

EKONOMİK YORUMLAR

10

EKİM 1995
YIL : 32
60.000 LİRA
•
AYLIK DERGİ

Okurlara Mektup / 3

Ekonomik Göstergeler (İç) / 4

SÖYLEŞİ / 5

Prof. Dr. Dündar Sağlam
Kemal Kurdaş

Sermaye Piyasası / 23

Doç. Dr. Mehmet Bolak

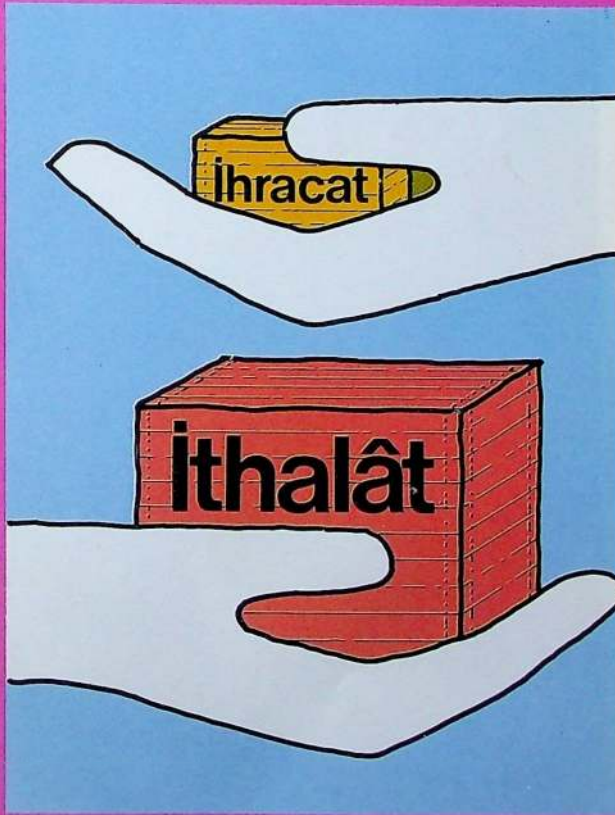
Ekonomik Göstergeler (Dış) / 30

Bütçe Politikasının Teorik
Kavramlarında ve Araçlarında
Yeni Gelişmeler / 33
Prof. Dr. Dündar Sağlam

Finansal Liberalizasyon ve
Türkiye'de Mali Piyasalar / 43
Dr. Belgin Akçay
Eren Öğretmen

Yabancı Para ile
Ödenecek Bonolar / 58
Av. Ömer Camcı

Ayın Ekonomik Olayları / 61
Dr. Yıldırım Kılış



ÇİLLER HÜKÜMETİ'NİN 6 EYLÜL KARARLARI; ALINAN ÖNLEMLERİN
EKONOMİYE KISA VE UZUN DÖNEMDE OLABİLECEK ETKİLERİ

Güvene önder olmak.



EMLAK BANKASI
"Daha Uygar Bir Yaşam İçin"

İŞ İŞTEN GEÇMEDEN... OYAK SİGORTA



► Tüm Konul Sigortası ► Tüm İyilen Sigortası ► Tüm
Otel Sigortası ► Kar Kaybı Sigortası ► Kira Kaybı Sigortası
Kasko Sigortası ► Trafik Sigortası ► Yurt dışı Kasko
Sigortası ► Yurt dışı Kira Sigortası ► Oroloj Kırık Sigortası
Taşınan Yık Sigortası ► Bağış Sigortası ► Mülk Sorumluluk
Sigortası ► Ferdi Kaza Sigortası ► Hırsızlık Sigortası
► Taşınan Para Sigortası ► Emvireli Sırtıma Sigortası
► Cam Kırılması Sigortası ► Uçak Sigortası ► Helikopter
Sigortası ► Tekne sigortası ► Yat Sigortası ► Tekne
ve Yat İlgali Sigortası ► Marina Sigortası ► Nakliyat
Sigortası ► Hızır Sigortası ► Usand Kaybı Sigortası
► CMR Sigortası ► İlgali Sigortası ► Montaj Sigortası
► Makine Kırılması Sigortası ► Elektronik Cihaz
Sigortası ► Sağlık Sigortası ► Hayat Sigortası
► Yalınlarımızın Sigortası ► Kredi Hayat Sigortası
► Ziraat Ürün Sigortası ► Sera Sigortası ► Kömes
Hayvanları Sigortası ► Büyük Baş Hayvan Sigortası
► Küçük Balıçlığı Sigortası

OYAK SİGORTA

Genel Müdürlük: Mevlan Mahallesi - Cad. Oyak İş Hanı No: 81 - 80040 Sarıpazar - İSTANBUL
İstanbul: (212) 753 60 20 (4 hat) Fax: 249 46 28 Ankara: (312) 232 20 30 Fax: 232 17 24
İzmir: (232) 464 33 00 Fax: 463 39 87 Antalya: (322) 437 18 65 Fax: 457 45 10
Bursa: (224) 250 40 80 Fax: 250 40 82 Samsun: (362) 234 15 55 Fax: 230 20 42

"Oyak Sigorta bir Ordu Yardımlaşma Kurumu ve Emeklilik Bankası kuruluştur."



Kalabalıkta yönünüzü şaşırmayın.

Tasarruflarınıza en verimli yatırımı seçmek,
bugünlerde her zamankinden daha zor.

Mevduatınızın yönünü belirlemek için Türkiye'nin
önemli sanayi ve ticaret merkezlerine yayılmış
Esbank şubelerinden birine gelin. Kısa ya da uzun
vadeli yatırımlar için en uygun seçenekler Esbank'ta.

Geleceğinizin güvencesi birikimlerinizi
68 yılın tecrübesine sahip tedbirli ve
kararlı bir bankaya emanet edin,
güvenle kazanın.



ESBANK T.A.Ş. GENEL MÜDÜRLÜK
Meyrutiyet Caddesi 141, Tepebaşı, 80050 İstanbul
Telefon: (212) 251 72 70 (19 hat)
Faks: (212) 243 23 96 Teleks: 25558 erbi tr

banka ve ekonomik yorumlar

Aylık Dergi

Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş.

Adına İmtiyaz Sahibi
BÜLEND ÇORAPÇI

Yazı İşleri Müdürü
DR. ÖZTİN AKGÜÇ

Danışma Kurulu Başkanı
ŞİNASI ÇELİKKOL

Danışma Kurulu

Prof. Dr. Asaf Savaş Akat • Dr. Öztin Akgüç • Prof. Dr. Erdoğan Alkin • Prof. Dr. Güven Alpaya • Dr. Orhan Altan • Tefik Altınok • Prof. Dr. Mustafa A. Aysan • Prof. Dr. Ömer Faruk Batirel • Dr. Metin Berk • Prof. Dr. Ünal Bozkurt • Prof. Dr. Kenan Bulutoğlu • Prof. Dr. Nasuhi Bursal • Yavuz Canevi • Ege Cansen • Haluk Ceyhan • Mehmet Gün Çalika • Özer U. Çiller • Bülend Çorapçı • Ahmet Demirel • Zeki Döşlioğlu • Necdet Durakbaşı • A. Aydın Dündar • Gazi Egel • Kaya Erdem • Tarkan Erdem • Oktay Ersoy • Prof. Dr. Cumhur Ferihan • Prof. Dr. Atilla Gönenli • Prof. Dr. Emre Gönsensay • Doç. Dr. Seyfettin Gürsel • Prof. Dr. Zeyyat Hatiboğlu • Erhan Işıl • Prof. Dr. Haluk A. Kabaalioglu • Prof. Dr. Müh. Kemal Kafalı • Adnan Başer Kafaoglu • Y. Doç. Dr. Ahmet S. Kalin • A. Nazil Keyman • Prof. Dr. Yıldırım Kılış • Prof. Dr. Tamer Koçel • Kemal Kurdaş • Prof. Dr. Kemal Kurtuluş • Prof. Dr. Erol Manisalı • Prof. Dr. Orhan Morgil • Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu • Ziya Nebioğlu • Ergin Neng • Alp Orçun • Rahmi Önen • Prof. Dr. İsmail Özasan • M. Celâlettin Özgen • Ertan Özgür • Tuncay Özlühan • Selâhattin Özmen • Ertuğrul İhsan Özal • Prof. Dr. Ergun Ozsunay • Prof. Dr. Merih Paya • Prof. Dr. Reha Poroy • Prof. Dr. Dündar Sağlam • Halit Soydan • Prof. Dr. Mehmet Şükür Tekbaş • Osman N. Torun • Fikret M. Tuncer • Neziha Tunçşiper • Prof. Dr. Gül G. Turan • Doç. Dr. Şeref Turen • Doç. Dr. T. Güngör Uras • İbrahim Ülkem • Dr. Cüneyt Ülsever • A. Doğan Yalın • Mehmed Tarık Yaşa • Doç. Dr. Göksel Yücel • Prof. Dr. Ahmet Yüksel

Yazı Kurulu

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

Basım - Yayımlar Danışmanı
M. TARIK YAŞA

İdare Müdürü
MUSTAFA BARIŞ

OKURLARA MEKTUP

Sevgili Okurlarımız,

Bu sayıda yer alan «Söyleşi»nin konusunu; «Çiller Hükümeti'nce Alınan Son Önlemlerin Ekonomiye Olabilecek Etkileri» oluşturmaktadır. DİE'nin yayınladığı rakamlar, son aylarda «Toplan Eşya» ve «Tüketici Fiyatları» endekslerinde bir artış olduğunu ortaya koymaktadır. Gene DİE'nin açıkladığı rakamlardan, 1995'in ikinci üç aylık bölümünde, çeşitli sektörlerde, bir önceki yıla göre önemli üretim artışları olduğu anlaşılmıştır. Anılan dönemde, GSMH'nin 1994 yılına kıyasla % 12.4 oranında artması, ekonomi ile ilgilenen çevrelerin dikkatini çekmiştir. Bu gelişmeleri, ekonomide aşırı talep ve likidite baskısı olduğu, bu nedenle enflasyonun hızlandığı şeklinde değerlendiren Hükümet, ekonomiyi soğutan daraltıcı birtakım yeni önlemler almayı zorunlu görmüştür. Alınan önlemleri özetleyelim:

(i) Ekonomideki likidite artışı, dışardan gelen sıcak paradan kaynaklanmaktadır. Merkez Bankası kendisine sunulan döviz zorunlu olarak TL'ye çevirmektedir; piyasaya çıkan parayı geri çekmekte ise zorlanmaktadır. Bu durumun faizleri ve enflasyonu azdırdığı göz önünde tutularak, Merkez Bankası'nın döviz alması 15 gün için durdurulmuştur. (ii) Enflasyonun ana nedeni iç talepteki şişkinliktir. Bu, tüketici kredilerinin bankalarca ucuzlatılmasından doğmaktadır. Bu kredilerde Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu (KKDF)'nin % 6'dan % 10'a çıkarılması uygun görülmüştür. (iii) İthalatta kullanılan kredilerden ve bankaların dışardan sağladıkları finansmandan % 6 oranında KKDF alınması kararlaştırılmıştır. (iv) Şirketlerin çıkardıkları tahvil ve finansman bonosu ile bankaların ihraç ettikleri varlığa dayalı menkul kıymetler kredi sayılıp, bunlar % 6'lık KKDF kapsamına alınmıştır.

«Söyleşi»de iki seçkin iktisatçı alınan önlemleri değerlendirerek, bunları kısa ve uzun dönemde Türkiye ekonomisine ne gibi etkileri olabileceğini belirtiyorlar. Ayrıca, Hükümet'in olaylara koyduğu teşhisin doğru olup olmadığını irdeliyorlar. Dergi'de sunulan diğer yazılarda ilginç bulacağınızı ümit ediyoruz. Tümünü okumanız için dileğimizdir. Ancak, «Bütçe Politikasının Teorik Kavramlarında ve Araçlarında Yeni Gelişmeler» ile «Finansal Liberasyon ve Türkiye'de Mali Piyasalar» başlıklı yazılar için zaman ayırmanızı özellikle salık veriniz.

Saygılarımızla...

Ekonomik Göstergeler (İç)

Ekim/1995

	1994	1995			
		Mart	Nisan	Mayıs	Haziran
T.C. MERKEZ BANKASI					
Döviz ve Altın Mevcudu (milyon \$)	8513.0	12681.0	13678.0	13310.0	14716.0
Banknot Miktarı (milyar TL)	120212.3	139186.0	159827.0	170032.0	185084.0
T.C. Merkez Bankası İç Kredileri (milyar TL)	160530.1	164043.0	201752.0	211636.0	118880.0
Hazineye Kısa Vadeli Avans (milyar TL)	122278.0	121503.0	156189.0	165325.0	105803.0
BANKALAR (milyar TL)					
Toplam TL Mevduat	614554.3				
Ticari Kuruluşlar Mevduatı	108315.1				
Tasarruf Mevduatı	326651.5				
Vadesiz Tasarruf Mevduatı	34562.3				
Vadeli Tasarruf Mevduatı	292089.2				
Mevduat Sertifikası	4632.9				
Resmî Kuruluş Mevduatı	19123.7				
Bankalar Mevduatı	50305.2				
Diğer Kuruluşlar Mevduatı	105525.9				
Döviz Tevdatı	660558.8				
Toplam Krediler	789853.2				
Tanım	120427.7				
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	92014.5				
Mesleki (Küçük Esnaf ve Sanatkar)	15227.5				
Gayrimenkul	46118.3				
Denizcilik	397.8				
Turizm	4916.0				
Diğer İhtisas Kredileri	308.5				
Ticaret, Sınal, Sair	510442.9				
PARA ARZI (milyar TL)	238981.0	234188.0	281518.0	285671.0	314250.0
FİYATLAR (DİE Toplan Eşya 1987 = 100, Tüketici Fiyatları = 1987 = 100)					
Toplan Eşya Fiyatları İndeksi (Genel)	5196.3	6395.4	6647.6	6759.0	6845.4
Tanım (Genel)	4874.0	6925.1	7245.7	7077.4	6798.7
İmalat Sanayii (Genel)	5287.6	6268.4	6507.7	6698.7	6898.0
Tüketici Fiyatları (Türkiye)	6127.0	7201.8	7665.5	7911.2	8069.9
Tüketici Fiyatları (İstanbul)	5856.8	6812.3	7217.1	7442.4	7620.8
DIŞ ÖDEMELER (milyon \$)					
Dışalım (CIF)	23270.0	6856.1	9836.7	12422.6	15467.8
Dışsatım (FOB)	18106.1	4760.5	6619.7	8121.2	10841.0
İşçi Dövizlen	2627.0	747.0	984.0	1255.0	-

Notlar: (1) TCMB altın ve döviz mevcuduna, altın stokunun yeniden değerlendirilmesinden doğan değer artışları dahildir. (2) TCMB kredilerine, borç tahkimleri (konsolide edilen krediler) dahil değildir. (3) Para arzı (M₁) dar tanımıdır.

SÖYLEŞİ

KEMAL KURDAŞ – Prof. Dr. DÜNDAR SAĞLAM

Çiller Hükümeti'nin 6 Eylül Kararları; Alınan Önlemlerin Ekonomiye Kısa ve Uzun Dönemde Olabilecek Etkileri

SAĞLAM — Efendim, bugünkü söyleşimizin konusunu «Çiller Hükümeti'nin Eylül ayı başında aldığı ekonomik önlemler» oluşturacaktır. Sayın Kurdaş, biliyorsunuz, her ayın başında Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE) tarafından Toptan Eşya Fiyat Endeksi ve Tüketici Fiyatları Endeksi yayınlanmaktadır. Ayrıca, üçer aylık dönemler itibarıyla üretim ve milli gelir endeksleri yayınlanmaktadır. Eylül ayı başında Ağustos ayı toptan eşya fiyatları artışı % 2.9, tüketici eşya fiyatları % 3.9 olarak ilan edilince, Hükümet bunu enflasyonda yeni bir hızlanma başladığı şeklinde değerlendirmiştir. Gerçekten bu rakamlar, bunalım yılı olan 1994 yılının aynı ayına nazaran önemli bir artış gösteriyordu. Bu arada 1995 yılı ikinci üç aylık üretim rakamları yayınlanmış, orada da bir önceki yıla göre, yani 1994 yıl-

lı ikinci üç ayına göre çeşitli sektörlerde önemli üretim artışı olduğu tespit edilmiştir. Geçen yıla göre GSMH'da % 12.4 oranında bir artış olması, Hükümet'i önlem almaya yöneltmiştir.

KURDAŞ — Bir evvelki yıla göre?

