.

Geçmiş çok eskilere dayanmayan ancak kısa sürede oldukça yüksek tutarlarda fonları yönetmeye başlayan HF'lerin ne tür faaliyet gösteren kuruluşlar olduğu konusunda birçok farklı tanım geliştirilmeye çalışılmıştır. HF'ler konusunda genel kabul görmüş bir tanım bulunmamakla birlikte, finansal korunma fonu (hedge fund) terimi "*münferiden örgütlenmiş, profesyonel yatırım yöneticilerince idare edilen ve her yatırımcının kolaylıkla ulaşmaya cağı derecede dışarıya kapalı faaliyette bulunan yatırım şirketleri*" olarak bilinmektedir (PWG, 1999; s.1).

Finansal korunma fonlarının tanımlanmasına yönelik olarak bir başka yaklaşıma göre ise (Reuters, 1996);

— HF'ler yönetimlerine verilen az miktardaki fonu, borçlanma yoluyla yeni kaynaklar da sağlayarak (finansal kaldıraç etkisinden de faydalanarak), daha yüksek miktarda fon haline getirmek suretiyle idare eden ve saldırgan bir strateji takip eden yatırım fonlarıdır.

— HF'ler, genellikle şahsi yatırım ortaklığı şeklinde kurulmuşlardır ve kamuya açıklamada bulunma yükümlülükleri bulunmamaktadır.

— HF'ler, kısa dönemli piyasa hareketlerinden maksimum getiriyi elde edebilmek amacıyla finansal piyasalara yüksek tutarlarda yatırımlar yapmakta, ayrıca bu piyasalarda türev araçlardan çok yoğun bir şekilde yararlanmaktadır.

— HF'ler, piyasalarda kısa ve uzun pozisyonlar almakta, yüksek tutarlarda yatırım yaptıkları sektörlerde kendi aleyhlerine fiyat hareketlerinin gerçekleşmesi halinde pozis-

yonlarını kapatarak bu sektörleri hızlı bir şekilde terk edebilmektedir.

— HF'lerin bu şekildeki hareketleri, piyasalardaki fiyat hareketlerini hızlandırmakta, piyasaların fiyat hareketlerine ve hızlı giriş ve çıkışlara hassasiyetini büyük ölçüde etkilemektedir.

## B. HF'lerin Tipik Özellikleri

HF'lerin tipik özelliklerinden ilki, belli bir yatırım stratejisi çerçevesinde çok esnek bir şekilde hareket etmeleri ile davranış ve tutum konusunda birbirlerinden büyük farklılıklar gösterebilmeleridir. HF'ler, global ölçekte faaliyet göstermekte, yeni piyasalar aramakta ve global ekonomideki büyük değişikliklere veya mikro ekonomik koşullardaki değişmelere yönelik olarak yaptıkları analizlere dayalı olarak spekülasyon pozisyonlar almaktadırlar.

HF'ler, ayrıca, beklenmeyen olaylara yönelik finansal iddialara girmeye (bet) eğilimli bulunmakta, haddinden fazla risk üstlenebilmekte, piyasa risklerine karşı kendilerini finansal korumaya almak suretiyle piyasalardaki fiyat hareketlerinden menfaat sağlayabilmekte ve finansal araçları yapılandırma veya yeni finansal araçlar geliştirebilme yeteneğine sahip bulunmaktadır.

HF'lerin bir diğer tipik özelliği de, risk-getiri profilinin, fonun yatırım stratejisi tarafından belirlenmesi ve yatırım stratejilerinin dinamik olarak uygulanması nedeniyle, bu fonların riske göre ayarlanmış performanslarının değerlendirilmesinin çok zor olmasıdır.

HF'lerin taşıyacakları finansal kaldıraç seviyesi, yatırımcıların risk alma tutum ve tercihlerinin sonucu olarak belirlenen alım-satım stratejisine bağlı olarak farklılıklar göstermektedir (FSF, 2000, 2001, 2002).

## C. HF Çeşitleri ve Stratejileri

HF sektörünün önemli bir özelliği, şirketlerin büyüklükleri, alım-satım stratejileri ve kaldıraç imkânını kullanma derecelerine göre kendi içerisinde büyük farklılıklar göstermesidir<sup>(5)</sup>.

HF'ler, yatırım stratejilerine ve finansal davranışlarına göre birbirinden farklılıklar

göstermekte ve çoğu zaman yatırım stratejilerine göre adlandırılmaktadır. HF'ler, birçok farklı sınıflandırmaya tabi tutulabilmekte beraber geniş anlamda başlıca iki farklı grupta ele alınmaktadır (BCBS, 1999a):

**1. Grup- Makro (Global) Fonlar:** Bu tür HF'ler, temel ekonomik göstergelerin seviyesi ve olası değişim yönü konusunda bir takım beklentilere dayalı olarak pozisyon almaktadır. Bu tür fonlar, belirleyici özellik itibarıyla, hisse senedi, tahvil ve bono ile döviz piyasalarında hem nakit hem de türev araçlar kullanmak suretiyle faaliyette bulunmaktadır. Son yıllarda, özellikle yükselen piyasalar başta olmak üzere, birçok makro fon global alım-satım stratejilerine göre faaliyette bulunmaktadır. En çok bilinen global fonlar George Soros'un Quantum Fonu ile Julian Robertson'un Tiger Fonu'dur.

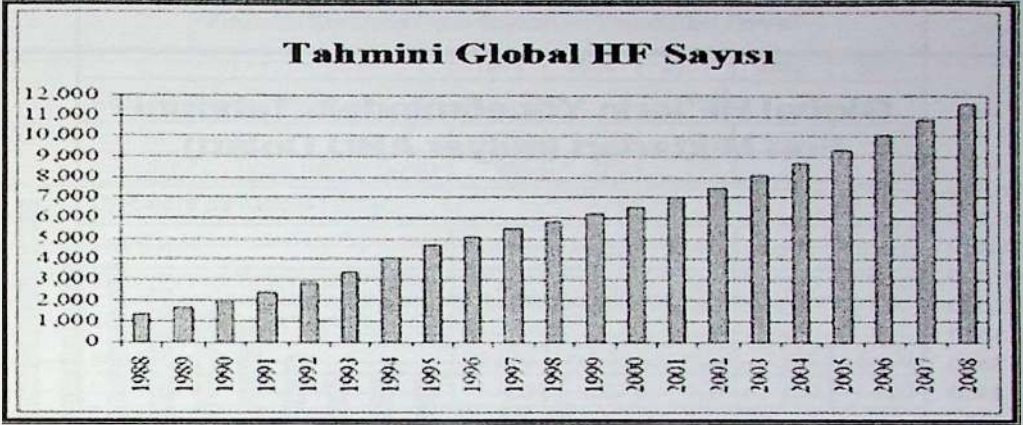
**2. Grup- Göreceli Değer veya Arbitraj Fonları:** Bu tür HF'ler, getiri ve performansları birbirleriyle karşılaştırılabilir finansal araçlara ilişkin olarak alınan pozisyonlarda, ters pozisyon almak suretiyle riski azaltma stratejisi izleyen fonlardır. Bu fonlar, kullandıkları araçların değerlerindeki göreceli değişikliklere göre finansal bahislere girmektedir. Bu tür fonlar tipik olarak piyasadaki fiyat hareketlerine bağlı olarak genel piyasa riskindeki değişimlere karşı finansal korunma sağlama stratejisi izlemektedirler. Bu tür fonların risklerinin büyümesinin temel nedeni, kaldıraç imkânını kullanmaları, büyük işlem hacimlerine ulaşmaları ve dinamik alım-satım stratejileri takip etmeleridir.

Geniş anlamdaki sınıflandırmanın yanında HF'ler, benimsedikleri temel yatırım stratejilerine bağlı olarak da sınıflandırmaya tabi tutulabilmektedir (Friedland, 2000). HF'lerin benimsedikleri başlıca yatırım stratejileri ve bunların beklenen risklilik durumu ayrıntılı olarak tablo 5'te verilmektedir.

## D. HF'lerin Sayısı ve Yönettiği Fonlar

Finansal piyasalar arasındaki sınırların büyük oranda ortadan kalkması spekülasyon sermaye hareketlerini hızlandırmıştır. Sermaye hareketleri üzerine getirilen kısıtların da büyük oranda ortadan kalkması ve finansal

Grafik 1: Yıllar İtibariyle Dünyada Global Finansal Korunma Fonu Sayısı\*



Kaynak: Van Hedge Fund Advisors International Inc. Nashville, TN, USA.

(\*) 2004-2008 arası yıllar tahmini fon sayıdır.

faaliyetlerin global ölçekte gerçekleştirilmesi büyük uluslararası bankalarla birlikte yatırım fonlarının da hem sayı hem de yönettiği fonlar itibariyle hızla büyümesini sağlamıştır. Bu gelişmeler; vergi, hukuki yükümlülükler, düzenlemeler, kamuya açıklamada bulunma ve denetime tabi olma gibi yükümlülüklerden büyük oranda muaf bulunan ve bu sayede getiri oranları yüksek olan HF'lerin sayı ve yönettiği fon miktarında da hızlı bir büyümeyi beraberinde getirmiştir.

HF'lerin, kamuya oldukça sınırlı düzeyde açıklamada bulunma yükümlülükleri nedeniyle, bu sektörün büyüklüğü konusunda net ve doğru bilgiler edinmek oldukça güçtür. HF'lerin sayısı ve yönettikleri fonlar konusundaki mevcut bilgiler HF'ler tarafından farklı veri kaynaklarına gönüllü olarak sağlanan ve aralarında büyük farklılıklar bulunan bilgilerden oluşmaktadır. PWG raporuna göre, 1998 yılı ortalarında 2500-3500 civarındaki HF, sermaye büyüklüğü olarak yaklaşık 200-300 milyar dolar ve aktif büyüklüğü<sup>(6)</sup> olarak da 800-1000 milyar dolar civarındaki fonu yönetmektedir. Sektörü izleyen uzmanlara göre, son on yılda hızlı bir büyüme yaşayan sektörde HF'lerin yaklaşık % 80'den fazlası 100 milyon doların altında sermayeye sahip küçük şirketlerdir. CPO ve Commodity Futures Trading Commission (CFTC) verilerine göre ise, 1

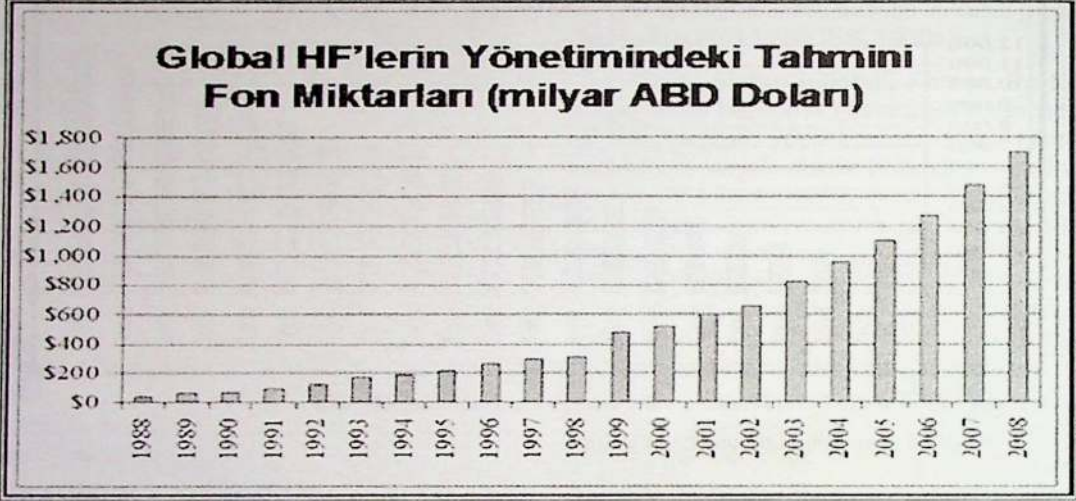
milyar doların üstünde sermaye tabanına sahip fonun sayısı sadece birkaç düzine civarındadır (PWG, 1999; s.1).

Grafik 1'den de görüleceği üzere dünyada HF'lerin gelişimi, finansal korunma fonu fikrinin ortaya çıkmasından sonra oldukça hızlı bir seyir izlemiştir. Van Hedge Fund Advisors International Inc. verilerine göre tüm dünyada 1988 yılında 1.400 civarında olan global HF sayısı hızlı ve sürekli bir artışla 2003 yılında 8.000 sınırını aşmıştır. HF sayısında yaşanan bu artış trendi, 16 yıllık bir süre içerisinde yaklaşık 5,5 katlık bir artışı ifade etmektedir. Bu artış trendinin 2004-2008 arasında da devam etmesi ve fon sayısının 12.000'e ulaşması beklenmektedir.

HF'lerin sayı olarak hızlı artışına paralel olarak, yönettikleri fonların miktarı itibariyle de hızlı bir artış yaşanmaktadır (Grafik 2). HF'lerin yönettikleri fon miktarları 1988 yılında 40 milyar dolar civarında iken 2003 yılında bu miktar, 800 milyar doların üzerine çıkmıştır. Fon miktarlarındaki bu artış trendi, 16 yıllık bir süre içerisinde yaklaşık 19 katlık bir artışı ifade etmektedir. Bu artış trendinin 2004 - 2008 arasında da devam etmesi ve 2008'de 1.700 milyar dolara ulaşması beklenmektedir.

Son yirmi yıllık süre içerisinde hem sayı hem de yönettiği fon tutarı olarak yüksek bir

Grafik 2: Yıllar İtibariyle Dünyada Global Finansal Korunma Fonlarının Yönetimindeki Fon Miktarları (Milyar Dolar)\*



Kaynak: Van Hedge Fund Advisors International Inc. Nashville, TN, USA.

\* 2004-2008 arası tahmini fon miktarlarıdır.

büyüme yakalayan HF sektörü, genellikle ABD'de ve off-shore merkezlerde kurulu HF'ler olmak üzere başlıca iki kısımda incelenebilmektedir. Bu fonların ilk ortaya çıkması ve hızla büyümesi tarihi olarak ABD'de gerçekleştiğinden, bu alanda ABD kökenli firmaların belirgin bir ağırlığı bulunmaktadır (Tablo 1).

#### E. HF'lerin Yasal Zemini

HF'lerin önemli bir bölümü ABD ve diğer gelişmiş ülkelerde faaliyette bulunmaktayken, bunların bir bölümü de off-shore merkezlerde kayıtlı bulunmaktadır. ABD ve diğer ülkelerde doğrudan HF'lere yönelik çok az sayıda düzenleme bulunmaktadır. HF'ler genellikle bireysel ve kurumsal yatırımcılara hizmet verdiklerinden, diğer fon yönetimi ve sermaye piyasası aracı kuruluşlarının tabi oldukları lisans alma, halka açık ise borsaya kote olma, faaliyetlerine ilişkin olarak kamuoyunu bilgilendirme, bağımsız denetim yaptırma ve bu denetim sonuçlarını açıklama, belli muhasebe standartlarına tabi olma ve finansal yapıyla ilgili bilgileri belli dönemler itibariyle açıklama gibi yükümlülükleri bulunmamaktadır. Bu nedenle, HF sektörü hakkında mevcut

bilgilerin eksiksiz ve doğru olduğunu söylemek oldukça güçtür. Ayrıca, bu fonların üstlendikleri riskler konusunda da bilgi sahibi olmak mümkün bulunmamaktadır. Son dönemlerde bazı büyük HF'lerin geçmiş performanslarına ilişkin yaptıkları açıklamalar ise, hem sektör genelini yansıtmamakta hem de çelişkili ya da yorumlanıp teyit edilmesi kolay olmayan bilgiler içerebilmektedir.

Kamu denetimine tabi bulunmayan HF'ler faaliyetleri nedeniyle üstlendikleri riskleri karşılayabilecek düzeyde yasal sermaye bulundurmamak, plâsmanlarının risklerini sınırlandırmak, iç denetim ve risk yönetim sistemlerini kurmak ve etkin çalışmasını sağlamak gibi denetimine tabi kuruluşlara özgü yükümlülükleri de bulunmamaktadır<sup>(7)</sup>.

#### F. Dünyada HF'lere Yönelik Düzenleme Yaklaşımları

Dünyada HF'lere yönelik düzenlemeler yapılması konusu 1998 yılında yaşanan LTCM<sup>(8)</sup> olayından sonra gündeme gelmiştir. Almış olduğu pozisyonların büyüklüğü ile yüksek kaldıraç oranlarında faaliyette bulun-



Tablo 1: Finansal Korunma Fonu Sayıları ve Yönettikleri Fonlar

Finansal Korunma Fonu Sayıları ve Yönettikleri Fonlar					
	1999	2000	2001	2002	2003
<b>ABD'de Kurulu Fonlar</b>					
Fon Sayısı	4.150	4.250	4.400	4.600	4.875
Yönettiği Fon Tutarı (Milyar Dolar)	255	280	315	340	420
<b>Off-Shore'da Kurulu Fonlar</b>					
Fon Sayısı	2.050	2.250	2.600	2.900	3.225
Yönettiği Fon Tutarı (Milyar Dolar)	225	240	285	310	400
<b>Global Finansal Korunma Fonları</b>					
Fon Sayısı	6.200	6.500	7.000	7.500	8.100
Yönettiği Fon Tutarı (Milyar Dolar)	480	520	600	650	820

Kaynak: Van Hedge Fund Advisors International Inc. Nashville, TN, USA.

ması LTCM olayının önemini artırmaktadır. Olayın ortaya çıktığı 1998 yılında LTCM'nin bilançosundaki aktif büyüklüğünün 125 milyar ABD Doları, bilanço dışı işlemlerin nominal tutarının 1 trilyon ABD Doları olduğu, 1998 yılı başındaki öz kaynak / bilanço aktif rasyosunun (bilanço dışında yer alan türev araçlar portföyü dikkate alınmaksızın) 1/25 olduğu raporlanmaktadır (BCBS, 1999a; s. 10).

Nobel ödüllü iktisatçıların başında olduğu LTCM'nin ele alındığı ve LTCM olayının öncesi ve sonrası konusunda araştırmacı gazetecilik türünde bilgiler içeren Lowenstein (2000) ve Dunbar (1999), LTCM olayı ile FED'in LTCM'e yönelik kararlarının ele alındığı Dowd (1999), LTCM olayı boyunca çeşitli manipülatif hareketlerin gerçekleşip gerçekleşmediğini sorgulayan Cai (2003), Rusya krizi ile birlikte ortaya çıkan LTCM olayının uluslararası piyasalardaki bulaşma etkisini ele alan Dungay vd. (2002), Rusya krizi ve ardından gerçekleşen LTCM olayı ile finansal piyasalarda bir kez daha önemi ortaya çıkan piyasa likiditesi konusunu risk yönetimi bakış açısından ele alan Davis (1999), LTCM'nin uluslararası yatırım bankalarının kurtarılması olayının ahlâki tarafını ele alan Furfine (2001) HF'ler ve finans dünyasında önemli bir milat kabul edilen LTCM hakkında önemli bilgi kaynakları arasında sayılabilir.

LTCM olayı, HF'lerin bireysel yatırımcılar için olduğu kadar finansal piyasalar, piyasa oyuncuları, ülke ekonomileri ve global ekonomi açısından taşıdığı risklerin de sorgulanmaya başlanmasını ve bu konudaki bilincin gelişmeye başlamasını sağlamıştır. HF'lerin yukarıda vurgulanan bir dizi muafiyetlerinin yanı sıra tüm faaliyetlerini büyük bir gizlilik içerisinde gerçekleştirmesi bu fonlara yönelik bir takım düzenleyici tedbirlerin alınması hususunu gündeme getirmiştir.

LTCM olayının ortaya çıkmasının ardından, Basel Komitesi tarafından bankaların HF ve benzeri yüksek kaldıraçla çalışan kuruluşlarla etkileşimlerini incelemek amacıyla bir çalışma grubu oluşturulmuştur. Bu çalışma grubunun hazırladığı, yüksek kaldıraçla çalışan kuruluşlarla (HLI) bankaların etkileşimlerini ortaya koyan ve "*Brockmeijer Raporu*" olarak da bilinen rapor (BCBS, 1999a) ile birlikte bu konudaki standartları oluşturacak olan güvenilir uygulamalara ilişkin rapor (BCBS, 1999b) 1999 yılı Ocak ayında yayımlanmıştır. Bu raporları takiben, Basel Komitesi tarafından, 1999 yılında yayımlanan güvenilir uygulama standartlarına ilişkin bir değerlendirme raporu (BCBS, 2000) hazırlanarak 2000 yılı Ocak ayında, Komitenin IOSCO ile ortak çalışması sonucu hazırlanan HLI'lara ilişkin değerlendirme raporu ise 2001 yılı Mart ayında yayımlanmıştır.

Basel Komitesinin çalışmalarına paralel olarak, Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Organizasyonu (IOSCO) tarafından HF'ler ve diğer yüksek kaldıraçla çalışan kuruluşlarla ilgili bir çalışma grubu oluşturulmuştur. Çalışma grubu tarafından yükselen piyasalarda ortaya çıkan ekonomik türbülansın nedenleri ve etkileri ile bu olaylara yönelik düzenleme yaklaşımlarının ne olması gerektiği konusunda hazırlanan rapor (IOSCO, 1999a), grubun HF'ler ve diğer yüksek kaldıraçla çalışan kuruluşlarla ilgili olarak hazırladığı rapor (IOSCO, 1999b) ile birlikte 1999 yılı Kasım ayında yayımlanmıştır. IOSCO (1999b) raporu, özellikle, menkul kıymet şirketlerinde risk yönetimi uygulamaları üzerine odaklanmakta ve yüksek kaldıraçla çalışan kuruluşların oluşturduğu sektördeki şeffaflık ihtiyacına vurgu yapmaktadır.

Bir diğer uluslararası kuruluş olan Uluslararası Swap ve Türevler Birliği (ISDA) tarafından da 1997 ve 1998 olaylarının ardından bir çalışma grubu oluşturulmuştur. Uluslararası 12 büyük ticari banka ile yatırım bankasının katılımıyla oluşturulan bu grup tarafından, bankaların karşı taraf kredi riski (counterparty risk) ve piyasa riski yönetimi uygulamalarındaki eksiklikleri ortaya konularak, bunların ne şekilde geliştirileceğine odaklanılmıştır. Grubun hazırladığı rapor 1999 yılı Haziran ayında yayımlanmıştır (ISDA, 1999).

Uluslararası çalışmalara paralel olarak, ABD Başkanı tarafından oluşturulan çalışma grubu (PWG), LTCM ve takip eden olaylarla birlikte HF'ler ve diğer yüksek kaldıraçla çalışan kuruluşlarla ilgili olarak hazırladığı raporunu (PWG, 1999) 1999 yılı Nisan ayında yayımlamıştır. Raporda, finansal kuruluşların yüksek kaldıraçla çalışmaları ve bundan kaynaklanan riskler üzerinde durularak, yüksek kaldıraçla çalışmanın sınırlandırılmasına yönelik tedbirler üzerinde durulmuştur. Raporda ayrıca bankacılık, menkul kıymet ve vadeli işlemlere ilişkin düzenleme otoritelerinin, denetimlerine tabi kuruluşlarda Basel Komitesi ve IOSCO'nun çalışmalarına paralel olarak, risk yönetimi sistemlerinin geliştirilmesine yönelik çalışmalara hız vermeleri istenmektedir. HF'lerin faaliyetlerindeki dışa kapalılığın içerdiği potansiyel sorunlara da dikkat çekilen rapor-

da mali sistemde şeffaflığın ne şekilde artırılabilirliğine yönelik politika önerilerine de yer verilmiştir.

Finansal İstikrar Forumu (FSF) tarafından, 1999 yılında kurulan çalışma grubunun HF'ler ve diğer yüksek kaldıraçla çalışan kuruluşlarla ilgili olarak hazırladığı rapor, 2000 yılı Nisan ayında yayımlanmıştır (FSF, 2000). Raporda, özellikle HF'lere atıfta bulunularak, HF'lerin finansal istikrara yönelik ortaya çıkardığı sorunlara ve HF'lerle ilgili olarak uluslararası kuruluşlarla ulusal otoritelere yönelik politika önerilerinde bulunulmaktadır. FSF tarafından hazırlanan ve 2001 yılında yayımlanan bir başka raporda ise LTCM olayı ile sonrasında HF sektöründeki gelişmeler ele alınmaktadır (FSF, 2001).

### **G. Yatırımcıların HF'lerden Kaynaklanan Riskleri**

HF'ler, genellikle tek bir ya da çok az sayıda yönetici ve ortak grubu tarafından idare edilmekte ve finansal kaldıraç ile türev araçların kullanımı konularında geniş hareket alanı sağlayan yetkilendirme içermektedirler. Bu durum, fon sahibi (yatırımcı) tarafından yetkilendirilen fon yöneticisinin haddinden çok risk almaksızın yükümlülüğünü yerine getirebilmesini zorlaştırmaktadır.

HF'ler, genellikle, göreceli olarak kısa alım-satım işlemi geçmişiyse ve herhangi başka bir yatırım aracının getirisini referans almak yerine önceden belirlenen salt bir getiriye esas almakla karakterize edilmektedir (APRA, 2003; s.6).

Bir yatırımcı tarafından yatırım portföyünün belli bir bölümüyle HF'ler gibi alternatif yatırımlar gerçekleştirme kararının alınabilmesi, yatırımcı açısından yatırım yapılan finansal araçlardan kaynaklanan risklerin analizi ile birlikte HF yöneticisinden kaynaklanan kredi riskinin de analizinin yapılmasını zorunlu hale getirmektedir. Bu fonlara yapılan plâsmanlarda yatırımcıların karşı karşıya kaldıkları başlıca riskler şunlardır (APRA, 2003; s.7):

— Yüksek finansal kaldıraç oranları (genellikle 2'den 10'a kadar).

— Vergilendirme ve diğer hukuki düzen-

lemelerden muaf ülkelerde kurulan ve herhangi bir düzenleme ve denetime tabi olmayan şirketlerle iş yapılması.

— Tek kişi riski.

— Fonların herhangi bir şekilde bilgi sahibi olunamayan geçmiş performansı.

— Türev araçların yoğun bir şekilde kullanımı.

— Fonun aktif ve stratejileri konusunda kamuoyuna sunulmuş herhangi bir bilginin bulunmaması.

— Geleneksel dönemsel değerlendirme süreçlerinin bulunmaması.

— Herhangi bir yetkilendirmeye gerek olmaksızın çok geniş bir yelpazede yatırım yapılabilmesi.

— Performansın karşılaştırılmasında referans alınabilecek uygun herhangi bir performans ölçütünün bulunmaması.

Bu risklerden bir bölümü geleneksel fon yönetiminde de mevcut olmakla birlikte büyük bir bölümü yalnızca HF'lerde söz konusu bulunmaktadır. Bir kısım HF profesyonel bir şekilde yönetilmekle ve düzenlenmekle birlikte, bu fonlar LTCM örneğinde olduğu gibi çok kısa bir sürede büyük miktarda zararların ortaya çıkmasına da neden olabilmektedir.

#### H. Finansal Piyasaların HF'lerden Kaynaklanan Riskleri

Finansal piyasaların ve ekonomilerin HF'lerden ve yüksek kaldıraçla çalışan diğer kuruluşlardan kaynaklanan riskleri iki bölümde ele alınabilir (FSF, 2000):

1. Gelişmiş ekonomilerde yüksek finansal kaldıraçtan kaynaklanan risklerle birlikte büyük HF'lerin iflası nedeniyle ortaya çıkan sistemik riskler.

2. Küçük ve orta ölçekli açık ekonomilerde HF'ler ve yüksek kaldıraçla çalışan diğer kuruluşların faaliyetlerinden kaynaklanan ve piyasa dinamiklerini etkileyen riskler.

Finansal piyasaların çalışma dinamiği gereği tüm finansal kuruluşlar finansal kaldıraç imkânından faydalanmaktadır. Menkul kıymet ve türev piyasalarında faaliyette bulunan ku-

ruşular<sup>(9)</sup> borcun menkul kıymetleştirilmesi (securitization) yoluyla kredilendirmeye aracılık ederek önemli bir fonksiyon yerine getirmektedir. Bir kuruluşun yükümlülüklerini yerine getirememesi durumunda, öncelikle kuruluşun kreditorleri ile gerçekleştirilen işlemlerdeki karşı taraflar doğrudan etkilemekte, ardından etki zincirleme olarak bu kuruluşla ilişkili diğer kuruluşlara doğru sürmektedir. Dolaylı etkiler, genellikle sert fiyat dalgalanmaları, piyasadaki likiditenin kuruması şeklinde ortaya çıkmakta ve piyasanın volatilitésinin<sup>(10)</sup> artmasına neden olmaktadır. Bu durum, kuruluşun büyüklüğüne ve işlemlerine bağlı olarak, LTCM örneğinde olduğu gibi, tüm dünyadaki finansal piyasaları etkileyebilecek boyuta ulaşabilmektedir.

Küçük ve orta büyüklükteki açık ekonomiler açısından bakıldığında iki önemli husus ön plana çıkmaktadır: Birincisi, büyük ve konsantre pozisyonların piyasa baskıları ile yayılma etkilerini büyütmesi. İkincisi ise, zaman zaman bazı makro HF'ler ile ticari bankalar ve yatırım bankalarının saldırgan strateji uygulamaları nedeniyle piyasaların güvenilirliğinin ve bütünlüğünün tehlikeye sokulması.

HF'lerin ve yüksek kaldıraçla çalışan diğer kuruluşların piyasaların dinamiğini etkileme yollarından birisi diğer piyasa oyuncularına göre daha büyük ve konsantre pozisyonlar almalarıdır. Yatırım stratejisinin bir parçası olarak alınabilecek bu tür pozisyonlar, bu kuruluşlara asimetric bilgiye dayalı davranışlarla piyasadaki beklentileri ve piyasa hareketlerini yönlendirme ve fiyat hareketlerini kendi lehine diğer piyasa oyuncularının aleyhine çevirme imkânı vermektedir.