SAĞLAM — Evet. İlan edilen bu istatistik değerler, Hükümet çevrelerinde, ekonomide aşırı talep ve likidite baskısı olduğu, bu nedenle enflasyonun hızlandığı şeklinde değerlendirilmiştir. Hükümet ekonomiyi soğutan daraltıcı yeni önlemler alınmasını kararlaştırmıştır. Sizinle yapacağımız bu söyleşide Hükümet'in koyduğu bu teşhislerin doğruluğu konusunu da irdelleyeceğiz. Hükümet üretimin yavaşlatılması, ekonomideki aşırı likiditenin absorbe edilmesi, 1995 yılı başından itibaren büyüyen ithalatın azaltılması için bazı önlemler-

rin yürürlüğe konmasını kabul etmiştir. Bu suretle 5 Nisan 1994'de alınan istikrar tedbirleri ile toplumun katlandığı fedakârlıklar boşa gitmiş oluyordu. Ekonominin % 6 küçülüp enflasyonun % 150'leri aşması gibi ekonomik şokları taşımış olan Türk halkı, tekrar yeni bir paketle karşı karşıya kalıyordu.

KURDAŞ — Ağustos ayında kümülatif enflasyon ne olmuş? Yani bu sene içinde Aralık 1994'den Ağustos 1995 sonuna kadar.

SAĞLAM — 1995 Ağustos sonu itibariyle kümülatif Tüketici Fiyatları Endeksi'ndeki artış % 89.9. Yani yaklaşık olarak % 90. Toptan Eşya Fiyatları Endeksi'ndeki artış ise % 80.3 dolaylarında.

KURDAŞ — Neye nazaran? Yıl başına nazaran mı?

hükümetin aldığı,
ekonomiyi soğutacak
daraltıcı yeni önlemler
ile; para ve kredi
musluklarının sıkılması,
sıcak para akışı ve
ithalat artışının
frenlenmesi öngörülüyor

SAĞLAM — Hayır. Bir yıl evvelinin Ağustos ayına nazaran. Şimdi Hükümet bu teşhisleri koyduktan sonra, şunları yapmayı karar veriyor: Ekonomi soğutulmalı, para ve kredi muslukları sıkılmalı, sıcak para akışı frenlenmeli, ithalat artışı frenlenmelidir.

KURDAŞ — Demek ki yılın ilk 8 ayında epeyce bi sıcak para akımı var.

SAĞLAM — Ocak ayından itibaren sıcak para girişinde büyük hızlanma var.

KURDAŞ — Döviz kurunu sabit tutarak veya aşağıya çekerek mi ithalatı frenleyecekler?

SAĞLAM — Oraya geliyorum. Ben burada Hükümet'in ekonomideki gelişmeleri nasıl yorumladığını açıklamaya çalışıyorum. Şimdi Hükümet'in 1995 Eylül ayı başında aldığı ekonomik önlemleri sırası ile açıklamaya çalışayım.

Birincisi, Hükümet ekonomideki aşırı likiditeyi dışarıdan kısa vadeli kredi (sıcak para) akışına ve Merkez Bankası'nın kendisine sunulan dövizı mecburi olarak TL'ye çevirmesine bağladığından, Merkez Bankası'nın döviz alımını 18 Eylül 1995 tarihine kadar durdurmuştur. Ayrıca, banka ve finans kuruluşlarının dışarıdan sağladıkları kredilerden Merkez Bankası'na yatırdıkları mecburi döviz devri oranı % 25'den % 20'ye düşürülmüştür. Merkez Bankası daha sonra döviz alımını 20 Eylül tarihine kadar uzatmıştır.

KURDAŞ — 20 Eylül tarihine kadar ben döviz almayacağım, diyor Merkez Bankası; öyle mi?

SAĞLAM — Evet. Çünkü, döviz rezervlerim aşırı ölçüde yükseldi ve ekonomide likidite bolluğu var, diyor. Her gün Merkez Bankası'na 100 milyon doları aşkın döviz tevdi edilmektedir. Bunun karşılığında da Türk Lirası (TL) piyasaya çıkmaktadır. Bu parayı piyasadan absorbe etmekte zorluk çekiyorum. Bu durum faizleri ve enflasyonu azdırmaktadır, diyor.

KURDAŞ — Bir şey sorabilir miyim, Sayın Sağlam? Bu kararları ne zaman beyan ettiler?

SAĞLAM — Eylül'ün 6'sında.

KURDAŞ — 1995 Eylül'ünün 6'sından 20'sine kadar. Yani, 15 gün döviz almayacağım, diyor Merkez Bankası. Binaenaleyh, o süre zarfında döviz bana gelmeyecek, piyasada kalacak, böylece de kur düşecek, yavaşlayacak, diyor.

SAĞLAM — Evet. Ve ben de piyasaya yeni para çıkarmamış olacağım, diyor. Bu politika üzerinde tartışılabilir. Bilindiği üzere gelişmiş ülkelerde Merkez Bankası'nın getirilen her döviz satım alma mecburiyeti yok. Merkez Bankası kendi politikasına göre alış veya satışta bulunuyor.



PROF. DR. DÜNDAR SAĞLAM
İktisatçı

KURDAŞ — Sonra konuşacağız. Aslında duruma hem yanlış teşhis koymuşlar, hem de hastalığın tedavisi bu değil. Bu yapılan en yanlış olanı.

SAĞLAM — Bu birinci önlemdi. İkinci bir tedbir; içerideki enflasyonun ana nedeni talep artışıdır. İç talepteki şişkinliktir. İç talepteki bu artış, tüketici kredilerinin bankalar tarafından ucuzlatılmasından kaynaklanmıştır. O halde tüketici kredilerinde % 6 olan Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu (KKDF) 4 puan artırılarak % 10'a yükseltilmiştir. Bu yolla tüketici kredi faizlerinin artırılması suretiyle talebin kısıtlanması düşünülmüştür. Ayrıca, ekonomide yetkili olan politik makamlar özellikle kamu bankalarına telefon ederek, tüketici kredilerinin durdurulmasını istemişlerdir. Yani bu yoldan tüketimdeki artış frenlenmeye çalışılmıştır.

KURDAŞ — Bu fon galiba ihracat kredilerine de uygulandı. İhracatçıya verilen kredilerden de KKDF alındı. Öyle değil mi?

SAĞLAM — O konuya şimdi geleceğim. Şimdiye kadar iki önlemi açıklamaya çalıştım. Şimdi üçüncü tedbiri söylüyorum. İthalatta kullanılan krediler, yani firmaların ve bankaların dışarıdan sağladıkları her türlü finansmandan % 6 oranında fon kesilmesi kararlaştırılmıştır. Bu yolla ülkeye artarak giren sıcak paraya bir fren konulması ve ithalatın pahalılaştırılarak azaltılması düşünülmüştür.

KURDAŞ — Yani kredinin % 6'sı oranında KKDF.

SAĞLAM — Evet. Hükümet bu noktada bazı istisnalar yürürlüğe koymuştur. Yatırım ve ihracatın finansma-

nı amacıyla getirilen krediler KKDF'den bağışık tutulmuştur. Ayrıca, Eximbank'ın yurt dışından sağladığı kredilerle, bankaların yurtdışı kredilerinden Eximbank'a kullandırdıkları krediler muafiyet kapsamı içine alınmıştır.

KURDAŞ — Başlangıçta mı, yoksa itiraz üzerine mi?

SAĞLAM — Ekonomi yaz boz tahası. İtirazlar yükselince, geri adımlar atılıyor. Eximbank kredileri için getirilen muafiyetin Resmi Gazete'de yayınlanmasının unutulduğu basında yer almıştır. Ayrıca, hangi kredilerin ihracat, hangi kredilerin yatırım finansmanına ait olduğunun tespiti de Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) ve Merkez Bankası'na bırakıldığından, bunun önemli bir karışıklık doğurduğu kuşkusuzdur. Bu karışıklık halen sürüyor. Ayrıca, % 6 gibi yüksek bir fon uygulamasının kaçak yolları teşvik etmesi kaçınılmazdır. Yurt dışında şubesi bulunan bir banka aracılığı ile alınan bir kredinin, yurtiçi-ne normal şahıs hesabıyla havale olarak aktarılması, her zaman mümkündür. Uluslararası finans kesimi gibi global ve akışkan bir piyasaya bu türlü müdahaleler, beklenenin tam aksi sonuçlar yaratır. İşin garibi, Çiller Hükümeti'nin istifasından sonra, bazı gazetelerde bu fonun kaldırılacağı haberi yer almıştır.

KURDAŞ — İthalat kredilerinden.

SAĞLAM — Evet, böyle bir haber var. İki, bugün, yani 22 Eylül günü Merkez Bankası tekrar eski politikasına dönerek, döviz satışları yoluyla döviz fiyatlarına müdahale etmiştir. Yani bir hafta önce alınan kararların esprisi-

ne tam aykırı bir müdahale söz konusu olmuştur.

Dördüncü önleme gelince, şirketlerin çıkardıkları tahvil ve finansman bonosu ile bankaların varlığa dayalı menkul kıymetler ihraç etmesi de kredi sayılıp bunların da % 6'lık KKDF kapsamına alınması kararlaştırılmıştır. Bu suretle banka kanyaklarının pahalılaştırılarak kısıtlanması amaç edinilmiştir.

KURDAŞ — Bir de benim kulağında kalan bir şey var. Onu da söyleyeyim. Dışarıdan getirilen sıcak paradan % 6 fon alıyorlar. Eğer bu sıcak para iki yıl vadeli ise veya daha fazla vadeli ise, bundan fon almıyorlar. Öyle bir uygulama da var galiba?

SAĞLAM — Evet var. Kısa vadeli krediler hedef alınmıştır.

KURDAŞ — Yani uzun vadeli fon dışında tutuyor.

SAĞLAM — Bu şekilde kısa vadeli krediyi cezalandırmak istiyor. Biliyorsunuz, ekonomide ihracat yapan kesim bu önlemlere karşı şiddetli bir tepki göstermiştir. Bankalar büyük bir kargaşa içine düştüler. Şimdi Sayın Kurdaş, ben genel anlamda alınan önlemleri size aktarmış bulunuyorum. Şimdi bizim bu söyleşiyi yaptığımız tarihten bir gün önce de Hükümet istifa etmiş bulunuyor. Hükümet istifa etti ama, alınan önlemler bütün hükümleri ile yürürlükte. O nedenle bizim bu söyleşimizi gene bu konuda yapmamızın çok yararlı olacağını düşünüyorum. Siz bu önlemlerin kısa ve uzun dönemde etkilerini nasıl düşünüyorsunuz? Genel olarak bu önlemleri nasıl değerlendiriyorsunuz?

bir piyasa ekonomisinde, yüksek enflasyon ortamında, döviz kurunu enflasyonun çok altında ayarlayarak ve faizleri yüksek tutarak, dışarıdan sıcak paranın gelmesine destek vermek; hiçbir bahane altında yapılmaması gereken, ekonomiyi alt üst edecek vahim bir hatadır

KURDAŞ — Bence alınan bu önlemler, iki soruyu akla getiriyor. Birincisi, bu olaya doğru bir teşhis konulmuş mudur? İkincisi, doğru tedbirler alınmış mıdır? Şimdi bunları değerlendirebilmek için biraz geriye gidelim. Zannediyorum ki, bu fevkalade karışık tedbirler, parça parça alınmış tedbirler, palyatif nitelikteki tedbirler, aslında ekonomi politikasında yapılan temel hataların aslına gidilip, temeline gidilip, o konularda ciddi tedbirler alamamamızın bir nevi kamuflajı, bir nevi yansımasıdır. Bütün bu güzel ve karmakarışık laflardan çıkan, her tarafa çekilebilecek ve halkı da çok rahat yanılgıya düşürebilecek olan bu tedbirlerden ortaya çıkan bir sonuç var: Hükümet, enflasyon devam ederken, döviz kurunun yükselmesine müsaade etmek istememektedir. Hükümet bir taraftan enflasyonu düşürecek tedbirler alıyorum derken, fiyat artışları yükselmesini sürdürmekte, fakat döviz kuru yerinde saymaktadır. Gazetelerde okuduğuma göre, yetkililer döviz kurlarının yıl sonuna kadar sabit tutulacağını ileri sürmektedirler.

Bu arada da devlet, geçmişte hatırlatır şekilde, bundan da kastımı biraz sonra açıklayacağım, resmi bankalar kanalıyla başlangıçta bir de faizleri yükseltti. Döviz kurunu düşürdü ve düşük tutacağını söylüyor. Enflasyon bir taraftan devam ediyor, diğer taraftan mevduata bankalarca verilen faizler ile hükümet tahvillerinin, hükümet bonolarının, hükümet borçlanmalarının faizleri yükseltiliyor. Böyle karmakarışık tedbirler var. Bence bütün bu hikâyenin merkezi fotoğrafı bu. Yani Hükümet, döviz kurunu, ne maksatla ise -ki onu biraz sonra tahlil edeceğiz- düşük tutuyor; bu arada enflasyon kaçınılmaz bir şekilde devam ediyor. Çünkü enflasyonun durdurulmasına dönük ortada ciddi ve etkili hiçbir tedbir yok. Üstelik enflasyon kamu kesiminden kaynaklanıyor.

SAĞLAM — Zaten alınan önlemlerin hepsi parasal nitelikte. Yani para ve kredi önlemleri biçiminde. Kamu maliyesine dönük hiçbir politika ve önlem yok.

KURDAŞ — İşte onun için enflasyon devam edecek. Enflasyonu önleyeceğiz bahanesiyle, sanki enflasyon dövizin Merkez Bankası'nca satın alınmasından kaynaklanıyormuş gibi, onun üstüne yükleniyorlar. Şimdi evvela bir genelleme yapayım. Bu tedbir paketinin ana kaynağı Özal'dır. Özal'ın 1987'de uyguladığı politikanın (enflasyon, düşük kur ayarlaması ve yüksek borçlanma faizleri) çok ufak bir nüansla tekrarıdır. Nüans da şu: Şimdi yurda giren kısa vadeli veya vadesiz sıcak paradan % 6 fon alıyorsunuz, ama bu tedbirlerle birlikte mevduat ve devlet borçlanma faizleri de hemen % 10 yükseldi.

SAĞLAM — Yerli ve yabancı yatırımcılar için reel faiz gene cazip.

KURDAŞ — Döviz kurunun ayarlanma oranı ile enflasyon oranı arasındaki makas, hayli açık tutuluyor.

SAĞLAM — Para dışarıdan başka isimler altında da gelecektir.

son alınan önlemler; ihracatı baltalayacak, ithalatı patlatacaktır; döviz kazanan kesimleri hasta, döviz harcayan kesimleri teşvik edecektir; ucuz ithalat karşısında türk sanayii iç pazarda da haksız bir dample karşı karşıya kalacaktır

KURDAŞ — Evet, dışarıdan para gelecektir. Aynı şey tekrarlanıyor. Bence bu, aslında Hükümet'in temel zaafıdır. Turgut Bey'in bu politikasının Türkiye'ye yaptıkları biliniyor. Yani bir ekonomide, bir piyasa ekonomisinde, şunu tekrarlayayım, yüksek enflasyon ortamında, döviz kurunu enflasyonun çok altında ayarlayarak, faizleri yüksek tutarak, dışarıdan sıcak paranın gelmesine destek verilmesi, benim kanıma, hiçbir bahane altında yapılmaması gereken vahim bir hatadır. Bu politika, bu mekanizma, eğer yüksek enflasyonda olur ve kur makası bu oranın altında saptırırsa; bu hem Türkiye'yi zayıflatır, çünkü muazzam bir reel faiz ödemek demektir, hem de Türk ekonomisini alt üst eder. Turgut Bey'in iki yıllık uygulamasının Türkiye'yi nereye getirdiği-

ni o zamandan biliyoruz. Böyle bir politikanın kısaca etkileri şöyle olur: Bu politika kesin olarak ihracatı zayıflatır. Bu politika, dış rekabet gücümüzü zayıflatan, sıfırlayan, hatta çökerten bir uygulamadır.

Binaenaleyh bu son alınan tedbirlerin ilk sonucu, Turgut Bey döneminde olduğu gibi, ihracatı baltalamak olacaktır. Eğer bu politika sürdürülürse, ihracat çöker, ithalat patlar. Bu önlemler döviz kazanan kesimleri hasta edip döviz harcayan kesimleri teşvik edecektir. Ucuz ithalat karşısında Türk sanayii iç pazarda da haksız bir dample karşı karşıya kalacaktır. İşte Turgut Bey'in o 1988'de, 1989'da uyguladığı politikalar, maalesef 1990'da, 1991'de, 1992'de, 1993'de Demirel Hükümeti'nde de devam etmiştir. Bu, tabii Türkiye'de sanayi yatırımlarını da menfi etkileyecektir. İşsizliği artıracaktır. Türkiye giderek dışa nazaran rekabet gücü ciddi biçimde zayıflamış, hatta sıfırlanmış bir ekonomi haline gelecektir. Böyle bir ekonomiye sağlıklı, uzun vadeli, üretken yabancı sermaye akımı da durur. Turgut Bey zamanında başlayan bu politika, Demirel ve Çiller Hükümetleri döneminde de devam etmiştir. O dönemde de soruna evvela doğru teşhis konulamamış, «Ben bu işi 500 günde düzeltirim.» denmiştir. Ama sonuç öyle olmamıştır. Özal döneminde bu tedbirler ekonomiyi yıkmıştır; ama aynı politikaya devam Demirel'in idaresinde de devam edilmiştir. Dış borçlanmaya dayalı bir ekonomi politikası yürütülmüştür.

Tansu hanım son Demirel Hükümeti'nin ekonomiden sorumlu Devlet Bakanı idi. Kendisi iktidara gelince, aynı politikaya devam etmiştir. Fakat ona

bir negatif faktör daha eklemiştir. Tansu Hanım'da bir sermaye piyasası saplantısı var. Sermaye piyasasını, yüksek enflasyon ortamında, Türkiye'de faizlerin çok yükseldiği, tasarrufların iyice düştüğü, belirsizliğin arttığı bir dönemde teşvik etmeyi politika olarak benimsemiştir. Başbakan olunca da Hükümet'in açıklarını, borçlanmalar yoluyla değil, Merkez Bankası kaynaklarından para almak suretiyle karşılamayı düşünmüştür. Zannetmiştir ki, piyasaya çıkarılan paralar, Merkez Bankası'ndan aktarılan bu paralar borsaya gidecek; borsa yükselecek. Biliyorsunuz, 1994'ün Ocak ayında bu paralar dövizde yönelmiş ve muazzam bir kriz patlamıştır. Türk politikacısının kafasında hep bekleşten geçinme fikri vardır. Hep dışarıdan para bulunacak, bununla geçinecek. 1994 krizi ile ilgili olarak Nisan'da tedbirler alındı. Bunlar hiçbir sonuç doğurmuş değildir. Tansu Hanım'ın da aklı fikri hep dış borçlanmadadır. Kredi limitimiz bir restore edilsin, dış borçlanma kapısı açılsın, sanki bütün meseleler halledilecekmış gibi...

1994 yılında 5 Nisan istikrar programında bu mantalite çok açık biçimde ortaya çıkmıştır. O dönemde döviz kuru kendiliğinden yükselmiştir. Biz Dergi'de yaptığımız tartışmada «Yahu, bir musibet bin nasihatten evladır; bu musibet hiç olmazsa bizde döviz kurunun serbest bırakılmasına yol açmıştır.» demişizdir. Hatırlarsınız, bir toplantıda özellikle Ege Cansen, bunu özellikle dramatik cümlelerle ifade etmiştir. Fakat sonradan gördük ki, Tansu Hanım'da hiç böyle bir fikir yoktur. Döviz kurunu, Türkiye ekonomisini dengeleyecek, yani özellikle ithalat ve ihracatı

dengeleyecek bir düzeyde tutma fikri onda da yok, diğerlerinde de yok.

1994'de döviz kuru yükselince, biliyorsunuz, maliye tarihinde görülmemiş



KEMAL KURDAŞ
İktisatçı - Maliyeci

bir şey yapıldı. Devlet döviz kurunu 41.000 - 42.000 TL'den 26.000 - 27.000'e çekmek için % 415 faizle piyasadan para topladı. Birtakım likitide sahipleri aşırı zenginliğe kavuştular. Ve Türk Hükümeti muazzam bir yük altına girdi. Döviz düşüyor diye de memnun oldular. Ama ona rağmen Türk ihracatı o kısa dönemde bir canlanma eğilimi gösterdi. 1994 yılı ihracatın canlanıp ithalatın kısıldığı bir yıldır. 1995 yılında tekrar eski politikalar geri getirildi. Döviz kuru enflasyonun altında tutulmaya başlandı. Dış borçlanma yapıldı. Bu kabıl yıkıcı politikalarda zannediyorum bankalar da menfi rol oynuyorlar. Çünkü bankalar ve finans kesimi bu işten

büyük paralar kazanıyor. Dışarıdan döviz getiriliyor, Türk Lirası'na çevriliyor, % 150'den % 200'den faize veriliyor, ondan sonra yapılan küçük bir devalüasyonla para dışarıya çıkarılıyor.

1995 yılı başından itibaren gene Turgut Bey modeline dönüş yapıldı. Enflasyonun gerisinde ayarlanan kur, dışarıdan döviz akımı, sıcak ve yarı sıcak döviz akımı, yüksek faizler, döviz getirip geri götürene yüksek kazançlar gene başladı. Geçen gün Tansu Hanım «Döviz sorununu hallettik.» dedi. Bu cümle aynen Turgut Bey'in ettiği laftır. Kısa bir süre sonra da tecrübeyle yalanlanmışır. Şimdi bakınız, 1995'de bu hatayı yapanlar, yani döviz kurunu yavaş ayarlayıp enflasyonun gerisinde tutanlar, ithalatın patlamaya başladığını gördüler. İhracat ithalattan geri kaldı; ve her ay biraz daha geri kalıyor. Çünkü yapılan her hatanın tesiri yavaş yavaş görülüyor. Yılın ilk beş ayında görülen ihracat, geçen yıl verilen siparişlerden doğan ihracat. İhracat geçen yıla göre % 10 artmışsa, ithalat % 40 artıyor. Niye? Çünkü bu sene siz döviz kurunu gene eski yıllarda olduğu gibi enflasyonun altında tespit etmeye devam ediyorsunuz.

SAĞLAM — Müsaade ederseniz burada bir ekleme yapayım. Ocak-Ağustos döneminde Türk Lirası dolar karşısında % 17-20 dolayında aşırı değer kazanmış. Hükümet çevreleri bunun daha düşük olduğunu söylemekle birlikte, gerçekte % 20 dolayında bir aşırı değerlenme var.

KURDAŞ — Rekabete dayanan bir dünyada, siz dünya pazarına girmişsiniz, şimdi paranızı altı ayda % 20 revalüe ediyorsunuz. Bir de ihracatçının

üzerine yeni bir vergi koyuyorsunuz. Bu arada ihracatçıya yapılan bazı teşvikleri kaldırmış olmanız da muhtemeldir. Böyle bir politikaya akılcıdır denilebilir mi? Benim kanımca aslında bunlar bir takım kamuflaj tedbirleri. Enflasyonu durduracak hiçbir köklü tedbir almıyorsunuz. «Yıl sonuna kadar enflasyon zayıflayacaktır.» gibi havadan şeyler söylüyorsunuz. Sonra faizi alınan fonlar nedeniyle yeniden yükseltiyorsunuz. Döviz kurunun sabit tutulması devam ederse, şu sırada dışarıdan döviz getiren % 6 fon da ödesse, dört ayda en az % 20'ye yakın reel kâr elde eder. Dört ayda döviz bazında % 20 reel kâr, korunç bir kârdır. Ve bu Türk ekonomisinden çıkan bir paradır. Bu dövizin bir kısmının sahibi yabancılar ise de, bir kısmının sahibi de yerli imtiyazlı bir gruptur.

Türkiye'de bir enflasyon varsa, bunun sebebi döviz kuru değildir. 1995'in ilk 8 ayında o bilakis ters etki yapmış, kaynak getirmiş Türkiye'ye. Sen şimdi sanki enflasyonun bahanesi döviz kurumuş gibi, bunun yükünü ihracatçı kesime yüklüyorsun. 1995 yılının ikinci üç aylık döneminde üretim ve GSMH'da % 12.4 oranında bir artış olmuşsa, bundan niye korkuyorsun? Çünkü geçtiğimiz 1994 yılının aynı döneminde % 11 düzeyinde bir üretim düşüşü olmuştu. Aslında sen 1993 yılındaki düzeye yeni geliyorsun. Ekonomiyi soğutmak için bu kadar telaş niye? Aşırı enflasyon ortamında, stagflasyon içinde; üretken yatırımları 15 yıldır âdetâ durmuş; işsizlik diz boyu olan bir ekonomide üretimi, ihracatı daha da baskıya alacak; kısaca bütün ekonomiyi temellerinden sarsacak böyle tedbirler neye ve kime hizmet eder; mantığı ne?

SAĞLAM — Sayın Kurdaş, işte benim de esas söylemek istediğim bu idi. Aslında Hükümet'in koyduğu teşhislerde temelde bir hata var. Biliyorsunuz büyüme hızı 1994 yılının ikinci üç aylık döneminde % 10.6 oranında, üçüncü üç aylık döneminde % 8.6 oranında, yıl sonunda ise % 6 oranında küçülmüştür. Ona kıyasla bu sene % 12.4 oranında bir artıştan ve ekonominin ısınmasından fazla bir endişeye lüzum yok. Bu çok önemli bir teşhis hatası. Bu teşhise dayanarak sen ekonominin soğutulması için birtakım önlemler getiriyorsun. Oysa bütün dünya, mesela şu anda Japonya ekonomide durağanlaşan ve giderek gerileyen üretim ve talep nedeniyle ıstırap çekiyor. Alınan bütün önlemlere rağmen üretim artışını bir türlü sağlamıyor.

bu yıl türk lirası dolara karşı % 20 dolayında aşırı değer kazanmıştır; dünya pazarına girmiş olan türkiye'nin parasını bu oranda revalüe eden, ihracatçının üzerine yeni vergi koyan bir tutumun akılcı olduğu söylenemez; şimdiki döviz kuruyla gümrük birliği'ne girilirse ekonomimiz iki yılda çöker, avrupa türkiye'yi ezer

KURDAŞ — Teşhis hatası var Sayın Sağlam. Tedbir hatası da var. Bu, aklın almayacağı bir manzara. Düşünün bir kere, yüksek enflasyon ortamın-

da siz döviz kurunu sabit tutan bir politikaya geçmişteki çok acı deneyimlere rağmen, tekrar daha belirgin biçimde dönüyorsunuz. Bunu ne zaman yapıyorsunuz? Tam Gümrük Birliği'ne girerken. Düşünün, siz döviz kurunu böyle tutsanız ve Gümrük Birliği'ne girseniz, sonra ne olacak? Gümrük Birliği'ne demek? İthalat üzerindeki son himayenin de kalkması demek. Siz döviz kurunu böyle tutarsanız, bu politika devam ederse, Türkiye Gümrük Birliği'ne girdiğinde iki senede çöker. Avrupa bizi ezer, dünya bizi ezer. Dünya bizim bu tür politikalarımıza itiraz etmez. Çünkü bu politika Avrupalı için nedir? Avrupa pazarından Türk üreticilerinin, ihracatçıların çekmek demektir. Türk üreticisinin artık Avrupa'da rekabet gücü kalmıyor. Buna mukabil Türk pazarını zaptetmek imkânını dışarıdaki üreticilere sağlıyorsunuz. Ucuz dövizle, yakında kalkacak gümrüklerle Türk pazarını zaptetmesi için yabancı üreticiyi davet ediyorsunuz. Bunun için de patlıyor ithalat. Avrupa buna itiraz etmez. Para Fonu'nun mesleki haysiyet bakımından «Yaptığınız sizin için iyi değildir.» demesi lazım. Onlar bir şeyler homurdanmışlardır, tahmin ederim. Onu bahane gibi kullanıyorlar.

Gümrük Birliği'ne girerken bir memleket döviz kurunu böyle değerlemez, bir başka deyişle döviz kurunu düşürmez. Bilakis tamamen aksini yapar, yapmalıdır. Yani ben Avrupa Gümrük Birliği'ne «40.000 Türk Lirası eşit 1 dolar» ile gireceğime, «80.000 Türk Lirası eşit 1 dolar» kuru ile girmeliyim ki, kendimi bir süre için himaye edebileyim. Bu dönemde rekabet gücümü, produktivitemi Batı ülkelerine göre ayarla-

mak için bir dönem kazanayım. Gümrük Birliği'ne girecek bir ekonominin döviz kurunu düşük tutması, dış borçlanmasını -zaten boğazına kadar borçlu- biraz daha arttırması, havsalanın alacağı bir şey değildir. Bu politikanın bir sonucu da ekonomide yüksek faizdir. Bu bir yüksek faiz politikasıdır. Sanayii tekrar yok edecektir. Yukarıdaki izahatımdan ortaya çıkarılabilecek son bir sonuç da şudur: Gümrük Birliği'ne giderken Türkiye, yapılacak anlaşmada kendisinin döviz kuru politikası üzerindeki hareket serbestisini kısıtlayacak herhangi bir hükmü kesinlikle kabul etmemelidir.

Özetleyeyim: Türkiye Gümrük Birliği'ne önemli ölçüde az değerlenmiş (80.000 TL = 1 \$ gibi) bir döviz kuru ile girmeli; birkaç yıl zaman kazanmalı; ileride de gerekirse döviz kurunu etkili bir biçimde kullanabilecek serbestiyi ve hakkı muhafaza etmelidir. Gelişmek ihtiyacında olan bir ekonomi için döviz kuru politikası en güçlü alettir.

SAĞLAM — Sanayiın zaten yüksek olan finansman maliyetlerini olağanüstü yükseltici ve onun rekabet gücünü yok edici bir tedbir. Sonra iktisat literatüründe son zamanlarda şöyle yazılar yer alıyor. O da şu: Gelişmekte olan, üretim artışları olan bir ülkede, ekonomik büyümeyi frenlediğimiz veya ekonomiyi soğutacak önlemleri aldığınız zaman, işin garibi kamu açıkları büyümesini sürdürüyor. Sebebi şu: Çünkü vergi hâsılatını artıramıyorsunuz. Üretim kesimi üretim yapıp satışlarını sürdüremediği için, vergi hâsılatı düşüyor. Vergiler düştüğü için de kamu açıkları büyüyor. Dolayısıyla hükümet gene içtardan borçlanma gibi yöntemlere başvuru-

yor. Bu ise faizleri yükseltip, enflasyonu azdırıyor. Demek oluyor ki sıkı para ve kredi politikası ekonomiyi soğuturken, beklenmeyen sonuçlar doğuruyor. Demek oluyor ki ekonominin geçen yılki gerilemesini hesaba katmayan bu önlemler, yanlış bir teşhise dayandığı için kötü sonuçlar doğuracaktır.

ekonominin ısınması, kamu kesiminin giderek büyüyen açıklarından kaynaklanmaktadır; döviz kuru, yüksek enflasyonda düşük tutulursa, ülkemize ateşten bir gömlek olan sıcak para akar; son meksika krizinin bir nedeni de budur; nitekim şili'de kısa vadeli sıcak para girişi yasaklanmıştır.

KURDAŞ — Üstelik henüz 1993 yılının üretim kapasitesine, üretim düzeyine erişmiş değiliz. Bir yıl önce % 11 düşüş olmuş, bir yıl sonra % 12 artış. Yani yanlış teşhis konuyor. Sonra ekonominin ısınmasına gelince.. Ben şimdi yüzde kaç kullanıyorum üretim kapasitemi? Kapasite kullanım oranı hâlâ % 60'larda. Çalışan kesim işsizliğin ağır baskısı altında. Benim ısınmamın sebebi orası değil. Beni ısıtan, kamu sektörünün büyüyen açıklarıdır.

SAĞLAM — Ayrıca da büyük silahlanma masrafları yapılıyor. Güneydoğu Anadolu'da süren askeri hareket bütçe açığını büyütüyor.

KURDAŞ — Şimdi eğer böyle döviz kurunu düşük tutarsanız, bir kur makası yaratırsanız, yüksek enflasyon ortamında, buraya dünyanın sıcak parası akar. Bunu Meksika'da gördük. Biliyorsunuz, Meksika 1982'de bunalıma girdi. Bir süre bu ilk bunalımı atlatmış görünürdü. Sonra geçenlerde yeniden bunalıma girdi. Ve Amerika, Meksika'yı kurtarmak için 56 milyar dolarlık bir yardım enjekte etme taahhüdünde bulunmak zorunda kaldı. Hâlâ da Meksika'nın bunalımdan çıkacağı kesin belli değil. Meksika'nın ikinci bunalımının kaynağı bir cümle ile özetlenebilir: «Aşırı değerlenmiş bir döviz kurunu sürdürmek için dışa, özellikle sıcak para ile borçlanmak.» Sonuç kriz. Bazı ülkeler sıcak para girişini önlemek için bazı önlemler almışlardır. Örneğin Şili, kısa vadeli sıcak para girişini yasaklamıştır. Şili zannediyorum üç yıldan aşağı vadedi döviz mevduatını kabul etmez. Biliyorsunuz, bir ülkenin dış dengesini korumak, her şeyden önce o ülkenin ihracat ve ithalatının dengede olmasına bağlıdır. İşin temeli mal hareketlerinde denge sağlanmasıdır.

SAĞLAM — Yani dış ticaret dengesinin pozitif hale getirilmesi lazım.

KURDAŞ — Bir ekonominin normal döviz kuru, dış ticaret bilançosunu dengeye getirecek döviz kurudur. Ve döviz kurunu bunun altına indirirseniz, ekonominizi dünya rekabet sahasında zayıflatıyorsunuz demektir. İhracatınızı, üretimizi zayıflatıyorsunuz demektir. İç pazarınızı dışarının ele geçirmesine göz yumuyorsunuz demektir. Şimdi Türkiye'ye bakın; bir sene evvel ihracatı ithalatının % 80'i dolayında bir düzeye kadar çıktı. Seviniyordu millet. Demek

ki o dönemin kurları nispeten realist idi. Ve Türk sanayii buna şayanı dikkat bir esneklikle cevap verdi. Oysa şimdi durum giderek kötüleşmeye başladı. Kısa bir süre sonra bu oran (ihracat/ithalat oranı) % 50'nin altına düşecektir.