Diğer bir yol ise, yatırım stratejisine bağlı olarak özellikle makro HF'ler tarafından, ekonomik performansta algılanan zayıflık ve zayıflıklar ortaya çıkmadan önce stratejik pozisyon almaktır. HF'lerin aldıkları bu pozisyonlar, finansal kargaşa döneminde bazen piyasaların istikrarını bozucu bazen de piyasanın etkinliğini artırıcı sonuçlar doğurabilmektedir. HF'ler, makro ekonomik zayıflıklar ile kırılabilirliklerin bulunduğu ekonomilerde uyguladıkları alım-satım stratejileri ile finansal varlıkların fiyatlarında büyük hareketlere neden

olabilmektedir.

Genel olarak bakıldığında, HF'lerin normal koşullarda sağlıklı ekonomilerde piyasaların istikrarını bozucu davranışlarda bulunma ihtimallerinin düşük olduğu ve diğer piyasa katılımcılarının saikleriyle hareket ettikleri, ancak yapısında zafiyetler ve kırılğanlıklar bulunan ekonomilerde saldırgan yatırım politikası izleme ve piyasalarda büyük dalgalanmalara neden olabileme ihtimalinin yüksek olduğu konusunda görüşler de vardır<sup>(11)</sup>.

## II- TÜRK FİNANSAL SİSTEMİ ve HF'LER

Özellikle 1990'lı yıllardan itibaren ülke gündemine gelen ancak ne olduğu konusunda çok fazla bilgi sahibi olunmayan "sıcak para", bir anlamda uluslararası yatırımcıların ülkemiz finansal piyasalarında yürüttükleri faaliyetlerinde kullandıkları fonları ifade etmektedir.

Sıcak paranın ülke ekonomilerine etkileri öteden beri akademik çalışmalara konu olagelmıştır. Bu fonların, küçük ve derinliği olmayan ülkelerin finansal piyasalarına giriş çıkışları, çoğu zaman bu piyasaların dengesini bozacak hızda ve büyüklükte olabilmektedir. Bu tür "sıcak paraları" yöneten kuruluşlardan kontrol edilmesi ve gözetim altında bulundurulması en zor olanları HF'lerdir.

Getiri açısından oldukça cazip finansal araçlara sahip yükselen piyasalardan birisi konumunda bulunan ülkemiz finansal piyasaları, birçok uluslararası yatırım bankası ve fonunun yanında global HF'lerin de gözdesi bir piyasa konumundadır.

Getiri sıralamasında yıllarca en yüksek getiri sağlayan piyasalar arasında yer almış ve birçok krize sahne olmuş olan ülkemiz piyasalarında, uluslararası piyasalarda birçok krize neden olduğu iddiaları nedeniyle kötü üne sahip HF'lerin faaliyetlerinin daha da dikkatli olarak ele alınması giderek zorunlu hale gelmektedir. Yaşanılan krizlerden -gözden kaçması muhtemel- birtakim dersleri alabilmek için, krizlere Türkiye'nin global finans sisteminin bir parçası olduğu ve uluslararası "sıcak para" trafiğini yöneten kuruluşların Türk piyasalarında da yıllardır faaliyette bulunduğu gerçeğinden hareket etmek gerekli-

dir.

Bu amaçla, çalışmanın bu bölümünde Türk mali sisteminin HF'ler karşısındaki durumunu belirleyebilmek için öncelikle, mali sistemin genel yapısı ele alınacaktır. Bunu takiben, Türk mali sisteminin HF'ler karşısındaki zayıf ve güçlü yönleri ile bu fonlardan kaynaklanan tehdit ve fırsatları analiz edilecektir.

### A. Türk Mali Sisteminin Genel Yapısı<sup>(12)</sup>

Mali sistem, genellikle, finansal kuruluşların sundukları hizmetler ve dahil buldukları piyasa ve sektörler itibarıyla para piyasası ve sermaye piyasası olmak üzere başlıca iki bölümde incelenmektedir. Para piyasası grubuna dahil edilen kuruluşlar da bankacılık ve bankacılık dışı mali kesim olmak üzere iki grupta ele alınmaktadır. Bankacılık kesimi, Merkez Bankası, mevduat bankaları, yatırım ve kalkınma bankaları ile özel finans kuruluşlarından, bankacılık dışı kesim ise faktoring, finansal kiralama, forfaiting ve sigorta şirketlerinden oluşmaktadır. Sermaye piyasasını ise aracı kurumlar, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, yatırım danışmanlığı, portföy yöneticiliği ve genel finans ortaklıkları şirketleri oluşturmaktadır.

Türk mali sistemi de, yukarıdaki sınıflandırmaya benzer bir şekilde para piyasası kuruluşları ile sermaye piyasası kuruluşlarından meydana gelmektedir. Konsolide olarak bakıldığında, bankaların haricindeki para piyasası kuruluşları ile sermaye piyasası kuruluşlarının önemli bir bölümünün bankaların iştiraki ve bağlı ortaklığı konumunda bulunması nedeniyle Türk mali sisteminde ağırlığı bankacılık kesiminin oluşturduğunu söylemek ve analizlerde bankacılık sektörüne ağırlık vermek yaklaşım olarak hatalı olmayacaktır.

Türk bankacılık sisteminin aktif büyüklüğü, 2003 ve 2004 yılı sonunda sırasıyla 249,69 ve 306,44 milyar YTL iken Ağustos 2005 itibarıyla 352,19 milyar YTL'ye ulaşmıştır (Tablo 2). Sistemin aktif büyüklüğü ABD Doları bazında, 2003 yılı sonunda 179,21 milyar dolar iken, 2004 yılı sonunda 229,32 milyar dolar, Ağustos 2005 itibarıyla de 261,4 milyar dolara yükselmiştir. Bankacılık sisteminin

Tablo 2: Türk Bankacılık Sektörüne İlişkin Bilgiler

BANKACILIK SEKTÖRÜ BİLGİLERİ (Milyon YTL)	Ağustos 2005	Aralık 2004	Aralık 2003	Aralık 2002
<b>TOPLAM AKTİF BÜYÜKLÜĞÜ</b>	352 186	306 439	249 688	212 681
Kamu sermayeli mevduat bankaları	115 950	108 841	83 134	67 831
Özel sermayeli mevduat bankaları	204 444	175 924	142 270	119 471
Yabancı sermayeli mevduat bankaları	19 965	10 347	6 944	6 630
Kalkınma ve yatırım bankaları	11 827	11 327	10 265	9 438
<b>BİLANÇO ANA KALEMLERİ (AKTİF)</b>				
Menkul değerler cüzdanı (MDC)	137 445	123 681	106 844	86 104
Krediler	129 656	99 342	66 222	48 981
<b>BİLANÇO ANA KALEMLERİ (PASİF)</b>				
Mevduat	215 703	191 065	155 312	137 973
Bankalara Borçlar	44 065	33 765	25 918	21 967
Özkaynaklar	49 015	45 963	35 538	25 699
<b>GAYRISAFİ MİLLİ HASILA (GSMH)</b>	485 058*	428 932	356 681	275 032

Kaynak: BDDK (2005), (DPT)www.dpt.gov.tr .

\* DPT tahmini.

GSMH'ye oranı, 2003 yılında % 70 iken, 2004 yılında % 71,44 olarak gerçekleşmiştir.

Bankacılık sisteminde, yıllar itibariyle azalma trendi içerisinde bulunmakla birlikte kamu bankalarının payı 2002 yılında % 31,89 iken, 2003 yılında % 33,30'a, 2004 yılında ise % 35,52'ye yükselmiştir<sup>(13)</sup>. Ağustos 2005 itibariyle kamu bankalarının payı % 32,92'ye gerilemiştir. Yabancı yatırımcıların Türk bankacılık sistemine yönelik ilgilerinin son yıllarda artmasının bir sonucu olarak yabancı sermayeli mevduat bankalarının payı 2002 yılında % 3,11 iken Ağustos 2005'de % 5,6'ya yükselmiştir. Yatırım bankalarındaki yabancı payları da dikkate alındığında bu oran daha da yükselmektedir.

Türk bankacılık sisteminin aktif yapısı incelendiğinde menkul kıymetlerin ve kredilerin ağırlığı ön plana çıkmakta, ekonomik konjoktüre bağlı olarak likit varlıkların payında önemli değişimler görülebilmektedir. Bankacılık sisteminin aktif yapısında, son dönemde enflasyon, faiz oranları ve döviz kurlarında yaşanan gelişmelere bağlı olarak krediler ve menkul kıymetlerin ağırlığı artmakta, bu yapı içerisinde krediler lehine bir gelişim dikkati çekmektedir.

Bankacılık sisteminde, menkul kıymet portföyündeki (MDC), artış hızı yavaşlamış, kre-

dilerdeki artış hızı ise, özellikle tüketici kredilerindeki yüksek büyümeye bağlı olarak yükselmiştir. Buna bağlı olarak kredilerin toplam aktifler içerisindeki payı artma, menkul kıymetlerin ise, azalma eğilimi göstermektedir. Ağustos 2005 itibariyle, MDC'nin % 94,47'si kamu borçlanma senetlerinden oluşmaktadır. Kamu borçlanma senetleri toplamının % 87,64'ünü devlet tahvilleri, % 7,23'ünü euro-bondlar, % 3,45'ini dövize endeksli senetler ve % 1,68'ini ise, Hazine bonoları oluşturmaktadır.

Bankacılık sisteminin pasif yapısında mevduatın payı yıllardır önemli bir düzeyde bulunmaktadır. Bankaların en önemli fon kaynağı durumunda bulunan TL mevduatların payı toplam mevduatlar içerisinde yükselirken, YP (yabancı para) cinsinden mevduatın payı kurlardaki düşüşün etkisiyle gerilemiştir. Bununla birlikte, son dönemde döviz kurlarındaki düşüşün ve kamu bankalarının piyasalara ve bankalara olan borçlarının azalması ile mevduatla birlikte sistemin para piyasalarına borçlarının pasif toplamı içindeki payı düşerken, sendikasyon kredisi şeklinde sağlanan fonların payında önemli artışlar görülmektedir.

Bankacılık sisteminin özkaynaklarında da son dönemde reel bir büyüme göze çarp-

Tablo 3: Türk Mali Sisteminin HF'ler Karşısındaki Zayıf ve Güçlü Yönleri

ZAYIF YÖNLERİ	GÜÇLÜ YÖNLERİ
Hukuki ve düzenleme altyapısının yetersizliği.	Finansal piyasaların krizlere ve aşırı piyasa hareketlerine (volatilité) alışık olması. Son zamanlarda volatilitenin makul seviyelere inmesi ve ulusal paranın geçmiş dönemlere nazaran yabancı paralar karşısında istikrarı yakalamış olması.
Finans piyasalarının derinliğinin olmaması.	
Denetim ve gözetim mekanizmalarının yeterince etkin olmaması.	
Şeffaflığın yetersizliği nedeniyle suiistimallere açık olması.	
Risk yönetimi kültürünün yerleşmemiş olması,	
Yerli yatırımcıların piyasaların işleyişi konusunda yeterince bilgi sahibi olmaması.	
Piyasadaki büyük oyuncuların kolaylıkla piyasayı etkileyebilmesi.	
Risk-getiri ilişkisinin genellikle kısa vadeli sermaye hareketleri için cazip olması.	
Finansal kuruluşların HF'lerle ilişkilerinde bu fonlardan kaynaklanabilecek risklerin yönetimi konusundaki bilinç eksikliği.	
Özellikle siyasi gelişmelere ve olaylara olan yüksek duyarlılık (event risk).	
Jeopolitik ve politik risklere olan duyarlılıkların istismar edilmesi riski.	Makro ekonomik yapıda gerçekleştirilen kalıcı reformlarla sağlanan istikrar ve büyüme ortamı. Bankacılık ve finansal sistemin dışa açılması ve yabancı sermaye girişlerinde önceki dönemlere oranla çok büyük ölçüde artış olması.
HF'lerin portföy oluşturma stratejileri konusundaki bilgi ve teknoloji eksikliği.	

maktadır: 2002 yılı sonunda 25,7 milyar YTL (15,67 milyar dolar) olan özkaynaklar, 2003 yılında % 24,35, 2004 yılında % 15,49 ve 2005 yılının ilk sekiz aylık döneminde de % 2,32 oranında reel olarak büyüyerek, 49,02 milyar YTL'ye (36,38 milyar dolara) ulaşmıştır.

Bankacılık sisteminin sermaye yeterliliğinde de son dönemde olumlu bir gelişme göze çarpmaktadır. Sistemin 2000 yılında % 9,3 olan sermaye yeterliliği rasyosu 2001'de % 20,8'e, 2002'de % 25,12'e, 2003'de % 30,93'e yükselmiş, 2004'de % 28,80'e gerilemiş ve Ağustos 2005 itibarıyla ise, % 25,2 olarak gerçekleşmiştir.

Yıllarca bankacılık sisteminin en önemli sorunlarından birisi haline gelen yabancı para pozisyon açıkları sorunu, Şubat 2001'de uygulamaya konulan dalgalı kur sistemiyle ve Hazine kâğıtlarında yapılan takas işlemleri sonucu önemli miktarda azalmıştır. Bankacılık sisteminin açık pozisyon miktarı 2002 yılı sonunda 551 milyon dolar seviyesinde iken,

2003 yılında döviz kurlarında yaşanan gelişmelere rağmen gerileyerek yıl sonunda 20 milyon dolar, 2004 yılı sonunda 71 milyon dolar ve Ağustos 2005 itibarıyla de 436 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Bir diğer ifadeyle, bankacılık sektöründe yabancı para pozisyon açığı pozisyon açmaya elverişli bir ortam bulunmasına rağmen risk algılayışı nedeniyle yok denecek kadar düşük seviyelere gerilemiş durumdadır. Ancak bu durum veri kabul edilmemelidir. Zira açık pozisyonun beklentilere, değişen koşullara ve dış dinamiklere göre artıp azaldığı bugün artık bilinen bir gerçektir.

### B. Türk Mali Sisteminin HF'ler Karşısındaki Durumu

Mali sisteminin önemli bir bölümü bankalardan oluşan Türkiye'de, son yıllarda sistemin alt yapısının güçlendirilmesi, piyasalarda istikrarın sağlanması ve piyasaların etkin çalışması yönünde önemli bir takım adımlar atılmış durumdadır. Özellikle bankacılık sisteminde gerçekleştirilen reformlarla sistemin alt

**Tablo 4: Türk Mali Sisteminin HF'ler Nedeniyle Karşı Karşıya Bulunduğu Tehditler ve Fırsatlar**

TEHDİTLER	FIRSATLAR
Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik dengeler üzerindeki olası bozucu etkisi.	Mali sistemin hukuki ve düzenleme altyapısının ülke koşullarını da dikkate alarak uluslararası düzeye çekilebilecek olması. Yüksek enflasyon, yüksek reel faiz ve kamunun yüksek borçlanma gereğinin azalma trendinin sürekli hale getirilmesine katkıda bulunulabilecek olması.
HF'lerin, derinliği bulunmayan ve manipülasyona açık piyasalarda piyasanın istikrarını bozucu davranışları.	Yeni makro ekonomik ortamın (düşük reel faiz, düşük enflasyon, kamunun düşük borçlanma gereği) finansal piyasaların derinliğinin artmasına ve yeni finansal araçların geliştirilmesine katkıda bulunabilecek olması.
Amacı piyasaların işleyiş dinamiklerine müdahabe bulunmak suretiyle kısa vadede büyük kârlar elde ederek, yine kısa vadede ülkeyi terk edebilen bu fonların finansal piyasalara olan güvenin sarsılmasına, piyasalardaki istikrarın kaybolmasına, piyasaların işleyiş mekanizmalarının yara almasına neden olabileceği.	Makro ekonomik ortamın iyileşmesi sayesinde, amacı finansal piyasalarda dalgalanmalara neden olmak suretiyle aşırı piyasa hareketlerinden kazanç elde etme peşindeki uluslararası yatırımcıların ülke ekonomisinin aleyhine davranışlarda bulunmasının engellenebilecek olması ve ekonomik ortamın kısa vadeli portföy yatırımları şeklindeki sermaye hareketlerinden ziyade uzun vadeli sabit sermaye yatırımları için daha cazip hale getirilmesinin sağlanabileceği olması. Mali piyasaların fiziki ve teknolojik alt yapısının güçlendirilmesi ile yeni finansal araçların kullanımı için gerekli alt yapının oluşturulmasının sağlanabileceği olması.
Hukuki alt yapı ile düzenleme alt yapısının yetersiz olmasından faydalanılarak ya da mevcut düzenlemeler dolanılarak yapılan işlemlerin piyasalara olan güvenin kaybolmasına ve piyasalardaki rekabet yapısının bozulmasına neden olabileceği.	Risk yönetimi kültürünün geliştirilmesi ile finansal piyasalardaki yatırım kararlarının risk-getiri ilişkisi göz önünde bulundurulurak alınabileceği olması. Piyasalardaki şeffaflığın artırılması yolu ile manipülasyonların ve suiistimallerin önlenebileceği olması. Finansal piyasalardaki denetim ve gözetim mekanizmalarının piyasaların gelişmişlik seviyesine paralel olarak yenilenmeye tabi tutulması, bu şekilde piyasaların işleyiş dinamiklerini bozacak, etkin çalışmasını engelleyebilecek her türlü hareketin engellenebileceği olması.
Ekonominin finansmanı için kullanılması gereken ülke kaynaklarının ve ülke ekonomisi için hayati önem taşıyan fonların, ekonominin büyümesi için kullanılması yerine bu fonlar aracılığı ile yurtdışına çıkarılabilmesi riski.	Yatırımcıların finansal piyasaların işleyişi, piyasadaki işlemlerin hukuki alt yapısı, finansal araçlar, bunların fiyatlandırılması, bu araçlardan kaynaklanan riskler ve bunlardan elde edilebilecek getiriler vb. konularda bilinçlenmeleri sağlanarak, piyasanın daha etkin işleyişinin sağlanabilmesi, büyük piyasa oyuncularından piyasaların manipüle edilmesinin piyasanın işleyişi içerisinde engellenebileceği olması.

Yapısının güçlendirilmesi sağlanmış, makro ekonomik yapıdaki olumlu gelişmelerin de yardımıyla mali sistemde istikrarlı bir trend yakalanmış durumdadır.

Özellikle yükselen piyasalar olarak adlandırılan Türkiye, Arjantin, Brezilya, Singapur, vb. ekonomilerin getiri açısından cazibesi, tüm dünyada büyük bir sektör haline gelmiş olan HF'lerin ilgilerini bu ülkelere yönlendirmelerini beraberinde getirmektedir. Tipik özellikleri,

yatırım stratejileri ve risk-getiri algılayışlarına ilk bölümde yer verilen HF'lerin kârlarını maksimize etmek amacıyla bir çok ülkede gerçekleştirildiği faaliyetlerin sistemik risklere ve finansal piyasaların dinamiklerinin bozulmasına neden olabilmesi, finansal piyasaların bu fonlar karşısındaki durumunun daha dikkatli ele alınmasını zorunlu hale getirmektedir. Türk mali sisteminin HF'ler karşısındaki durumunun ele alındığı bu bölümde, sistemin HF'lerin olumsuz etkileri dikkate alın-

narak zayıf ve güçlü yönleri belirlenmeye çalışılarak, HF'lerin sistem açısından ne tür tehditler yaratabileceği, hangi fırsatları beraberinde getirebileceği konusu irdelenecektir.

### **B.1. Mali Sistemin Zayıf ve Güçlü Yönleri**

Türk mali sisteminin HF'ler karşısındaki başlıca zayıf yönlerinin sistemin ana unsurlarındaki bir takım eksiklik ve yetersizliklerden kaynaklandığı düşünülmektedir. Sistemin başlıca zayıflıkları; hukuki altyapıdaki yetersizlikler, piyasalarda derinliğinin olmaması, gözetim ve denetim konusunda alınması gereken çok fazla mesafenin olması, şeffaflık, risk yönetimi kültürünün yerleşmemiş olması, yatırımcıların piyasaların işleyişi konusundaki bilgi eksiklikleri, finansal kuruluşların HF'lerden kaynaklanan riskler konusunda bilgi eksiklikleri olarak sıralanabilir (Tablo 3).

Mali sistemin başlıca güçlü yönleri ise, özellikle 1990'lı yıllardan itibaren yaşanan finansal kriz ve piyasalardaki aşırı fiyat hareketlerine karşı finansal kuruluşların geliştirmiş oldukları refleks ile son dönemde gerçekleştirilen yapısal reformların sağladığı kalıcı istikrar ve büyüme ortamı olarak ifade edilebilir (Tablo 3).

### **B.2. Mali Sistemin Karşı Karşıya Bulunduğu Tehditler ve Fırsatlar**

Türk mali sisteminin HF'ler nedeniyle karşı karşıya bulunduğu başlıca tehditler; kısa süreli fon hareketlerinin ekonomik dengeler üzerindeki bozucu etkileri, piyasaların derinliğinin bulunmaması nedeniyle manipülasyona açık olması, HF'lerin faaliyetleri nedeniyle piyasalara olan güvenin sarsılması, istikrar ortamının ortadan kalkması ve piyasaların işleyiş mekanizmalarının zarar görmesi riski, mevcut düzenlemelerin dolanılması yoluyla gerçekleştirilen işlemler nedeniyle piyasalara olan güvenin sarsılması, ekonomi için gerekli ülke fonlarının yurtdışına çıkarılması nedeniyle ekonomi için gerekli fonların temin edilememesi riski olarak sıralanabilir (Tablo 4).

Türk mali sisteminin HF'lere karşı alınabilecek tedbirler sayesinde yakalayabileceği başlıca fırsatlar da şu şekilde özetlenebilir: Mali sistemin hukuki ve düzenleme altyapısı-

nın uluslararası normlara getirilmesi yönündeki ciddi çabalar. Yüksek enflasyon, reel faiz ve kamunun yüksek borçlanma gereğinin azalma trendinin devam ettirilebilecek olması. Kısa vadeli sermaye hareketlerinden ziyade uzun vadeli sabit sermaye yatırımları için cazip bir ekonomi haline gelinebilecek olması. Mali piyasaların fiziki ve teknolojik alt yapısının güçlendirilmesi ile yeni finansal araçların kullanımı için gerekli alt yapının oluşturulmasının sağlanabileceği olması. Risk yönetimi kültürünün geliştirilmesi ile finansal piyasalardaki yatırım kararlarının risk-getiri ilişkisi göz önünde bulundurularak alınabileceği olması. Piyasalardaki şeffaflığın artırılması yolu ile manipülasyonların ve suiistimallerin önlenilebileceği olması. Gözetim ve denetim sistemlerinin güçlendirilmesi yoluyla piyasaların işleyiş dinamiklerini bozacak, etkin çalışmasını engelleyebilecek her türlü hareketin engellenebileceği olması ve küçük yatırımcıların piyasaların işleyişi içerisinde korunmasının sağlanabileceği olması, olası manipülasyonların engellenebileceği olması (Tablo 4).

### **DEĞERLENDİRME VE SONUÇ: HF'LERE YÖNELİK POLİTİKA ve STRATEJİ ÖNERİSİ**

Tam anlamıyla HF'leri doğrudan hedef alan herhangi bir düzenleme mevcut değildir. Bunun temel nedeninin HF'leri doğrudan gözetim ve denetim altında tutabilmeyi sağlayacak bir sistemin oluşturulabilmesindeki zorluktur. Diğer taraftan HF faaliyetlerinin düzenlemeye tabi tutulması durumunda büyük çoğunluğu gelişmiş ülkelerde yerleşik HF'ler faaliyetlerini off-shore merkezlere kaydırmayı tercih edebileceklerdir.

Ayrıca, HF'lerin doğrudan düzenlemeye tabi tutulması birçok ülkenin yasama, yürütme ve yargı organlarının yüksek dercede koordinasyon içinde çalışmalarını zorunlu hale getirmektedir. Böyle bir durum, bankacılık denetim otoritelerinin yetki ve sorunluluklarının ötesinde bir durumdur. Bu nedenle, bankacılık denetim otoriteleri doğrudan doğruya HF'lere yönelik düzenlemeler getirmek yerine bunların işlem gerçekleştirdikleri kuruluşlar olan bankalar ve diğer finansal kuruluşlara yönelik düzenlemeler ile dolaylı olarak HF'ler-



den kaynaklanan riskleri azaltmaya çalışmaktadırlar (McDonough, 1998; s.3).

Ancak SEC<sup>(14)</sup> sektörün önde gelen kurum, kuruluş ve akademik çevreler ile gerçekleştirdiği kapsamlı değerlendirmeler neticesinde bu konudaki sorunları ve olası çözüm önerilerini içeren bir rapor hazırlamıştır (SEC, 2003). Kıta Avrupa'sında ise en önemli adım İngiliz Mali Hizmetler Otoritesi (FSA) tarafından atılmıştır. FSA tarafından 2002 yılında yayınlanan "Hedge Funds ve FSA" başlıklı raporda İngiltere'de kurulu HF yöneticilerinin düzenlemeye tabi tutulması ve HF'lerin faaliyetlerine ilişkin olarak Otorite'nin kısıtları tartışılmıştır (FSA, 2002). Bu raporu takiben yapılan değerlendirme ve sektör temsilcileri ile görüşmeler neticesinde FSA ikinci raporunu 2005 Haziran ayında yayınlamıştır (FSA, 2005). Bu raporda özellikle finansal istikrar ve piyasalara duyulan güven, piyasanın temiz olması, faaliyetlerde suç unsuru bulunmaması ve tüketicinin korunması hedeflerine yer verilmiştir. Diğer taraftan raporda büyük önem atfedilen hususlardan biri de HF'ler kadar HF'ler ile işlem yapan ve ilişkide bulunan tarafların nitelikleri ve HF'lere yaklaşımları olmuştur.

HF'lerin düzenlemeye tabi tutulmasında HF'lerin kurumsal yönetişimi başlıklı makalesiyle Gregoriu ve Christopherson (2005) konuya farklı bir bakış açısı getirmiştir. Yazarlar HF'lerin faaliyetlerindeki gizliliğin kurumsal yönetim ve dolayısıyla performanslarının (risk-getiri) kamuya açıklanması yoluyla bir nebze olsun azaltılabileceğini ifade etmişlerdir.

HF'lerin ve diğer yüksek kaldıraçla çalışan kuruluşların Türk mali sistemine ve ekonomisine yönelik risklerinin azaltılabilmesi için izlenecek yöntemler ve benimsenecek politika ve stratejiler, öncelikle HF'ler konusunda benimsenen genel yaklaşımları (Basel Komitesi, IOSCO, FSF, SEC vb.) dikkate alınmalıdır. Özellikle bankaların ve emeklilik fonlarının HF'lerle olan ilişkilerinde azami derecede dikkatli olmaları konusunda rehber ilkeler hazırlanmalıdır.

HF'lerle ilgili olarak, kısa ve orta vadede, birçok ülkenin yasama, yürütme ve yargı or-

ganlarıyla eş zamanlı ve yakın koordinasyon halinde çalışma imkânı bulunmamaktadır. Bu nedenle öncelikli olarak, HF'lerin ülkemizde ilişki içerisinde bulunduğu kuruluşlar üzerinde bir takım ilave yasal yükümlülükler getirmeye ve bu kuruluşların HF'lerin faaliyetleri ile ilgili olarak yakın gözetim ve denetim altında bulundurulmasına yönelik strateji ve politikaların izlenmesi gerekliliği ön plana çıkmaktadır.

Bu çerçevede, özellikle sistemik risklerin azaltılması ve piyasa dinamiklerinin güçlendirilmesi ve bunlara yönelik tedbirlere başvurulabilir. Sistemik risklerin azaltılmasına yönelik strateji ve politikaların amacı; HF'lerin gerçekleştirdikleri işlemlerde karşı tarafı oluşturan bankalar, sermaye piyasası aracı kuruluşları ve diğer finansal kuruluşlara yönelik alınabilecek tedbirler yoluyla sistemik risklerin ortaya çıkmasının engellenmesi olmalıdır. Piyasa dinamiklerinin güçlendirilmesine yönelik strateji ve politikaların amacı ise, HF'lerin ve diğer finansal kuruluşların, finansal piyasaların işleyiş dinamiklerini bozmalarına engel olunması ve piyasaların ekonominin ihtiyaçları doğrultusunda etkin olarak işleyişinin sağlanması olmalıdır.

Bu amaçlarla uygulamaya konulacak strateji ve politikaların şu alanlara odaklanması uygun olabilir:

— Türkiye'deki bankaların ve diğer finansal kuruluşların işlemin gerçekleştirildiği karşı taraftan (HF'lerden) kaynaklanabilecek finansal ve finansal olmayan risklerini etkin bir şekilde yönetilebilmesini sağlayacak şekilde risk yönetimi sistem ve süreçlerinin güçlendirilmesi.

— HF'lerle gerçekleştirilen işlemler konusunda denetim otoritelerinin denetim ve gözetimlerinin etkinliğinin artırılması.

— Finansal piyasaların düzenleme ve operasyonel altyapısının güçlendirilmesi; piyasaların derinliğinin artırılması, düzenleme eksikliklerinin giderilmesi, fiziki ve teknolojik alt yapısının güçlendirilmesi, yeni finansal araçların kullanımı için gerekli alt yapının oluşturulması.