SAĞLAM — Sayın Kurdaş, siz biraz önce Meksika krizinden söz ettiniz. Ben de bu kriz konusunda çok değişik kaynaklardan bilgi ediniyorum. Sizi doğrulayarak bazı rakamlar vereyim. Meksika ekonomisinin durumunu Türkiye ekonomisi ile kıyaslamak açısından. Büyüme hızı Meksika'da 1990 yılında % 4.5, 1991'de % 3.6, 1992'de % 2.6, 1993'de % 0.4 ve 1994'de % 3.1 olmuş. Tüketici fiyatları endeksine yani enflasyon oranına baktığımızda, Türkiye'deki oranlara kıyasla inanılmaz derecede düşük. Enflasyon sorunu yok âdeta. Bunu güçlü bir ekonomiyi sıcak paranın ne hale getirebileceğini göstermek bakımından söylüyorum. Enflasyon Meksika'da 1990'da % 30, 1991'de % 18, 1992'de % 11, 1993'de % 8 ve 1994'de % 6.9 olmuş. Şimdi cari işlemler açığına baktığımızda, GSYİH'nin oranı olarak, orada hızlı bir kötüleşme görüyoruz. Cari işlemler açığı 1990'da GSYİH'nin % 3.2'si iken, bu rakam 1994'de âdeta 3 misline çıkıyor. Bütün dram burada. Üstelik bu ülkede bütçe açığı yok. Fakat ekonomide tasarruf oranı düşük. Çok enteresan, Meksika'da tasarruf oranı çok düşük olduğu için ekonomi dışarıdan borçlanarak içerideki tüketimi finanse ediyor. Tıpkı Türkiye gibi. Aynı senaryoyu Türkiye'de de görüyoruz. Dışarıdan borçlanmak suretiyle içerideki tüketimi finanse eden bir ülkenin sonu mutlaka krize dönüşüyor.

KURDAŞ — Tasarruf oranı düşük. Mesela bizim tasarruf oranımız bir ara % 24'lere kadar çıkmıştı. Şimdilerde % 14'e, % 13'e düşmüştür.

SAĞLAM — Bu arada borçlanma-da sıcak para dediğimiz kısa vadeli dış kredilerin payı giderek artmış, kısa vadeli borçların toplam borçlar içindeki payı % 38'e ulaşmıştır. 1994 yılı başında Meksika'da döviz rezervi 29 milyar dolar iken, bu rakam 1994 yılının sonunda yani krizin patlamasından kısa bir süre önce 6 milyar dolara kadar iniyor. Bu senaryo bize şunu kanıtlıyor. Sıcak para ateşten bir gömlektir. Girişi de para arzını artırarak içeride enflasyona yol açıyor, çıkışı da döviz dengesini alt üst ediyor. O halde bir ülke borçlanırken, açıklarının finansmanında kanaatimce direkt yabancı yatırımlara öncelik vermelidir. Çünkü onlar ülkede üretim ve istihdamı artırırılar. İkinci olarak uzun vadeli garanti edilmiş dış borçlara yönelmelidir. Yoksa garanti edilmemiş, sürekli dalgalanan sıcak para dediğimiz paraya dayandığı takdirde, Meksika ekonomisi gibi sorunlarını büyük ölçüde çözmüş bir ekonomi bile kısa sürede çöküntüye uğrayabiliyor.

KURDAŞ — Şimdi Amerika'da birçok iktisatçı Meksika'nın durumunu bir cümle ile özetliyorlar. «Fazla değerlendirilmiş, yani suni bir döviz kurunu dışarıdan borçlanarak devam ettirmeyiniz.» diyorlar. Hikâye budur. Biz aynı şeyi yapıyoruz. Turgut Bey yaptı, Süleyman Bey yaptı, Tansu Hanım da yapıyor. Geçmiş deneylerden de ders almıyoruz. Tansu Hanım 1994'de döviz kurunu düşürmek için % 415 faizle ekonomiden para topladı. Sonra 1994 Eylül'ünden başlayarak kuru hep enflasyon oranının

altında ayarlandı. 1995'te de kur hep enflasyonun gerisinde kaldı. Türkiye gibi bir memleket kurunda % 20'ye yakın bir revalüasyona müsaade etti. Şimdi bu fevkalâde hatalı politikayı daha da belirginleştirmek gayreti içindeler. Bakın; Meksika'da döviz kuru sabit tutuluyor. % 6 enflasyonda bile döviz kurunun sabit tutulması menfi tesir yapıyor. Çünkü onlar dünyaya daha açıktırlar. Biz ise % 90 enflasyonda döviz kurunu sabit tutarsak, vay halimiz.

SAĞLAM — Sayın Kurdaş, acaba Hükümet mecbur mu kalıyor, Türk Lirası'nı aşırı değerlendirmeye politikasını sürdürmeye? Bu politikayı sürdürmeye Hükümet'i zorlayan güçler nelerdir?

enflasyonun önlenemediği bir ekonomide döviz kuru yükselecektir; bu, iyi bir şey değilse de kötülerin en iyisidir; kuru sabit tutarak borçlanma sürdürülürse; ihracat ölür, ithalat patlar, tarım ezilir, işsizlik artar, yatırımlar durur

KURDAŞ — Evvela enflasyonu önleyecek ciddi hiçbir önlem alamıyorlar. Normal bir ekonomide enflasyonu önlemiyorsanız, döviz kuru da yükselecektir. Bu iyi bir şey değildir ama, kötülerin en az kötüsüdür. Bunu Türkler bir türlü anlayamıyor. Meksikalılar, Latin Amerikalılar da anlayamadılar. Bizim hükümetlerde düşünce şu: Ben bir taraftan enflasyonu yaparım, öbür taraftan

da döviz kurunu sabit tutarım. Borçlanmayı sürdürürüm. Borcu borçla kapatırım. Kapatırsın ama, ekonomiye yapılan tahribat durmaz. Böyle bir döviz kurunda ihracatın ölür, ithalatın patlar, tarımın ezilir, işsizlik artar, yatırımlar durur. Böyle bir döviz kurunda, ekonomide tüketim ve spekülasyon oranı artar. Bir adam vardır, hani borç alır, borcu harcar, onun tüketiminin hududu olmaz. Şimdi son önlemlerden kimler kazanacaktır? Elllerinde doları olanlar; bunu hızla Türk Lirası'na çeviren ve % 90 ile Hazine bonosuna yatıran adam, 4 ay sonra oradan aşağı yukarı % 30 faiz alacak. Döviz kuru hiç ayarlanmazsa, % 30 net reel kazanç sağlar. Demek ki şimdi birtakım ellerinde nakit para olan insanlar buradan vuracaklar. Türk ekonomisi zayıflayacak, Türk sanayicisi batacak, ihracatçısı batacak, ithalatçı kesim tekrar canlanacak. İşsizlik daha da artacak. Ama politikacı günü gün etmek rahatlığı içinde pembe nutuklar atacak.

SAĞLAM — Sayın Kurdaş, burada çok önemli bir konuda fikirlerinizi almak istiyorum. Şimdi 1994 yılında Türkiye çok büyük bir bunalım geçirdi. Bu bunalım sırasında içeriden 4 milyar doları aşkın dışarıya bir döviz çıkışı oldu. Gazetelerin yazdığı budur. Buna mukabil 1994 yılında patlayan kriz nedeniyle 1994'ün hemen hemen tümünde Türkiye'ye çok az dış kredi girdi. Hatta hiç girmedi diyebiliriz. Dış yatırımcılar âdeta Türkiye'yi defterlerinden silmişlerdi. Böyle bir dönemde Türkiye dış borç anapara ve faizlerini düzenli olarak ödedi. Böyle bir krizi Türkiye nasıl atlattı? Çünkü buradan çıkacak bazı sonuçlar vardır. Acaba Türkiye'de hükü-

metin bütün yanlış kararlarına rağmen ihracatını attırabilen bir sanayi kesiminin bulunması mıdır ana neden? Gerçekten Meksika gibi enflasyon sorununu çözmüş, bütçe açıkları bulunmayan bir ekonomide bile cari işlem açıkları ve sıcak para bir anda ekonomiyi alt üst edebiliyor. Türkiye gibi okyanusta küçük bir tekne nasıl oldu da 1994'deki dalgaları aşabildi?

KURDAŞ — Şimdi şunu açıkça ortaya koyalım. 1994 bunalımına girdiğimiz zaman, biz ihracat kapasitesi olan ama döviz kuru sebebiyle ihracatı düşmüş ve lüzumsuz ithalat yapan bir ülke durumunda idik. 1994 krizi bir kere ihracatçıya her ne şekilde olursa olsun, iyi bir döviz kuru verdi. Türk ihracatçısı bir mucize yaratmıştır. Bütün dünya pazarlarını kaybetmişlerdi. Fakat geçen sene bütün ihracatçılar yeniden dünya pazarlarına sıçradılar. Âdeta Türkiye dışa aktı. Ve ihracatçılar pazarlarını yeniden kurdular. Şimdi eminim onların en büyük sıkıntısı budur. «Yahu, binbir sıkıntı ile pazarımızı geri aldık, şimdi bizi gene itiyorlar.» demektedirler. Geçende bir olaya şahit odum. Bir adamcağız, bunu bir yakınım anlattı, bir malı Türkiye'de yapıyor. Kısmen monte ediyor, kısmen katma değer yaratıyor. Ürettiği malı da Ortadoğu'ya satıyor. «Şimdi döviz kuru böyle olunca, biz o pazardan çekildik ve ithalata yöneldik.» diyor. Uygulanan politikaların sonucuna bakın. Türk halkının büyük bir atılım gücü var. Son 50 yılda ekonomik politıkada dünyanın en büyük hatalarını yapan devletlerden biri Türk devletidir. Hatta onların başında Türkiye gelir diyorum. Ama ona rağmen Türk halkı hep direnmıştır. Hatırlarsanız es-

ki konuşmalarında «ceberut Ankara», «zırva Ankara» derdim. Ankara hakikaten ceberuttur ve de cahildir.

Tansu Hanımefendi de aynı şeyleri yapıyor. Ama Türk halkı mukavemet ediyor. Şimdi ilk defa ihracatçı biraz homurdandı. Aslında bayrak açmalı idiler, kıyameti koparmalı idiler. Şimdi siz döviz kurunu böyle tutun, Türkiye'de hiçbir sanayici dışarı ile rekabet edemez. Bütün mallar dışarıdan gelir. Hiçbir mal ihraç edilemez. Kısacası ekonomi göçer.

Üstelik bu bakanlardan biri geçenlerde bir lâf etti. Bu da sosyal demokrat bir bakan. «Efendim, döviz kurunu ve faizi ayarlamak hakkımızdır.» dedi. Hayır, hakkın değildir efendim. Bu ekonomi bir piyasa ekonomisi. Niçin buna piyasa ekonomisi diyoruz? Senin zırvaların burada etki yapmasın diye. Sen nasıl oluyor da benim hakkımdır diyorsun. Bu hangi kafadır, hangi bilgidir? Demek ki sen döviz kurunu 30.000'e indireceksin, oluk gibi dışarıya borçlanacağız, sanayi batacak; «Efendim, ben Ocak'a kadar böyle yapmaya karar verdim.» diyeceksin. Güya Para Fonu'na söz vermişler. Para Fonu bunu duyunca gülmüştür size. Dünyada revalüasyon yapacak gafiller var mıdır? Ekonomi tarihi bir gafil tanır. Biliyor musunuz kimdir o? Churchill. 1926 yılında Maliye Bakanı olur ve pound'u revalüe eder. Ve tabii hemen hükümetten düşer. Türkiye bunları hiç anlamıyor mu? Bunca acı tecrübe ve fedakârlık boşa mı gidecek?

Bir şey daha söyleyeceğim. Türkiye'de hükümet hem meseleleri bilmiyor, hem de devletin bütün imkânları elinde olduğu halde olaylara yanlış teş-

hisler koyuyor. İşsizlik konusunu, sanayiinin durumunu, hiçbir şeyi bilmiyor. Mütemadiyen halkı uyutan sözler ediliyor; televizyonlardan ve resmi kanallardan. Türkiye güya 70 yılda çok kalkınmış. Bugünü 70 yıl evveliyile mukayese edip bir sonuca varıyorlar. Mesela, «Bugün telefon var. 70 yıl önce var mıydı? Yoktu.» gibisinden... Bunlar yanlış, en azından çok eksik, tek yönlü değerlendirmeler. Bir toplumu mukayese ederken, geçmişten örnek verebilirsiniz. Ama bu yetmez. Mutlaka en az şu soruları da sormak ve cevaplarını almak lazımdır: Bu ekonomi geçmişine kıyasla gelişmişlikte ne mesafe almıştır? Ardından hemen ikinci soruyu sormak lazım. Evet, sen 70 yılda gelişmişsin arkadaş. % 1 gelişen bir ekonomi bile 70 yılda iki kat büyür. Soru şu: % 1 büyümeye senin potansiyeline uygun mudur? Üçüncü soru bunu izlemelidir: Senin 70 yıl evvelki dünya devletleri yelpazesinde konumun ne idi ve seninle o zaman aynı durumda olanlara göre nasıl gelişmişsin?

Mesela bir ekonomiyi ele alın. Diyelim ki 1950'den bu yana üst üste yılda net % 2.5 gelişmiş. Mukayesi edince, «1950'ye göre ne kadar büyüdük.» dersiniz. Ama 1950'de sizinle aynı durumda olan bir başka ülke, mesela aynı durumda olan Yunanistan, İspanya, Portekiz, Meksika, Japonya var. Sen yılda % 2.5 net kalkınmışsan, onlar % 7, % 8 kalkınmışlar. Sen dünyada kalkınmaya namzet ülkeler arasındaki mevkiini kaybetmişsin. Bir de dünyada çok iyi kalkınan başka ülkeler var. Onlar sizden sonra gelmişler, sizi çok gerilerde bırakmışlar. 1950'lerde Türkiye hızlı kalkınmaya aday 5-6 devletten biriydi. Biz bu 6 devlet içinde en geride kalmışız; ama ondan sonra bir sürü devlet

gelmiş (bir kısmı eski sömürgeler) ve bizi geçmişler. Şimdi Siyam bizi geçiyor, Kore geçmiş durumda. Kısacası hepsi geçiyor. «Efendim, 1950'de şu var mıydı?» Hiç böyle bir mukayese yapılır mı? Böyle bir mukayese yaparsanız, dünyada en kalkınmış toplumlar Afrika vahşileridir, denebilir. O fıkalar önceleri sıfırdı. Şimdi birçok şeyleri var. Her şey değişmiştir. Hiç kalkınmasa bile yine de teknoloji onları belli bir noktaya iter, otomatikman.

hükümet teşhislerinde ve getirdiği önlemlerde büyük yanlışlıklar içindedir; bu politikalar sürdürülürse, türkiye'de üretim olmaz, ihracat olmaz; çok yakında işsizler ve çiftçiler sokağa dökülür, tarım ürünleri ithali başlar; maliyet artışından turizm kesimi de batar

SAĞLAM — Ben de sizinle fikir birliği içindeyim. Bir kere Hükümet teşhislerinde ve getirdiği önlemlerde büyük yanlışlıklar içindedir. Son zamanlarda bir ülkenin ekonomik performansı özel yatırımların GSMH içindeki payının artışı ile ölçülüyor. Özel kesim yatırımlarının, imalat kesimi yatırımlarının milli gelir içindeki payı ile ölçülüyor. Dolayısıyla bir ekonominin performansını tasarruf oranının yüksekliği ve tasarruflarını üretken ve kompetitif yatırımlara dönüştürülmesi tayin ediyor. Türkiye ise nedense bu kesime, yani sanayiciye, özel

kesim sanayiine, yani devlete vergisini muntazam olarak ödeyen kayıt içine girmiş bu kesime âdeta düşman. Kanaatimce 1994 bunalımının atlatılmasında bu kesim üretimini ve ihracatını arttırarak görevini yerine getirmiştir. Benim kanaatimce bu kesim Türkiye'nin en büyük gücüdür. Bilmem siz ne diyorsunuz?

KURDAŞ — Doğrudur. Yalnız bu son tedbirlerde ısrar ederlerse, devletin her türlü israfından kaynaklanan enflasyon hızla yükselirken döviz kurunu birtakım zırva düşüncelerle sabit ve dışarıdan sıcak parayı getirmek için faizleri yüksek tutarlarsa, Türkiye'de yatırım olmaz. Türkiye'de üretim olmaz. Türkiye'de ihracat olmaz. Türkiye'de işsizler sokağa dökülür. Yakında çiftçiler de sokağa dökülür. Yarın bir gün bakarsınız tarım ürünleri de ithal edilmeye başlar.

SAĞLAM — Nitekim her türlü tarım ürünü ithal edilmeye başlandı, biliyorsunuz.