— Bankaların sermaye yeterliliğinin taşıdıkları risklere daha duyarlı bir şekilde he-

Tablo 5: HF'lerin Benimsedikleri Temel Yatırım Stratejileri ve Beklenen Risk Düzeyleri

FON TÜRÜ	YATIRIM STRATEJİSİ	BEKLENEN RISK DÜZEYİ
Saldırgan Büyüme (Agressi ve Growth) Fonu	Hisse başına getirisinde hızlı bir büyüme beklenen hisse senetlerine yatırım yapılmaktadır. Bu tür hisse senetlerine yatırımla alınan uzun pozisyonlar getirisinde düşme beklenen hisse senetleri veya borsa endekslerinde kısa pozisyon almak suretiyle finansal korunmaya alınmaktadır.	Yüksek
Sorunlu Menkul Kıymetler (Distressed Securitized) Fonu	İflas ya da yeniden yapılanma halindeki şirketlerin hisseleri, borçları ya da ticari alacakları yüksek iskontolar ile satın alınmaktadır. Bu tür yatırımlardan elde edilen kârlar genellikle piyasanın bu tür firmaların hisselerinin gerçek değeri konusundaki bilgi noksanlığından yararlanılarak elde edilmektedir. Sonuçlar genellikle piyasanın genel hareket yönüne bağlıdır.	Orta ve Düşük
Yükselen Piyasalar (Emerging Markets) Fonu	Yükselen veya gelişmekte olan piyasalar olarak nitelendirilen, denlik kazanmamış finansal piyasalara, yüksek enflasyona ve oynak büyüme oranlarına sahip ülkelerin hisse senetlerine ve tahvillerine yatırım yapılmaktadır. Bu ülkelerde, açığa satışa genellikle izin verilmemiş olduğundan, yapılan yatırımlar herhangi bir kısa pozisyon almak suretiyle finansal korunmaya alınmamaktadır.	Çok Yüksek
Finansal Korunma Fonlarının Fonu (Funds of Hedge Funds)	Finansal korunma fonları ile diğer yatırım araçlarının eşlendiği ve bir araya getirildiği fonlardır. Birbirinden farklı yatırım stratejileri ile aktif finansal varlık gruplarına yapılan plasmanları bir araya getirilerek tek tek fonların elde edileceğinden daha az riskli ve sürekli getirili uzun vadeli yatırım yapılması amaçlanmaktadır. Fonun riski ve getirisi oluşturulan portföyün ağırlıkları ile oynanarak kontrol altında tutulabilmektedir.	Düşük-Orta-Yüksek
Gelir (Income) Fonu	Yalnızca sermayenin getirisinden ziyade öncelikli getiriye ya da cari gelire odaklanan strateji budur. Faiz geliri ve finansal varlığın değerinin artmasından kâr elde edilecek amacıyla bazen tahvil ya da sabit getirili menkul kıymet almak suretiyle kaldıraç imkanından yararlanılabilmektedir.	Düşük
Makro Fonlar	Bu tür fonlar, hükümet politikalarında faiz oranları ile birlikte döviz kurarını, hisse senedi ve vadeli işlem piyasalarını etkileyen değişikliklerin beraberinde global ekonomilerde meydana gelmesini beklenen değişikliklerden kâr elde etmeyi amaçlamaktadır. Bu fonlar, aynı anda olmasa da hisse senedi, tahvil ve bono, döviz ve ticari mal piyasalarına katılmakta, piyasa hareketlerinin etkilerini şiddetlendirmek için kaldıraç etkisinden ve türev finansal araçlardan faydalanmaktadır. Bu fonlar, bazen finansal korunmaya yönelik tedbirler olsa da, genellikle kaldıraç etkisi ve yönlendirmeler ile piyasa hareketlerinin şiddetini artırmakta ve bu şekilde getiri performanslarını artırmaktadır.	Çok Yüksek
Piyasa Nötral-Arbitraj (Market Neutral Arbitrage) Fonu	Piyasa riskinden korunmak için aldığı pozisyonu elimine edecek bir işlemle finansal aracı ihraç eden kuruluşun bir başka finansal aracını kullanarak yeni bir pozisyon almaya dayanmaktadır. Örneğin, bir şirketin ihraç ettiği tahvil kabul (convertible) bonolarındaki uzun pozisyonun riski aynı şirketin hisse senetlerinde kısa pozisyon almak suretiyle elimine edilebilmektedir. Bu strateji, faiz oranı riskine karşı finansal korunma amacıyla future işlemi de yapılabilmektedir. Bu stratejinin odaklandığı nokta, tahvil ve hisse senedi piyasalarında düşük veya sıfır korelasyonla getiri elde etme kriteri. Bu yatırım stratejileri, sabit getirili menkul kıymetler, ipeleğe dayalı kıymetler, kapalı uçlu fon arbitrajı gibi finansal araçların karşılaştırılması olarak dikkate alınması suretiyle beirlenmektedir.	Düşük
Piyasa Nötral-Menkul Kıymetlerle Finansal Koruma Sağlama (Market Neutral-Securitized Hedging) Fonu	Genellikle aynı sektördeki hisse senetlerinden eşit tutarlarda uzun ve kısa pozisyonlar alınmaktadır. Bu tür bir yatırım stratejisi ile piyasa riski büyük oranda azaltılabilmektedir. Ancak, bu tür bir stratejide hisselerin analizi ve hisse seçimi anlamlı sonuçlar elde edilemek için büyük önem taşımaktadır. Ayrıca, getirilerin artırmak için kaldıraç etkisinden yararlanılabilmektedir. Piyasa ile düşük veya sıfır korelasyon durumu mevcuttur. Sistematik riske (piyasa riski) karşı finansal korunma sağlamak amacıyla bazen, piyasa endeksine ilişkin future işlemleri de yapılabilmektedir. Referans noktası ve karşılaştırma amacıyla devlet tahvillerinin getirilerinden yararlanılmaktadır.	Düşük
Piyasa Zamanlaması (Market Timing) Fonu	Fon yöneticisinin ekonomiye ve piyasalar konusundaki görüşlerine bağlı olarak fonlar farklı finansal varlık grupları arasında dağıtılmaktadır. Yatırım portföyündeki ağırlık finansal varlık grupları arasında büyük farklılıklar gösterebilmektedir. Piyasa hareketlerinin tahmin edilemezliği ile birlikte piyasaya giriş ve piyasadan çıkışın doğru zamanlamasının zorluğu bu tür stratejilerin riskini yükseltmektedir.	Yüksek
Fırsatçı (Opportunistic) Fonlar	Yatırım stratejisi; halka arz, firmanın kârlılığındaki değişim nedeniyle ani fiyat değişimleri, düşmanca fiyat yükselme benzeri olaylara bağlı fırsatlar ortaya çıkıtıca değişiklik göstermektedir. Bu tür fonlar, herhangi bir varlık sınıfıyla veya yatırım stratejisi ile sınırlandırılmamıştır. Yatırım stratejisinin özünde, kâr elde edilemek için her türlü fırsattan yararlanmak esastır.	Değişken
Çoklu Strateji (Multi Strategy) Fonu	Kısa ve uzun vadede getiri elde edilecek amacıyla eş zamanlı olarak bir çok yatırım stratejisinin uygulamaya konulması esastır. Bu tür bir yatırım yaklaşımı, fon yöneticisine önüne çıkan fırsatlara göre farklı stratejiler ağırlık verebilme imkânı sağlamaktadır.	Değişken
Açığa Satış Short Selling) Fonu	Fon yöneticisinin menkul kıymetleri ya da piyasanın aşırı değerlendirildiğine ilişkin analizine ya da muhasebe düzensizlikleri, yeni rekabetin ortaya çıkması, yönetim değişikliği gibi nedenlerle gelir beklentilerinin gerçekleşmeyeceğine ilişkin beklentilere dayalı olarak; sahip olunmayan bir menkul kıymetin gelecekte fiyatının düşeceği ve daha düşük fiyalla geri alınabileceği beklentisiyle satılması stratejisine dayanır. Bu tür işlemler genellikle uzun bir pozisyonun finansal korunmaya alınması ya da piyasada fiyatların düşeceğini bekleyen yatırımcılarca gerçekleştirilmektedir.	Yüksek
Özel Durum (Special Situations) Fonu	Birleşme, düşmanca satın almalar, yeniden yapılandırılmalar ya da özelleştirmeler gibi olaylara dayalı olarak yatırım yapılmaktadır. Bu tür stratejilerde, getiri performansını artırmak amacıyla türev araçlarla birlikte kaldıraç imkanlarından da yararlanılmaktadır.	Orta

saplanması.

— Finansal piyasalarda işlem yapan kişi ve kuruluşlar hakkında yeterli ve doğru bilginin edinilmesine, HF'ler adına işlem gerçekleştiren kişi ve kuruluşların HF'ler hakkında

yeterli bilgi sahibi olmasının sağlanmasına yönelik tedbirlerin alınması.

— Yüksek sistemik risk taşıyan işlemleri gerçekleştirecek kuruluşlara yönelik doğru-  
dan düzenlemeler getirilmesi.

Bu alanlarda uygulamaya konulacak strateji ve politikalar; Türk mali sisteminin kurumsal, fiziki ve teknolojik altyapısının güçlendirilmesine, finansal piyasaların ekonominin ihtiyaçları doğrultusunda ve güçlü etkinlikle faaliyet göstermesine, HF ve diğer yüksek kaldıraçla faaliyet gösteren yatırım fonlarının piyasaların dinamiklerini bozucu etkilerinin mümkün olduğunca bertaraf edilmesine ve sistemik riskin minimize edilmesine katkıda bulunabilecektir.

Başta da ifade edildiği üzere yapılan bu çalışmanın amacı HF'ler konusunda bir farkındalığın oluşmasına katkıda bulunmak, zengin akademik içeriğe sahip bu konuda araştırmaları teşvik etmektir.

### KAYNAKÇA

- APRA, Australian Prudential Regulation Authority (2003) The Hedge Fund Dilemma, APRA Insight-2 nd Quarter 2003.

- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (2005); Aylık Bülten (Montly Bulletin), Ankara, Ekim 2005.

- Basel Committee on Banking Supervision (1999a) Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions (The Brockmeijer Report), BIS, Basel, January 1999.

- Basel Committee on Banking Supervision (1999b) Sound Practices for Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions, BIS, Basel, January 1999.

- Basel Committee on Banking Supervision (2000) Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions: Implementation of the Basel Committee's Sound Practices, BIS, Basel, January 2000.

- Basel Committee on Banking Supervision (2001); Review of Issues Relating to Highly Leveraged Institutions (HLIs), BIS & IOSCO, Basle, March 2001.

- Cai, Fang (2003) Was There Front Running During the LTCM Crisis?, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, Number 758, February 2003.

- Davis, E. Philip (1999) Russia/LTCM and Market Liquidity Risk, Bank of England, London, June 1999.

- Dowd, Kevin (1999) Too Big to Fail? Long-

Term Capital Management and the Federal Reserve, Cato Institute Briefing Papers No: 52, 23 September, 1999.

- Dunbar, Nicholas (1999) Inventing Money, John Wiley & Sons.

- Dungey, M.; Fry, R.; Gonzalez-Hermosillo, B. and Martin, V. (2002) International Contagion Effects from the Russian Crisis and the LTCM Near-Collapse, IMF Working Papers, WP/2002/74.

- Financial Stability Forum (2000) Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions, FSF, 5 April 2000.

- Financial Stability Forum (2001) Recent Developments in the Hedge Fund Industry, FSF, March 13, 2001.

- Financial Stability Forum (2002) The FSF Recommendations and Concerns Raised by HLIs: An Assessment, FSF, 2002.

- Friedland, Dion (2000) About Hedge Fund Strategies, Hedge Fund Association, 2000 (31 Ağustos 2002'de yeniden düzenlenmiştir), <<http://www.thehfa.org/AboutUs.cfm>>

- FSA, Financial Services Authority (2002), Hedge Funds and the FSA, Discussion Paper (DP) 16.

- FSA, Financial Services Authority (2005), Hedge Funds: A discussion of Risk and Regulatory Engagement, Discussion Paper (DP) 4.

- Furfine, Craig (2001) The Costs and Benefits of Moral Suasion: Evidence From the Rescue of Long-Term Capital Management, BIS Working Papers, No.103, August 2001. Basel.

- Gabelli, Mario J. (2000) The History of Hedge Funds – The Millionaire's Club, Gabelli Asset Management Inc., 2000.

- Gregoriu, G.N. ve Christopherson, R. (2005), Corporate Governance of Hedge Funds, Derivatives Use, Trading & Regulation, V.10, No.4, p.331-337.

- International Monetary Fund (1998) Hedge Funds and Financial Market Dynamics, Occasional Paper, No.166, Washington DC.

- International Organization of Securities Commissions (1999a) Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets, Working Group Report, November 1999.

- International Organization of Securities Com-

missions (1999b) Hedge Funds and Other Highly Leveraged Institutions, Working Group Report, November 1999.

- International Swaps and Derivatives Association (1999) Improving Counterparty Risk Management Practices, ISDA Counterparty Risk Management Policy Group, June 1999.

- Lowenstein, Roger (2000) When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management, Random House, New York.

- McDonough, W. J (1998) Statement to the House of Representatives Committee on Banking and Financial Services, October 1 1998, Federal Reserve Bank of New York.

- PWG, The President's Working Group on Financial Markets (1999) Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management, US Treasury, FED, SEC & CFTC, April 1999.

- REUTERS Glossary of International Financial & Economic Terms, Reuters, 1996.

- Securities and Exchange Commission (2003) Implications of the Growth of Hedge Funds, Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission, September.

- Van Hedge Fund Advisors International Inc. (2004) Size of the Hedge Fund Universe, Nashville, TN, USA.

## Dipnotlar

1) Basel Committee on Banking Supervision (BCBS): BIS bünyesinde kurulu olan ve G-10 üyesi ülkelerin bankacılık denetim otoritelerinin önderliğinde bankacılık ve bankacılık denetimi konusunda uluslararası standartları belirlemeye yönelik çalışmalar yürüten Komite (<http://www.bis.org/bcbs/aboutbcbs.htm>).

2) Finansal kaldıraç konusunda bir çok tanım bulunmaktadır. Bunlardan, geleneksel bilançoya dayalı finansal kaldıraç, bilançonun aktifinde bulunan riskli aktiflerin veya pasifinde bulunan riskli yükümlülüklerin yatırımcının özkaynaklarına oranını ifade etmektedir. Geleneksel tanım, finansal kuruluşların bilanço dışı kalemlerinde bulunan türev ürünler gibi finansal araçları ve bunlara ilişkin pozisyonları içermediğinden oldukça eksik kalmaktadır. Bir diğer kaldıraç tanımı olan ekonomik kaldıraç ise, bir şirketin üstlendiği riskler ile bu riskleri karşılayabilme gücü bir arada değerlendirilerek hesaplanmaktadır. Finansal kaldıraç, fon yö-

neticisine yönetilmesi amacıyla yatırımcılar tarafından verilen fonlarla birlikte fon şirketinin özkaynaklarının haricinde borçlanmak suretiyle çok daha fazla tutarlarda yatırım yapma imkânı vermektedir.

3) Makale, "Fortune Magazine" dergisinin 1966 yılındaki sayısında "The Jones' That Nobody Can Keep Up With" başlığıyla yayımlanmıştır.

4) HF'lerin tarihi ile ilgili daha fazla bilgi için bakınız: Gabelli (2000).

5) HF sektörü konusunda ve HF çeşitleri konusunda detaylı bir tartışma için bakınız: IMF (1998).

6) Buradaki aktif büyüklüğü, bilanço dışı pozisyonların nominal (notional) tutarlarını içermektedir.

7) HF faaliyetlerinin yasal zemini konusunda daha fazla bilgi için bakınız: FSF (2000), IOSCO (1999b) ve PWG (1999) raporları.

8) LTCM, Long Term Capital Management: 1994 yılında kurulan ve ortakları arasında Nobel ödüllü iktisatçıların (Myron Scholes ve Robert Merton) bulunduğu, finansal aktiflerin fiyatlandırılmasındaki anomalilerin istatistiksel ve matematiksel modeller kullanılarak belirlenmesi ve bu anomalilerden türev enstrümanlar ile kaldıraç imkânından faydalanmayı sağlayan finansal enstrümanlar kullanmak suretiyle para kazanmayı amaçlayan dünyanın en büyük HF'si.

9) Kaldıraç imkânından faydalanan bu kuruluşlardan birçoğu yüksek kaldıraçla çalışabilmektedir.

10) Piyasadaki fiyat hareketlerindeki oynaklığı ifade etmektedir. Bir piyasadaki volatilitenin yükselmesi, piyasadaki fiyat hareketlerinin artması ve fiyatlardaki oynaklığın yükselmesini ifade etmektedir.

11) Bu konudaki görüşler için bakınız, FSF (2000).

12) Bu bölümde yer verilen Türk bankacılık sistemine ilişkin veriler ve daha fazlası için bakınız: BDDK (2005) ve <http://www.bddk.org.tr>

13) Kamu bankalarının payının 2004 yılında yükselmesinin temel nedenlerinden birisi de Pamukbank ile Türkiye Halk Bankası birleşmesidir.

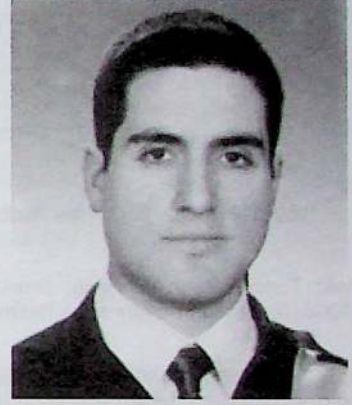
14) Securities and Exchange Commission, (Amerikan Menkul Kıymetler ve Borsa Kurulu) [www.sec.gov](http://www.sec.gov).

## Bankacılık

**EREN ÇAŞKURLU**

*Gazi Üniversitesi, İ.İ.B.F., Maliye Bölümü Araştırma Görevlisi*

### İç Borçlanmayla Finansmanın Bankacılık Kesimi Açısından Değerlendirilmesi: 1980 Sonrası İçin Bir Durum Analizi



#### Giriş

Ülkelerde meydana gelen ekonomik gelişmelere bağlı olarak ortaya çıkan ve genel ifadesiyle kamu açığı olarak adlandırılan gelirlerin giderleri karşılayamaması durumu çeşitli şekillerde finanse edilmektedir. Para basarak finansmanın yanında sıklıkla başvurulan finansman yöntemi borçlanmayla finansmandır. Borçlanmayla finansman iç ve dış kaynaklardan yapılabilir. Borçlanmanın diğer çeşidine göre sınırlamalarının az olması ve daha kolay elde edilebilmesi çerçevesinde iç borçlanma daha fazla başvurulan yöntemdir.

İç borçlanma ekonomide çeşitli kesimler çerçevesinde yapılabilir. Bireyler ve firmalardan borçlanılabildiği gibi bankalar ve Merkez Bankalarından da borçlanılabilmektedir. Elde edildiği kesimler çerçevesinde borçlanmanın etkileri de değişebilmektedir. Çalışmanın da konusunu oluşturan bankalar gerek borcun elde edilmesi gerekse iç borçlanmanın aracılığını yapmaları bağlamında önemlidir.

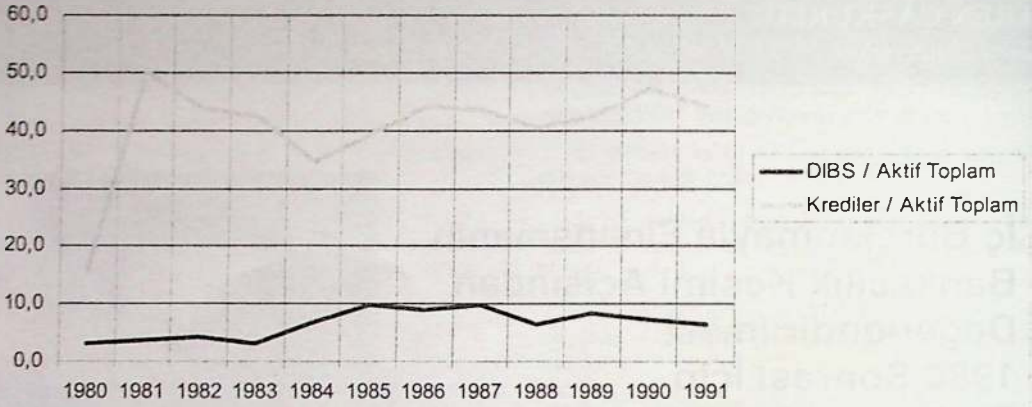
Devlet iç borçlanmanın ihalelerini, banka-

lar yoluyla yapmakta ve bireyler ile firmalar bankalar aracılığıyla borçlanma için piyasaya sürülen kamu kâğıtlarına ulaşabilmektedirler. Bankalar ayrıca zorunlu olarak portföylerinde tutmak durumunda olduklarının haricinde piyasaya sürülen söz konusu kamu kâğıtlarının belli bir bölümünü alternatif finansman aracı olarak tutmaktadırlar. Kamu açığının artması ve bu açığın finansmanında iç borçlanmanın kullanılması, devlet tarafından iç borçlanma için piyasaya sürülen kamu kâğıtlarının getirilerinin yüksek tutulmasını beraberinde getirmektedir. Getirinin yüksekliğine devlet kâğıtlarının risksiz yatırım araçları olması özelliği de eklendiğinde bankaların söz konusu kâğıtlara talebini artırmaktadır. Çalışmada Türkiye'de 1980 yılı sonrasında iç borçlanmanın bankacılık sektörü üzerindeki etkileri incelenecektir.

#### I- İÇ BORÇLANMANIN BANKA BİLÂNCULARINDAKİ YANSIMALARI

İç borçlanma yapıldığı kesimlere göre incelendiğinde bankaların ağırlıklı olarak iç borç senetleri alıcısı olduğu görülmektedir.

**Grafik 1: 1980 – 1991 Döneminde Banka Menkul Değerler Cüzdanı ve Kredilerinin Toplam Aktifler İçindeki Payı (Milyon TL)**



**Kaynak:** Türkiye Bankalar Birliği, Bankalarımız Yıllıkları, 1980, 1981, 1982, 1983, 1984, 1985, 1986, 1987, 1995, Ankara'dan tarafımızca derlenmiştir.

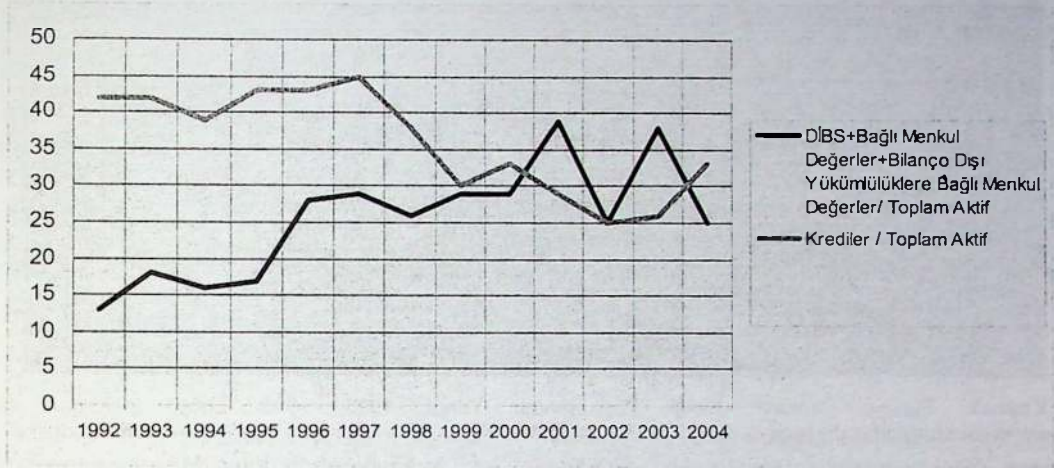
Dikkat edilmesi gereken nokta tasarruf sahiplerinin çoğunluğu yıllar itibariyle bakıldığında kamu kâğıtları ile ilgili taleplerini bankalar aracılığı ile yapmakta olduğundan rakamların tasarruf sahiplerinin aleyhine bankaların lehine olduğudur. Borçlanma faizlerinin yüksekliği, borçlanmada kullanılan kamu kâğıtlarının reel getirisinin yüksek oluşu ve riskinin olmayışı bankaların kaynaklarının her seferinde daha fazlasını bu alana aktarmalarını beraberinde getirmiştir (Çankaya ve Öz, 2001: 31).

Kamunun piyasadan giderek artan oranda fon toplamak durumunda kalması bunu sağlayabilmek için riski sıfır olarak kabul edilen kamu kâğıtlarına uygulanan faiz oranlarının sürekli olarak artırılmasını gerekli kılmıştır (Yıldırım ve Altun, 1995: 103). Kamu kâğıtlarının cazip hale getirilmesinde faiz oranlarının yükseltilmesi, kâğıtların bankalar açısından başka plasmanlara nazaran çok daha önemli boyutta tercih edilmesi ve talep edilmesini beraberinde getirmiştir ve bu da mali sistemde bir daralma yaratarak reel kesime aktarılabilecek fonları kısıtlamıştır (Yıldırım ve Altun, 1995: 104). Bankacılık sektörü özellikle 1980'li yıllardan itibaren topladığı fonları reel kesime kredi olarak aktarması asli

fonksiyonunu yerine getiremez bir duruma gelmiştir. Çünkü artan iç borçlanma olgusuna bağlı olarak kamuyu finanse etmeye başlamıştır (İstikrar Programı ve Ekonominin Sorunları "Mali Sektör" Semineri, 2001: 48). Bankacılığın asli fonksiyonunu kaybetmeye başlaması ve ağırlıklı olarak iç borçlanmanın kaynağı durumuna gelmesi bir çeşit dışlama etkisi yaratarak özel kesimin banka fonlarını kullanma imkânını ortadan kaldırmaya başlamıştır (İstikrar Programı ve Ekonominin Sorunları "Mali Sektör" Semineri, 2001: 54). Buradan hareketle bankaların aktif ve pasiflerindeki çeşitli kalemlerin incelenmesi bağlamında iç borçlanmanın gelişimi, bankacılık sektörünün söz konusu gelişime tepkisi ve sonuçları konusunda fikir edinilebilecektir.

Grafik 1'de 1980 – 1991 arası bankaların topladıkları fonların menkul kıymetler cüzdanı içindeki devlet iç borçlanma senetlerine ya da kredi olarak ekonomiye verilmesi arasındaki seçim yansıtılmaktadır. İncelemede dispo­nibilite karşılığı alınan menkul değerler hariç tutulmuştur. Bunun nedeni bu kalemin kamusal bir düzenlemeye konu olmasıdır. Dolayısıyla dispo­nibilite zorunlu bir karşılık olarak bankalara getirilirken menkul değerler cüzdanı bankaların kendi tasarruflarında ger-

**Grafik 2: 1992 – 2004 Döneminde Banka Menkul Değerler Cüzdanı ve Kredilerinin Toplam Aktifler İçindeki Payı (milyon TL)**



**Kaynak:** Türkiye Bankalar Birliği, Bankalarımız Yıllıkları, 1995, 1998, 2000, 2003 Ankara'dan tarafımızca derlenmiştir.

çekleştiği için piyasa koşullarını daha iyi yansıttığı düşünülebilir (Yıldırım Ve Altun, 1995: 105).

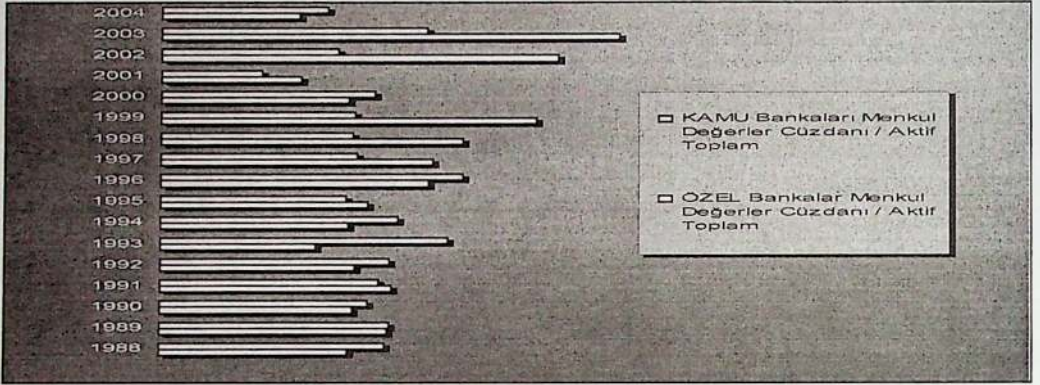
Grafik 1 incelendiğinde menkul değerler cüzdanı içindeki devlet iç borçlanma senetlerinin toplam aktif içindeki payı, kredilerin toplam aktifler içindeki payından daha düşük gerçekleşmektedir. Menkul değerler cüzdanı rakamındaki artış, iç borçlanmanın ağırlıklı olarak bütçe kanunlarındaki düzenlemelere bağlı olarak yapıldığı 1985 yılı, borçlanmaya bakış açısının şekillendiği 1986 yılı ve finansal serbestleşme ve sermaye akımlarının serbest dolaşıma açıldığı 1989 yılındaki uygulamalarla gerçekleşmiştir. 1985 Bütçesinde ilk defa idareye gelir-gider farkıyla ortaya çıkacak açığın iki katına kadar borçlanabilme imkânı verilmiş ve bunun para ve sermaye piyasalarından yapılabilmesi imkânı getirilmiş (Ekzen, 1999: 411), 1986 yılından başlayarak parasal genişleme olmadığı sürece borçlanmayla kapanan kamu açığının enflasyon yaratmayacağı görüşü hâkim olmaya başlamış (Uygur, 2001: 11) ve 1989 yılındaki dış finansal serbestlikle birlikte de artan faiz oranları ve değerlendirilmiş yerli para olgusu arbitraj olanaklarını artırmıştır (Kepenek ve Yentürk, 2000: 217). Kredilerdeki düşüşlerin diğer fak-

törler yanında yaşanan ekonomik gelişmelere bağlı olarak kredi tayinlaması olgusuna bağlı olduğu söylenebilir. Kredi tayinlaması özellikle ekonomik aksaklık dönemlerinde bankaların topladıkları fonları risk-getiri hesaplamasına bağlı olarak kredi arzı ile başka bir plasman biçimi arasında tayinlaması olarak tanımlanabilir (Yıldırım ve Altun, 1995: 101).

Aynı şekilde 1992 – 2004 yıllarına ait verilerin incelenmesinde devlet iç borçlanma senetleri yanında bağlı menkul değerler (1996 yılından itibaren muhasebeleştirilmeye başlanmıştır) ve bilanço dışı işlemler (repo ve ters repo işlemleri için tutulan senetler) dâhilindeki iç borçlanma senetleri de kapsama dahil edilmiştir. Grafik 2'deki seyir incelendiğinde, toplam aktifteki kredi payı 1992–97 arasında % 40 – 45 aralığında dalgalanırken, iç borçlanma senetleri toplamı (DİBS, bağlı menkul ve bilanço dışı menkul) özellikle bilanço dışı menkul ve bağlı menkul kalemlerinde artış grafiği göstermektedir.

1994 – 1995 aralığında menkul kıymetler cüzdanı payındaki düşüklük 5 Nisan Kararları'nın etkisiyle olmuştur. Ancak yaşanan krizin etkisiyle, artan kamu açığı yurt dışından

**Grafik 3: 1988 – 2004 Döneminde Kamu – Özel Bankaları Menkul Değerler Cüzdanının Aktif İçindeki Payı (%)**



**Kaynak:** Türkiye Bankalar Birliği, Bankalarımız Yıllığı, 1995, 1999, 2000, 2003'den ve www.tb.org.tr'den tarafımızca derlenmiştir.

borçlanma olanağının kalmaması dolayısıyla iç borçlanmayla kapatılmak zorunda kalmış, iç borçlanmanın sürdürülebilmesi bağlamında yükselen faizler ve yükselen faizlerin kamu açığını ve borç stokunu artırması döngüsünü beraberinde gelmiştir (Uygur, 2001: 19). Yapılan borçlanmanın etkisi grafik 2'de 1995 yılından sonraki artışta kendini göstermektedir. Ekonomik istikrarsızlıkların yaşandığı 1997 – 1999 yıl aralığında kredi payındaki düşüklükle birlikte aynı dönemde kamu açığının düşürülmesi amaçlı maliye politikalarının uygulanması kamu gelirlerinin özelleştirmeden sağlanması beklentisini ve kısa vadeli iç borçlanma yetkisinin sınırlandırılmasını beraberinde getirmiştir (Erdoğan ve Ener, 2000: 21–22). Söz konusu gelişme grafik 2'de borçlanmanın azalmasına bağlı olarak menkul değerler cüzdanı rakamında düşme şeklinde kendini göstermektedir.

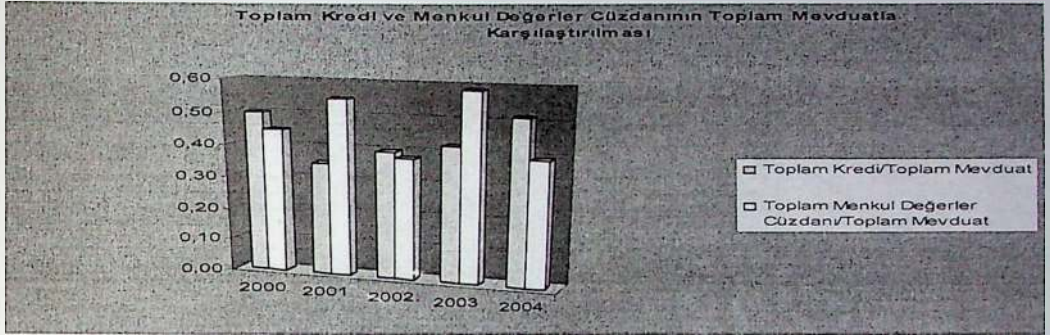
1999 yılından itibaren de iç borçlanma senetlerinde reel olarak da kredi payına göre sürekli bir artış eğilimi olduğu görülmektedir. Bunu kaynak ihtiyacının ve borç döngüsünün yine borçlanmayla sağlanmaya çalışılması ile ve banka kaynaklarının buna yönelmesiyle açıklamak mümkündür. 1999 senesi kamu harcamalarının azalmadan devam ettiği ve söz konusu harcamaların finansmanı için haftalık çok yüksek bedelli iç borçlanmalar yapıldığı bir dönemdir (Ekzen, 1999: 414).

Bu yılda yürürlüğe konulan istikrar programı kamu kesimi ayağında vergi gelirlerinin artırılması yoluyla faiz dışı fazla verilmesi ve Hazine'nin iç borçlanma yükünün ve faizlerin düşürülmesi amaçlanmış ve Hazine'nin fon talebinin azalması fonların diğer iktisadi aktörlere yönelmesi beklentisi yaratmıştır (Eğilmez ve Kumcu, 2001: 170). Ancak program 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında yaşanan krizlerin ardından sona ermiştir. Krizin ardından iç borç stokunun; kamu ve fon bankalarından gelen yük, kriz nedeniyle borçlanmanın reel faiz maliyetlerinin yükselmesi, fon dışındaki bankaların ellerindeki düşük faizli tahvillerden uğradıkları zararların ve döviz pozisyon açıklarının giderilmesi için 2001 yılının Haziran ayında yapılan iç borç takası şeklinde sıralanabilen (Oyan, 2001: 623) nedenlerden dolayı artması grafik 2'de görüldüğü gibi borçlanmayı ve buna bağlı banka menkul değerler cüzdanı rakamını artırmıştır.

2004 yılında bankacılık sektöründe kredi hacmindeki yükseliş; faiz oranlarındaki düşüşle gerek tüketim, gerekse üretim amaçlı kredi talebinin önemli ölçüde genişlemesi ve Hazine'nin borçlanma gereğinin azalması sonucu bankalar tarafından diğer kesimlere kullanılabilir fon miktarının artması ile açıklanabilmektedir (T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı: Mali Piyasalarda Gelişmeler Raporu, 2005, 33).



**Grafik 4: 1985 – 2004 Döneminde Toplam Kredi ve Menkul Değerlerin Toplam Mevduat İçindeki Payı**



**Kaynak:** Türkiye Bankalar Birliği, Bankalarımız Yıllığı, 1985, 1998, 2000 ve www.tb.org.tr'den tarafımızca derlenmiştir.

Menkul değerler cüzdanındaki gelişmelerin genel bankacılık sektörünün yanı sıra özel ve kamusal sermayeli ticari bankalar açısından da incelenmesi önemlidir.

Kamu ve özel bankaların 1988 – 2003 arasında 16 yıllık dönemde devlet iç borçlanma senetlerinin menkul değerler cüzdanı içindeki payına ait veriler incelendiğinde % 56'lık bir oranla (16 yılda 9 yıl kamunun üstünlüğü) kamusal sermayeli bankaların üstün olduğu görülmektedir. İlk sekiz senelik dönemde yani 1988 – 1996 yılları arasında kamu bankaları öndeyken, diğer 8 senelik dönemde yani 1997 – 2004 yılları arasında özel bankalar öndedir. Kamu bankaları aktifinde menkul değerler cüzdanının ağırlıklı payı, devletin bankacılık alanındaki gücü ve buna bağlı olarak iç borçlanma yöntemine rahatlıkla önemli ölçüde başvurulabilmesinden ileri geldiği söylenebilmektedir (Dönek, 1999: 51). 1995 sonrası borçlanmanın arbitraj özelliğinin artırılarak yapılması, özel sektör bankalarının bunu kârlı bulmaları bağlamında kamu kağıtlarına yönelişi açıklamaktadır.

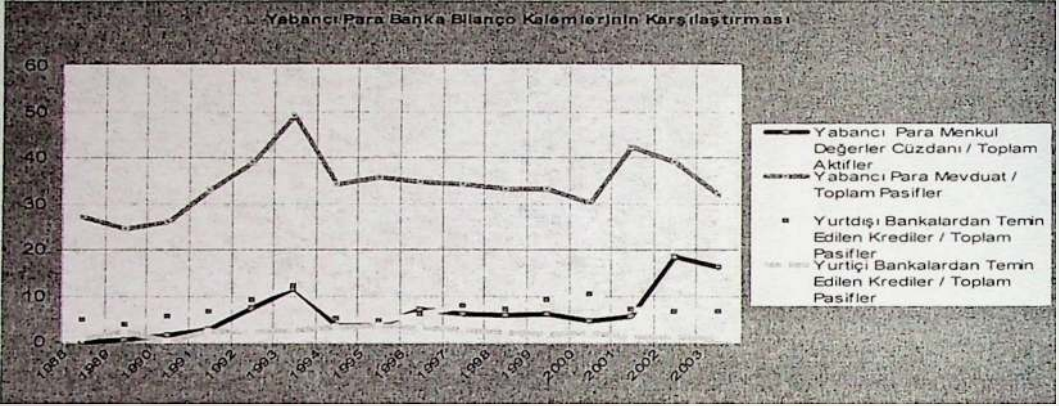
1985 – 2003 arası çeşitli yıllar itibarıyla kredi ve menkul değerlerin değerleri toplamalarının mevduat içerisindeki payı incelendiğinde menkul değerlerin toplam mevduatlar içindeki payının toplam kredilerin toplam mevduatlar içindeki payına göre yükseldiği görülmektedir. Bu durum, toplanan mevduatların daha fazlasının menkul kıymetlere plase

edildiğinin bir göstergesi olabilmektedir. Grafik 4'de 2004 yılı için görülen durum ise, daha önce açıklanan kredi hacminin bu yıla ait çeşitli sebeplerle genişlemesi ve menkul değerler kalemindeki azalmayı bir kez daha göstermektedir.

Bankaların belli bir dönemden sonra uygulama serbestisi kazandıkları ve banka açık pozisyonlarına neden olan yabancı para aktif ve pasiflerindeki durum, borçlanma açısından incelenmesi gereken diğer bir olgudur. Yabancı para aktif ve pasifler bankaların yerli para dışındaki dövizlerle yaptıkları ve bankaları uzun dönemde kur riski ile karşı karşıya bırakabilen hesaplardır. Özellikle 1980 sonrası finansal serbestleşme sürecinin bankaların döviz bulundurma yetkisi genişletmesi, Aralık 1983'te yürürlüğe giren 28 sayılı Türk Parasını Koruma Kanunu ile ilgili Karar ile bankalara döviz alıp satabilme olanağının getirilmesi, 1980 sonrası dışa dönük kalkınma stratejisinin izlenmesinde bağlı olarak bankaların yurt dışından kredi kullanımlarına getirilen kolaylıklar ve yine 28 sayılı Karar ile bankalara vadeli ve vadesiz döviz tevdiat hesabı ve döviz kredisi açabilme imkânının getirilmesi yabancı para aktif pasif hareketlerini başlatmıştır (Yıldırım Ve Altun, 1995: 109).

Grafik 5'de verilerin 1988 yılından başlaması, bu yıldan önce yabancı para ayırımının verilerde bulunmayışındandır. Yabancı para cinsinden menkul kıymetler cüzdanı 1988 yi-

**Grafik 5: Çeşitli Yabancı Para Aktif ve Pasif Kalemlerinin Toplam Aktif ve Pasifler İçindeki Payı (%)**



**Kaynak:** Türkiye Bankalar Birliği, Bankalarımız Yıllığı, 1995, 1997, 1998, 2000, www.ttb.org.tr ve Sevdil YILDIRIM ve Oğuz ALTUN: a.g.m., 117 - 122'dan tarafımızca derlenmiştir.

İndaki düşük seviyesinden 1989 yılındaki sermaye hareketleri serbestisi ile birlikte artarak devam etmiş ve 1993 yılında en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 1994 yılındaki krizde alınan önlemlerle döviz talebinin azaltılmaya çalışılması sonucu yabancı para menkul kıymetler cüzdanı oranı düşmüştür. Yabancı para mevduatı ile yabancı para menkul değerler cüzdanı gelişiminin beraber seyri dikkat çekicidir.

Sendikasyon kredileri ile sağlanan kaynakların kullanım süreci ve sonuçları ile ilgili farklı düşünceler bulunmaktadır. Sendikasyon kredileri ile elde edilen kaynakların kredi plasmanından çok menkul kıymet portföyü artırımı için kullanıldığı klasik görüşün tersine, büyümenin arttığı dönemlerde bankaların yurt dışı kaynaklara yani sendikasyona yöneliminin arttığı ve buradan elde edilen kaynaklarında ağırlıklı olarak kredilere plase edildiği görüşü bulunmaktadır (Keskin Vd. 2001: 18). 1989 süreci yerli paranın değerlendirilerek döviz kurunun düşmesini beraberinde getirmiş, buna karşılık faiz oranlarında artma meydana gelmiştir ve iç borç faiz seviyesinin döviz kuru artışından yüksek tutulması ölçüsünde bankaların yurt dışından sendikasyon kredisi ile döviz cinsinden borçlanarak bu kaynağı yurt içinde değerlendirmeleri söz konusu olmuştur (İstanbul Ticaret Odası: Ekonomik

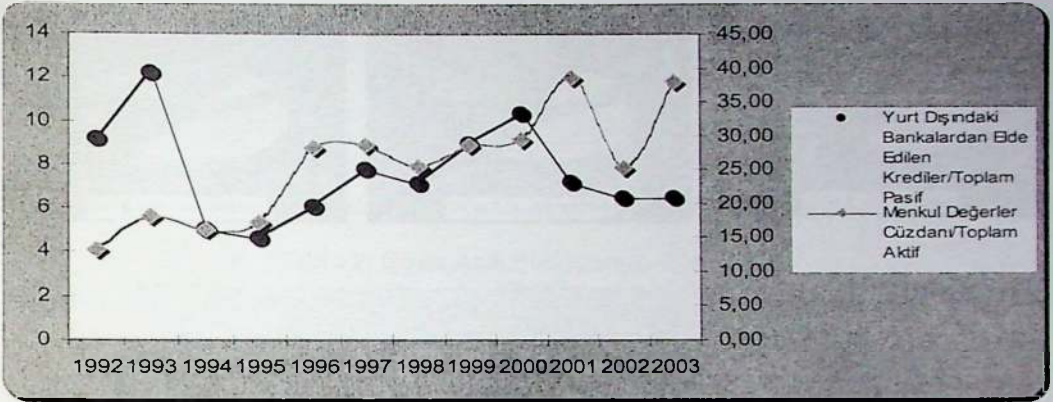
Rapor, 2001: 17). Bankalar yurt içi faizlere oranla daha düşük faizle yurt dışından sağlanan kaynakları yurt içinde hazine bonusu, devlet tahvili vb. yüksek getirili alanlara plase etmişlerdir (Yıldırım ve Altun, 1995:114). Grafik 6'da diğer etmenler sabit kabul edildiğinde, sendikasyon kredileri ile menkul değerler cüzdanı artış ve azalış seyri açısından 2001 ve 2003 seneleri dışında paralel bir hareket içindedir.

## II- İÇ BORÇLANMA VE BANKALARIN RİSK ALGILAYIŞLARI

Bankaların mevduat toplayıp bunları alternatif kaynaklarda değerlendirmeleri aşamasında çeşitli faktörler nedeniyle karşılaştıkları risklerin dikkate alınması gerekmektedir. Bankacılık sektörünün karşı karşıya olduğu riskler; likidite riski, faiz oranı riski, kredi riski ve kur riski ve yasal düzenleme riski olarak sıralamak mümkündür.

Likidite riski bir bankanın mevduat çekilişlerini ve/veya kredi taleplerini karşılayamaması durumu olan likidite yetersizliği sonucu ortaya çıkmakta ve likidite riskinin yüksek olduğu finansal sistemlerde banka aktif ve pasif vade yapısı kısalmakta ve bankalar kredi plasmanından çok, likit derecesi yüksek aktiflere yönelmektedir (Çolak ve Yiğidim, 2001: 48). Türk bankacılık sisteminde likidite riski-

Grafik 6: Sendikasyon Kredileri ve Menkul Değerler Cüzdanının Gelişimi



Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği, Bankalarımız Yıllığı, 1995, 1997, 1998, 2000, www.tb.org.tr

nin kaynaklarından biri de kamu iç borçlanma olgusudur. Özellikle iç borçlanmanın artarak sürdüğü 1980 yılı sonrası bankaların söz konusu riskle karşı karşıya kaldığı görülmektedir. Ekonomide varolan belirsizlik ortamı bankaların pasiflerindeki mevduatların vadelerini kısaltırken, Hazine'nin uzun vadeli borçlanma gereksinimi ve bankaların iç borçlanmanın önemli bir aracısı olması iç borç senetleri ile aktiflerini uzun vadeli hale getirmiş bu da bankaların likidite krizi içine düşmelerine zemin hazırlamıştır (Gümüsoğlu, 2002: 120).

Grafik 7'deki verilerde görüldüğü gibi mevduat ağırlıklı vade, büyüklük sırasına göre 3 aylık ve vadesizde yoğunlaşırken, ağırlıklı alıcısı bankalar olan DİBS'nde vade tahvillerde 2 ve 3 yıl bonolarda ise 9 ay – 1 yıldır. Likidite riski açısından bu durum, mevduat çekişmelerinde sorun yaratabilmektedir.

Tablo 1'de görüldüğü gibi net likidite açığının vadesiz, 1 aya kadar ve 1-3 ay aralığında oluştuğu görülmektedir. Kamu kâğıtlarının vadeleri ile yapılan karşılaştırmayı tablo 1'deki veriler de doğrulamaktadır.

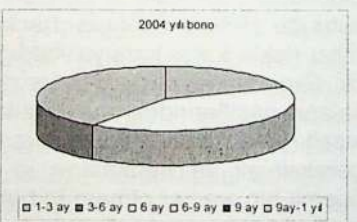
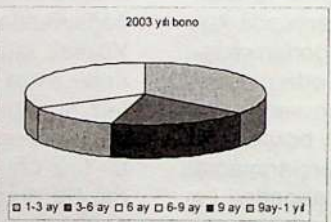
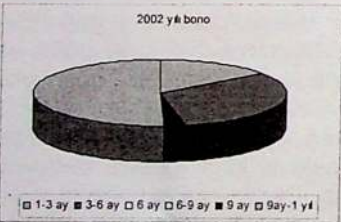
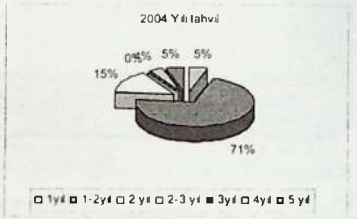
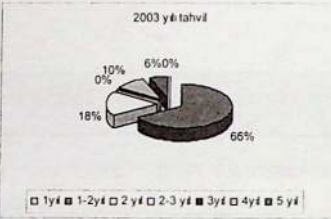
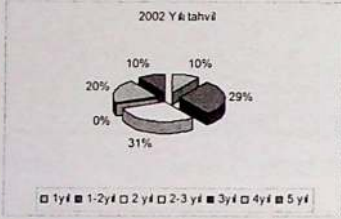
Faiz oranı riski, faiz oranlarındaki değişmeler sonucunda bankaların aktif ve pasif fiyatlamalarında meydana gelen değişmeler olarak ifade edilebilmektedir (Gümüsoğlu, 2002: 118). Türk bankacılık sisteminde kamu açığının kapatılması olgusunda bankaların rolü, devlet tarafından kamu kâğıtlarına ver-

len yüksek faizler ile menkul değerler portföylerinde yüksek faizli kamu kâğıtları tutmaları bağlamında bir faiz riski meydana getirmiştir. Yüksek faiz getirisinin cazibesi ile portföylerinde daha fazla kamu kâğıdı tutan bankalar, faiz oranının yükselmesi ile birlikte aktiflerinde bulunan kâğıtların değeri düşeceğinden bir faiz oranı riski ile karşı karşıya kalmaktadır. Bu duruma, Demirbank'ın faizlerin düşeceği beklentisi ile aktif portföyünün yaklaşık % 15'i kadar kamu kâğıdı alması ve faiz yükselmesi ile birlikte söz konusu kâğıtları elinden çıkaramaması ve faiz riskine maruz kalması örnek olarak verilebilir (Keyder, 2001: ).

Kredi riski, bankaların kredi müşterilerinin bireysel kredibilitelerinde ya da bunu etkileyebilecek ekonomik gelişmeler sonucunda oluşacak bir değişiklik sonucunda kredi anlaşmasına uyamama riskidir (Gümüsoğlu, 2002: 119). Türkiye'de kronik enflasyonun yaşanması bankalar açısından kaynak maliyetini olumsuz etkilemektedir. Ekonomik belirsizliğin ve yaşanan krizlerin etkisiyle bankaların özellikle kurumsal kredi müşterilerinin kredi dönüşümlerini yerine getirememeleri kredi riski meydana getirmekte ve bankalar açısından uzun vadede riski düşük ve getirisi yüksek kamu kâğıtlarına kredi yayınlaması yaparak yönelmelerini beraberinde getirmektedir (Çelik, 2004: 126).

Grafik 2 ve grafik 4'te görüldüğü gibi çeşitli

Grafik 7: Likidite Riski Açısından Mevduat ve DİBS Vadelerinin İncelenmesi 2002 - 2004



**Kaynak:** Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, İstatistiki Veriler, [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr) ve T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Kamu Finansmanı Verileri, [www.hazine.gov.tr](http://www.hazine.gov.tr) den tarafımızca oluşturulmuştur.

yıllar itibariyle kredi kaleminin toplam aktif ve mevduat toplamı içindeki payının menkul değerler cüzdanı kalemine göre düşük gerçekleştiği görülmektedir.

Kur riski, ulusal paranın yabancı paralar karşısında aşınması sonucu ve yabancı para ile borçlanmada genellikle baz alınan LIBOR'daki dalgalanma sonucunda bankaların aktif ve pasif yapılarındaki etkilenmelere bağlı olarak ortaya çıkan risktir (Çolak ve Yiğit, 2001: 46). Bankalar faaliyetleri gereği döviz kurlarındaki dalgalanmalara aşırı duyarlı olmakta, yabancı para ile borçlanma durumunda yurtiçi para değerindeki düşüş bankaları aşırı zarara uğratmaktadır (Çolak ve Ardor, 2002: 183). Türkiye'de pozitif reel faiz uygulamasına geçilmesi ve 1989 dönemi ile sermaye hareketlerinin serbest bırakılması döviz kuru düşüşü ile birlikte bankalar aç-

sından bir arbitraj olanağı doğurmuş ve bankaların yurt dışından ucuz sendikasyon kredileri ile yurt içinde kamu kağıtlarına yönelimlerini sağlamıştır. Bu durum bankacılık sektörünü iki şekilde kur riski altına sokmuştur. İlk olarak yapılan devalüasyonlar sonucu yerli paranın değer kaybı dövizle borçlanan bankaların borçlarını devalüasyon oranında artırmıştır (Gümüşoğlu, 2002: 122). İkinci olarak da yaşanan kur değişiklikleri ya da serbest dolaşımdaki sermayenin yurdu terk etmesi sonucu yaşanan kur artışları ile likidite krizi içine girip borçlarını ödeyemez duruma gelmişlerdir.

Tabloda görüldüğü gibi 2001 ve 2002 yıllarında oluşan açık pozisyon, 2003 yılı itibariyle pozitif dönmüştür. Burada dalgalı kur rejimine geçiş ve 2001 krizi sonrası bankaların döviz kuru değişimlerine yönelik risk algıla-

**Tablo 1: Net Likidite Açığı (Yeniden Fiyatlandırma Vadesine Göre)**

Net Likidite Açığı	Vadesiz	1 Aya Kadar	1-3 Ay	3-6 Ay	6-12 Ay	1 Yıl ve Üzeri	Toplam
2004	-30.125.139	-44.592.682	-36.680.329	3.469.509	23.713.836	89.365.201	1.124.564
2003	-62.534.499	0	-31.671.405	2.671.984	17.020.192	74.280.060	1.084.279
2002	-43.300.618	0	-33.558.235	5.087.001	15.277.928	55.604.014	196.827
2001	-10.046.503	0	-35.307.997	19.254.365	6.331.709	19.419.233	-112.272

**Kaynak:** Türkiye Bankalar Birliği, İstatistiki Raporlar, www.tbb.org.tr den tarafımızca oluşturulmuştur.

**Tablo 2: Döviz Açık Pozisyonun Görünümü**

Tüm Bankacılık Sektörü	2001	2002	2003	2004
Net Bilanço Pozisyonu+Net Bilanço Dışı Pozisyon / Özkaynaklar	-4,5	-5,1	0,5	1,6

**Kaynak:** Türkiye Bankalar Birliği, İstatistiki Raporlar, www.tbb.org.tr den tarafımızca oluşturulmuştur.

yıllarını geliştirmeleri etkili olmuştur (Çelik, 2004: 130).

Kur riskine yol açan yabancı para yükümlülüklerin gelişimi grafik 8'de görülmektedir. 2000 – 2002 yılları arasında yükseliş gösteren oran, 2003 yılı itibariyle düşme göstermektedir. Söz konusu oran düşüklüğü kur riski açısından olumlu bir gelişme olarak yorumlanabilmektedir.

Yasal düzenleme riski ise, finansal sisteme yönelik yasal düzenlemelerin çok sık değişmesinin sistemdeki belirsizliği artırması ve bankaların likidite yönetimlerini güçleştirmesi dolayısıyla karşılaşılan risktir (Çolak ve Yiğidim, 2001: 50). Yasal düzenlemeler konusunda Türk bankacılık sisteminde karşılaşılan riskler mevduat munzam karşılıkları ve dispo-nibilite oranı düzenlemeleridir. İncelenen konu açısından dispo-nibilite oranı önemlidir. Kamunun finansal piyasalara müdahale olanaklarından birini oluşturan dispo-nibilite ile Türkiye'de bankaların plase edilebilir fon maliyetleri önemli ölçüde artmış ve rekabetin arttığı bir ortamda bankaların faiz gelir gider dengesi içinde elde edebileceği kârları azaltmıştır (Karaçam, 1990: 31).

### **III- İÇ BORÇLANMANIN BANKACILIKTA MÜLKİYET SORUNU AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ**

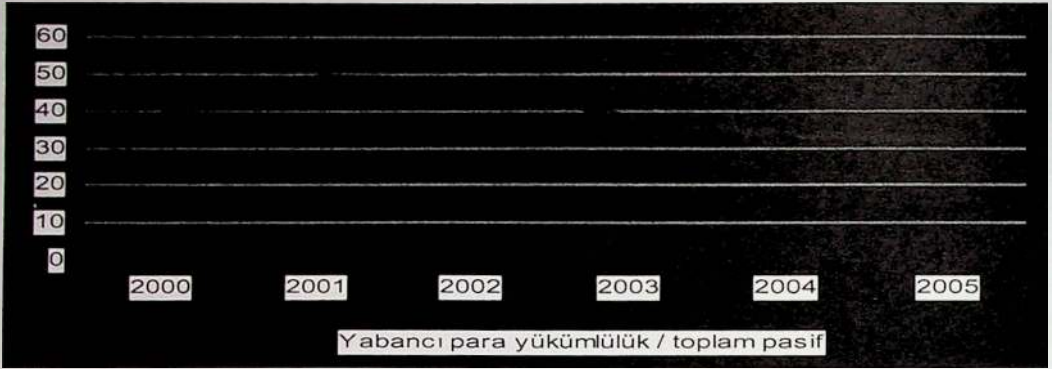
Kamu iç borçlanmasında borçlanma faizinin ihalede belirlendiği yöntemde azami borçlanma miktarına ulaşıldığında ihale sona er-

mekte ve ihalede ortalama faiz oranı esas alınmaktadır. Bu süreçte devletin ihaleye özel bankalarla birlikte giren kamu bankalarına ihalede oluşacak ortalama faizi aşağı çekme görevini yüklemesi (Bağımsız Sosyal Bilimciler – İktisat Grubu, "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler", 2001: 31) kamu kağıtlarının faydalarını kaçırmak istemeyen özel bankaların da tekliflerinde sundukları faiz oranını aşağı çekmelerini sağlayan bir süreci meydana getirmektedir. Kamu bankalarının piyasada arz ve talebe göre belirlenen mevduat faizleri ile fon toplamasına karşın devlet tarafından böyle bir üstü kapalı görevlendirme ile düşük faiz önermesi aradaki farkın geniş anlamda görev zararı olarak oluşmasını beraberinde getirecektir (Çaşkur-lu, 2002: 35,36).

İkinci olarak kamu bankalarının devletten aldığı güvence ile özel bankalarla arasında olan rekabeti çok yüksek faiz oranları ile mevduat toplaması şeklinde gerçekleştirip bunları devlete maliyetinin altında devretmesi fon maliyetini yükseltmekte ve bu da dışlama etkisini pekiştirmektedir (Akıllıoğlu Vd. 1996: 20).

Türkiye'de reel kesimin kaynak talebinin karşılanmasında karşılaşılan problemler, fon aktarım sistemindeki aksaklıklar gibi nedenler holdingler bünyesinde bankaların kurulmasını beraberinde getirmiştir. Holding bankacılığı çerçevesinde söz konusu bankaların topladığı mevduatları kendi bünyesindeki şir-

Grafik 8: Pasif İçinde Yabancı Para Yükümlülüklerinin Gelişimi



**Kaynak:** Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, İstatistiki Veriler, www.tcmb.gov.tr den tarafımızca düzenlenmiştir.

ketlere imtiyazlı olanaklarla kredi şeklinde ve nakit fazlalarını da yüksek getirili iç borçlanma senetlerine plase etmeleri, bankaların hem kredi hem de likidite riski ile karşılaşmaları hem de bankacılığın asli görevini taraflı olarak kullanmaları gibi olumsuzluklarla neden olmuştur.