KURDAŞ — Mesela bazı memleketler var, petrolden geçinen, Venezuela gibi. Bunlar döviz kurunu sabit tutar. Ancak, Türkiye'nin böyle bir doğal zenginliği yok. Bu nasıl bir devlettir ki, yalnız yanlışlıklar yapmıyor, her yıl ekonomiyi kökünden sarsacak, ekonominin yönünü sağdan sola, ileriden geriye atacak birtakım tedbirler de alıyor. Ankara'daki politikacı da, bir piyasa ekonomisi içinde, «Bunları almak benim hakkımdır.» diyor. Hatırlar mısınız, Dergi'de yaptığım son bir konuşmada, politikacının ekonomik politikanın ana hatlarında müdahale hakkını elinden almamış, demiştim. Türkiye bunu bir türlü beceremiyor. Beceremeyecek. Şu olay

çok dramatik bir olay. Son önlemler mevcut sanayii öldürür, ihracatı öldürür. Tabii bunun bütün kesimlere, tasarruflara, tüketime, tarıma, hepsine büyük etkisi olacak. Böyle giderse, turizm de batır. Siz iki sene döviz kurunu sabit tutun, eh onların da maliyetleri artıyor, bu durumda onlar da batır veya krize girer. Politikacının, bir memlekette bu kadar çok kötülük yapmaya hakkı olabilir mi?

SAĞLAM — Sayın Kurdaş, Bugün yeni bir hükümet kurulması aşamasındayız. Ve mevcut Bakanlar Kurulu bu önlemleri değiştirecek kararları alabilecek durumda değildir. Çünkü Bakanlar Kurulu'nda oybirliği hâsıl edilememektedir. Ama kararlar yürürlüğe sokulmuştur. Bu arada Merkez Bankası her gün yeni yeni müdahalelerde bulunmaktadır. Ekonomi tam bir yazboz tahtasına dönmüştür. Böyle bir ortamda sanayicinin yapabileceği fazla bir şey kalmamıştır. Ekonomi canlı bir organizmadır. Yeni bir hükümet hemen kurularak bu duruma son verilmelidir.

KURDAŞ — Tabii. Bence Türkiye şu realiteye gelmeli. Ben enflasyonu önleyemiyorum. Önleyemediğime göre, en az zararlı şekil piyasa sisteminin

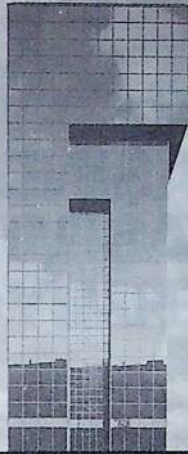
kendi mantığı içinde çalışmasıdır. Hiç olmazsa o kendi dengelerini kurar. Sen oraya müdahale edip döviz kuru gibi, faiz gibi kritik fiyatları «Ben dikte ederim.» kafasıyla hareket edersen, ekonomiyi yıkarsın. Yüksek enflasyon oranında, döviz kuru ve faizlerin arttığı, ama dengesini bulan bir ekonomik yapı yerine, ihraç pazarlarından tamamen çekilmiş, dünyada rekabet gücü hiç kalmamış, sanayii batmış, tarımı batmış bir ekonomi kalır elinizde. Şimdi bu insanlar, bu ikinci yolu seçiyorlar. Âdeta Türkiye ile oynuyorlar. Ondandır da çıkıp böbürleniyorlar, «1950'de bu telefonlar var mıydı?» diye. Evet yoktu. Ama dünya telefondan ibaret değil. Adamlar uzay ile konuşuyorlar. Sen neredesin?

SAĞLAM — Ekonomide siyasi ve ekonomik belirsizliğin bu kadar arttığı bir dönemde kamu oyu siyasi oyunlarla vakit kaybediyor. Geniş tabanlı bir hükümet hemen kurularak bu kaosa son verilmediği takdirde, 1994'dekinden çok daha şiddetli bunalımlarla karşılaşabiliriz.

Dergi'nin Notu: Yukarıda sunulan «Söyleşi», 22 Eylül 1995 tarihinde yapılmıştır.

BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR (AYLIK DERGİ)

İDARE YERİ : Binbirdirek Mahallesi, Suterazisi Sokak No. 6 Kat 2; 34400 Sultanahmet - İstanbul • **TELEFON :** (0-212) 518 17 32 • **FAX:** (0-212) 518 66 43 **YAZIŞMA:** P.K. 769; 80005 Kıraköy - İstanbul • **AÇIKLAMA :** Dergi'deki yazılar kaynak göstermek koşuluyla alınabilir • **KDV DAHİL 1995 İÇİN YILLIK ABONE :** 720.000 TL; **ÖĞRENCİLERE :** 360.000 TL • **BANKA HESAP NUMARALARI (İstanbul):** Akbank Nişanca Şubesi 10469-5, İş Bankası Çagağloğlu Şubesi 256319, Yapı ve Kredi Bankası Çemberlitaş Şubesi 2269-9, Ziraat Bankası Beyoğlu Şubesi 768 • **DİZGİ ve GRAFİK DÜZENLEME :** Yazıevi, Telefon: 512 60 43 • **BASKI :** Kent Basımevi, Telefon: 528 08 15 • **CİLT:** Dostlar Ciltvi, Telefon: 526 59 24 • **BASKI TARİHİ:** 16 Ekim 1995 • **GENEL DAĞITIM:** YAYSAT •



Bize güven veriyorsunuz!

Tütünbank, size güvendiğiniz hizmetler sunar.

Onun için Tütünbank'ın

hizmetlerini



seçiyorsunuz.

Tütünbank'a

güveniyorsunuz.

Hizmetlerimizin

karşılığını

güveninizle alıyoruz. Tam 70 yıldır.

İşte, sizdeki bu güven duygusudur bizi

yücelten; bize güven veren.

Büyüten...



tütünbank

"İlkemiz, Güven Ve Dostluk"

107 YAŞINDAYIZ, AMA YAŞIMIZI HİÇ GÖSTERMİYORUZ.

ÇÜNKÜ SÜREKLİ YARATTIĞIMIZ YENİLİKLER, HEP GENÇ KALMAMIZI SAĞLIYOR.

Interbank, 1888 yılında Selanik Bankası adıyla kuruldu
1969'da Uluslararası Endüstri ve Ticaret Bankası,
1990 yılında da Interbank adını aldı.

Hızla değişen para piyasaları karşısında ihtiyaç duyulan
yeniliklerin yaratılmasında ve uygulanmasında tam
107 yıldır öncülük eden banka, Interbank.

Türkiye'ye çağdaş bankacılık ve bankacılıkta pazarlama
kavramlarını ilk getiren banka, Interbank.

İlk kez VDMK ihraç eden banka, yine Interbank.
Interbank, sizi bugünün kalıplarından kurtarır,
yarnın finansal koşullarına uygun, yeni çözümler,
yeni yatırım alanları, yeni ürünler yaratır ve
size benzersiz bir hizmet sunar.

**107
YILDIR
SİZİNLE**

**Interbank'ın özel hizmetini,
ancak Interbank'ta bulabilirsiniz.**

INTERBANK

Merkez Şube
Büyükdere Cad. 158/5
Etiler/Beşiktaş/İSTANBUL
Tel: 0-212 274 25 06

Ankara Şube
Atatürk Bulvarı 211
Kavaklıdere/ÖZEL ANKARA
Tel: 0-312 467 55 30

Bakırköy Şube
Cihayı No: 338 Çarşıbaşı Kısıklı
34710/İSTANBUL
Tel: 0-212 681 17 13

Çankaya Şube
Çankaya Cad. 78/A
Çankaya/ÖZEL ANKARA
Tel: 0-312 441 58 70 (5 hat)

Tekmek Şube
Çankaya Cad. 20
Etiler/Beşiktaş/İSTANBUL
Tel: 0-212 240 52 33 (41 5 hat)

İzmir Şube
Hacı Ziya Bulvarı 74/7
Altınoluk 35710/İZMİR
Tel: 0-232 441 53 33 34

Uludağ Şube
Ahmet Şakir Cad. 11/4
Yıldırım/İSTANBUL
Tel: 0-212 287 20 47 (5 hat)

Kardemir Şube
Çarşıbaşı Bulvarı 163
Altınoluk/İZMİR
Tel: 0-232 441 26 50 (4 hat)

Sarıyer Şube
Rafet Cad. 41 Bur Arslan 47/1
Sarıyer/İSTANBUL
Tel: 0-212 411 54 55 (5 hat)

Öğretmenevi Şube
Fevzi Çakmak Cad. Bey Han
No: 15/100/ÖĞRETMENEVİ
Tel: 0-212 254 82 52

Kadıköy Şube
Mithatpaşa Cad. Çarşıbaşı No: 79
Marmara Kışla Kadıköy/İSTANBUL
Tel: 0-212 414 52 70 71

Adana Şube
Galatasaray Menzeli: Rafet Bey Mah. Fıstık Cad.
Diş No: 142/1 No: 113-115/11-115/10/ADANA
Tel: 0-322 452 80 80

Interbank bir Çukuryuva Holding kuruluşudur.



Sermaye Piyasası

Doç. Dr. MEHMET BOLAK

İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Fakültesi Öğretim Üyesi

Borsa Yine Siyasetin Gölgesinde

SON aylarda Ankara'da üstüste yaşanan siyasi krizler borsayı olumsuz yönde etkilerken, Anayasa görüşmelerinin tamamlanması ve meclisin tatile girmesinden sonra, borsanın siyasetin gölgesinden kurtulduğu düşüncesi ağırlık kazanmıştı. Eylül başlarında yapılacak olan CHP kurultayı bir miktar tedirginlik yaratmakla birlikte, kurultay sonuçlarının böylesine büyük bir hükümet krizine yol açacağını kimse tahmin etmemektedir.

Aslında hükümet krizi ortaya çıkmasaydı da borsanın önünde yeterince engel bulunmaktaydı. Herşeyden önce, geçmiş yıllara ait istatistikler Eylül ve özellikle Ekim aylarında borsada mevsimsel bir düşüş yaşandığını göstermekteydi. Ayrıca, özelleştirme ve demokratikleşme konusundaki gecikmeler ve atılamayan adımlar, Gümrük Birliği ile ilgili umutları azaltmakta, en azından bir ertelemeyi kaçınılmaz hale getirmekteydi. Bu arada sıcak para operasyonları nedeniyle döviz rezervleri kabarmış ve piyasadaki likiditeyi arttırmış olan Merkez Bankası, enflasyonu dizginleme amacına yönelik olarak bir süre için döviz alımını durdurduğunu açıklayınca, piyasaların dengesi iyice bozulmuştur. Piyasada dolar hızla değer kaybederken faizler yükselmiş, likiditenin gecelik faize ve repoya yönelmesiyle borsa da düşüşe geçmiştir. Doların değer kaybı ihracatçıları sıkıntıya sokarken, faizlerin yükselmesi sanayicileri de zor duruma düşürmüştür. Doğal olarak böyle bir ortamda, ekonominin nabızı olan borsanın da olumsuz sinyaller vermesi kaçınılmazdır.

Yukarıda değindiğimiz nedenler borsanın keyfini kaçırmışken, CHP genel başkanlığına seçilen Deniz BAYKAL ile DYP genel başkanı Başbakan Tansu ÇİLLER'in anlaşamayıp koalisyonu sona erdirmeleri bardağı taşıran son damla olmuş, piyasaların dengesi iyice altüst olmuştur. 20 Eylül tarihinden itibaren borsadaki fiyat hareketleri tamamen Ankara'dan gelen haberlere indekslenmiş, örneğin Mesut YILMAZ'la Tansu ÇİLLER arasında görüşmeler sürerken borsa indeksi seans içinde beş kez yön değiştirmiştir. Bu hareketlerde spekülasyonların önemli rolü olduğu kuşkusuzdur. Küçük yatırımcıların böyle riskli bir ortamda hareket etmek-

ten kaçındıkları, ancak spekülâtörlerin suni hareketler yaratarak sonuçta küçük yatırımcıları da yanlış kararlara sevk edebildikleri gözlenmektedir. Bu açıdan, Ekim ayı başından itibaren takasta müşteri bazında saklamaya geçilmesi ve aracı kurumların müşteri portföyleriyle oynama imkânlarının kısıtlanması olumlu bir gelişme olmuştur. Nitekim, ayın son günlerinde, siyasi alanda herhangi olumlu bir gelişme yaşanmamasına rağmen, borsa indeksinde ufak çaplı kıpırdamalar olması bu nedene bağlanmaktadır. Önümüzdeki günlerde de spekülâtif kaynaklı büyük dalgalanmalar yerine, hükümet kurulması çalışmalarından ve açıklanacak dokuz aylık bilançolardan etkilenecek küçük hareketler yaşanması beklenmektedir.

Bu gelişmelerle birlikte, Borsa Bileşik İndeksi, Ağustos ayından sonra Eylül ayında da düşüş göstermiş, «29 Eylül 1995, Cuma» günü kapanış fiyatları itibarıyla % 7.60 gerilemeyle 41.707,62 puana; Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi İndeksi de % 10.87 gerilemeyle 98.538,52 puana düşmüş, dergimiz indeksi yeniden 100.000 puanın altına inmiştir. Dergi indeksi kapsamındaki hisselerden 8'i ay içinde pozitif verim sağlarken, geri kalan 32'si yatırımcısına zarar ettirmiştir. Dergi İndeksi'nde yer alan ve diğer hisselerden, Eylül ayının en iyi ve en kötü hisseleri Tablo 1 ve 2'de listelenmiştir. Son günlerde yaptığı primle ayın en yüksek performanslı hissesi konumuna gelen THY'nin özelleştirilme niyetiyle yurtdışında görücüye çıktığı haberi, bu hissenin performansını sağlayan faktör olmuştur.

TABLO 1
Eylül Ayının En Başarılı Hisseleri

Dergi İndeksinde Yer Alan	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
T. İş Bankası B	31.82	T.H.Y.	47.22
Makina Takım	13.95	Net Holding	35.71
Marshall	5.77	Aktaş	34.29
Yapı Kredi B	4.00	Emsan Beşyıldız	30.23
Koç Yatırım	3.70	Sabah Yay.	26.26
Teletaş	3.70	Çimentaş	11.32
Arçelik	2.67	Net Turizm	8.20
Akçimento	1.52	Uşak Seramik	7.50

TABLO 2
Eylül Ayının En Kötü Hisseleri

Dergi İndeksinde Yer Alan	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
Çukurova El.	-30.38	İktisat Fin.	-25.68
Koç Holding	-22.40	Kepez Elek.	-25.40
Ege Gübre	-21.67	Konya Çim.	-25.26
T. Şişe Cam	-19.80	T. Dışbank	-23.81
T.D. Döküm	-19.78	Aktif Finans.	-23.64
Kordsa	-18.92	Doğan Hol.	-22.22
Güney Bira	-18.37	Ünye Çim.	-20.54
Gübre Fab.	-18.18	Tire Kutsan	-19.19
Kav	-18.18	Altinyıldız	-19.10
Kartonsan	-17.07	İntema	-18.46

Şirket Haberleri

Yoğun şekildeki sermaye artırımları Eylül ayı boyunca da devam etmiş, Tablo 3'de listelenmiş olan 17 şirkette Eylül ayında sermaye artırımına gidilmiştir.

Tabloda yer alan şirketlerden Deva Holding'de yapılan bedelli sermaye artırımında rüçhan hakları 2000 TL'den kullanılmıştır.

Eylül ayında, üç şirkette de kayıtlı sermaye tavanı artırımına gidilmiş, Milliyet Gazetecilikte kayıtlı sermaye tavanı 1.5 trilyon liradan 7.5 trilyon liraya, Milpa'da 518 milyar 400 milyon liradan 2.5 trilyon liraya, Söktaş'da ise 162 milyar liradan 1 trilyon liraya yükseltilmiştir.

TABLO 3
Eylül Ayında Sermaye Artırımları
(Milyon TL)

Şirket	Eski Ser.	Bedelli	%	Bedelsiz	%	Yeni Ser.
Akal	260.530	169.345	65.00	169.345	65.00	599.219
Aksa	662.904	961.515	145.05	132.581	20.00	1.757.000
Aksu	361.000	108.300	30.00	108.300	30.00	577.600
Altınyıldız	201.398	50.350	25.00	50.350	25.00	302.098
Çelik Halat	174.960	35.525	20.31	139.515	79.74	350.000
Derimod	5.000	5.000	100.00	15.000	300.00	25.000
Deva Holding	620.000	880.000	141.94	-	-	1.500.000
Ege Bira	685.440	342.720	50.00	548.352	80.00	1.576.512
Halk Sigorta	350.400	216.323	61.81	183.677	52.48	750.000
İhlas Holding	693.374	346.687	50.00	232.121	33.48	1.272.182
Kelebek Mob.	50.000	20.000	40.00	30.000	60.00	100.000
Koç Holding	2.000.000	1.040.000	52.00	2.960.000	148.00	6.000.000
Mardin Çim.	144.000	72.000	50.00	72.000	50.00	288.000
Tuşaş	94.500	40.000	42.33	30.500	32.27	165.000
Uşak Ser.	60.000	48.000	80.00	45.000	75.00	153.000
Ünye Çim.	165.690	99.414	60.00	82.845	50.00	347.949
Vakıf Fin. Kir.	450.000	157.500	35.00	-	-	607.500

Halka açılan şirketler arasına Eylül ayında bir yenisi daha eklenmiş, Kaplamin Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin C grubu hisse senetleri, «4 Eylül 1995, Pazartesi» gününden itibaren 11.500 TL baz fiyat ile borsa ulusal pazarında işlem görmeye başlamıştır. Kaplamin'in esas faaliyet alanı oluklu mukavva ve kutu üretimidir.

Altı Aylık Bilançolar

Önümüzdeki haftalarda şirketlerin 1995 yılı 9 aylık mali tabloları açıklanmaya başlayacak olmakla birlikte, bazı şirketlerin 6 aylık sonuçlarının borsaya ulaşması Eylül ayının ortalarını bulmuştur. Tablo 4'de 6 aylık mali tablolara göre hesaplanmış bazı değerlere yer verilmiştir.

TABLO 4
Şirketlerle İlgili Kritik Oranlar

ŞİRKET	PDD	CARİ	BORÇ	ŞİRKET	PDD	CARİ	BORÇ
Akal Teks.	2.893	1.575	0.611	Kartonsan	3.672	3.428	0.219
Akçimento	3.103	1.252	0.489	Kav	6.023	1.321	0.436
Aksa	6.246	1.779	0.496	Kepez Elek.	8.705	1.719	0.777
Aksu	2.110	3.149	0.328	Kerevitaş	8.554	1.089	0.762
Aktaş Elek.	-74.467	0.939	1.006	Koç Hol.	8.251	2.451	0.177
Aktif Fin.	1.986	1.323	0.797	Koç Yat.	6.369	2.197	0.035
Alarko Hol.	12.918	2.366	0.306	Konya Çim.	7.133	1.740	0.313
Alarko San.	5.822	1.737	0.564	Kordsa	4.775	2.214	0.413
Altınyıldız	4.504	1.749	0.542	Kütahya Por.	2.947	2.010	0.334
Anadolu C.	2.950	1.789	0.512	Makina T.	1.522	1.347	0.685
Anadolu Sig.	4.270	1.744	0.744	Mardin Çim.	5.108	1.763	0.400
Arçelik	5.215	1.567	0.650	Maret	2.239	1.960	0.275
Aselsan	1.216	1.570	0.646	Marshall	3.487	1.644	0.407
Atlas Y.O.	1.142	197.454	0.005	Metaş	1.643	1.684	0.398
Aygaz	5.448	2.830	0.506	Migros	18.938	1.146	0.727
Bağlaş	3.584	1.588	0.492	Milliyet	1.053	1.545	0.451
Bolu Çim.	2.095	2.431	0.225	Netaş	4.729	2.747	0.385
Borusan	5.600	1.476	0.599	Net Hold.	0.905	2.921	0.147
Brisa	3.613	2.204	0.287	Net Turizm	4.685	1.004	0.824
Bursa Çim.	4.495	2.673	0.246	Niğde Çim.	4.379	1.519	0.477
Çelik Hal.	2.680	1.760	0.426	Olmuksa	3.983	2.671	0.302
Çimentaş	3.424	1.888	0.315	Otosan	6.268	1.995	0.433
Çimsa	4.874	1.813	0.363	Petkim	3.041	2.674	0.204
Çukurova	4.768	0.461	0.835	Petrol Of.	6.745	1.732	0.609
Dardanel	3.337	1.402	0.596	Pınar Et	1.307	1.175	0.487
Denizli C.	11.588	1.758	0.561	Pınar Süt	4.205	1.330	0.785
Deva Hold.	3.744	1.476	0.539	Raks Elektr.	2.316	2.032	0.474
Döktaş	3.658	1.555	0.419	Sabah Yay.	0.644	2.292	0.349
Ecz. İlaç	3.690	1.615	0.446	Sarkuysan	4.357	2.174	0.360
Ecz. Yat.	4.175	2.322	0.059	Sifaş	2.709	1.238	0.711
Ege Bira	12.275	0.606	0.503	Tat Konserve	10.566	2.113	0.421
Ege Gübre	4.328	2.413	0.333	Teletaş	3.691	1.241	0.684
Ege Seramik	6.645	1.344	0.677	Tire Kut.	5.221	2.039	0.421
Egeplast	4.457	1.323	0.705	Tof. Oto Fab.	4.373	1.584	0.533
Emek Sig.	0.977	1.946	0.432	Tof. Oto Tic.	8.535	1.030	0.933
Emsan 5*	1.382	1.195	0.831	Trakya Cam	2.675	1.794	0.347
Erc. Bira	17.094	1.438	0.506	Transtürk H.	4.226	1.724	0.419
Erdemir	2.227	1.787	0.668	Turcas	3.042	2.256	0.208
Finans F.K.	2.070	0.439	0.706	Tüpraş	4.380	0.825	0.783
Gentaş	4.100	2.529	0.347	T.D. Döküm	5.611	1.360	0.617
Global Yat.	1.131	195.910	0.006	T.H.Y.	3.648	0.746	0.558
Good-Year	7.693	1.503	0.646	T. Siemens	4.504	2.505	0.476
Gübre Fab.	3.308	2.855	0.333	T. Şişe Cam	4.645	1.854	0.118
Güney Bira	6.198	1.428	0.416	T. Tuborg	2.627	1.165	0.526
Hektaş	4.909	1.638	0.451	Usaş	13.108	1.520	0.663
İhlas Hol.	11.582	1.019	0.885	Uşak Ser.	4.197	1.251	0.574
İkt. Finan.	2.525	0.862	0.964	Ünye Çim.	3.424	1.613	0.483
İnterna	4.431	1.660	0.528	Vestel	3.794	1.103	0.786
İzmir D.Ç.	1.202	1.286	0.366	Yasaş	3.304	1.168	0.588
İzocam	4.610	1.654	0.529	Yünsa	4.115	1.535	0.572
				ORTALAMA	4.734	1.711	0.496

Tablo 4'ün ilk sütununda, piyasa değeri/defter değeri oranları (PDD) yer almaktadır. Bu oran; şirketlerin toplam piyasa değerlerinin, özvarlık toplamına bölünmesi ile elde edilmektedir. Piyasa değerlerinin hesaplanmasında, geçen ayki sayımızda yayınlanan fiyat/kazanç oranlarının hesaplanmasında kullanılmış olan «28 Temmuz 1995, Cuma» gününe ait kapanış fiyatlarından yararlanılmıştır. Geçmiş dönem zararları nedeniyle, özvarlıkları yani defter değeri negatif değer almış olan Aktaş'ta PDD değeri de negatif çıkmaktadır (Bu durumdaki bir şirketin hisselerinin borsa kotundan çıkartılması gerektiğine işaret etmekte yarar vardır). Bu nedenle, basit aritmetik ortalama PDD hesabında Aktaş hariç tutulmuş, 99 şirket için ortalama 4.734 olarak hesaplanmıştır. Alarko Holding, Denizli Cam, Ege Bira, Erciyas Bira, İhlas Holding, Migros, Tat Konserve, Usaş gibi firmalarda gözlenen yüksek PDD değerlerinin, bu şirketlere ait hisselerin aşırı değerlenmiş olmalarından ziyade, yatırımcıların nezdinde muteber şirket olmalarından kaynaklandığını söylemek mümkündür. Yüksek PDD değerlerini yorumlarken dikkatli olmak, muteber (blue chips diye adlandırılabilir) hisselerle, aşırı değerlenmiş hisseleri birbirinden ayırabilmek gerekmektedir. Öte yandan oldukça düşük PDD değerine sahip, Aktif Finans, Aselsan, Atlas Yatırım Ortaklığı, Emek Sigorta, Emsan Beşyıldız, Global Yatırım, İzdaş, Makina Takım, Metaş, Milliyet, Net Holding, Pınar Et, Sabah Yayıncılık gibi şirketlerin, diğer göstergeleri de olumlu olmak koşuluyla, ucuz kalmış ve yükselme potansiyeli taşıyan hisseler olduğunu belirtmekte yarar vardır.

Tablo 4'ün ikinci sütununda, şirketlerin Cari Oran (CARI) değerleri yer almaktadır. Şirketlerin dönen varlıklarının, kısa vadeli borçlarına oranlanmasıyla hesaplanan ve kısa vadeli likidite göstergesi olan CARI değerleri, Atlas Yatırım Ortaklığı ve Global Yatırım Ortaklığı hariç tutulduğunda, 98 şirket için 1.711 gibi bir ortalama sahiptir. Ülkemiz koşullarında 1.5-1.8 arası bir değer yeterli olduğu gözönüne alındığında, bu ortalamanın tatminkâr olduğu anlaşılmaktadır. Yatırım ortaklıklarının yüksek likiditeleri bir kenara bırakıldığında, tablodaki şirketler arasında Karton-san ve Aksu 3'ün üzerinde, Net Holding, Gübre Fabrikaları, Aygaz, Netaş, Petkim, Bursa Çimento, Olmuksa ve Siemens ise 2.5'in üzerindeki CARI değerleriyle dikkat çekmektedirler. Cari oranlar 1'in altında olan Aktaş, Çukurova Elektrik, Ege Bira, Finans Kiralama, İktisat Finansal, Tüpraş ve THY'nin likidite sorunu içinde olduklarını; ancak, finansal kiralama sektöründe düşük likiditenin normal kabul edilebileceğini belirtmek gerekmektedir.

Tablonun son sütununda, şirketlerin borçlanma durumlarını yansıtan BORÇ değerleri yer almaktadır. BORÇ değerleri, kısa ve uzun vadeli borç toplamının, bilanço toplamına oranlanmasıyla elde edilmektedir. Daha önce, özvarlıklarının negatif dönüşmüş olduğunu belirttiğimiz Aktaş'ta, doğal olarak BORÇ değeri de 1'in üzerinde çıkmaktadır. Borçlanma oranının % 50 mertebelerinde olması uygun kabul edilecek olursa, tablodaki 100 şirket için hesaplanan % 49.6 ortalama değeri oldukça iyi görünmektedir. En düşük borçluluk değerine sahip, diğer bir deyişle en güvenli şirketler Atlas Yatırım Ortaklığı, Global Yatırım Ortaklığı, Koç Yatırım, Eczacıbaşı Yatırım, T. Şişe Cam, Net Holding, Koç Holding, Petkim, Turcas, Karton-san, Bolu Çimento, Bursa Çimento ve Maret olarak sıralanmaktadır. Yatırım Ortaklıkları ve Holdinglerde düşük borç oranları normal olmakla birlikte saydığımız son 6 şirket, sanayi şirketleri olarak oldukça iyi bir sermaye yapısına sahiptirler. Yüksek faiz oranlarının şirketler için önemli bir handikap oluşturduğu ülkemizde, ser-

mayesini çoktan yemiş olan Aktaş dışında, İktisat Finansal, Tofaş Oto Ticaret, İhlas Holding, Çukurova Elektrik, Emsan Beşyıldız ve Net Turizm başta olmak üzere, % 70'in üzerinde BORÇ değerine sahip şirketlerin önemli finansman giderleriyle karşı karşıya kalacaklarını ve yüksek risk taşıdıklarını söylemek yanlış olmayacaktır.

İndekste Değişiklik

Borsa yönetim kurulunun 11.9.1995 tarihli toplantısında, 2 Ekim tarihinden başlayarak, Aralık sonuna kadar, İ.M.K.B. Bileşik İndeksi kapsamında yer alacak hisse senetleri her üç ayda bir yapıldığı gibi yeniden düzenlenmiş, bu düzenleme sonucunda 11 hisse indeks kapsamından çıkartılırken, 11 yeni hisse indeks hesaplamasına dahil edilmiştir. İndeksten çıkartılan ve dahil edilen hisselerin listesi Tablo 5'de verilmiştir.

TABLO 5
İndeks Kapsamından Çıkan ve
Yeni Giren Hisseler

Çıkanlar	Girenler
Aksa	ÇBS Boya
Alarko Holding	Erbosan
Anadolu Sigorta	Evren Yat. Ortaklığı
Ege Seramik	Frigo Pak
Finans Finansal Kiralama	Global Menkul Değ.
Güneş Sigorta	İzocam
İktisat Finansal Kiralama	Kerevitaş
Karsu	Konya Çimento
Maret	Otokar
Niğde Çimento	Söktaş
Tütünbank	Viking Kağıt

Bu yeni düzenlemeden sonra, bileşik indeks kapsamındaki 100 hisselerin 83'ü sınai, 17'si mali indeksin hesaplanmasında kullanılacaktır.

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

Aylar	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Ocak	493.05	1711.69	714.75	6793.38	8224.39	12953.90	10382.15	46499.72	66641.02
Şubat	658.37	1465.45	822.11	7402.13	10950.59	9572.27	14056.56	43685.74	72135.19
Marı	619.21	1351.48	923.62	6957.24	9793.56	11006.98	13455.69	36336.97	94874.84
Nisan	613.09	917.93	1009.89	7054.56	8814.38	10128.12	20399.46	37260.41	109201.43
Mayıs	833.54	1005.71	1334.72	8438.48	7932.99	9067.92	21856.16	40688.45	112502.77
Haziran	1050.91	924.97	1745.24	7573.16	8275.36	12297.79	26303.88	52300.27	116528.07
Temmuz	1709.16	927.28	1554.78	10664.47	7533.47	11754.44	24501.68	59216.98	128087.60
Ağustos	2290.94	816.29	1716.64	10166.14	7950.10	11314.53	27193.90	69147.24	110555.47
Eylül	2015.20	881.71	2673.32	10907.66	6913.80	10310.15	33729.97	68630.14	98538.52
Ekim	1548.75	734.01	3486.07	10596.87	6835.47	9077.97	34444.97	66413.15	
Kasım	1374.18	777.53	3241.70	6955.17	10214.39	9344.20	44519.48	74373.54	
Aralık	1202.28	722.21	4940.99	6750.24	11048.39	9744.28	51099.56	71525.29	