### SONUÇ

Borçlanma ihtiyacının artması ve hacminin sürekli genişlemesi bankaları her geçen dönem daha ağırlıklı bir alıcı durumuna sokmuştur. Bankaların devlet iç borçlanma senetlerinin alımına ağırlık vermesi aktif ve pasif yönetimlerinde çeşitli değişiklikleri beraberinde getirmiştir. Bankalar aktiflerinde yer alan kamu kâğıtlarına ağırlık verirken yine aktiflerindeki kredilerin hacmini yıllar itibarıyla azaltmıştır. Devletin borçlanma ihtiyacı çerçevesinde kamu kâğıtlarına yüksek faizler önermeleri faiz oranlarını artırarak kredi maliyetlerini yükseltmiştir. Bankaların yüksek getiri beklentileri ve kredi maliyetlerinin artması reel kesimin fonlanma ihtiyacını kısıtlamıştır.

Özellikle belli bir dönemden sonra bankacılık işlemlerinin yalnız yerli para ile değil, yabancı para ile de yapılabilmesine olanak tanınması ve sermayenin dolaşım serbestliğinin getirilmesi, bir yandan bankaların yurt dışından kredi ile borçlanmasını bir yandan da döviz kuru düşüklüğü ve yerli paranın değer kazanmasına bağlı olarak arbitraj olanağı ile dışardan borçlandığı kaynakları içeride yük-

sek getirili devlet kâğıtlarına yatırmışlardır.

Sonuçta bankalar borçlanma olgusuna bağlı olarak belirsizliğin ve yüksek kâr beklentisinin de eklenmesiyle aktif ve pasif yönetimlerini buna göre belirlemeye başlamışlar ve çeşitli risklerle karşı karşıya kalmışlardır. Borçlanma bankaları asli fonksiyonları olan mevduat olarak topladıkları fonları reel kesim yatırımlarına plase etme olgusundan uzaklaştırmıştır. 2004 yılında görüntü tersine dönse de, istikrarın henüz kalıcı olmadığı ülkemizde Hazine'nin borçlanma ihtiyacının artması ihtimali ve bu durumu kârlı bulan bankacılık sektörünün olumlu yanıtına karşı halen çeşitli önlemlerin alınması gerekmektedir.

### KAYNAKÇA

- AKILLIOĞLU, Zeki. Yener ALTUNTAŞ ve Ahmet ÇANGA. (Temmuz 1996), "Türk Bankacılık Sisteminde Kamu Bankalarının Özelleştirme Gereği", Hazine Dergisi, Sayı 3, s.1-27.

- Bağımsız Sosyal Bilimciler – İktisat Grubu. (Ağustos 2001), "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 185, s.7-47.

- ÇANKAYA, Fikret ve Mehmet ÖZ. (2001), Türkiye'de Kamu Bankalarının Özelleştirilmesi, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları.

- ÇAŞKURLU, Eren. (2002), Görev Zararı Kavramı ve Türkiye'de 1980 Sonrası Görev

Zararı Doğurucu Faaliyetlerin İncelenmesi ve Analizi, No 138, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.

- ÇELİK, Pelin. (2004), Bankaların Risk Derecelendirmesi, T.C. Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi, [www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/PelinCelik.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/PelinCelik.pdf).

- ÇOLAK, Ömer Faruk ve Aslan YİĞİDİM. (2001), Türk Bankacılık Sektöründe Kriz, Nobel Yayın Dağıtım.

- ÇOLAK, Ömer Faruk ve Hakan ARDOR. (2002), "IMF Yönlendirmeli Bankacılık Yeniden Yapılandırma Programı: Türkiye Örneği", Türkiye Ekonomi Kurumu: Cem ALPAR'ın Anısına Armağan, Türkiye Ekonomi Kurumu Yayınları, s.177–205.

- DÖNEK, Ekrem. (1999), "Türkiye'de Bankacılık Sektörü ve İç Borçlanma Politikası", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 165, s. 38–57.

- EĞİLMEZ, Mahfi ve Ercan KUMCU. (2001), Krizleri Nasıl Çıkardık, Creative Yayıncılık.

- EKZEN, Nazif. (1999), "İç Borçlanma: TBMM Devrettiği Bütçe Yetkisini Yürütmeden Geri Almak Zorunda", Türk-İş Yıllığı' 99, Cilt II, s.405–416.

- ERDOĞAN, Engin ve Meliha ENER. (2000), "Türkiye'de Enflasyonla Mücadele Sürecinde Son Dönem Uygulamalar ve Değerlendirilmesi", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 177, s.18–31.

- GÜMÜŞOĞLU, Aykut. (2002), "Bankacılıkta Riskler ve Türk Bankacılık Sisteminin Risksel Analizi", Vergi Dünyası Dergisi, Sayı 246, s.116–123.

- İstanbul Ticaret Odası (2001), Ekonomik Rapor, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No: 2001/45.

- İstikrar Programı ve Ekonominin Sorunları "Mali Sektör" Semineri (2001), Prof. Dr. Memduh YAŞA'ya Armağan, İktisat Dergisi, Doğan CANSIZLARIN konuşması, Sayı 413–

414, s.32–59.

- KARAÇAM, Burhan. (1990), "Kamu Otoritesi ve Bankacılık Sektörü İlişkileri", Türk Bankacılığının Gündemindeki Konular ve Öneriler Sempozyumu, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Ankara, s.29 – 38.

- KEPENEK, Yakup ve Nurhan YENİTÜRK. (2000), Türkiye Ekonomisi, Remzi Kitabevi.

- KESKİN, Ekrem. Nazım Kadri EKİNCİ. Güven SAK. Ercan KUMCU ve Hasan ERSEL. (2001), "Krizin Anatomisi", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Hasan ERSEL'in konuşması, Sayı 187, s.7 – 26.

- KEYDER, Nur. (2001), "Türkiye'de 2000 – 2001 Krizleri ve İstikrar Programları", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 183, s.37 – 53.

- OYAN, Oğuz. (2001), "Krizin Yıldönümü: Artık Her Şey Yolunda mı?", Yeni Türkiye: Kriz Özel Sayısı, Cilt II, Sayı 41, s.618–625.

- PARASIZ, İlker. (1996), Kriz Ekonomisi, Ezgi Kitabevi.

- T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı (2005), Mali Piyasalarda Gelişmeler, <http://ekutup.dpt.gov.tr/mpg/2005/03.pdf>

- T.C. Merkez Bankası (2002), Para Politikası Raporu.

- UYGUR, Ercan. (2001), "Enflasyon, Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık", İktisat İşletme Finans Dergisi, Sayı 189, s.7 – 23.

- YILDIRIM, Sevil ve Oğuz ALTUN. (1995), "Türk Bankacılık Sisteminin Değerlendirilmesi: 1980–1993 Deneyimi", Türkiye'de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü: 1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirilmesi, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 17, s.75 – 159.

- YÜKSELER, Zafer. (1996), "Bütçe Kanunları ve İç Borçlanma Politikası", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 121, s.16–35.

## Görüşler

DR. FATMA CESUR

Ekonomist

### Türkiye’de İstihdam ve İstihdam Stratejilerinin Batı Ülkeleri İle Karşılaştırmalı Analizi

*Günümüz toplumlarının en önemli temel sorununun işsizlik ve istihdam politikaları olduğuna hiç kuşku yoktur. Özellikle bilgi çağının değişen teknolojik ve ekonomik yapıları içinde ve küreselleşme süreci ile işsizlik hemen bütün toplumlarda hızla yayılmakta ve ekonomilerin en dikkat çekici sorunlarından biri haline gelmektedir. İşsizliği ve yoksulluğu ortadan kaldırmak, adeta tüm sosyal sorunları büyük ölçüde çözen “sihirli bir anahtara” dönüşmektedir.*

*İş ve buna bağlı olarak çalışma hayatı sürekli bir değişim içindedir. 2001 yılındaki kriz sonrası işsizlik Türkiye’nin en önemli sorunu haline gelmiştir. Kriz sonrasında yaşanan yüksek ekonomik büyümeye rağmen, işsizlik problemi bir türlü çözümlenememiştir. Batı ülkelerinde de işsizlik son 50 yılın en yüksek düzeyine çıkmıştır.*

*Değişen çağın yeni yapılarını belirleyen unsurlar; yeni teknolojiler, ekonominin küreselleşmesi, insan kaynaklarının yeni biçimde yönetilmesi, yeniden tasarım ve nüfus patlamasıdır.*

#### TÜRKİYE’DE İSTİHDAM VE İSTİHDAM STRATEJİLERİ

**K**ronik hale gelen kamu finansman den-  
gesizliklerinin neden olduğu iktidarsız-  
lık; rant ekonomisi koşullarının eko-  
nomiyi yatırımdan üretimden uzaklaştırması;  
kalkınma modelinin rekabet gücüne dayalı bir  
ihracat modeline oturtması; sosyal politikala-  
rın istihdam artışını ve rekabet gücünü göz  
önüne almadan düzenlemesi; çalışma yaşa-  
mında yeterli esnekliğin olmaması; vergi yü-  
künün büyük ölçüde kayıtlı sektörde bulun-  
ması; bilgi ve teknoloji üretiminin yetersizliği  
ve ülkedeki insan kaynaklarının yeterli biçim-  
de eğitilmemiş olması; işgücü piyasalarının  
şeffaf hale getirilmeyişi; işçi bulma hizmetle-  
rinin kamu tekelinde başarısız bir biçimde

sürdürülmesi ve hızlı nüfus artışı Türkiye’de  
işsizliğin nedenleri arasında önemli yer al-  
maktadır<sup>(1)</sup>.

2001 yılındaki kriz sonrası işsizlik Türki-  
ye’nin en önemli sorunu haline gelmiştir. Kriz  
sonrasında yaşanan yüksek ekonomik büyü-  
meye rağmen, işsizlik problemi bir türlü çözü-  
lememiştir. Çalışma ve Sosyal Güvenlik Ba-  
kanı’nın açıklamasına göre; “Hükümet ola-  
rak, bütün ekonomik politikaların sosyal poli-  
tikalarla birlikte yürütülmesi gerektiğine inan-  
dığını ve büyümenin de istihdam odaklı, ist-  
ihdam dostu olmasına özen gösterdiklerini”  
söylemektedir.



Türkiye'de işletmeler üzerinde vergilerin yanı sıra, sosyal amaçla getirilmiş ve çalışma hayatını ilgilendiren pek çok yükümlülük vardır. Bunlar; üretim yapma ve işçi çalıştırma maliyetini önemli ölçüde arttırmaktadır. İşletmelerin küçülmesine ve yatırım yapma isteğinin kırılmasına neden olmaktadır. Bu sorunların özellikle prodüktif istihdamın artırılması ve işsizliğin önlenmesinin temel amaçları olarak dikkate alınması gerekmektedir.

Türkiye'de işgücü maliyeti; işletmelerin rekabet edebilirliğini, çalışanların istihdam edilebilirliğini doğrudan olumsuz etkileyen önemli bir maliyet unsurudur. Türkiye, yüksek istihdam vergileri konusunda yeni Avrupa Birliği ülkesi olan Slovakya, Çek Cumhuriyeti ve Macaristan'ın bile önünde yer almaktadır. Türkiye'deki işverenin ödediği net ücretin işgücü maliyetine oranının % 52.9 olduğu görülmektedir.

Çalışanların cebine giren para, işverenin ödediği paranın sadece yarısı kadar olmaktadır. Bu oranlar Amerika'da % 71.4, Avusturya'da % 87.1, Avrupa Birliği'ndeki ülkelerin ortalamalarına baktığımızda ise, bu oranın % 63.4 civarında olduğu görülmektedir.

Yüksek işgücü maliyetleri yani istihdam vergileri sadece rekabeti ve istihdamı olumsuz etkilemiyor; kayıt dışı istihdamı da arttırmaktadır.

Rekabet edebilirliği arttırmak ve toplumun refahını yükseltmek için yapılması gereken rekabetin temel öncelikleri şunlardır:

(i) Mevcut ve gelecekteki işgücünün küresel piyasalarda rekabet edebilecek becerilerle donatılması.

(ii) Yenilik ve Ar-Ge aracılığı ile, verimliliğin artırılması; yeni ürün ve işlerin yaratılması.

(iii) İşgücü piyasasında esnekliğin korunması ve geliştirilmesi.

(iv) Daha iyi yasal düzenlemelerin yapılması, özellikle yetki ikamesi ve oransallık ilkelerine bağlılığın sağlanması olarak sıralanabilir.

İstihdam politikaları arasında, aşağıdaki önlemlere gerek görülmektedir:

(i) İstihdam artışına yönelik makro ekono-

mik politikaların izlenmesi.

(ii) Rekabet gücü yüksek bir ekonomik yapı oluşturulması.

(iii) Ücret politikasının verimlilik artışlarını esas alması.

(iv) Toplu iş sözleşmelerinin esnek hükümler taşıması.

(v) İstihdama bağlı yüklerin gözden geçirilmesi.

(vi) İş hukukunun esnekliğinin sağlanması.

(vii) Kamuda prodüktif istihdama önem verilmesi.

(viii) Bürokratik sistemin çağdaşlaştırılması.

(ix) Küçük ve orta ölçekli işletmelerin desteklenmesi

(x) İşgücü piyasasının etkin olarak izlenmesi.

(xi) İnsan gücü kaynaklarının geliştirilmesine ve teknolojik gelişmelere önem verilmesi.

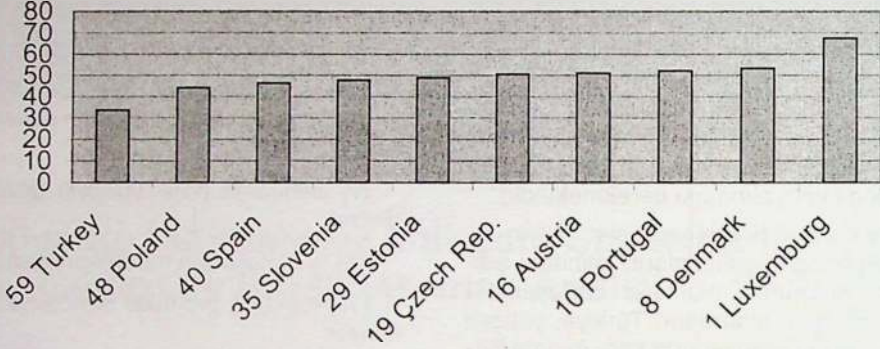
(xii) Tarım sektöründe verimliliğin artırılması.

(xiii) Hızlı nüfus artışının önlenmesi<sup>(2)</sup>.

### **Sermaye Yetersizliği**

İşyerlerinin günümüzde rekabet güçlerini koruyabilmeleri ve geleceğe yönelik stratejiler geliştirebilmelerini sağlayan en önemli araç kullandıkları teknolojidir. Teknoloji; piyasanın talep ettiği kalite düzeyindeki ürünleri ekonomik olarak üretmenin ve geleceğe yönelik olarak yeni ürün tasarımları yapabilmeyenin temel altyapısını oluşturmaktadır. Türkiye'deki sermaye yetersizliği teknolojik birikimin önündeki en önemli engel olmaktadır. Bu nedenle, kullanılan teknolojiye ve yeni ürün tasarımlarını oluşturacak araştırma-geliştirme (AR-GE) çalışmalarına yeterli kaynak ayrılmamaktadır. Ayrıca, sermaye yetersizliğinden dolayı, ortaklık yolu ile teknoloji transferi gerçekleştirilemediği gibi patent, know-how ve lisans anlaşmaları yolu ile teknoloji transferi de sınırlı ölçülerde gerçekleştirilmektedir. Özellikle teknolojinin hızla değiştiği sektörlerde

Grafik 1: İşgücünün Toplam Nüfus İçindeki Payı (%)



**Kaynak:** Uluslararası Yönetim Geliştirme Merkezi (IMD), 2004.

**Not:** Ülkelerin yanındaki sayılar 60 ülke arasındaki sıralamayı göstermektedir.

faaliyet gösteren işyerleri, değişime ayak durmakta büyük güçlükler yaşamaktadırlar<sup>(3)</sup>.

Uluslararası Yönetim Geliştirme Merkezi (IMD), ülkelerin 2002 yılındaki AR-GE harcamalarının Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) içindeki oranlarına ilişkin verileri yayınladı. Bu verilere göre, İsrail AR-GE'ye GSYİH'dan en fazla payı ayıran ülke. Türkiye ise, 60 ülke arasında % 0.641 ile 48'inci sırada yer almaktadır.

Dolayısıyla Türkiye'de sermaye yetersizliği nedeniyle teknoloji alanında yenilikçi yatırımlar yapılamamaktadır. Bu nedenle, bilişim teknolojilerine yapılacak yatırımlar teşvik edilmelidir. AR-GE çalışmalarını destekleyici devlet politikaları üretilmelidir.

### Türkiye'de İşgücüne Katılım

Türkiye OECD ülkeleri içinde en genç işgücüne sahip ülkedir. Nüfusu yılda ortalama % 1.8 artmaktadır. Eğitim düzeyi ile çalışma hayatına katılım arasında doğrudan bir ilişki vardır. Eğitim düzeyi yükseldikçe işgücüne katılım oranı da artmaktadır. Düşük eğitim düzeyi, istihdama katılım önünde engel oluşturmaktadır<sup>(4)</sup>.

Uluslararası Yönetim Geliştirme Merkezi (IMD) 2004 yılı verilerine göre Türkiye işgücünün toplam nüfusa oranı bakımından, 60

ülke ve bazı yerel ekonomilerin bulunduğu sıralamada, 59'uncu sırada yer almaktadır. Böylece Türkiye Avrupa Birliği'ne (AB) yeni üye ülkelerin hepsinin gerisinde yer almaktadır. AB'ye yeni üye olan ülkelerden Polonya'da işgücünün toplam nüfus içindeki payı % 44.14, Slovenya'da % 47.72, Estonya'da % 48.8, Çek Cumhuriyetinde % 50.44, Türkiye ise, % 33.59 dur.

Bir ülkedeki eğitilmiş insan sayısının yüksek olması, o ülkenin gelişmişliğinin bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Türkiye'de işgücünün eğitim düzeyinin düşük olması işsizliğin artmasına neden olmaktadır. Mevcut işsizlerin % 68.6'sı ilk öğretim ve hiç eğitim almamış kişilerden oluşmaktadır. Globalleşen dünyada eğitim düzeyinin yüksekliği rekabet gücünü arttırmakta, toplumların kalkınmasını hızlandırmaktadır.

İşsizlik ve yeni istihdam yaratamama sorunu Avrupa Birliği ülkelerinde de mevcut bulunmaktadır. Bu ülkeler de sosyal taraflara önemli rollerin düştüğünü kabul ederek bu sorunu çözmeye çalışmaktadırlar.

### Türkiye'de İstihdam Ve İşsizlik

1980 sonrası dönemde yapılan iktisat politikalarındaki dönüşümler istihdam artışı lehinde bazı gelişmeler göstermişse de, Türkiye'nin istihdam yapısında gözle görülür bir geli-

Tablo 1: Yurtiçi İşgücü Piyasasında Gelişmeler (15+Yaş, Bin Kişi)

	2004	2004	2004	2004	2004	2005
	I. Dönem	II.Dönem	III.Dönem	IV.Dönem	Yıllık	I.Dönem
15 + Yaş Grubu	49,482	49,694	49,944	50,189	49,906	50,530
İşgücüne Katılma Oranı	45,9	49,2	50,6	48,4	48,7	47,1
Sivil İşgücü	22,732	24,457	25,265	24,297	24,289	23,784
Sivil İstihdam	19,902	22,188	22,874	21,870	21,791	21,190
İşsiz	2,830	2,269	2,390	2,428	2,498	2,439
İşsizlik Oranı	12,4	9,3	9,5	10,0	10,3	10,0

Kaynak: DPT, Ekonomik Göstergeler.

şim yaratmamıştır. 1990'lardan sonra, hızla ortaya çıkan ekonomik krizler, bazı yıllarda yaşanan ekonomik durgunluklar, beraberinde işsizlik sigortasını ve iş güvencesi tartışmasını getirmiş, nihayet 2000'li yıllarda çok daha keskin yaşanan ekonomik krizler işsizlik sorunlarının yoğunluğunu belirgin bir biçimde artırmıştır<sup>(5)</sup>.

Türkiye'de işsizliğin Batı'dakinden farklı bir şekilde gruplandırılması zorunludur. Bunların ilki geleneksel tarım sektörüdür. Burada işgücünün önemli bir kısmı, aile işletmelerine dayalı üretim yapan, küçük ölçekli, kadın istihdam eden, yoğun şekilde "ücretsiz aile yardımcıları" kullanılan, mevsimlik dalgalanmalara tabi bir istihdam yapısını sürdürmektedir.

İkinci olarak, kentsel kayıt dışı istihdamdan bahsedebiliriz. % 4'lere varan yüksek kentleşme oranı ile kısa zaman sürelerinde kentlere dolan ve formal sektörlere iş bulamayan işgücü kayıt dışı sektörlerde kaymaktadır. Çalışanların eğitim düzeyinin düşüklüğü, kayıtlı çalışma ile ilgili bilgi eksikliği kayıt dışı istihdamı yaratan en önemli unsurlar arasında yer almaktadır. Özellikle eğitim düzeyinin düşük olduğu ülkemizde, işgücünün bilgilendirilmesi ve bilinçlendirilmesi büyük önem taşımaktadır. Böylece, Türkiye'de işgücünün önemli bir kısmının istihdamı, "kayıt dışı ekonomide", "kayıt dışı istihdam" olarak ortaya çıkmaktadır.

Tablo 1'den de görüldüğü gibi, 2004 yılında işgücüne katılma oranı 48.7 iken bu oran, 2005 yılı birinci üç aylık döneminde 47.1 olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılının 2004 yılına göre işgücüne katılım oranında bir azalma olduğu görülmektedir. İşsizlik oranı ise, 2004

yılının birinci üç aylık döneminde % 12.4. Bu oran yıl sonunda % 10.3'e gerilemiştir. 2005 yılının ilk üç aylık döneminde ise, bu oran % 10.0 olarak gerçekleşmiştir.

### AB Ülkelerinde İstihdam Oranları

Tablo 2'de görüldüğü gibi, 1996'dan 2002'ye kadar olan dönemde 15 AB ülkesi ve seçilmiş yeni üye devletlerdeki istihdam oranları tablo 2'de görülmektedir. Görüldüğü gibi sadece istihdam oranı Kıbrıs'ta yükselmiştir. Yeni üye ülkelerin adaylık süreçlerini de kapsayan dönemde dahil olmak üzere önemli bir istihdam artışı yaşanmamıştır. Kıbrıs'ta artan istihdam oranı da kısmen güçlü büyümeden kaynaklanmaktadır. 15 AB ülkesindeki istihdam oranı 1996'daki % 60.3'ten 2003'te % 64.4'e yükselmiştir. Ancak, istihdam oranı 2001 ve 2002 yılları arasında neredeyse durağan kalmıştır.

Merkezi ve Doğu Avrupa Bölgesi ülkelerinde istihdam oranlarında belirtilen dönemler içinde düşüş gösterdiği görülmektedir. Polonya ve Çek Cumhuriyetinin istihdam oranlarında, diğer yeni üye ülkelerle karşılaştırılırsa önemli düşüşler yaşanmıştır. Bunun nedeni olarak, endüstriyel yeniden yapılanma sürecinden olumsuz olarak etkilenmesi gösterilmiştir. Ayrıca bu ülkelerde tarım sektörü içinde yaşanan üretim daralması da istihdam oranlarının azalmasına neden olmuştur. Polonya'da en fazla tarımsal kesim daralması gözlemlenmiştir<sup>(6)</sup>.

15 AB ülkesi 2003'de yüksek bir istihdam oranına sahipken (% 64.4); yeni üye ülkelerden Çek Cumhuriyeti, Slovenya ve Kıbrıs'taki istihdam oranları AB ortalamalarına yakındır.

Tablo 2: Toplam İstihdam Oranı\* (%)

Ülkeler	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
AB-25	-	60,6	61,2	61,9	62,4	62,8	62,9	63,0	-
AB-15	60,3	60,7	61,4	62,5	63,4	64,1	64,3	64,4	-
10YeniÜye	-	60,2	60,0	59,0	57,4	56,6	55,8	55,8	-
Çek Cumhuriyeti	-	-	67,3	65,6	65,0	65,0	65,4	64,7	64,0
Estonya	-	-	64,6	61,5	60,4	61,0	62,0	62,9	62,9
Kıbrıs	-	-	-	-	65,7	67,8	68,6	69,2	69,2
Letonya	-	-	59,9	58,8	57,5	58,6	60,4	61,8	62,3
Litvanya	-	-	62,3	61,7	59,1	57,5	59,9	61,1	61,1
Macaristan	52,1	52,4	53,7	55,6	56,3	56,2	56,2	57,0	56,6
Malta	-	-	-	-	54,0	54,3	54,4	54,2	54,0
Polonya	-	58,9	59,0	57,6	55,0	53,4	51,5	51,2	51,4
Slovenya	61,6	62,6	62,9	62,2	62,8	63,8	63,4	62,6	65,4
Slovakya	-	-	60,6	58,1	56,8	56,8	56,8	57,7	56,8
Türkiye	49,9	48,7	48,7	48,7	44,5	44,6	44,4	43,2	43,6

Kaynak: EUROSTAT, Total Employment Rate (%) <http://uropa.eu.int/comm/eurostat/newcronos>.

DİE, Hane Halkı İlgücü Anketleri.

\* **Toplam İstihdam Oranı:** Bu oran, 15-64 yaş grubu içinde istihdam edilenleri, bu yaş grubunda bulunan toplam nüfusa bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Bu gösterge, "AB İlgücü Araştırması"na dayanmaktadır.

Tablo 2'de dikkati çeken konulardan birisi de, Akdeniz ülkeleri istihdam oranları arasındaki farklılıktır. Malta'nın % 54,5 olan istihdam oranı ile karşılaştırıldığında Kıbrıs, 2002'de % 68,6 oranında istihdama sahiptir.

Türkiye, 2004 yılı itibarıyla % 43,6'lık bir istihdam oranına sahiptir. Bu istihdam oranı AB ortalamalarının altında bir orandır. Türkiye açısından dikkati çeken bir konu da, düşük olan istihdam oranının, AB üyeliğine aday ülke konumu açıklandığı 1999 yılından bu yana istihdamın giderek azalması olmuştur.

## SONUÇ

Türkiye'de aktif nüfus içinde istihdam edilenlerin oranındaki düşüş, bir yandan işsizlik sorununun, bir yandan da işgücüne katılım oranındaki birleşik etkisini yansıtan önemli bir sorunu ortaya koymaktadır. İstihdam oranlarının artmamasının nedenleri olarak ekonomik büyüme oranlarındaki sınırlılıkları ifade etmek mümkün değildir. Son 10 yıldır ekonomik büyüme sürekli olarak artmış, ancak son 5 yıldır istihdamdaki büyüme oldukça sınırlı kalmıştır. Bu durum ekonominin istihdam yaratma potansiyelinin sınırlılığına işaret etmektedir.

Rekabet gücünü olumsuz etkileyen yüksek işgücü maliyetlerinin oluşmasına neden olan istihdam vergileri makul düzeye indirilmelidir. Girişimcilik teşvik edilmelidir. İstihdam yaratan yatırım yapacak işyerlerine finansman ve teknoloji desteği sağlanmalıdır. Küçük ve Orta Boy İşletmelere (KOBİ), AB'de olduğu gibi özel destek sağlanmalıdır. Hayat boyu eğitim süreçleri yaratılmalı, mesleki ve teknik eğitim desteklenmelidir.

Türkiye, 1990'lı yıllarda AB ülkeleri ile karşılaştırılırsa, görece düşük kabul edilebilecek bir işsizlik düzeyine sahiptir. 2000'li yıllarda ise, bu durumun değiştiği ve işsizlik ortalamalarının AB ortalamalarının üzerine çıktığı görülmektedir.

Türkiye'de işsizliğin uzun dönemli işsizlik olduğu ve uzun dönem işsizlerin (bir yıldan fazla süredir işsiz olanlar) toplam işsizlerin yarısını oluşturmaktadır<sup>(7)</sup>.

İstihdam oranları yeni üye ülkelerde AB-15 ülkelerine göre daha düşük düzeyde bulunmakla birlikte, bazı yeni üye Orta Avrupa Ülkelerinde, AB ortalamalarının da üzerinde istihdam oranları bulunmaktadır.

İstihdamda uzun süreli ve istikrarlı bir artı-

şı sağlayabilmek ancak yeni yatırımlara dayalı bir verimlilik artışı ile mümkün olacaktır.

### KAYNAKÇA

- Hacer Ansal - Suat Küçükçiftci - Zeki Bernan Orbay, "Türkiye Emek Piyasasının Yapısı ve İşsizlik", Türkiye Ekonomik ve Toplumsal Tarih Vakfı, İstanbul, Kasım, 2000.

- Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı, Kayıt Dışı İstihdam ve Yabancı Kaçak İşçi İstihdamı, Genel Yayın No:116, Ankara, 2004.

- DİE, www.die.gov.tr

- DPT, www.dpt.gov.tr

- Employment in Europe:Recent Trends and Prospects, 2002, 2003 EURES, Employment and European Social Fund, European Commission.

- MESS, Manifesto: Endüstri ilişkileri - 1998, MESS Yayın No:276.

- MESS, İşveren Gazetesi, Yıl 42, Sayı: 782, Ocak, 2005.

- MESS, İşveren Gazetesi, Yıl 42, Sayı: 783, Şubat, 2005.

- MESS, İşveren Gazetesi, Yıl 42, Sayı: 784, Mart, 2005.

- MESS, İşveren Gazetesi, Yıl 42, Sayı: 785, Nisan, 2005.

- MESS, İşveren Gazetesi, Yıl 42, Sayı: 786, Mayıs, 2005.

- Nusret Ekin, Türkiye'de İş Piyasasının Yeniden Yapılanması: Özel İstihdam Büroları, İstanbul Ticaret Odası Yayın No: 2001-30.

- TİSK, İşsizlik Sigortası, Aktif İstihdam Politikaları ve Özel İstihdam Büroları, Ankara.

- Employment In Europe: Recent Trends and Prospects, 2002, 2003 EURES, Employment and European SocialFund, European Commission.

### Dipnotlar

1) Nusret Ekin, Türkiye'de İş Piyasasının Yeniden Yapılanması: Özel İstihdam Büroları, Ticaret Odası Yayın No:2001-30, 2001, İstanbul, ss. 150-160.

2) TİSK, İşsizlik Sigortası, Aktif İstihdam Politikaları ve Özel İstihdam Büroları, Ankara, S. 98, 2000.

3) MESS, İşveren Gazetesi, Yıl 42, Sayı: 782, Ocak, 2005.

4) MESS, İşveren Gazetesi, Yıl 42, Sayı: 784, Mart, 2005.

5) Nusret Ekin, a.g.e, ss.149-155.

6) Employment In Europe: Recent Trends and Prospects, 2002, 2003 eures, Employment and European SocialFund, European Commission.

7) Ansal Hacer – Küçükçiftci Suat – Orbay Zeki Bernan, "Türkiye Emek Piyasasının Yapısı ve İşsizlik", Türkiye Ekonomik ve Toplumsal Tarih Vakfı, İstanbul, Kasım, 2000, s.120.



## Görüşler

**BİROL KARAKURT**

*Karadeniz Teknik Üniversitesi, İ.İ.B.F., Maliye Bölümü Araştırma Görevlisi*

### “Bütçe Esnekliği” Çerçevesinde Yıllara İlişkin Bütçe Uygulamalarının Bir Değerlendirmesi

#### Giriş

**H**alkın temsilcisi parlamentonun yürütme erkine verdiği kamu hizmetleri üretim siparişi olarak tanımlanan bütçe; kamu hizmetinin miktar ve kompozisyonu açısından Türkiye Cumhuriyeti vatandaşlarının ne kadar ve hangi kalitede eğitim, sağlık, adalet ve güvenlik gibi kamu hizmeti tüketeceğini belirleyen temel kurum niteliğindedir<sup>(1)</sup>. Aynı zamanda makro ekonomik dengelerin oluşmasında çok önemli rolü olan bütçenin, gider cetveli (yani kamu hizmetleri üretimi) gelir bölüşümü yapısının da temel belirleyicilerindedir. Hükümetlerin çıkardığı en önemli doküman olan bütçe, hükümetin yıl içinde yapmayı planladığı harcamaları kalemler itibarıyla izah eden bir kanun tasarısıdır. Bu tasarının mecliste onay görmediği zaman hükümet istifa etmek zorunda kalır. Özel sektörde bütçe vasıtasıyla hükümetin ekonomi politikalarının ayrıntılarını öğrenir ve kendini ona göre konumlandırır.

Türkiye uzun yıllar ağır borç yükü ve kronikleşmiş enflasyon gibi önemli kısıtlar altında bütçeler yapmak zorunda kalmıştır. Bu kısıtlar altında oluşturulan bütçeler ile temel kamu hizmetleri sağlıklı bir şekilde yerine getirilmediği gibi bütçe esnekliği de ortadan kalkmıştır. Yıllara ilişkin bütçe uygulamalarının değerlendirildiği bu çalışmada öncelikle

bütçe esnekliği kavramı ile neyin ifade edilmeye çalışıldığı açıklanmış, daha sonra ise, kamu hizmetlerin sunulmasında 2002, 2003 ve 2004 mali yılı bütçeleri bütçe esnekliği çerçevesinde ele alınmıştır.

#### Bütçe Esnekliği Kavramı

Literatürde bütçenin iktisadi dalgalanmalara ve krizlere verdiği tepki, bunlara uyum sağlama yeteneği olarak tanımlanan bütçe esnekliği, çalışmada temel kamu hizmetlerinin finansmanında etkinsizliklere neden olmayan ve kaynak tahsisinde etkinliği sağlayan bütçe sistemi olarak alınmıştır. Bu niteliklerden uzak ve kaynakları üretken yatırımlar yerine faiz ödemelerine yönelen ve temel kamu hizmetlerini erteleyen bir bütçe sisteminin ise, esneklikten uzak olduğu ifade edebilir. Bu açıdan değerlendirildiğinde, Türkiye’de yıllara ilişkin bütçelerin temel niteliklerini kaybettikleri ve esneklikten uzak oldukları şeklinde genel bir inanın olduğu söylenebilir. Önemli olan bu genel inancı kabul etmek yerine, bütçe büyüklüklerini inceledikten sonra bir kanaate varmaktır.

Kamu hizmet siparişi olan ve siyasal iradenin karar ve tercihlerinin parasal yansıması olarak tanımlanan bütçenin esneklikten uzak olup olmadığı, hazırlanışında asgari

şart<sup>(2)</sup> olan "samimiyet" ve "tahminlerde isabet" ilkelerine uyulup uyulmadığına bakılarak değerlendirilebilir. Yıllara ilişkin bütçeler incelendiğinde, "samimiyet" ve "tahminde isabet" ilkelerine pek uyulmadığı, yıllara ilişkin bütçelerin büyük ölçüde birbirine benzeştiği görülmektedir. Bütçelerin yaşanan krizler neticesinde IMF programları ve yıllardır süre gelen ağır borç yükü, bütçe açıkları ve enflasyon baskısı altında şekillendirilmek zorunda kalınması bu benzerliği kaçınılmaz kılmıştır<sup>(3)</sup>. IMF ile yapılan anlaşmalar çerçevesinde sürdürülen ekonomi politikaları gereğince oluşturulan bütçelerin bu politikaların/programların birer alt aracı niteliğinde olması ise normaldir. Bu bağlamda bütçelerde faiz dışı fazla verilerek borç servisi yükü azaltılmaya çalışılmıştır.

Bu kısıtlar altında oluşturulan bütçeler, siyasal iradenin tercihini yansıtmaktan çok, faiz ödemelerinden geriye kalan kısıtlı fonların hizmetler arasındaki dağılımını gösteren basit birer hesap cetveli özelliğine bürünmüşlerdir. Konsolide bütçe harcamaları bize ne kadar kamu harcaması yapılması öngörüldüğü bakımından bir fikir verebilir. Ancak konsolide bütçeden yapılan kamu harcamaları, toplam kamu harcamalarını vermede çok sağlıklı bir gösterge olmadığını gibi söz konusu harcamanın ne kadarının geleneksel anlamda kamu hizmeti olduğu konusunda da kesin bir şey söylememektedir<sup>(4)</sup>. Zaten, mali disiplin ya da bütçe disiplini olarak topluma sunulan ve kamu harcamalarının baskılanmasıyla sağlanacak tasarruflarla borç servisini gerçekleştirmeyi esas alan bir bütçeleme anlayışının siyasalere geniş bir hareket alanı bırakmasını beklemekte olanaksızdır. BATIR-EL (2004) bunu teyit edecek şekilde, 2003 yılında yatırımlarda bütçe revizyonu sonucu sağlanan indirim ve diğer cari harcamalardaki tasarrufun kamu kesiminin işleyişini güçleştiren ve toplumun refahını düşüren başlıca unsurlar olduğunu belirtmiştir<sup>(5)</sup>.

Bütçelerin kaynak tahsisini gerçekleştiren bir araç olmaktan çıkıp birer hesap cetveli niteliğini almasının temel nedeni ise, 1980'li yıllardan itibaren hükümetlerin politik nedenlerden ötürü vergi rezervlerine yönelmeşi yani

"vergi alma borç al" şeklindeki bir bütçe harcama modelini tercih etmeleridir. Bunun neticesinde, iç borçlar dolayısıyla da faiz yükü artmıştır<sup>(6)</sup>. Bu dönemde borçların faiz ve ana para ödemelerinin devletin olağan gelirini aştığı görülmüştür<sup>(7)</sup>. İç borçların yüksek düzeylere ulaşması kamu harcamalarının yapısını ve bileşimini değiştirmiş. Kamu borçlarına ilişkin faiz ödemelerinin artması<sup>(8)</sup> ise, bütçeden temel kamu hizmetlerine gidene kaynağın yıllar itibarıyla daha da azalmasına neden olmuştur. Tüm bunlar bütçenin nedenli bir borç idaresine dönüştüğünü görmek açısından önemlidir. Ağır borç yükü ve IMF ile imzalanan anlaşmalar çerçevesinde şekillendirilen bütçelerin, siyasi iradenin tercihlerini yansıtmaktan giderek uzaklaştığı, iktisadi dalgalanmalara karşı kullanılabilir bir maliye politikası aracı olma niteliğini yıllar itibarıyla kaybettiği, kamu hizmetlerinin yerine getirilmesinde ve kaynak tahsisinde etkin bir rol üstlenmediği yani giderek bütçenin esnekliğini yitirdiğini ifade etmek gerekir.

Bu yargıyı teyit etmek ve gelecek için bir umut ışığının olup olmadığını değerlendirmek açısından çalışmanın bundan sonraki kısmında, Türkiye tarihinin en yıkıcı ekonomik sonuçlarını üreten 2001 krizi neticesinde uygulamaya geçirilen ve "sıkı mali ve parasal disiplin" üzerine temellendirilmiş "güçlü ekonomiye geçiş programı" çerçevesinde şekillendirilen bütçelerin ve uygulama sonuçlarının bütçe esnekliğini yakalama açısından umut verici olup olmadığı değerlendirilmiştir.

## Yıllara İlişkin Bütçe Uygulamaları

### 2002 Yılı Bütçesi

2002 yılında maliye politikasının temel hedefi önemli oranda faiz dışı fazla vererek kamu borç stokunun sürdürülebilirliğini sağlamak olmuştur. Bu amaçla hazırlanan 2002 yılı bütçesi, "güçlü ekonomiye geçiş programının" ilk bütçesidir, gelir arttırıcı ve harcama disipliniyi sağlayıcı bir dizi önlem içermektedir. 2002 yılı bütçesinde konsolide bütçe harcamaları toplamı 97.7 katrilyon lira olarak tahmin edilmiştir. Konsolide bütçe büyüklüğünün GSMH'ya oranı % 34.9 olarak tahmin edilmiş gerçekleşme oranı ise % 42 olmuştur. Konsolide bütçe harcamalarının 42.8 katrilyo-

nu faiz giderleridir. Faiz giderlerinin GSMH'ya oranı % 15.2, Bütçe içerisindeki payı ise, % 43.8 olarak öngörülmüştür. Bu öngörüler çerçevesinde faiz ödemelerinin GSMH'ya oranının birçok ülkedeki % 1-3'ler düzeyinin çok üstünde olduğu ve bütçede ara hedef olarak yer alan faiz ödemelerinin azaltılması olanaklı olmadığı<sup>(9)</sup> gibi çok gerçekçi bir hedef olarak da görülmektedir. Yani bütçenin temelinde faiz ödemelerini ve personel harcamalarını (bütçe içerisinde 21.9 katrilyon ve GSMH'ya oranı % 7.8) karşılamaya dönük, yatırım ve hizmet bütçesi niteliğinden uzak olduğu ifade edilebilir.

Bütçenin uygulamasına bakıldığında ise, 2002 yılında, toplam bütçe giderlerinin 115.6 katrilyon lira, bu büyüklüğün 51.8 katrilyon lirası faiz ödemeleridir. Faiz Ödemeleri/GSMH oranı % 19 olarak gerçekleşmiştir. Konsolide bütçe gelirleri 75.5 katrilyon lira, bütçe açığı ise, 40.09 katrilyon lira olarak gerçekleşmiştir. Bütçe Dengesi/GSMH oranı -14.7 (%), faiz dışı bütçe fazlası da 11.7 katrilyon lira, Faiz Hariç Bütçe Dengesi/GSMH oranı 4.3 (%) olarak gerçekleşmiştir. Konsolide bütçe gelirlerinin bütçe giderlerini karşılama oranı % 65.3 olmuş, vergi gelirlerinin bütçe giderlerini karşılama oranı ise, % 51.6'dır. Faiz giderlerinin bütçe içerisindeki payı ise, küçük olmakla birlikte bir düşüş göstermiş ve % 42.3 (bir önceki yıl % 45.6) oranında gerçekleşmiştir.

Bütçe harcamalarının dağılımı incelendiğinde en büyük payın sırasıyla borç faizleri, genel hizmetler, eğitim hizmetleri ve savunma hizmetlerine ait olduğu görülmekle birlikte, IMF ile yürütülen programın gereği olarak harcamaların düşürülmesinden 2002 yılında en büyük payı sırasıyla genel hizmetler, borç faizleri, eğitim ve savunma harcamaları almıştır (Bkz.2004 Yılı Bütçe Gerekçesi). Faizlerin düşmesi bütçe esnekliğinin yakalanması adına umut verici bir gelişme olmakla birlikte, oldukça düşük seviyede gerçekleşmesi hala çok ciddi bir sorun olarak durduğunu ve temel kamusal hizmetlerin baskılanmasına neden olduğu kanaatini doğrulamaktadır. "Güçlü ekonomiye geçiş programının" ilk bütçesi olan 2002 yılı bütçe-

si, bütçe esnekliğinin yakalanmasından uzak bir görünüm sergilemekle birlikte, faiz dışı fazla hedefine kilitlenmiş olması hem kamu borç stokunun sürdürülebilirliği hem de bütçe üzerindeki faiz baskısının kırılması adına bu hedefin önümüzdeki yıllarda sürdürüleceği taahhüdü geleceğe umutla bakmayı sağlamaktadır.

### 2003 Yılı Bütçesi

Orta vadeli istikrar programı "*güçlü ekonomiye geçiş programının*" ikinci bütçesi olan 2003 mali yılı bütçesi, ancak 31 Mart 2003 tarihinde yürürlüğe girebilmiştir. Mali disiplinin sağlanmasını ve kamu borç stokunun sürdürülebilirliğini öngören 2003 bütçesi, % 6.5 faiz dışı fazla hedefi temel alınarak "*güçlü ekonomiye geçiş programı*" öngörülerini çerçevesinde hazırlanmıştır. Bu çerçevede 2003 mali yılı bütçesi, konsolide bütçe harcamaları 146.8 katrilyon lira, konsolide bütçe gelirleri ise, 100.7 katrilyon lira olarak hedeflenmiştir. Konsolide bütçe harcamaları içinde faiz giderlerinin ise, 65.5 katrilyon lira olması öngörülmüştür<sup>(10)</sup>. Eğitim ve Sağlık harcamaları ise, sırasıyla 10.5 ve 3.4 katrilyon liradır. 2003 mali yılı bütçesinin de önceki yıllarda olduğu gibi borç-faiz ve bütçe açıkları kısıtı altında hazırlandığını, kaynakların önemli bir bölümünün faiz ödemelerini karşılamak amacıyla kullanıldığını, geriye kalan sınırlı kaynakların ise, üretken yatırımları hayata geçirmek ve temel kamu hizmetlerini etkin şekilde karşılamaktan uzak olduğu, % 6.5'lik faiz dışı fazla hedefinin mali disiplinin yakalanması ve borçların sürdürülebilir kılınması açısından önemli bir gösterge olarak bütçede yer almasına karşın, temel kamusal hizmetlerin baskılanmasına neden olduğu ifade edilebilir.

Bütçe gerçekleştirmelerine<sup>(11)</sup> bakıldığında hem giderler hem de gelirler kaleminde öngörülerin üzerinde bir iyileşmenin olduğu, bununda takip edilen ekonomik programdan kaynaklandığı belirtilebilir. Konsolide bütçe gelirlerinin harcamaları karşılama oranı % 71.3 (önceki yıl % 65.3), vergi gelirlerinin harcamaları karşılama oranı ise, önceki yıla kıyasla artarak % 60 olmuştur. Gerek vergi gelirlerindeki artış gerekse ekonomik büyü-



Tablo : Konsolide Bütçe İle İlgili Oranlar (GSMH Yüzdesi Olarak)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Harcamalar	21.95	26.45	27.39	29.18	35.88	37.19	45.66	42.30	39.38	34.40	30.0	29.1
Faiz Hariç Harcamalar	14.62	16.45	19.64	17.63	22.18	20.91	22.39	23.33	22.95	20.01	20.4	20.6
Faiz	7.33	10.00	7.75	11.54	13.69	16.27	23.27	18.97	16.43	15.80	9.6	8.6
Gelirler	17.94	18.21	19.78	22.07	24.19	26.63	29.21	27.64	28.11	28.12	27.0	26.7
Vergi Gelirler	13.80	14.98	16.14	17.24	18.21	21.10	22.52	21.81	23.64	22.50	23.2	23.1
Diğer Gelirler	4.14	3.23	3.64	4.83	5.28	5.52	6.69	5.84	4.47	4.30	3.7	3.8
Bütçe Dengesi	-4.01	-8.23	-7.60	-7.11	-11.69	-10.56	-16.45	-14.66	-11.24	-11.10	-3.0	-2.4
Faiz Dışı Denge	3.32	1.76	0.15	4.43	2.00	5.71	6.81	4.31	5.16	4.70	6.6	6.1
Bütçe Gelirleri/ Giderler	81.7	75.5	72.2	75.6	67.4	71.6	64.0	65.3	71.3	76.0	89.9	91.5
Vergi Gelirleri/ Giderler	62.8	56.6	59.0	59.1	52.7	56.8	49.3	51.6	61.5	65.8	77.4	79.2

**Kaynak:** Kamu Hesap Bülteni, Konsolide Bütçe Gerçekleşmeleri, www.muhasabat.gov.tr; 2005 Yılı Bütçe Gerekçesi; 2006 Bütçe Teklifi.

- 2005 Bütçe Tahmini
- 2006 Bütçe Teklifi
- Konsolide bütçe harcama ve gelir gerçekleşmeleri için www.muhasabat.gov.tr'den yıllara ilişkin bütçe gerçekleştirmelerine bakılabilir.

meye karşın, özellikle faiz ödemelerinin yüksekliğinden dolayı bütçe dengesi -40.2 katrilyon açıkla bağlanmıştır.

Faiz giderlerinin bütçe içerisindeki büyüklüğü hala oldukça yüksek (58.6 katrilyon lira, % 41.7), bütçe açığı (% 11.2) halen Maastricht kriterinin (% 3) oldukça üzerindedir. Bu süreçte eğitim, sağlık gibi temel kamusal hizmetlere ayrılan kaynaklar artmış olmakla birlikte halen bu hizmetlerin etkin ve yeterli düzeyde sunumuna imkan vermemektedir. Bütçenin bu görünümü ile, bütçe esnekliğini yakalamaktan halen uzak olduğunu, ancak özellikle faiz giderlerinin azalması ve faiz hariç bütçe dengesi (% 5.16 bir önceki yıl % 4.3) dikkate alındığında ortaya çıkan tablo konjoktürel durumlara bütçenin uyum göstermesini kolaylaştırabilecek gelişmeler olarak görülmektedir.

Bu gelişmelere, ekonomideki büyüme ve enflasyonist baskınının kırılması, ihracat artış hızı eklendiğinde hem bütçe esnekliğinin yakalanması hem de bütçenin kamusal hiz-

met sunumunu sağlayan bir program olma niteliğine bürünmesi konusunda olumlu gelişmeler olduğu ifade edilebilir.

### 2004 Yılı Bütçesi

Ekonominin üst üste iki yıl büyüdüğü, enflasyonun kontrol altına alındığı, faiz baskısının belli oranda kırıldığı ve takip edilen ekonomik programın kararlı bir şekilde uygulandığı iki yılın sonunda hazırlanan "güçlü ekonomiye geçiş programının" üçüncü bütçesi 2004 yılı konsolide bütçesi, ekonomideki görece iyileşme ve istikrar ortamında belli oranda da olsa "samimiyet" ve "tahminde isabet" ilkelerine göre hazırlanan bir bütçedir. 2004 yılı bütçesi 2003 yılı bütçesine kıyasla (146.8 katrilyon) % 7.4 oranında büyümüştür. 2004 yılında konsolide bütçe aracılığı ile 150.5 katrilyon kamu harcaması yapılması öngörülmüş, söz konusu 150.5 katrilyon harcamanın 83.8 katrilyonu faiz dışı harcama, 66.5 katrilyonu yani bütçenin % 44'i ise, faiz harcamasıdır<sup>(12)</sup>. 2004 milli gelirinin 419.7 katrilyon olarak gerçekleşeceği varsayımından hareket-

le söz konusu 150.5 katrilyon toplam konsolide bütçe harcaması milli gelirin yaklaşık % 35.8'ine denk gelmektedir. Türkiye ekonomisi gibi kişi başına gelirin üç bin dolar düzeyinde olduğu bir ekonomide böyle bir harcama büyüklüğü çok yüksek bulunabilir. Ancak, mevcut sorunlar bununla sınırlı değildir. 2004 yılına ilişkin faiz ödemelerinin (66.5 katrilyon) milli gelire oranı % 15.8 gibi hala oldukça yüksek bir düzeydedir. Faiz dışı harcamaların (83.8 katrilyon) milli gelire oranı ise, % 20'dir. Üstelik bu % 20'lik faiz dışı kamu harcamaları oranının içinde sosyal güvenlik sistemine, KİT'lere, tarım sektörüne yapılacak transfer ödemeleri de yer almaktadır. Bunlar düşüldürse gerçek kamu hizmetine ayrılan payın daha düşük olduğu gerçeği ile karşı karşıya kalmaktadır.

Toplam faiz harcama baskısının % 40'ları aştığı bütçeden, gerçek anlamda yapılan kamu hizmeti hem nitelik hem de nicelik olarak yetersiz kalmaktadır. Şöyle ki, yatırım harcamalarına ayrılan payın milli gelire oranı % 1.8, sağlık, eğitim ve adalet hizmetlerine ayrılan payın milli gelire oranı ise sırasıyla % 1.4, % 4.2 ve % 1.4'dür. Buna karşın faiz ödemelerinin milli gelire oranı 2003 yılına göre küçülmüş olsa da hala oldukça yüksektir. Bütçe gerçekleştirmeleri açısından bakıldığında 140.02 katrilyon konsolide bütçe harcamasının, 56.4 katrilyon lirasının faiz harcaması olarak gerçekleştiği, bu büyüklüğün ise, GSMH'nın % 15.8'sine karşılık geldiği görülmektedir. Bu oran bir önceki yıla kıyasla (% 16.4) düşmüş olmakla birlikte hala oldukça yüksektir. Bütçe açığının GSMH'ya oranı ise, % 9.5'ler seviyesine gerilemiştir.

*Faiz ödemelerinin yüksekliği bütçe esnekliğini azaltan önemli bir unsurdur. Bütçe esnekliğini zedeleyen, faiz ödemelerinin bütçeden aldığı payın yıllar itibarıyla arttığı görülmektedir (1993 yılında faiz ödemelerinin bütçe içerisindeki payı % 23.7 iken, bu oran 2000 yılında % 43.7, 2002 yılında % 44.8, 2004 yılında ise, % 44'dür). Faiz ödemelerinin bütçe içerisindeki büyüklüğünün artması ise, genel idare hizmetleri ve ekonomik hizmetlerde aksaklıklara neden olmaktadır. Örneğin, yatırım harcamalarının konsolide büt-*

çe içerisindeki payı 1997 yılında % 7.9 iken, bu pay faiz harcamalarındaki artıştan dolayı yıllar itibarıyla baskılanmış 2000 yılında % 5.2, 2002 yılında % 5.9 ve 2003 yılında bu pay % 5.7 olarak gerçekleşmiştir (2004 Yılı Bütçe Gerekçesi). Bu gelişmeler bütçenin giderek yatırım misyonu olmayan bir niteliğe büründüğüne işaret etmektedir. Bu yönüyle bir değerlendirme yapıldığında Türkiye Cumhuriyeti bütçelerinin, bir kamu hizmeti üretim aracı olmaktan çıkıp tipik birer transfer bütçesine dönüşmüş olduğu ifade edilebilir<sup>(13)</sup>.

2004 bütçesinin gelir kısmına baktığımızda ise, toplam kamu gelirlerinin (114.5 katrilyon) 2004 yılı milli gelirine oranı % 27.2 vergi gelirlerinin (99.17 katrilyon) 2004 milli gelirine oranı ise, % 23.6'dır. Gelirler açısından bir değerlendirme yapıldığında toplam kamu gelirlerinin konsolide bütçe harcamalarını % 76'sını karşıladığı, vergi gelirlerinin ise, harcamaların ancak % 65.8'ini karşıladığı görülmektedir. Gerek vergi gelirlerindeki artış eğilimi gerekse mali disiplin çerçevesinde kamu harcama artış hızının kontrol altına alınması önceki yıllara kıyasla bütçe dengesinin giderek olumlu bir görünüm sergilemesi neden olmuştur. Bu anlamda 2004 yılı bütçe dengesi 30.3 katrilyon lira açık vermiş, faiz dışı denge ise 27.3 katrilyon fazla vermiştir (GSMH'ya oran olarak % 6.8). Veriler bütçe dengesinde önceki yıllara kıyasla olumlu gelişmeler olduğunu göstermekle birlikte, yeterli olmadığını da söylemektedir.

Bu durum açık bütçe politikasının sürdürüldüğü ve bütçe açığının hala önemli bir sorun olmaya devam ettiğine işaret etmektedir. Bu sorun, ek önlemlere ve fiyat ayarlamalarına sebebiyet vermektedir. Kamu hizmetlerinin daha baskılanması sonucunu, dolayısıyla hizmet sunumunda yetersizliklere ve etkinsizliklere neden olmaktadır. Ayrıca, öteden beri adil ve temel gelir kaynağı olduğu ileri sürülen gelir vergisinin de adil olma niteliğini kaybetmesine de sebebiyet vermiştir. Ancak, tablonun iyi taraflarının da olduğunu unutmamak gerekir. Bu iyi taraflar gelecek yıllara umutla bakmamıza neden oluyor. Özellikle faiz baskısının kırılması açısından önemli olan mali disiplinin kararlılıkla sürdürülmesi ve

bu bağlamda % 6.5'lik faiz dışı fazla hedefine kesinlikle uyulması hem enflasyonun kontrol altına alınmasını kolaylaştırmış hem de borç-faiz kısır döngüsünün derinleştirdiği açıkların azaltılmasına yardımcı olmuştur. Buna birde vergi toplama gayretindeki artış ve % 9.9 gibi oldukça yüksek bir büyüme hızının eşlik etmiş olması, açık GSMH oranını düşürmüş olmakla birlikte oran hala Mastrich kriterinin çok üzerindedir ancak gelecek için umut vericidir.

Kamu hizmetlerinin baskılanmasıyla ulaşılmaya çalışılan ve IMF ile ilişkilerimizde temel performans kriteri olarak algılanan faiz dışı fazla mali disiplinin ve kamu borç stokunun sürdürülebilirliği açısından da önemlidir. Faiz dışı fazla yalnızca bütçe için değil, bütçe dışında yönetilen kamu kesimi (KİT'ler, mahalli idareler, sosyal güvenlik kurumları gibi) için de yapılan bir hesaplama olduğundan, milli gelirin % 6.5 oranındaki faiz-dışı fazlayı aşan faiz payı ayrıldıktan sonra, geriye kalan fonların harcamacı daireler arasındaki dağılımını gösterir. Ancak, % 6.5 gibi yüksek bir faiz dışı fazla fonların harcamacı birimler arasındaki dağılımında siyasi iradeye bir tercih bırakılmamaktadır. Hal böyle olunca, toplumun eğitim ve sağlık hizmetleri ya da adalet ve temel hizmetleri etkin bir şekilde alması söz konusu olmadığı gibi bütçenin dalgalanmalara ve krizlere verdiği tepki, bunlara uyum sağlama yeteneği de düşmektedir.

Veriler, 2004 yılı bütçesinin personel ödemeleri ve yatırım harcamaları ile ekonomiyi genişletici, istihdam yaratıcı, toplumsal refahı yükseltici bir niteliğe sahip olmadığı gibi, tam tersine eğitime, sağlığa, personele ve yatırıma ayrılan fonlar yeterli olmadığından, ekonomide genel verimliliği geriletici bir nitelik taşımaktadır<sup>(14)</sup>. Bütçe açığı yaklaşık % 11.1'lik düzeyi ile, geçmiş yıllardaki düzeyini koruyarak, ekonomi üzerinde enflasyonist baskı oluşturmaya devam etmektedir. Bütçe açığı kalıcı vergi kaynakları ile kapatılamayınca (vergi gelirleri bütçe harcamalarının yaklaşık % 65.8'ini karşılamaktadır), söz konusu enflasyonist açık, kamu hizmetlerinin baskılanması ile telâfi edilmeye çalışılmaktadır. Kamu kesiminin vergi sağlamadaki yetersizliği borç

sorununun çözümünde henüz gerekli mesafenin alınmamış olduğunu ortaya koymaktadır.

### Sonuç

Bütçe esnekliğinden söz etmek için dönem başı denkliği değil dönem sonu denkliği esas alan bütçelerin oluşturulması çok büyük önem taşımaktadır. Bu denklik görünüşte bir denklik değil, pratikte gerçekleştirilecek bir denklik olmalıdır. Makro ekonomik göstergelerde istikrarın yakalanması, bütçeden en önemli payı alan faiz ödemelerinin payının düşmesi<sup>(15)</sup>, borçların uzun vadeli bir nitelik kazanması, kayıt dışı ekonomiyi kayıt altına almak için yapılacak olan düzenlemeler ve siyasi idarelerin bu konudaki kararlılığı bütçe esnekliğinin yakalanması açısından önemli unsurlar olarak görülmektedir. Ancak, sadece harcama kesintileri ve faiz dışı fazla hedefine odaklanmış bir bütçe uygulaması ile, bütçe esnekliğinin sağlanması ise, gerçekçi değildir. Ekonomide var olan yapısal sorunları giderilmedikçe harcama kalemlerinde yapılacak kesintilerle çok yüksek tasarruf elde etmek söz konusu olmayacaktır. Dolayısıyla, yüzeysel önlemlerle bütçenin esnekliğini sağlamak söz konusu olamayacaktır.