Sıra No.	Kuruluşun Adı	Kayıtlı Sermaye (Milyon TL)	Çıkarılmış (Ödenmiş) Sermaye (Milyon TL)	Tahvim Yılı Kâr (Net)			Dağıtılan Kâr Payı (%)			Piyasa Fiyatı (TL)			
				1992 (Milyon TL)	1993 (Milyon TL)	1994 (Milyon TL)	1992 (Net)	1993 (Net)	1994 (Net)	Eylül 1994	Temmuz 1995	Ağustos 1995	Eylül 1995
1	AKÇİMENTO	300.000	253.968,75	87.500	131.034	442.416	50	75	265	63.000	20.000	16.500	16.750
2	ANADOLU CAM	1.000.000	226.314	16.847	44.731	161.647	15	25	60	12.750	7.400	5.100	4.350
3	ARÇELİK	8.000.000	4.500.000	588.565	1.118.954	1.107.368	77	100	26	10.500	14.250	7.500	7.700
4	BAĞFAŞ	200.000	200.000	103.047	192.442	445.728	30	60	120	8.300	24.000	22.000	20.500
5	BOLU ÇİMENTO	3.000.000	1.490.533,36	55.787	52.219	201.300	28	13,25	27,80	6.100	3.250	2.500	2.425
6	BRİSA	607.500	1.063.125	104.490	197.251	750.626	32,50	62	33	7.600	17.750	15.500	14.000
7	ÇELİK HALAT	2.000.000	350.000	22.875	18.606	39.071	40	30	20,30	5.300	8.600	6.700	2.900
8	ÇİMSA	1.200.000	280.800	101.528	245.957	614.748	85,50	220	740	87.000	34.500	28.000	26.000
9	ÇUKUROVA ELEKTRİK	1.500.000	500.000	514.857	590.165	8.736	100	120	10	9.100	23.000	19.750	13.750
10	DOKTAŞ	1.000.000	240.000	63.764	124.386	221.282	67	90	60	14.250	13.250	10.250	9.500
11	ECZACIBAŞI YATIRIM	250.000	241.920	38.368	44.543	90.339	30	25	50	9.400	11.500	8.300	6.900
12	EGE BİRACILIK	3.150.000	1.576.512	220.582	383.386	1.149.526	100	100	100	105.000	48.500	44.500	18.250
13	EGE GÜBRE	108.000	216.000	16.971	37.198	125.783	5	50	200	8.700	7.500	6.000	4.700
14	EREGÜL DEMİR ÇELİK	2.500.000	8.336.000	693.214	421.849	2.234.869	40	9	24,66	3.000	7.200	6.800	6.000
15	GOOD-YEAR	1.500.000	534.125	79.925	271.504	785.566	60	120	125	16.000	23.500	18.250	16.250
16	GÜBRE FABRİKALARI	2.500.000	576.000	4.369	100.333	250.101	1	20	20	3.250	6.700	5.500	4.500
17	GÜNEY BİRACILIK	1.000.000	482.328	37.686	95.404	260.492	40	55	85	15.750	11.500	9.800	8.000
18	HEKTAŞ	600.000	453.000	11.831	17.693	14.610	20,25	16,85	5,23	2.000	8.800	7.600	6.700
19	İZMİR DEMİR ÇELİK	1.346.625	3.684.366	52.437	111.168	280.445	-	6,50	10,50	2.800	1.825	1.325	1.200
20	İZOCAM	450.000	300.000	50.780	113.750	156.338	75	75	50	10.100	11.250	8.000	6.800
21	KARTONSAN	540.000	540.000	48.428	186.437	673.242	30	60	120	21.500	20.500	20.500	17.000
22	KAV	62.400	156.000	(7.863)	1.400	148.850	-	-	130	15.750	27.000	27.500	22.500
23	KOÇ HOLDİNG	16.000.000	6.000.000	445.676	1.019.330	3.294.193	35	75	65	21.000	42.500	33.500	8.800
24	KOÇ YATIRIM	2.000.000	468.000	106.253	176.058	374.170	100	110	100	24.500	15.500	13.500	14.000
25	KORDSA	1.000.000	425.250	59.393	69.889	436.633	20	21,50	100	16.750	25.000	18.500	15.000
26	MAKİNA TAKİM	250.000	746.752,5	(11.406)	5.778	18.734	-	-	2	2.425	1.850	1.075	1.225
27	MARSHALL	1.250.000	725.000	53.315	95.732	275.494	81	55	75	7.900	6.800	5.200	5.500
28	MİGROS	1.000.000	300.000	40.933	82.728	385.144	100	210	220	75.000	65.000	54.000	53.000
29	OLUKSA	500.000	254.100	11.008	3.650	225.547	10	-	45	7.200	17.000	14.250	13.000
30	OTOSAN	2.500.000	1.320.000	221.932	743.845	397.840	114	400	25	11.750	19.500	14.000	12.750
31	PETROL OFİSİ	3.000.000	2.520.000	548.913	1.171.665	2.924.574	86,30	211,34	93,18	14.250	16.250	12.750	11.000
32	PINAR SÜT	218.700	72.900	8.895	68.734	9.367	27,88	136	10	10.800	22.500	18.750	15.500
33	SARKIYSAN	1.000.000	567.000	70.100	117.760	575.334	100	100	150	24.000	12.500	10.250	9.000
34	TELETAŞ	1.000.000	200.000	63.091	(5.653)	(44.828)	15	-	-	11.500	16.750	13.500	14.000
35	TÜRK DEMİR DOKÜM	3.600.000	1.000.000	152.111	284.596	55.742	80	90	6,5	5.800	10.250	8.100	7.300
36	TÜRK SİEMENS	300.000	504.000	108.370	188.457	609.694	60	65	100	15.250	15.750	13.500	13.250
37	T. İŞ BANKASI -B-	-	30.000	843.397	2.516.752	5.529.664	41,86	108,93	60,22	32.500	28.500	33.000	43.500
38	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM	3.000.000	2.300.000	83.461	208.587	427.966	11	10	17	3.750	10.500	10.100	8.100
39	YAPI KREDİ B.	10.000.000	8.318.000	509.333	68.041	2.869.293	40	27,80	60	3.150	2.850	2.500	2.600
40	YASAŞ	162.000	324.000	24.434	72.123	215.515	25	50	200	12.500	7.500	5.600	4.700

EKONOMİK GÖSTERGELER DIŞ DÜNYA (EYLÜL 1995)

Ülkeler	GSYİH *	Tüketici Fiyatları *	Ücretler Kazançlar *	İşsizlik Oranı (%) (En Son)	Dış Ticaret Dengesi * • (Milyar \$) (Son 12 Ay)	Cari İşlem Dengesi (Milyar \$) (Son 12 Ay)	Faiz Oranları (%)	
							Para Piyasası (Son 3 Aylık)	Bankalar
								Kredi
A.B.D.	3.2	2.6	3.9	6.0	-182.3	-165.6	5.73	8.75
Almanya	2.2	1.7	4.2	9.3	56.0	-22.4	4.05	6.50
Avustralya	3.7	4.5	3.1	9.5	-6.2	-20.2	7.50	11.50
Avusturya	2.7	2.1	5.4	6.6	-8.7	-4.0	4.03	8.50
Belçika	3.5	1.5	1.6	14.7	10.7	6.9	4.19	8.00
Danimarka	3.6	1.6	2.0	12.4	6.0	2.2	6.00	7.25
Fransa	3.0	1.9	2.1	12.5	21.3	20.0	6.32	7.50
Hollanda	2.2	1.5	1.0	7.2	18.0	13.5	3.85	5.75
İngiltere	2.8	3.5	3.3	9.3	-18.5	-6.0	5.80	7.75
İspanya	3.2	4.3	4.6	24.3	-22.5	0.9	9.40	9.75
İsveç	4.8	2.4	5.1	8.8	13.8	2.7	8.77	9.75
İsviçre	1.4	2.0	2.5	4.5	1.3	18.9	2.63	4.38
İtalya	4.0	5.6	3.2	11.5	23.0	13.1	10.56	11.50
Japonya	0.6	0.1	6.5	3.0	147.2	120.5	0.49	1.65
Kanada	2.5	2.3	0.9	10.3	14.7	-13.6	5.52	8.00

Açıklamalar: (b.d.) = Belli Değil. Kaynak: The Economist, 30 Eylül 1995.

(*) Yıllık Yüzde Değişim.

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

Öğlen açık banka!

Tüm Türkiye'de.

Öğle tatilinde işten çıktınız...
Yolda bir simit aldınız, Garanti'ye
uyğradınız. İşlerinizi hallettiniz...
Siz, böyle şubeleri olan bir bankanız
olsun istemez misiniz?



GARANTİ

Baska bir arzunuz?

Derim

by

ordenim®



ORTA ANADOLU
TİCARET ve SANAYİ İŞLETMESİ TA.Ş.

Cumhuriyet Caddesi No: 255 Kat 5, 80230 Harbiye - İstanbul

Tel: (0212) 296 28 08 (9 hat), Fax: (0212) 296 28 02

Fabrika: P.K. 31 Kayseri, Tel: (0352) 336 26 80, Telex: 49540. Fax: (0352) 336 26 85

Görüşler

Prof. Dr. DÜNDAR SAĞLAM

Bütçe Politikasının Teorik Kavramlarında ve Araçlarında Yeni Gelişmeler

TARİHÇE

Keynezyen Devrim

EKONOMİ politikasının diğer araçları gibi bütçe politikasının da amacı, mümkün olan hızlı ve dengeli iktisadi kalkınmayı sağlamaktır. Bütçe politikasının özelliği kullandığı araçlardan gelir. Bunlar bütçe gelir ve giderlerinin değişimi, bütçe açıklarının finansman biçimleri (para yaratılması, veya çeşitli şekillerde borçlanılması), vergi veya vergi benzeri yüklerin hafifletilmesi veya ağırlaştırılması gibi araçlardır.

20'nci yüzyılın başlangıcına kadar iktisat kuramı, kamu finansmanı yoluyla konjonktürü yönlendirmekten daha çok mali adalet sorunları ile ilgilenmiştir (J. Spindler, 1991). Ekonomik kriz dönemlerini sürekli olarak ekonomik genişleme dönemleri izledikçe, finans kuramı, bu periyodik ge-

lişmeler karşısında kendini güçsüz hissetmiş ve ekonomik resesyonları kaçınılmaz bir olgu olarak değerlendirmiştir.

Ekonomik durgunluk dönemlerinde vergi hâsılatında azalma olduğu bilinen bir husustur. İşte böyle dönemlerde liberal düşünce A. Smith'in eski bir kuralına dayanarak, kamu harcamalarının kısıtlanması yoluyla denk bütçeye dönüş yapılmasını savunuyordu.

Birçok ülke, bu politikayı uygulayarak, mevcut krizin daha da derinleşmesine yol açmışlardır. Bazı ülkeler ise G. Myrdal'ın çalışmalarından esinlenerek «cyclical budget» politikasını yürürlüğe sokmuşlardır (1933 yılından sonra İsveç gibi). Fakat otomatik stabilizatörlerin serbestçe işleyişine dayanan bu politikanın çok yetersiz sonuçlar verdiğini de unutmamak gerekir. Bilindiği üzere J.M. Keynes 1929 ekonomik krizinin etkisi altında li-

beral düşüncenin tam zıddı fikirleri savunan iki ünlü eser yazmıştır. Bunlar «Para Teorisi» (1931) ve «Para, Faiz ve İstihdam'ın Genel Teorisi» (1936) adlarını taşımaktadır.

Keynes, özellikle Genel Teori kitabında, eksik istihdam, nedenleri ve ona hükümetlerin yapabileceği katkılar üzerinde durmuştur. Özellikle kamu harcamalarının çoğaltan mekanizması aracılığı ile istihdam üzerinde olumlu etkiler yaratacağını savunmuştur. Tabii burada şu soru hemen akla gelmektedir: Hangi tür yatırımlara girilmeli ve nasıl finanse edilmelidir?

Keynes için bu sorular o dönemde o kadar önemli değildi. Çünkü onun için birinci öncelik işsizlere iş bulmaktı. Nitekim devletin borçlanma yoluyla sağladığı fonların faydasız işler için harcanmasının bile toplumu zenginleştirdiğini ileri sürmüştür (J.M. Keynes; 1968). Bu durumda denk bütçe kuralının anlamı kalmıyordu. Onun bütün muhakemesi kamu harcamalarının özel harcamalara mahsup (ikame) edilebildiği varsayımına dayanıyordu. Bu harcamalardan özel harcamalarda bir yetersizlik görüldüğünde kamu harcaması vergi hâsılatının da üstünde olacak şekilde devreye girmeli idi. Bu ise açık bütçe politikasının uygulanmasından başka bir şey değildi (Deficit spending).

Keynes'in iktisadi düşünce hayatına olan etkisi çok büyük olmuştur. İngiliz iktisatçı ve yöneticisi Lord Beveridge, Keynes'in kuramını finansal bir teoriye dönüştürmüştür. Nitekim 1944 yılında yazdığı «Hür Bir Toplumda Herkese İş» adlı kitabında şöyle diyor: «Gelecekte devletin yeni bir kamu görevi ortaya çıkmıştır. Artık devletin vatandaşını şiddet ve hırsızlığa

karşı koruması gibi onları kitlesel işsizliğe karşı koruması da bir vatan görevi olmuştur.»

Sayırsız kuramsal ve somut deneyler Keynes'in başlangıçtaki teorisini zenginleştirmiştir. Bunun sonucunda 1950-1975 yılları arasında, genel bir iyimserlik toplumlara egemen olmuştur. Artık ekonomik konjonktür'ün hükümet tarafından ince ayarla (fine tuning) yönetilebileceği ve iş hayatındaki krizlerin elimine edilebileceği düşüncesi bütün çevrelerce kabul edilir hale gelmiştir (M. Baslé, F. Benhamon; 1988).

Keynezyen Düşüncenin Etkisi Üzerinde İlk Kuşkular

1970'li yıllarda birbirini izleyen iki petrol şokundan sonra ortaya çıkan ekonomik zorluklar yeni bir liberal düşüncenin dünyada güç kazanmasına yol açmıştır. Gerçekten 1980'li yıllarda uygulanan bu yeni ekonomi politikaları, bütçe politikası yerine para politikasına ağırlık vermeyi temel ilke edinmiştir. Teorideki bu yeni yöneliş, ekonomideki somut olaylar ile desteklenerek Keynezyen ilkelerin gücü üzerinde kuşkular yaratmıştır.

Phillips yasasını kabul ederek bu yolda uygulamalarda bulunan birçok batı ekonomisi enflasyon bataklığına sürüklenmişti. Bu dönemde büyümenin yavaşlaması, yeni vergilerin uygulamaya sokulmasını daha da güç hale getirmiştir. Diğer deyimle stagflasyonun kötü sonuçları liberal tezlerin güç kazanmasına yol açmıştır.

80'li yıllar müdahaleci ekonomik ideolojinin gerilediği ortodokst liberal teorisinin güç kazandığı yıllar olmuştur. Ancak, son yıllarda ekonomik düşüncede aksi yönde bir gelişme görüyo-

ruz. Liberal formasyonlu bazı ekonomistler bu akımın önderliğini yapmaktadırlar. Bunlardan P.M. Romer'in 1986 yılında yaptığı, endojen büyüme çalışması gözlerin tekrar devletin ekonomideki rolü üzerine çevrilmesine yol açmıştır.

İktisadi düşüncenin bu yönelişi klasik teorinin önemli bir eksikliğinden güç kazanmaktadır. Bilindiği üzere klasik teori, devletin ekonomik hayattan tamamen çekilmesini savunmaktadır. Oysa devletin yapması gereken öyle bazı altyapı harcamaları vardır ki, onlarda yapılan kısıtlamalar işletmelerin üretkenliğini önemli ölçüde azaltır. Bu yeni görüş özellikle dışsallıkların ekonomideki rolü üzerinde durmaktadır. Dışsallıkların bulunduğu alanlarda, devletin bütçe politikasını kullanarak yatırımlar yapması ekonominin genel produktivitesini artırıcı etkiler yapar. Bütçe politikasının büyüme üzerinde etkin olup olmadığı konusundaki tartışmalar bugün bile yoğun biçimde sürmektedir. Keynezyen tezlere göre devlet bütçesinin konjoktür dalgalanmalarına karşı kullanılabileceğini biliyoruz. Ancak, liberal ekol devletin bütçe politikası yoluyla müdahalelerinin ekonominin etkinliğini yok ettiğini ileri sürmüştür. Şimdi yeni gelişen içsel büyüme kuramı ise bütçe politikasının etkinliği konusunda önümüze yeni ufuklar açmış görünmektedir.

BÜTÇE POLİTİKASININ POTANSİYEL GÜCÜ

Kuramsal çerçevede düşünüldüğünde Keynes'in öğretilerinin tam olduğunu ileri sürebiliriz. Özellikle toplam talebin değişimlerinin konjoktürü belirleyen ana unsur olduğu konusunda kuşku yoktur. Ancak, talep yö-

netiminde kamu yöneticilerinin çok dikkatli hareket etmesi gerekir. Çünkü yanlış müdahalelerin ekonomide meydana getirdiği riskler büyük olmaktadır (A. Barrère; 1985). Devlet bütçesinin konjoktürü amaçlarla kullanılmasının bazı temel kuralları vardır. Bunlardan üçünü, teorik planda hatırlatmakla yetineceğiz.

Teorik Prensipler

Evvela şunu hatırlatalım. Kamu yatırım harcamalarının artırılması yoluyla sağlanan ekonomik gelişme, transfer harcamalarının artırılması veya vergilerin indirilmesi suretiyle sağlanan ekonomik gelişmeye nazaran daha etkili sonuçlar vermektedir. Vergi indirimi ve transfer harcamaları üretim üzerinde ani etkiler yaratmamakta sadece disponibl gelirler üzerinde etkili olmaktadır. Ayrıca disponibl gelirlerin bir kısmının tasarruf edildiğini unutmamak gerekir. Diğer bir deyişle, transfer ve fiskal harcamaların çoğaltan katsayısı, yatırım harcamalarının çoğaltan katsayısına oranla daima daha düşüktür. Marjinal tüketim eğilimine c dersek, vergilerin düşürülmesi veya transfer harcamalarının artırılmasında çoğaltan katsayısı $c/(1-c)$ iken, yatırım harcamalarında söz konusu katsayı $1/(1-c)$ olmaktadır. Tabiiyle bu harcamaların dış denge üzerindeki etkilerini de unutmamak gerekir. Dışa açık bir ekonomide, genişletici bir bütçe politikasının ithalat artışına yolaçan ek bir talep yarattığı muhakkaktır. Bunun da cari işlemler dengesinde bozulma yarattığı bilinmektedir. Bu durumda marjinal ithal eğilimine m dersek çoğaltan katsayısı $1/(1-c)$ şeklinden $1/(1-c+m)$ şekline dönüşerek daha düşük bir değer almaktadır. Tabii bu arada otomatik

mali stabilizatörleri unutmamak gerekmektedir. Genişletici bütçe politikası sonucu artan iş hacmi, ek mali kaynaklar yaratır. Bu da çoğaltan katsayısını düşüren bir etki yaratır. Marjinal vergileme oranına t dersek, kamu yatırımları çoğaltan katsayısını $1/(1-c+ct)$ şeklinde yazabiliriz. $1/(1-c)$ ile $1/(1-c+ct)$ arasındaki fark otomatik mali istikrarlandırıcının etkisini gösterir.