Ayrıca, mali disiplin için gerekli kurumsal düzenlemelerin yapılması bütçe uygulamasının sonuçları ve bütçe esnekliği açısından önemlidir. Bu çerçevede; kamu idaresince belirlenmiş ödenek tavanları içinde bütçe yapılması, bütçe mecliste onaylandıktan sonra bütçe ödeneklerinin kamu idarelerince artırılmaması, mali yıl içinde meclisin onayı olmaksızın merkezi kuruluşlara ödenek arttırma olanaklarının verilmemesi önemlidir. Bütçesel sınırlamalar, mali disiplin anlayışının en temel unsuru ve kamusal kaynakların israfının önlenmesi açısından gerekli olduğundan, kamu performansını da artırıcı nitelikte olabilir. OECD, üye ülkelerin ekonomilerinin performansı ile mali disiplinin yakından ilgili olduğunu ve genelde bütçe fazlası veren ülkelerin bütçe sürecini reforme eden ve modern bütçe sistemleri uygulayan ülkeler olduğunu belirtmiş bu çerçevede kamu harcamalarını etkin şekilde kontrol etmek için bütçe sisteminde bazı düzenlemeler yapılarak -çok yıllı

bütçeleme, gerçekçi ekonomik varsayımlar, kamu kaynaklarının yukarıdan aşağıya tahsisi, girdi odaklı tahsisten çıktı odaklı tahsise geçiş, mali saydamlık ve hesap verilebilirlik gibi-, bütçenin hizmet üretim sürecini sağlayan bir araç niteliğine bürünmesini dolayısıyla bütçe esnekliğinin tekrardan yakalanması-na yardımcı olabileceği ifade edilebilir.

Son olarak, IMF ile imzalanan ve 2004 yılı sonunda sona eren stand-by anlaşması çerçevesinde hazırlanan 2002, 2003 ve 2004 mali yılı bütçeleri, yapısı gereği yatırım bütçesi olmaktan ziyade Türkiye'nin yükümlülüklerini yerine getirmesi amacıyla % 6.5 faiz dışı fazla hedefi üzerine oturtulmuş programlar niteliğindedir. Bütçelerin bu yapısı ile maliye politikasının temel amaçlarını gerçekleştirecek bir araç olmaktan uzaklaştığı ve borç-faiz ödemesini gerçekleştirecek bir nitelik taşıdığı ifade edilebilir. Ayrıca, yaklaşık % 40'ı faiz ödemelerine giden bir bütçenin temel kamu hizmetlerinin üretiminde ve kaynak tahsisinde etkinliği gerçekleştirmesi de söz konusu değildir. Faiz dışı fazla vermeye zorlanan bir bütçe, bir kamu, yani temel kamu hizmetlerini erteleyen ve kendini sürekli olarak borç ödemeye ayarlamış olan bir kamunun gelişmiş ülkeleri yakalama perspektifi ne kadar gerçekçidir? Bu yönüyle Türkiye yatırım yapmayan, beşeri sermayesini geliştirmeyen bir konumdadır. Bundan hareketle Türkiye'nin gelişmiş ülkeleri yakalama hedefi ne kadar gerçekçi, bu tartışmalıdır.

Mali disiplin ve kamu borcunun sürdürülebilirliği açısından önemli olan faiz dışı fazla hedefinin yakalanması, bütçe üzerindeki faiz baskısını kırdığından bütçe dengesinin sağlanmasına katkı yaptığı söylenebilir. Bu açıdan 2004 yılında 30.3 katrilyon lira açık veren bütçenin 2005 yılında, 14.5 katrilyon lira açık vermesi beklenmektedir. İlk dokuz aylık uygulama sonuçları da bunu doğrular niteliktedir. İlk dokuz aylık sonuçlara göre bütçe giderleri 117.1 katrilyon lira, bütçe geliri ise, 102.7 katrilyon liradır, yıl sonu itibarıyla bütçe açığının GSMH'ya oranının % 3 olması öngörülmektedir. Belki bugün olmasa bile önümüzdeki yıllarda bütçe tekrardan temel kamu hizmetlerini üreten bir araç ve konjoktürel

dalgalanmalara göre kendini ayarlayabilen bir enstürman olabilir. Bütçe esnekliğinin tekrardan yakalanması hususunda umut olduğu, yıllara ilişkin bütçe uygulamalarının seyri izlendiğinde görülmektedir. Önemli olan temel kamusal hizmetlerin sipariş cetveli olan bütçelerin "samimiyet" ve "tahminde isabet" ilkelere çerçevesinde hazırlanması ve bütçe açığı/GSMH oranının Maastrich kriteri seviyesine çekilmesidir.

### Kaynakça

- Kğüç Ö., "İç Borç Sorunu", İktisat Dergisi, Sayı 21-428, s. 21-24.
- İ. Ürel Ö. F., 2003 Konsolide Bütçe Gerçekleşmeleri ve 2004 Bütçesi, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı.22, Nisan 2004, s.24-30.
- Çolak Ö. F., "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve 2002 Yılı Bütçesi Üzerine Gözlemler", İşveren Dergisi, Kasım 2001. <http://www.tisk.org.tr>
- Eğilmez M. ve Kumcu E., Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması, OM Yayınları, İstanbul, 2002.
- Karakaş E., 2004 Bütçesi - I, Finansal Forum, 27.10.2003.
- Karakaş E., 2004 Bütçesi - III, Finansal Forum, 30.10.2003.
- Önder İ., 2002 Yılı Bütçesi, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı. 13, Ocak 2002.
- [www.bagimsizsosyaltarimciler.org](http://www.bagimsizsosyaltarimciler.org), "2004 Başında Türkiye'nin Ekonomik ve Siyasal Yaşamı Üzerine Değerlendirmeler", 04.05.2004.
- Maliye Bakanlığı Yıllık Ekonomik Rapor, 2002.
- 2004 Yılı Bütçe Gerekçesi, <http://www.bumko.gov.tr/mevzuat/2004bgerekce/2004bgerekce.htm>
- 2005 Yılı Bütçe Gerekçesi, <http://www.bumko.gov.tr/mevzuat/2005bgerekce/2005bgerekce.htm>

### Dipnotlar

- 1) E. Karakaş, 2004 Bütçesi - I, Finansal Forum, 27.10.2003.b.
- 2) İ. Önder, 2002 Yılı Bütçesi, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı. 13, Ocak 2002.
- 3) Bütçenin son 10 yılı ile ilgili olarak Mahfi Eğilmez ve Ercan Kumcu'nun Ekonomi Politikası:

Teori ve Türkiye Uygulaması, OM Yayınları, İstanbul, 2002, s.165-167'ye bakınız.

4) Geleneksel anlamda kamu hizmetinin önemine vurgu yapmak açısından E. Karakaş (2004), Türkiye'de kamu harcamalarının yaklaşık tümünün geleneksel anlamda kamu hizmeti olduğu güne kadar kamu maliyesi krizinin kalıcı olacağı kanaatinde olduğunu ifade etmiştir. E. Karakaş, 2004 Bütçesi - III, Finansal Forum, 30.10.2003.

5) Ö. F. Batirel, 2003 Konsolide Bütçe Gerçekleşmeleri ve 2004 Bütçesi, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı.22, Nisan 2004, s.24-30.

6) Faiz ödemelerinin bütçe içerisindeki ağırlığını görmek için çeşitli yıllara ait Maliye Bakanlığı Yıllık Raporlarına bakınız. Faiz ödemelerinin neden olduğu problemler için ise, Öztin Akgüç'ün "İç Borç Sorunu", İktisat Dergisi, Sayı. 421-428, s. 21-24'e bakınız.

7) www.bagimsizsosyalbilimciler.org, "2004 Başında Türkiye'nin Ekonomik ve Siyasal Yaşamı Üzerine Değerlendirmeler", 04.05.2004.

8) Faiz ödemelerinin ekonomideki ağırlığı (i) faiz ödemelerin bütçe içerisindeki payı ve (ii) faiz ödemelerinin GSMH'ya oranına bakılarak değerlendirilir.

9) Ö. F. Çolak, "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve 2002 Yılı Bütçesi Üzerine Gözlemler", İşveren Dergisi, Kasım 2001. <http://www.tisk.org.tr>

10) Maliye Bakanlığı Yıllık Ekonomik Rapor, 2002.

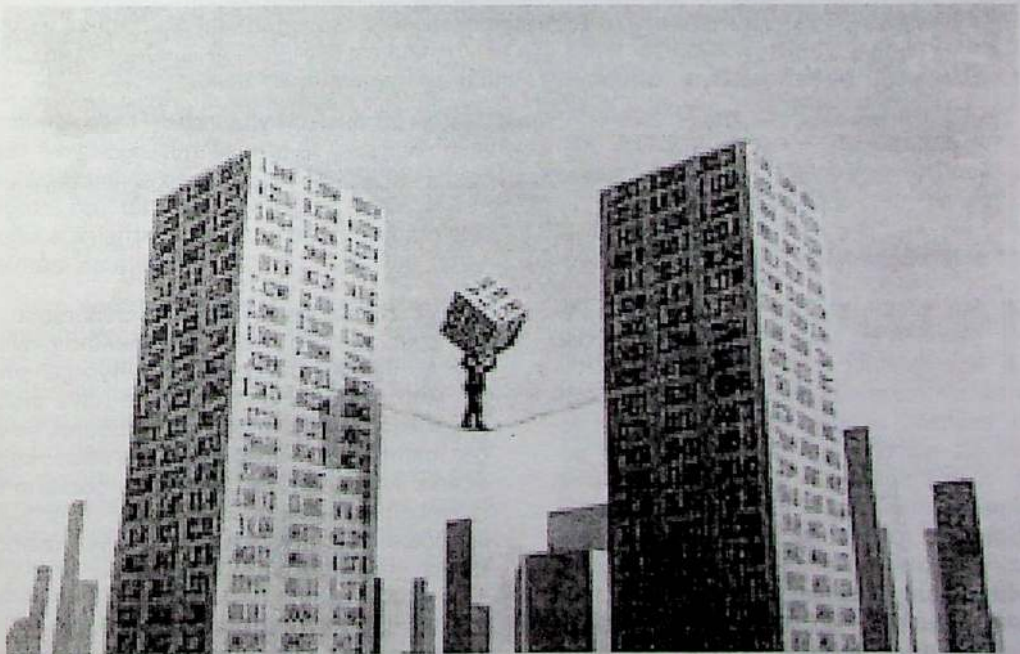
11) Bütçe gerçekleştirmelerine ilişkin veriler, [www.muhasibat.gov.tr](http://www.muhasibat.gov.tr) adresinden kamu hesap bülteninden temin edilmiştir.

12) 2004 Yılı Bütçe Gerekçesi.

13) Yapılan transferlerin de sadece faiz ödemeleri olmadığı (ama en büyük kalem), bunun yanında KİT ve sosyal güvenlik kurumlarına transferlerin de olduğu unutulmamalıdır.

14) 2004 yılı konsolide bütçe değerlerine ilişkin ay içi gerçekleştirmeler 2004 yılı bütçesinin hedefleri yakalama açısından ne derece gerçekçi olduğunu ortaya koymak açısından önemlidir. Konsolide bütçe ay içi gerçekleştirmeleri için [www.muhasibat.com.tr](http://www.muhasibat.com.tr)'den kamu hesapları bülteni konsolide bütçe değerlerine bakınız.

15) Faizler genel düzeyinin düşmesi ve faiz dışı fazlanın artırılması bütçenin başarısını ve iç tutarlığını arttırmaktadır.



## Sigortacılık

**YRD. DOÇ. DR. AYŞE GÜL BÖLÜKBAŞI**

*Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Yüksek Okulu Öğretim Görevlisi*

**DR. E. BATALALP PAMUKÇU**

*Ankara Anonim Türk Sigorta Genel Müdür Yardımcısı*

## İklim Değişiklikleri Risklerinin Sigorta Pazarına Etkileri

### Giriş

Bilimsel çalışmalar insanların kullandığı fosil yakıtlarının iklimler üzerinde etki yarattığını ortaya çıkarmıştır. Kömür, benzin, yağ, doğal gaz gibi fosil yakıtların kullanımı, çevre tahribi ile ilgili faaliyetlerle birlikte sera etkisi yaratan gazların özellikle de karbondioksitin oluşmasına neden olmaktadır. Günümüzde bu gazların atmosferdeki konsantrasyonun gittikçe artması ile birlikte sera etkisi ve dünya sıcaklığının artmasına ve sonuçta mevsim değişikliklerine, kuraklıklara, sel baskınlarına, fırtınalara ve deniz seviyesinde artışlara neden olmaktadır.

Bu çalışmada iklim değişikliği risklerinin sigorta ve reasürans pazarına etkileri ele alınarak genel stratejiler belirtilmiştir. İklim değişikliği risklerinin sonuçları ve bu risklerin sigorta ve reasürans pazarında yol açabileceği kapasite sorunları ışığında öneriler sunulmaya çalışılmıştır.

### 1- İklim Değişikliği Riskleri

**1** 988 yılında yapılan İklim Değişikliği Panelinden bu yana iklim değişikliğinden kaynaklanan risklerin oluşturduğu etkiler belirlenmeye başlamıştır. İklim değişikliğinin belirtileri; atmosferdeki karbondioksit yoğunluğu, global ortalama hava sıcaklığı, deniz yüzeyi dereceleri ve deniz seviyesinin yükselme oranları gibi faktörleri içermektedir. İngiltere'de meteoroloji bürosu Hadley Merkezinin tahminlerine dayanarak 2100 yılına kadar global ortalama sıcaklığın 3 santigrat derece artacağı belirtilmektedir. Bunun sonucu olarak da deniz seviyelerinde 0.5 m ortalama yükselik olacaktır. Yapılan araştırmalar

değişik zaman çerçeveleri için senaryolar üretmenin gereğini ortaya koymaktadır. Nitekim AB ülkelerinde değişik senaryo çalışmaları yapılmaktadır. Ülkemizde de hava sıcaklığı, rüzgar hızı, yağış, nem, bulutluluk ve diğer meteorolojik faktörleri parametre kabul ederek iklim değişikliği riskleri ve bunların etkileyeceği gerek finansal gerekse diğer alanları içeren senaryo çalışmalarının hızlandırılması gerekmektedir<sup>(1)</sup>.

Dünyada iklim değişikliği tartışmalarının anahtar unsuru **sera gazlarının** emisyonuna dayanmaktadır. Atmosferdeki karbondioksitin

(seranın temel gazı) yoğunluğu 365 ppm'dir ve yılda % 1 oranında artmaktadır. Eğer bu riskler kontrol altına alınmazsa yoğunluk 550 ppm'e ve daha yukarıya çıkabilecektir.

En olumsuz senaryo da, buzulların kısmen/tamamen eriyerek Atlantığı kapaması ve Avrupa kıtasına ufak da olsa buz-çağı etkisi getirebilmesidir. Ekvator ormanlarının giderek yok olmasıyla Amazon bugünkü özelliğinin aksine, karbon emisyonlarının net kaynağı olabilecektir.

Sera emisyonlarını azaltabilmenin bir yolu karbonsuz enerjidir Rüzgar şeklinde yenileştirilen enerji, güneş enerjisi, jeotermal ve gelgite bağlı enerji çözüm olarak öne sürülebilmektedir.

### 1- 1. İklim Değişikliği Riskleri ve Sigorta Sektörü:

Sigorta sektörü bankacılık sektörü ile birlikte iklim değişikliği risklerinin bütün etkilerini hisseden sektörler arasında olacaktır. 1960 yılından bu yana hava koşullarından dolayı oluşan doğal afet riskleri hızla ve üssel olarak artmaktadır. Bu artışlara bağlı olarak da sigortalı kayıpların son 30 yılda oluşturduğu zararlar ekonomik sonuçlar bakımından 8 kat artmıştır. Şirketlerce teminat altına alınan risklerde ise, 15 kat artan zararlar oluşmuştur. Kayıplardaki bu artışı, zenginliğin genel olarak artması, yaşam süresinin uzaması, tehlikeli alanlarda, örneğin dağlık alanlarda ve kasırga tehlikesinin yoğun olarak bulunduğu alanlarda yaşayan insan sayısının yükselmesi de etkilemektedir<sup>(2)</sup>.

İklim değişikliği risklerini ele alırken sigorta şirketleri ve sigortalılar olarak ayırım yaparsak; sigortalıların büyük bir çoğunluğu iklim değişikliği riskleri hakkında yeterli bilgiye sahip olmamakta ve sigorta poliçeleri satın alırken bu riskleri sigorta şirketinin teminat altına alıp almadığı konusunda gereken özeni göstermemektedir. Geçmişte hırsızlık ve yangın teminatı içeren mal sigortalarında hava olaylarından oluşabilecek riskler ek teminat olarak sunulmaktaydı.

Sigorta şirketleri açısından baktığımızda ise, değişken özellik göstermeyen iklimlerde, hava koşullarından dolayı ortaya çıkan riskle-

rin ve zararların toplam etkilerinin hesaplanması için uzun süreli dönemler gerekmektedir. Eğer iklim değişkenlik göstermekte ise, oluşabilecek zararların derecesi her bir zaman birimi için değişiklik gösterir ve hava koşullarından dolayı ortaya çıkabilecek risklerin tahmini ve hesaplanması sigorta ve reasürans şirketleri için güçleşebilmektedir. Ayrıca bu durum sigorta şirketleri için beklenmeyen kayıplara yol açabilmekte ve artan risk sonucu şirketlerin mali yapısı zarar görebilmektedir<sup>(3)</sup>.

Bu durumda sigorta şirketleri ya primleri yükselterek olası kayıplardaki tazminat ödemelerini sınırlandırma yolunu seçmekte ya da sigorta kapsamına alınacak riskleri sigortalı ile paylaşmaktadır. Böylelikle sigortalı tarafından da risk üstlenilecektir. Olası zarar ve kayıplara sadece sigorta şirketleri değil sigortalılarda katlanmaktadır.

Şekil 1'de bu risklerin sigorta şirketlerinin temel faaliyetlerindeki etkileri özetlenmektedir:

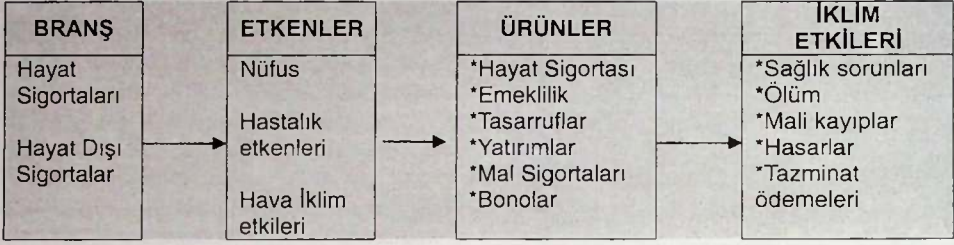
Şekil 1'de belirtildiği gibi hayat ve hayat dışı alanlarda faaliyet gösteren sigorta şirketlerini ve ürünlerini etkileyen iklim etkilerini; temel olarak insanlarda sağlık sorunları doğurması, ölümler, maddi kayıplar, hasar ve tazminat ödemelerinde artışlar oluşturma olarak sıralayabiliriz.

Böylelikle iklim değişikliği risklerinin sigorta şirketlerinin; (i) İş kabulü (underwriting) politikalarını. (ii) Yatırım politikalarını. (iii) Çevre riskleri için geliştirilecek stratejilerini etkilediğini söyleyebiliriz.

Ayrıca iklim değişiklikleri riskleri bazı durumlarda katastrofik risk etkisi yarattığından risklerin gerçekleşmesi ile oluşabilecek toplam zararların sadece sigorta işlemleri ile azaltılmadığı bilinmektedir. Amaç, iklimdeki değişiklikler sonucunda oluşan zararların artmasını sadece sigorta pazarı için değil, toplumun çıkarları açısından da önlemek olmalıdır.

Şirketler ve bireyler olası mali kayıplarına karşı sigorta endüstrisinden, iklim değişikliği risklerinin dolaysız sonuçlarını önceden tahmin ederek buna uygun teminat sağlamaları-

Şekil 1: Hayat ve Hayat Dışı Sigorta Şirketleri Faaliyetleri ve İklim Değişikliği



**Kaynak:** Andrew Dlugolecki, Climate Change and Insurance, Chartered Insurance Institute, London, 2001, p.2.

nı beklemektedirler. Sigorta şirketlerinin en önemli sorunu ise, iklim değişikliği risklerinin *hasar tarihçesinin* bulunmayışıdır. Hasar geçmiş ile ilgili istatistik verilerin yetersizliği ve bazı durumlarda bulunmayışından dolayı beklenen toplam hasar miktarı tam olarak hesaplanamamaktadır. Bu da geleceğe dönük işlemlerde sorunlar yaratmaktadır. Sigorta işlemlerinin amacı riski çok sayıda sigortalıya dağıtmaktır. Özellikle hava durumunun nasıl değişeceğinin öngörülemediği durumlarda yukarıda özetlenen nedenlerden ötürü riski dağıtma için dayanak oluşmamaktadır.

İklim değişikliği risklerinin hasar geçmişinin bulunmayışından ötürü doğacak sorunları ve sigortalı hasarların ve tazminat taleplerinin gelecek dönemlerdeki dağılımı hakkındaki öngörülerini sadece sigorta pazarından beklememek gerekmektedir. Özellikle iklim değişikliği risklerinin neler olduğu, nasıl ele alınacağı ve oluşabilecek yüklerin ne şekilde paylaşılacağı konusunda risk birliği oluşturulması önem taşımaktadır.

Bir çok hava ekstrem olayları finans sektörünü özellikle de sigorta/reasürans pazarını direkt olarak etkileyeceği için aşağıda iklim değişikliği riskleri özellikle de ekstrem olan riskler, bunların sigorta pazarına etkileri, risklere duyarlı sigorta dalları özetlenmektedir<sup>(4)</sup>.

İklim değişikliği risklerini ele alırken belirli ve belirli olmayan koşullar bulunmaktadır. İklim hava ortalaması olduğuna göre, iklim değişikliği hava ortalamasının değişebileceğini göstermektedir. Küresel ısınma hipotezi ise, istatistik gözlemlere dayanmayıp, sera (green house) gazları ve dünyanın termal denge-

si arasındaki sebep-etki ilişkilerini ilgilendiren bilimsel tahminlere dayanmaktadır. Bununla birlikte iklimin nasıl değiştiği kesin olarak bilinmemekte, hava koşullarını meydana getiren faktörler değiştiği ve değişmeye devam edeceği için ikliminde değişeceği kabul edilmektedir. İnsanların hava koşullarını etkilemesi ise, faaliyetleri sonucu oluşmaktadır. İnsan faaliyetleri, doğal çevreyi ve havayı şekillendiren alanları isteyerek ya da istemeyerek değiştirmektedir. Örnek olarak ekim yapmak için ağaçlı alanların sökülmesi ile orman iklimi oluşmamaktadır. Aynı şekilde atmosferin kimyasal yapısında değişiklik oluşturarak, olası fiziksel olaylar üzerindeki insan etkisi önlenememektedir. Ayrıca iklim değişikliği risklerinin insanları ne şekilde etkileyeceğini söyleyebilmek için gelecekteki iklim değişikliklerinin yönü ve derecesi hakkında kesin bilgiler ihtiyacı bulunmaktadır.

Başlıca iki temel risk çeşitleri bulunmaktadır. (i) İklim değişikliğinden dolayı oluşan riskler. (ii) İklim insan etkisi ile oluşan özel riskler.

Değişik risk çeşitleri için değişik stratejiler gerekmektedir. Bu stratejilerde başlıca iki tane Hava ve İklim Korunması<sup>(5)</sup>.

**Hava Korunması:** Sabit bir iklim yaratmak olanaksız olduğundan, iklim değişkenliği riskleri için sosyo-ekonomik sistemlerimizin beklenen hava koşullarına optimum bir şekilde uyum sağlaması gerekmektedir.

**İklim Korunması:** İklimde insan etkisi ile oluşan riskleri azaltmanın en etkin yolu doğal iklim sistemde insan müdahalesini azaltmaktır.



Tablo 1: İklim Değişikliği Riskleri ve Duyarlı Sigorta Branşları

İklim Değişikliği Extrem Riskleri	Zaman Skalası	Duyarlı Sektörler, Faaliyetler	Duyarlı Sigorta, Branşlar
<b>Isı Extremeleri</b>			
Maksimum Yüksek Sıcaklık, Çok Sıcak Günler, Sıcak Dalgaları	Günlük, Haftalık	Yerleşim Bölgeleri, Tarım Bölgeleri, Su Kaynakları	Sağlık, Hayat, Mal Sigortalıları, İş Kesintisi Kaybı
Minimum Düşük Sıcaklık, Çok Soğuk Günler, Soğuk Dalgaları	Günlük, Aylık, Minimum	Tarım, Enerji, Ulaşım, Yerleşim Bölgeleri	Sağlık, Kaza Sigorta., İş Kesintisi, Ürün Sigortası
<b>Yağmur, Yağış Extremeleri</b>			
Şiddetli Yağış Olayları, Soğuk Dalgaları, Kasırga, Fırtına	Saatlik, Günlük, Minimum	Yerleşim Bölgeleri	Mal Sigortaları, Motor Sigortası, Hayat, Sağlık, İş Kesintisi
Yaz Aylarında Kuraklık Artışı	Aylık, Mevsimlik, Minimum	Ormanlar, Tarım, Doğal Kaynaklar, Su Kaynakları, Yerleşim Bölgeleri	Ürün Sigortaları, Sorumluluk Sigortaları, Sağlık Sigortaları
Orta Şiddetli Fırtına Yoğunluğunun Artışı	Saatlik, Haftalık	Ormanlar, Tarım Enerji Dağılımı, Turizm, Yerleşim Bölgeleri	Mal, Ürün, Motor, Hava Sigortaları, Hayat, İş Kesintisi
Değişik Bölgelerde El Nino Fırtınasıyla İlgili Olarak Yoğun Sel Artışı ve Kuraklık	Çeşitli	Doğal Kaynaklar, Tarım, Su Kaynakları, Enerji Arzı	Mal, Motor, Ürün, Deniz Sigortaları, İş Kesintisi, Hayat ve Sağlık Sigortaları
<b>Kış Extremeleri</b>			
Kar Fırtınalarında Artış	Saatlik, Günlük	Ormanlar, Elektrik Dağıtım Şebekeleri, Yerleşim Bölgeleri	Mal, Motor, Sigortaları, Hava, Deniz Nakliyat Sigortaları, İş Kesintisi, Hayat Sigortası

## 2- İklim Değişikliği Risklerinin Maliyeti

Geçtiğimiz 10 yıl içerisinde doğal felaketler yüzünden uluslararası sigorta endüstrisi önemli ekonomik kayıpların alanında ve sıklığında çok büyük bir artışla karşı karşıya kalmıştır. Günümüzdeki trendler kalıcı olursa önümüzdeki 10 yıl içerisinde yaklaşık olarak sadece üçte biri sigortalı olan 150 milyar dolarlık yıllık kayıp miktarı oluşabilecektir<sup>(6)</sup>.

Sigorta endüstrisinde 1 milyar dolardan daha fazla miktara kayba yol açan doğal afetler incelendiğinde iklim değişikliği-hava ile ilgili doğal afetlerin önemli rol oynadığı görülmektedir. Verilere göre hava ile ilgili 31 doğal afetin sadece 2'si atmosferden kaynaklanmamış ve 28'i 1990 yılından bu yana oluşmuştur. Bunlardan Hurrigan Andrew (1992) 17 milyar dolar ile (bugünkü değeri 20 milyar dolar) hala en büyük kayıplardan biridir<sup>(7)</sup>.

İklim değişikliği risklerinden dolayı oluşan kayıpların artış göstermesine, nüfusun sürekli artışı, şehirlerdeki nüfus yoğunluğuna da etkili olmakta ve doğal tehlikelere açık olan kıyı bölgelerine nüfus ve sanayi göçüde önemli bir etken oluşturmaktadır.

Ayrıca sera gazı (green house) tahminleri gerçekleşirse, mevcut risklerin daha da artabileceği ve atmosferik olaylardaki değişikliklerin bir çok ülkede aşırı sıcak hava dalgalarının, kuraklık, orman yangınları, dolu fırtınaları, sellerin sıklığını ve şiddetini artıracak beklenmektedir.

2000'li yıllarla karşılaştırmak amacıyla 1960 ve 1990'lardaki kayıplar aşağıda özetlenmektedir.

**1960'lar:** 16 olay, Ekonomik Kayıp: 53 milyar dolar, Sigortalı Kayıp: 7 milyar dolar.

Tablo 2: 2001 Yılındaki 10 Büyük Hasar

Tarih	Ülke	Hasar Konusu	Sigortalı Kayıp (Milyar Dolar)	Ekonomik Kayıp (Milyar Dolar)
05-17.6	ABD	Tropikal Fırtına	6.000	3.500
26.01	Hindistan	Deprem	14.000	100
06-12.4	ABD	Şiddetli Fırtına, Dolu	2.500	1.900
01-05.11	Karayipler	Kasırga	1.000	200
21-23.8	Japonya	Tayfun	800	500
17-19.9	Tayvan	Tayfun	800	600
01.10-30.11	Arjantin	Sel	750	
24-31.7	Polonya	Sel	700	30
28.02	ABD	Deprem	2.000	305

Kaynak: Munich Re, NatCat Sevice, 2002.

**1970'ler:** 29 olay, Ekonomik Kayıp: 101 milyar dolar, Sigortalı Kayıp: 12 milyar dolar.

**1980'ler:** 70 olay, Ekonomik Kayıp: 161 milyar dolar, Sigortalı Kayıp: 32 milyar dolar.

**1990'lar:** 53 olay, Ekonomik Kayıp: 480 milyar dolar, Sigortalı Kayıp: 107 milyar dolar.

Tablo 2'de 2001 yılındaki 10 büyük doğal afet risklerinin ortaya çıkardığı ekonomik kayıplar ve sigortalı kayıplar yer almaktadır. Bu risklerinin büyük çoğunluğunu iklim değişikliği riskleri oluşturmaktadır.

2002 yılında gerçekleşen ve yüksek hasar oluşturan iklim değişikliği riskleri sonucu oluşan sigortalı kayıplar 13,6 milyar dolara ulaşmıştır. Tablo 3'de bu riskler ve kayıplar belirtilmektedir.

Tablo 4'de ise, 2003 yılında oluşan hasarlar yer almaktadır. Olay ve can kaybındaki artış dikkat çekici olup, sigortalı kayıplarda da artış görülmektedir. Özellikle 2003 yılında ABD'de büyük bir hortum meydana gelmiş ve Çin'de çok sayıda sel hasarları oluşmuştur.

Özellikle Munich üniversitesinde yapılan son çalışmalar da trafik kazaları ve meteorolojik parametreler arasında bağlantılar saptanmıştır. Sadece sel, fırtına ile sınırlı olmayıp, sıcaklık değişimleri ile trafik kazaları arasında doğru orantılı ilişki bulunmaktadır. Yapılan araştırmalar sonucu soğuk günlere göre sıcak günlerde günlük bazda % 18'den fazla trafik kazaları meydana gelmektedir. Özellikle Suudi Arabistan gibi aşırı sıcak iklim

kuşağında yer alan ülkelerde hava sıcaklığı ve trafik kazaları arasında pozitif yönde korelasyon bulunmaktadır. Tablo 5'de 2003 yılında aşırı sıcaklardan dolayı oluşan can kayıpları özetlenmektedir.

Yukarıda belirttiğimiz tüm risklerin mal, mülk sigortaları da fiyatlandırma, kapasite ve hasar rezervleri üzerinde önemli sorunlar oluşturacağı ayrıca da sigorta pazarında hasar ödemeleri, hasarları önleyici planlama çalışmaları ve katastrofik kayıplar için düzenlemelerin ivedilikle yapılmasının önemi giderek artmaktadır. Oranların yükseleceği açık olmakla birlikte özellikle su baskını durumlarında sigorta teminatını karşılayabilmek için ek prim yüklemeleri yapılması gerekecektir.

### 3- İklim Değişikliği Risklerinde Genel Stratejiler

Son yedi yıl içerisinde ABD, Polonya, Kanada, Avustralya, Almanya, Belçika ve Fransa iklim değişikliği risklerinden ötürü yüksek miktarlarda hasarlarla karşılaşmıştır. (Ağustos 1992'de kasırga fırtınası, Temmuz 1997'de nehir taşkınları, Ocak 1998'de buz fırtınası, Nisan 1999'da rüzgar fırtınaları, 2002'de sel, nehir taşmaları). Bu risklerin, mal-mülk sigortalarında oluşturduğu hasarlarla olayların şiddeti arasında non-lineer ilişki olmasından ötürü devam edeceğini söyleyebiliriz<sup>(8)</sup>.

Bununla birlikte suyun ve rüzgarın devirlerindeki değişimler iklim değişikliği risklerinin yerini değiştirebilecektir. Ayrıca atmosferdeki enerji artışı ile fırtına aktivitelerinde yukarı doğru kayma beklentisi ile birlikte bu değişik-

Tablo 3: 2002 Yılında Bölgesel Bazda Meydana Gelen Büyük Hasarlar

Bölge	Olay Sayısı	Ölü Sayısı	Sigortalı Kayıp (Milyar Dolar)	Oran (%)
Amerika	69	1.388	6,4	46,8
Avrupa	40	1.063	5,2	38,5
Asya	154	14.057	0,6	4,8
Afrika	65	6.638	0,2	1,1
Okyanusya	4	75	0,1	0,5
Okyanuslar / Boş bölgeler	12	574	1,1	8,3
Dünya toplamı	344	23.795	13,6	100,0

Kaynak: Sigma, Natural Catastrophes and man- made disasters in 2002, Swiss Re, No.2, 2003.

Tablo 4: 2003 Yılında Bölgesel Bazda Meydana Gelen Büyük Hasarlar

Bölge	Olay Sayısı	Ölü Sayısı	Sigortalı Kayıp (Milyar Dolar)	Oran (%)
Amerika	79	1.565	13,9	75,2
Avrupa	37	423	2,2	11,8
Asya	180	51.978	1,4	7,8
Afrika	67	4.900	0,2	0,8
Avustralya / Okyanusya	4	6	0,3	1,8
Okyanuslar / Boş bölgeler	13	527	0,5	2,6
Dünya Toplamı	380	59.399	18,5	100,0

Kaynak: Sigma, Natural Catastrophes and man- made disasters in 2003, Swiss Re, No.1, 2004.

Tablo 5: 2003 Yılında Avrupa'da Aşırı Sıcaklardan Oluşan Can Kayıpları

	Ölümler
Fransa	14.800
İspanya	2.000
Portekiz	1.300
İtalya	4.000
Almanya	3.500
İngiltere	900
Hollanda	500

Kaynak: Munich Re, NatCat Sevice, 2003, p.26.

İklimlerin etkisi ile mal-mülk sigortalarında oluşabilecek hasarlar artabilecektir.

Sigorta şirketleri, iklim değişiklikleri risklerine yaklaşımlarında risk yönetimi konusundaki deneyimlerinden faydalanmaktadırlar. Aşağıda sigorta şirketlerinin iklim değişiklikleri risklerine yaklaşımları özetlenmektedir. Geleneksel olarak sigorta şirketleri iklim değişikliği risklerini yönetebilmek için; (i) Riski sınırlandırma. (ii) Hasarı kontrol altına alma. (iii) Riski transfer etme. (iv) Ürün fiyatlarını ayarlama stratejilerini kullanmaktadır.

Riski kabul etmeme yoluyla sınırlandırma veya sorumluluğa esas oluşturacak miktara alt ve üst limit koyma yolu ile hasarları kontrol altına alma uygulamada sık olarak başvurulan yöntemlerdir. Bununla birlikte bu yöntemler sigorta güvencesine alınan teminat miktarının saptanmasında sorunlara yol açabilmektedir. Bu durumda sigorta şirketlerinin sigortalılarına risklerin belirli kısmını üstlenerek yönetmelerini özendirmeleri gerekebilecektir.

Bu stratejilerin yanı sıra risk yönetimi departmanı tarafından öncelikle riskler tanımlandıktan sonra analiz edilerek, risk yönetim politikaları çevresinde azaltılabilen riskler saptanabilecektir. Daha sonraki aşamada ise konservasyonu aşan kısımlar transfer edilebilecektir.

Aşırı sıcak hava koşullarının yarattığı etkiler tüm bölgeleri etkilemediği halde hissedildiği bölgelerde katasrofik risklere yol açabilmektedir. Ayrıca iklim değişikliklerinin gerek bireyleri, şirketleri, gerekse sigorta pazarını nasıl ve hangi koşullarda etkilediğinin sap-

tanması önem taşımaktadır. Böylelikle iklim değişikliklerinin bireysel etkileri sistematik olarak incelenerek, iklim değiştiği zaman değişen koşullarında farkına daha sağlıklı olarak varılabilecektir.

Ayrıca sigorta pazarı, tanımlanmış risklerin analizine aşağıda belirtilen sorulara cevap bularak yardımcı olmaktadır<sup>(9)</sup>.

- Hava koşullarının değişmesi ile ortaya çıkan zarar ve kayıplar nasıl oluşmaktadır?

- Zarar ve kayıpların kapsamı ve gerçekleşme olasılığını etkileyen unsurlar nelerdir?

Bununla birlikte sigorta pazarı, sermaye piyasaları ile birlikte kapasitesini artırarak yeni risk yönetim modelleri geliştirebilmektedir. Yeni teknolojilerle birlikte riskler azaltılarak oluşabilecek riskli durumlara uygun esnek sistemlerle pazarda öncülük edebilirler. Alternatif risk yönetim teknikleri ile riskler sermaye piyasalarına transfer edilebilecektir. Bununla birlikte hasar trendlerinin incelenerek transfer edilmesi önem taşımaktadır. Bununla birlikte iklim değişikliği risklerinin tüm sigorta branşlarını etkileyebileceği dikkate alınmalıdır. Ayrıca hava koşulları değiştiğinde bu risklerin oluşturacağı hasarlarda değişken özellik gösterdiğinden farklı ekonomik kayıplar olabilecektir.

### 3-1. İklim Değişikliği Risklerinin Yönetimi İçin Öneriler

Enerji kullanımının ekonominin tüm sektörlerine yayıldığını dikkate alırsak, sera etkisi ve gaz emisyonlarının oluşturduğu yüksek maliyetleri azaltma açısından ekonomik araçlar kullanılmaktadır. Özellikle sera etkisi ve gaz emisyonlarının oluşturduğu iklim değişikliği risklerini yönetmede başta vergiler olmak üzere ticaret izni-kotalar gibi finansal araçların önemli etkisi bulunmaktadır<sup>(10)</sup>.

Sigorta şirketlerinin iklim değişikliği risklerinin oluşturduğu maliyetleri karşılayabilmek ve bu riskleri yönetebilmek için fiyatlandırma yoluyla emisyonla kantite sınırlamaları koyabilmelerinin yanı sıra bu konuda bilgili-yetkin bir yönetime ihtiyaçları bulunmaktadır. Bununla birlikte ülke ekonomisindeki vergi gelirleri hedefleri ve siyasi istek de önem taşımaktadır.

Bu risklerin oluşturduğu maliyetler için pazarda karşılıklı işbirliği önem taşımaktadır. Sigorta şirketleri bu riskleri aktüeryal dengeleri koruyarak fiyatlandırmalı bununla birlikte enerji kullanılan, sera gazı-emisyon oluşmasına yol açanlar da maliyetleri yüklenmelidir.

Bu risklerin yönetimi için; (i) Zorunlu Çevre Sorumluluk Sigortası. (ii) Tobin Vergisi. (iii) Özellikle kasırga riskleri için geçmiş veriler ışığında ileriki dönemlere ilişkin dağılımlar oluşturma önerilmektedir.

#### (i) Zorunlu Çevre Sorumluluk Sigortası

Emisyonun (atıkların-ekolojik risklerin) maliyetlerinin sigorta pazarında karşılanabilmesi için sorumluluğun sadece sigorta şirketlerince üstlenilmesi değil, enerji kullanan ve emisyonlara yol açanlarca da üstlenilmesi gerekmektedir. Aşağıda bu konunun özellikleri incelenmektedir:

- İklim değişikliği risklerinden etkilenen taraflar risk gerçekleştiğinde tazminat talep edebilirler.

- Tazminatı karşılama sorumluluğu emisyonu oluşturanlara ait olmalıdır. Bununla birlikte tazminattan yararlanacaklar ile emisyonu oluşturanlar taraf olduklarından yasal olarak bağlayıcı hükümler bulunmalıdır.

- Emisyona yol açabilecek kurum/kişilerin sorumluluk sigortası yaptırımları gerekmektedir.

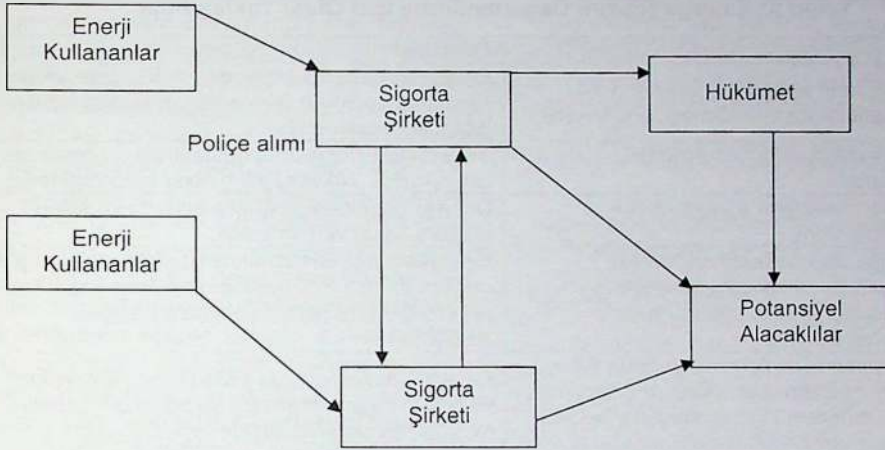
- Risklerin sigorta/reasürans şirketleri arasında paylaşımının yanı sıra sermaye piyasasına transferi sağlanır.

- Bu tür riskleri sigortalanamayan riskler olarak kabul edebilecek şirketlere karşı da yasal denetim getirilebilir.

Şekil 2'de zorunlu sigorta sistemi özetlenmektedir.

Enerji kullananlar sigorta poliçeleri aracılığıyla riski sigorta şirketlerine devir etmekte, sigorta şirketleri ise, reasürans veya sermaye piyasalarına risk transfer ile riskleri paylaşmakta ve yönetmektedir. Sigorta şirketleri sigortalanamayan riskler olarak kabul edilen risklerin sigortaya kabulü için hükümete başvurabilmekte ve son olarak tazminat talep

Şekil 2: Zorunlu Çevre Sigorta Sisteminin İşleyiş Şeması



Kaynak: Whitmore, agm, p.740.

edenlere gerek hükümet gerekse sigorta şirketleri sorumluluk risklerinden doğan zararları ödeyebilmektedir<sup>(11)</sup>.

Sorumluluk risklerinden doğan maliyetleri ise, sigorta fiyatı yansıtmaktadır. Sigorta şirketleri arasındaki rekabet, risk gerçekleşme olasılığı, risklerin olumsuz sonuçlarının olasılığı ve bu sonuçların maliyetleri hakkındaki bilgiler sigorta fiyatını etkilemelidir. Böylelikle primler, emisyonun marjinal maliyetinden ziyade ortalamayı yansıtmalıdır. Ayrıca sorumluluk risklerinden doğan maliyetleri karşılamada sigorta şirketlerinin finansal kapasitesi yeterli olmayabilmektedir. Bu durumda sermaye piyasası ve finansal araçları gerek sigorta gerekse reasürans şirketlerine ek kapasite sağlayabilmektedir.

### (ii) İklim Değişikliği Riskleri İçin Bir Öneri Tobin Vergisi

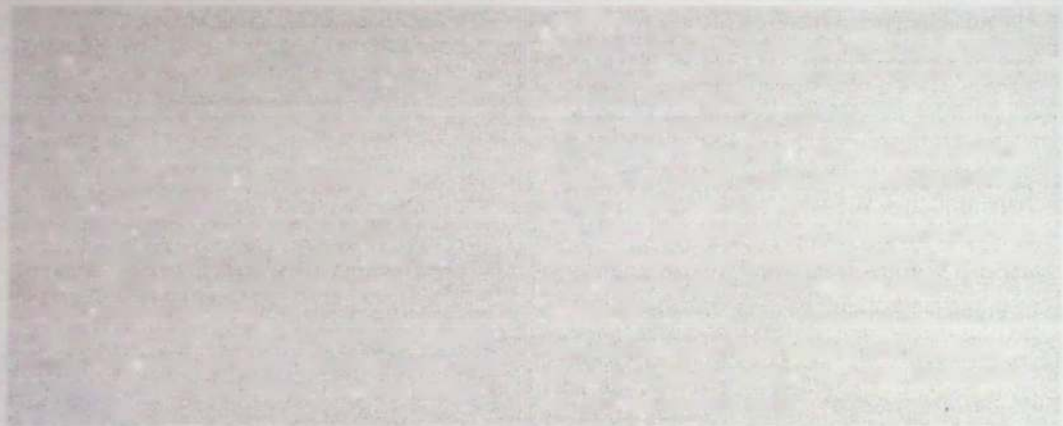
Ekonomi araçlarından vergilerin, sera gazı ve diğer etkenlerden oluşan iklim değişikliği riskleri ile mücadele etmede önemli bir rol bulunmaktadır. Bu risklerin ekonomik etkilerini hafifletmede, özellikle enerji kullanımının ekonominin tüm sektörlerine yayıldığı dikkate alındığında vergilerin rolü daha da belirgin olmaktadır<sup>(12)</sup>.

Vergiler için siyasi otoritelerin isteği, hükümet vergi gelirleri hedefleri önemli etken o-

luşturmaktadır.

Tobin vergisi de 1980'li yıllarla birlikte sermaye hareketlerinde görülen hızlı artış, -günümüzde bu hacim günlük olarak 1,5 trilyon dolara ulaşmıştır- dönem boyunca gözlenen finansal serbestleşme çabalarının ve işlem sürecini hızlandıran yoğun teknolojik gelişmelerin etkisi ile ortaya çıkmıştır. İşte böylesi bir dönemde, yani aşırı finansal hareketliliğin yaşandığı, sermayenin mobilitesi karşısında emek gücünün ve mal dolaşımının aynı hızda olmadığı bir süreçte, Tobin'in ifadesiyle, "mallar ve emek, uluslararası fiyat sinyallerine karşı akışkan fonlardan çok daha yavaş hareket ederler", sermayenin spekülatif hareketlerine bağlı olarak yaşanan iktisadi krizlerin sıklaşması, ilk olarak 1970'li yıllarda ortaya atılan Tobin vergisini yeniden gündeme getirmiştir.

Spekülatif amaçlı uluslararası sermaye hareketlerinin giderek artmasının neden olduğu finansal ve ekonomik dalgalanmaları önlemek ve ulusal politikaları piyasanın diktatörlüğünden korumak için, James Tobin 1972 yılında dünya çapında uygulanacak bir döviz işlemleri vergisi önerisinde bulundu. Bu öneri özet olarak, bir para biriminden başka bir para birimine çevrilecek olan paradan % 0.1 ile % 0.5 arasında değişen bir oranda vergi alınmasını içermektedir<sup>(13)</sup>.



lenerek hasar şiddeti ve derecesi saptanarak risklerin fiyatlandırılması yapılmalıdır. Risklerin gerçekleşmesi durumunda ise, öncelikle acil danışmanlık hizmeti sunma ve hasarı karşılama işlemleri sırasıyla ele alınmaktadır. Sigorta şirketleri özellikle hasarı karşılama işlemlerindeki çabukluk ve sigortalıların finansal durumlarında oluşan kayıpları karşılama-daki duyarlılık ile toplumda güven sağladıkları ölçüde, bu riskler için değişik projeler de üretilebilme imkanı bulunabilecektir. Sigorta şirketlerinde kararlar departman bazında alınarak, sigortaya kabul-underwriting işlemini gerçekleştiren bölüm şirketin yükümlülükleri üzerine, yatırım- finansman bölümü aktif varlıkların yönetimine ve aktüerya bölümü matematik karşılıklar üzerine odaklaşma imkanı bulur. Böylelikle aktif-pasif yönetimi ele alınarak özellikle yüksek miktarda hasar oluşumuna yol açan doğal afet risklerinde aktiflerdeki düşüş tehlikesine karşı önlem alınabilecektir. Kayıp dağılımındaki değişkenliği sayısallaştırmak bir yöntem olmakla birlikte, katastrofik modellerin çeşitlendirilmesinin sayısal ölçütü olan değişik portföylerin arasındaki hasar kovaryansını hesaplama yöntemi daha etkin olmaktadır. Bu hesaplamalar riski fiyatlandırma ve buna göre riske dayalı sermaye dağıtımında önem taşıyacaktır.

### **Kaynakça**

- Andrew Dlugolecki, Climate Change and Insurance, Chartered Insurance Institute, London, 2001.
- Climate Change 2001: Impacts, Adaptation and Vulnerability, Intergovernmental Panel on Climate Change, UNEP, WMO.
- Eduardo Canabarro, Markus Finkemeier, Analyzing Insurance- Linked Securities. Goldmansach: Fixed Income Research, October 1998.
- Gerhard Berz, Thomas Loster, Climate Change-Threatsd and Opportunities for the Financial Sector, Munich Re, 2001.
- Munich Re Art Solutions - Weather Derivatives For Protection Against Weather Risks, Munich Re, 2000.
- Munich Re, NatCat Sevice, 2003.
- Salt Julian, Climate Change and the Insurance Industry, Corporate Environmental Strategy, Vol. 7, No: 2, 2000, p.146-155.
- Sigma, Climate Change and Insurance Industry, Swiss Re, 2002.
- Sigma, Natural Catasrophes and Man - Made Di-

sasters in 2002, Swiss Re, No.2, 2003.

- Sigma, Natural Catasrophes and Man - Made Disasters in 2003, Swiss Re, No.1, 2004.
- Sverker Carlsson, Johannes Stripple, Climate Change Risks and the Insurance Industry's Response, Göteborg University, Lord University.
- Tobin, James. Essays In Economics Theory and Policy. Cambridge, MA: MIT Press, 1982.
- Yılmaz, Celali, "Döviz Kuru İstikrarının Sağlanmasında Maliye Politikasından Yararlanılması: Tobin Vergisi", Yayınlanmamış Doktora Tezi, MÜ BSE, 2001.
- Whitmore Adam, Energy Policy, Nexus Economics, UK, N:28, 2000.

### **Dipnotlar**

- 1- Sigma, Climate Change and Insurance Industry, Swiss Re, 2002, p.1.
- 2- Andrew Dlugolecki, Climate Change and Insurance, Chartered Insurance Institute, London, 2001, p.1.
- 3- Climate Change 2001: Impacts,Adaptation and Vulnerability, Intergovernmental Panel on Climate Change, UNEP, WMO. p.4.
- 4- Climate Change 2001: Impacts,Adaptation and Vulnerability, Intergovernmental Panel on Climate Change, p.1-2.
- 5- Gerhard Berz, Thomas Loster, Climate Change-Threatsd and Opportunities for the Financial Sector, Munich Re, 2001.
- 6- Sigma, Climate Change and Insurance Industry, Swiss Re, 2002, p.5-7.
- 7- Sigma, Climate Change and Insurance Industry, Swiss Re, 2002.
- 8- Munich Re Art Solutions - Weather Derivatives For Protection Against Weather Risks, Munich Re, 2000.
- 9- Sigma, Climate Change and Insurance Industry, Swiss Re, 2002, p.8.
- 10- Adam Whitmore, Energy Policy, Nexus Economics, UK, N:28, 2000, p.739.
- 11- Whitmore, agm, p.740.
- 12- Tobin, James. Essays In Economics Theory and Policy. Cambridge, MA: MIT Press, 1982.
- 13- YILMAZ, Celali, "Döviz Kuru İstikrarının Sağlanmasında Maliye Politikasından Yararlanılması: Tobin Vergisi", Yayınlanmamış Doktora Tezi, MÜ BSE, 2001.
- 14- Andrew Dlugolecki, Climate Change and Insurance, Chartered Insurance Institute, London, 2001.
- 15- Eduardo Canabarro, Markus Finkemeier, Analyzing Insurance - Linked Securities. Goldmansach: Fixed Income Research, October 1998.

## Rakamların Dili

Finans – Politik &amp; Ekonomik Yorumlar Dergisi

## EKONOMİK GÖSTERGELER DIŞ DÜNYA (ARALIK 2005)

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.	3.8	4.3	2.9	5.0	- 753.2	- 749.7
Almanya	2.5	2.3	1.1	11.6	203.9	113.6
Avustralya	5.2	3.0	6.1	5.2	- 16.1	- 43.1
Avusturya	1.8	2.0	2.3	5.3	- 1.2	0.2
Belçika	1.6	2.5	2.5	13.2	15.3	9.2
Danimarka	6.6	2.0	2.9	5.5	10.4	11.0
Fransa	2.7	1.8	3.2	9.8	- 27.7	- 28.4
Hollanda	1.3	1.6	1.0	6.5	39.8	44.3
İngiltere	1.6	2.3	4.1	4.7	- 116.7	- 43.6
İspanya	3.5	3.5	3.4	9.3	- 93.9	- 79.0
İsveç	2.6	0.5	3.0	5.6	21.3	27.9
İsviçre	1.1	1.3	0.9	3.7	7.8	51.4
İtalya	1.2	2.2	3.1	7.7	- 10.4	- 27.8
Japonya	1.7	- 0.3	- 0.2	4.2	102.2	111.1
Kanada	3.2	2.6	1.1	6.6	48.8	16.3
Euro Bölgesi	2.6	2.5	2.3	8.4	47.3	1.4

Açıklamalar: (b.d.) = Belli Değil Kaynak: The Economist, 26 Kasım 2005.

(\*) Yıllık Yüzde Değişim.

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





**MERKEZ BANKASI BEKLENTİ ANKETİ**

Cari Dönem	Gözlem Sayısı	En Küçük	En Büyük	Standart Sapma	Aritmetik Ortalama	Medyan	Mod	Uygun Ortalama
Tüketici Enflasyonu Beklentisi (%) (Kasım - 05) (2 Dönem)	88	0,20	1,60	0,22	1,02	1,00	1,00	1,00
İki Ay Sonrasının TÜFE Beklentisi (Kasım - 05) (2 Dönem)	87	0,22	1,70	0,28	0,69	0,65	0,50	0,68
Yıl Sonu TÜFE Beklentisi (Kasım - 05) (2 Dönem)	89	6,50	8,17	0,38	7,39	7,40	7,50	7,39
Gelecek 12 Aylık Dönemin TÜFE Beklentisi (Kasım - 05) (2 Dönem)	86	3,00	8,50	0,79	6,05	6,03	6,00	6,06
Üç Aylık Hazine İhalesi Yıllık Bileşik Faiz Oranı Beklentisi (%) (Kasım - 05) (2 Dönem)	84	13,00	15,00	0,25	14,02	14,00	14,00	14,03
Yıl Sonu Bileşik Faiz Oranı Beklentisi (Kasım - 05) (2 Dönem)	86	12,50	14,20	0,32	13,68	13,73	14,00	13,69
Para Piyasası Gecelik Yıllık Basit Faiz Oranı Beklentisi (%) (Kasım - 05) (2 Dönem)	86	13,00	13,90	0,13	13,73	13,75	13,75	13,75
Yıl Sonu Basit Faiz Oranı Beklentisi (Kasım - 05) (2 Dönem)	87	12,00	13,80	0,26	13,46	13,50	13,50	13,50
Bankalararası Döviz Piyasası Dolar Kuru Beklentisi (YTL) (Kasım - 05) (2 Dönem)	89	1,3370	1,4400	0,0116	1,3660	1,3650	1,3600	1,3652
Yıl Sonu Dolar Kuru Beklentisi (YTL) (Kasım - 05) (2 Dönem)	89	1,3380	1,5978	0,0309	1,3833	1,3800	1,3800	1,3790
Cari İşlemler Dengesi Beklentisi (Milyon Dolar) (*) (Kasım - 05) (2 Dönem)	83	-25000,0	-17000,0	1301,5	-22275,6	-22400,0	-22000,0	-22387,3
GSMH Büyüme Beklentisi (%) (Kasım - 05) (2 Dönem)	86	4,0	6,5	0,4	5,1	5,0	5,0	5,1

**TEMEL GÖSTERGELER**

Konsolide Bütçe (Eylül Sonu)		Enflasyon	
GELİRLER	96.298.046 Milyar TL	ÜFE YILLIK EKİM SONU	% 8,16
HARCAMALAR	103.718.214 Milyar TL	TÜFE YILLIK EKİM SONU	% 8,47
BÜTÇE AÇIĞI	- 7.420.168 Milyar TL	ÜFE AYLIK EKİM SONU	% 0,68
FAİZ DIŞI FAZLA	27 Milyar YTL	TÜFE AYLIK EKİM SONU	% 1,79
<b>İç Borç Stoku (Toplam)</b>		<b>GSMH Büyüme Hızı %</b>	
EYLÜL SONU	243,2 Milyar YTL	2005 2. DÖNEM	3,4
<b>Dış Borç Stoku (Toplam)</b>		<b>GSMH</b>	
EYLÜL SONU	86,4 Milyar YTL	CARI FİYATLARLA 2005 2. DÖNEM	109,259 Trilyon TL
<b>İhracat Gelirleri (Toplam)</b>		<b>Sanayi Üretim İndeksi (Toplam)</b>	
OCAK - EKİM	60.352,498 Milyar Dolar	AĞUSTOS	% 134,2
<b>İthalat Giderleri (Toplam)</b>		<b>Kapasite Kullanım Oranı</b>	
OCAK - AĞUSTOS	74,425 Milyar Dolar	EYLÜL	% 82,9
<b>Nakit Dengesi</b>		<b>İşsizlik</b>	
EYLÜL SONU	- 10,7 Milyar YTL	2005 2.DÖNEM	% 9,2

## SİZ DE ABONE OLUN!

*“Finans – Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi”ne abone olanlar,  
“Finans – Politik & 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).

**“FİNANS – POLİTİK & EKONOMİK YORUMLAR”** Aylık Dergi, 12 sayı için

Abone Koşulları;

## YURT İÇİ

## YURT DIŞI

6 Aylık: 40.00 YTL (40.000.000.-TL.)

6 Aylık: 35 \$

1 Yıllık: 72.00 YTL (72.000.000.-TL)

1 Yıllık: 60 \$

**Not:** Öğrencilere % 30 indirim yapılmaktadır.

Abone bedeli ( ..... ) YTL, aşağıdaki işaretili 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 yatırdığımız makbuzun (ve öğrenci iseniz, öğrenci kimliğinizin) fotokopisini, yukarıdaki abone formu ile birlikte lütfen, “Finans - Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi; Binbirdirek Mah. Suterazisi Sokak. No.6, Kat.2; 34400 Sultanahmet İstanbul” adresine posta ile gönderebilir, faks geçebilir veya elektronik posta adresimize gönderebilirsiniz.

Faks: (0-212) 518 66 43. Tel: (0-212) 518 17 32 – 516 11 45.

e-mail: abone@ekonomikyorumlar.com <http://www.ekonomikyorumlar.com>



bonus  
seffaf