Uygulamaya Yönelik İncelemeler

Bütçe çoğaltan katsayısının değerini, onu azaltan çeşitli nedenler dikkate alınarak hesaplayan çeşitli ekonometrik modeller geliştirilmiştir. Örneğin OCDE'nin INTERLINK modeline göre, sanayileşmiş büyük ülkelerde, GSYİH'nin yüzde 1'ine eşit bir kamu harcaması artışı çoğaltan etkisi olarak Birleşik Krallık'da 0.9, Fransa'da 1.4, ABD ve Japonya'da 1.8 oranında etki yapmaktadır. Kamu harcamalarındaki bir artışın cari işlemler üzerindeki etkisi de ihmal edilmeyecek düzeydedir. Gerçekten yukarıda belirtilen orandaki kamu harcaması artışının yarattığı dışa açık, GSYİH'nin oranı olarak, ABD'de % 0.3, Fransa'da % 0.6 düzeyine erişmektedir. Bu oranlar genişletici bütçe politikasının dış ticaret dengesi üzerinde ne kadar önemli etki yarattığını bize göstermektedir (*)

Çeşitli ülkelerde alınan sonuçlar, izlenen politikaların, eşgüdümlü olmasına bağlı olarak değişmektedir. Artık Avrupa'da her ülke bütçe politikasını diğer ülkelerle koordineli bir şekilde yürütmek zorundadır (D.Plihon; 1993 ve P. Mailet; 1992). Ayrıca ekonomilerin dışa açılması arttıkça kamu harcamalarının çoğaltan etkisinin zayıfladığı görülmektedir. Nitekim OECD, orta

büyüklikte bir Avrupa ülkesinin tamamen bağımsız hareket etmesi halinde çoğaltan etkisinin % 40 azaldığını tespit etmiştir. Bütçe politikasının kamu açıkları üzerindeki etkilerinin de incelenmesi gerekir. OECD'nin yukarıda belirtilen çalışmalarına göre, GSYİH'da % 1 oranındaki bir artış, vergi ve benzerlerinde, Avrupa ve Amerika'da % 0.4, İsveç'te % 0.6, Japonya'da ise sadece % 0.2 oranında bir artışa sebebiyet vermektedir. Mali stabilizatörler

(*) Bütçe politikasının etkinliğini kambiyo rejiminin sabit olup olmadığı belirlemektedir. Yukardaki oranlar kambiyo kurunun sabit olduğu varsayımına dayanmaktadır. Böyle bir durumda, kamu açığının iç borçlanma ile karşılanması halinde faiz oranları yükselir. Yabancı sermaye (sıcak para) girişi para arzı artışına neden olur. Çünkü kambiyo kurunun sabit oluşu, Merkez Bankası'nı bu dövizleri satın almaya mecbur bırakır. Para arzının artışı faiz oranlarının başlangıç düzeyine inmesine neden olur. Böyle bir olgunun ekonomi üzerinde olumlu sonuçları vardır. Çünkü ekonomik büyüme kısmen yabancı tasarruflarla finanse edilmiştir. Fakat dünyadaki para sisteminin bugünkü istikrarsız yapısı böyle olumlu bir sonucun doğmasını engellemektedir. Çünkü bütçe açıklarına bağlı faiz yükselişi, yabancı para çevrelerince zayıflık göstergesi olarak algılandığından yabancı dövizlerin ülkeye girişi imkânsız hale gelmektedir. Teorinin bize öğrettiği üzere dalgalı kur sisteminde otonom bir bütçe politikası uygulamak olanaksızdır. Ama sabit kur rejiminde ise (Avrupa'da olduğu gibi) Merkez Bankası'nın gücü zayıflamaktadır. Bugün Avrupa'da döviz kurları dalgalıdır. Fakat sabit kur sistemi düzenin temelini oluşturmaktadır. Şimdiki halde Avrupa ülkeleri bir açmaz içindedirler. Çünkü Merkez Bankası'nın gücü sabit kur sistemi nedeniyle çok azalmıştır. Fakat böyle bir rejimin sunduğu bütçe olanaklarından devlet yararlanmamaktadır. Çünkü kurlar dalgalanmaktadır (Her ne kadar şimdiki durumda kurlar istikrarlı görünüyorsa da). Bugün Avrupa Birliği'nde kurlar hem sabit, hem de dalgalanmaktadır denilebilir.

açısından bir ülke açık bütçe politikası uygulandığında, kamu harcamalarından bir kısmını, otomatik olarak vergi hâsılatı olarak geri almaktadır. Kamu harcamalarında bir artış olduğunda, bunun bütçe açığına olan etkisi, çoğaltan katsayısının ve marjinal vergileme oranının (İsveç örneği) yüksekliğine bağlı olarak azalır. Diğer ülkelerin çoğunluğunda gevşek bir bütçe politikası, kamu açıklarının esaslı olarak artmasına yol açar. Bu açıdan ekonomi politikasının eşgüdümünü sağlamak suretiyle çarpan etkisinin artırılması, bütçe açıkları bakımından da yararlı olur (P.A. Muet; 1992).

Batı ekonomilerinin bugün karşılaştığı esas sorun şudur: Ekonomik durgunluk sürdükçe otomatik stabilizatörler vergi hâsılatını düşürmekte bunun sonucunda bütçe açığı daha fazla büyümektedir. Bu bakımdan hükümetlerin manevra alanı çok daralmaktadır. Hükümetler orta vadede bütçe disiplinini sağlamak için gayret etmekte, fakat kısa dönemde ekonomik faaliyetleri desteklemek için, bütçe açıklarının büyümesine göz yummak zorunda kalmaktadırlar.

Kamu harcamalarını arttırmak için borçlanmaya gidilmesi durumunda devlet borçlarının çığ gibi büyümesi olayı ortaya çıkmaktadır. Ayrıca borçlanma politikasının ortaya çıkardığı diğer kötü ekonomik sonuçlar devletin konjonktörü yönetmekteki zorluklarını göstermektedir.

BÜTÇE POLİTİKASININ KÖTÜ ETKİLERİ

Keynes, genişletici bütçe politikasının, başarısını sınırlayan birçok kötü etkileri olduğunu biliyordu. Nitekim söz konusu politikaların finansmanı ve

munzam istihdam sağlamak için likiditenin artırılması, fiyatları yükseltici etki yaratmaktadır. Faiz oranının yükselmesi yatırımları duraksatmakta, üretken yatırımlara giden fonların kamunun eline geçmesine yolaçmaktadır. Bütün bu kötü etkilerin yok edilmesi için para otoritelerinin gerekli önlemleri alması gerekir. Bu sözler Keynes'e aittir. Genel Teoriyi yazan Keynes'in sonradan paracılar diye adlandırılan monetaristlerin «Kalabalıklaştırma Etkisi» diye belirttikleri etkiden haberdar olduğunu bu sözler açıkça göstermektedir. Bu kuram üzerindeki tartışmalar neo-klasik ekonomistlerce ileri sürülen rasyonel beklentiler görüşleri ile kuvvet kazanmıştır.

Kalabalıklaştırma Etkisi

Kalabalıklaştırma etkisi deyince, kamu borçlanmasının giderek artan ölçüde, özel kesimde üretken olarak kullanılan fonların devlete aktarılmasını ve faiz oranlarının yükselmesini anlıyoruz. Monetarist ekol'ün en büyük savunucusu M. Friedman'a göre, bütçe politikasının bazı defa etkili sonuçlar vermesinin nedeni onun para yaratılması (emisyon) suretiyle finanse edilmesinden ileri gelir.

Bu konuda analiz şöyledir: Faiz oranı arttığı zaman para arzında bir değişme olmaz. Çünkü Keynes'in öğretisine aykırı olarak, tasarruflar spekülasyon saikinden etkilenmez. Sadece faiz oranından bağımsız olan ihtiyat saikinden etkilenir. Sonuç olarak, bir kamu açığı, borçlanma ile finanse edilirse, faiz oranındaki yükseliş para arzını arttırmaz. Böyle bir durumda devlet özel mali kesimden fonları kendine çeker. Bu da özel kesimin yatırımlarını azaltmasına yol açar. Bu su-

retle özel kesim piyasadan dışlanmış olur.

Post-Keynezyen'ler kalabalıklaştırma etkisinin olduğunu kabul ederler. Fakat onlar bunun total olmadığı, faiz oranının tasarrufçunun davranışları üzerinde etkili olduğunu ileri sürerler. Onlara göre, bütçe politikası ekonomide eksik istihdam olduğu zaman etkili olur. Çünkü böyle bir durumda özel kesimin yeterli yatırım talebi bulunmadığından devlet bu fazlalığı absorbe eder. Bu tasarruf kamu tarafından emilmese idi gelirin büzülmesi yoluyla ortadan kalkardı (J. Tobin; 1983). Şimdiye kadar yapılan ekonometrik araştırmalar problemin tam olarak çözülmesini sağlamış değildir.

Para politikası desteğinin bulunmadığı koşullarda bütçe çoğaltan kat sayısının durumu incelendiğinde, faizlerin yükselmesinin onun etkisini zayıflattığı anlaşılmaktadır. Bu durumda yatırımlar azalmaktadır. O halde kalabalıklaştırma etkisinin büyüklüğünü bütçe çarpan katsayısının azalması ile ölçmek gerekir. Bu açıklamalar bütçe politikasının çoğunlukla etkin olduğunu, bu politikaya bağlı olan kalabalıklaştırma etkisinin ise sınırlı kaldığını bize göstermektedir.

Gerçekte şuna işaret etmekte yarar vardır ki, kalabalıklaştırma etkisinin yoğunluğu, tasarruf oranına bağlı olarak değişir. Eğer bir ekonomide tasarruf oranı yüksekse, kamu açığının nötr etkisi olma şansı mevcuttur. Eğer düşükse, iki durum ortaya çıkabilir: Birincisi, devletin yatırım gayretini devam ettirmesi durumudur. Buradan doğan finansman gereksiniminin, faizlerin yükselmesi sonucu ülkeye gelen yabancı sermaye ile karşılanması halidir. Böyle bir durumda ülke

parasının suni olarak değer kazandığı ve bunun ihracatı olumsuz yönde etkilediği açıktır. İkincisi, devletin bütçe açığı ile dış ödemeler bilançosunu dengelemeye çalışmasıdır. Bu durumda sermaye yetersizliği nedeniyle ekonomiyi durgunluktan çıkaracak zorunlu yatırımların bir kısmı finanse edilemez. Bütçe politikasının etkinliği tasarruf seviyesine bakılarak ve kamu kesiminin kredi ve tasarruf içindeki payına göre değerlendirilmelidir.

Rasyonel Bekleyişler ve Eşdeğerlilik Kuramı

Kalabalıklaştırma etkisi üzerindeki tartışmalara rasyonel bekleyişler kuramının negatif sonuçları eklenmiştir. Başlangıçta J. Muth tarafından 1961 yılında geliştirilen bu kuram, 1972 yılında R. Lucas'ın çalışmaları ile zenginleştirilmiştir. Bu kuram, ekonomideki ajanların ekonominin işleyişi ve iktisat politikasının etkilerini bildikleri varsayımına dayanır. Bu koşullarda, açık bütçe politikası uygulandığında, kişiler kamu harcamalarındaki artışın gelecekte yeni vergilerle kapatılacağını düşünürler. Böyle bir durumda kişiler gelirlerindeki ek artışlardan bir kısmını gelecekteki yeni vergi yükü artışı karşılığın için tasarruf ederler.

Nihai olarak düşünüldüğünde devlet tarafından harcanan paraların tümünün tasarruf edildiği görülecektir. Bu ise çarpan katsayısının etkisini tümüyle ortadan kaldıracaktır. Bu varsayımın kabulü bizi radikal bir sonuca götürecektir. O da konjonktör politikasını yönlendirmek için kullanılan para ve bütçe politikalarının hiçbir etkinliği bulunmadığı sonucudur.

Rasyonel bekleyişler kuramının bütçe politikasının etkinliği konusun-

da başlattığı tartışmalar, özellikle R. J. Barro'nun 1974 yılında yaptığı araştırmalardan sonra derinlik kazanmıştır. Ricardo'nun ünlü eşdeğerlilik teoremine (Le Theoreme d'equivalence) dayanarak Barro, kamu açıklarının finansman biçimlerinin önemli olmadığını, borçlanmanın mükellefler tarafından yüklenilen mali yüklerin sadece zamanını geciktirdiğini ileri sürmüştü. Diğer bir deyişle, borçlanma yoluyla finanse edilen bütçe harcamalarının Keynezyenler tarafından ileri sürülen etkileri yaratmaları mümkün değildir. Çünkü eğer devlet bugün borçlanırsa, yarın vergileri attırmak suretiyle onlar ödemek zorundadır. Eğer ekonomik ajanlar, böyle bir olguyu önceden tahmin ediyorsa, bunun gelirlerinde bir değişiklik yaratmayacağını bilirler. Bu durumda açık bütçe politikasının etkisi sıfır olacaktır.

Söz konusu eşdeğerlilik varsayımı üzerinde son yirmi yıldır yoğun teorik tartışmalar yapılmıştır ve yapılmaktadır. Ancak, bu konuda henüz kesin bir sonuca varıldığı söylenemez. Yapılan birçok ekonomik çalışma, mükelleflerin, bütçe açığının gelecekte sebebiyet vereceği mali yükleri önceden dikkate almadıklarını göstermiştir (C. Gilbert; 1990). Mükellefler böyle durumlarda «illusion fiscal» diyebileceğimiz bir etki altında daha fazla tüketime yönelmektedirler. Bu sonuçlar Keynezyen politikaları desteklemekle birlikte, çoğaltan etkilerinin temelinde kısıtlandığını da unutmamak gerekir.

R.J. Barro'nun yaptığı çalışmaların iktisatçıların analiz çerçevesini derinden değiştirdiğini kabul etmek gerekir. Eşdeğerlilik teoremine bağlı olarak yapılan alt varsayımların birçok

pratik sorunu ortaya çıkardığı kuşkusuzdur. Örneğin ekonomik ajanların ufuklarını zamana göre değiştirmeleri bunlardan birisidir. Eğer kişiler, gelecek kuşakların bugün alınan bir borçtan ötürü gelecekte ağır yük altına girdiklerinin bilincinde olurlarsa, bu husus açık bütçe politikasının etkinliğini azaltan bir unsur olur. Fakat aynı kişiler devletin kendilerinden daha ucuz ve kolay borçlanabildiğine inanıyorlarsa, bu devletin daha fazla borçlanmasına sebebiyet verebilir. Bu durumda açık bütçe politikası uygulanmasına hane halkı tüketim harcamalarını arttırarak cevap verir. Sonuç olarak, fertlerin ve işletmelerin finans durumu kötü, fakat devletinki sağlam görünüyorsa, ekonomiyi canlandırmak için devletin daha fazla borçlanması uygun karşılanır. Bu örnek âdeta Japonya'nın bu günkü konumunu açıklamaktadır. Gerçekten bu gün Japonya'da hane halkları ve firmalar, reel finansman durumlarının belirsiz olduğuna inandıkları için daha fazla borçlanmaktan kaçınırken devletin finans dengesi çok sağlıklı görünmektedir.

Bu araştırma ve bulgular ışığında, neo – klasikler ekonomide karar alıcılara açık olmalarını, iktisat politikası kurallarını önceden afişe etmelerini, kararları uygulayıcıların keyfi takdirlerine bırakmamalarını önermişlerdir.

1977 de, F. Kydland ve E. Prescott'un yaptığı araştırmalar ekonomik durumun bir fonksiyonu olarak değişen politikalar karşısında ekonomik ajanların durumu önceden tahmin ederek gerekli önlemleri aldıklarını ve bunun sonucunda hükümetlerin başlangıçta aldıkları kararları değiştirmek zorunda kaldıklarını göstermişlerdir. Doğaldır ki mükemmel bir rasyonellik

varsayımı altında, hiç kimse devletin girişimlerine güven duymaz ve böyle bir ortamda iktisat politikasının etkin olması da olanaksızdır. Bunun sonucu olarak neo-klasik iktisatçılar, devletin ihtiyarına bırakılan yetkilerin kaldırılarak onun sadece kuralları belirlemekle yetinmesini önermişlerdir. Burada söz konusu olan sorumlu iktisatçıların ellerini kollarını bağlamak şeklinde özetlenebilir. Bu çerçevede düşünüldüğünde, iktisat politikalarının uzun süre için saptanması gerektiği, kısa dönemde bazı dengesizlikler ortaya çıksa bile kuralların değiştirilmemesi gerektiği ortaya çıkmaktadır.

Yeni Keynezyenler, Keynes'in düşünceleri ile rasyonel beklayişler hipotezini birbirine yaklaştırmaya çalışmışlardır (R. Arena ve D. Torre; 1992). Bu noktada ortaya şöyle bir sonuç çıkmıştır: Ekonomiyi yüksek düzeydeki dengesinden uzaklaştıran esas faktör, ekonomik ajanlar arasında koordinasyonun kurulamamış olmasıdır. P. Artus'un işaret ettiği gibi, bir ekonominin eksik istihdam dengesinde bulunması mümkündür. Bu durumda hiç kimse durumunu değiştirecek cesareti kendinde bulamaz. Ancak firmaların satışları, kârları hakkındaki beklentileri değiştikten sonra çarpan katsayısı işlemeye başlar. İşte bu andan itibaren işletmelerin ufkunu devamlı olarak değiştiren açık bütçe harcamaları çoğaltan etkisini en yüksek düzeyine çıkarır.

BÜTÇE POLİTİKASININ YENİ HEDEFLERİ

Kamu Harcamaları ve Büyüme

Harp sonrası yıllarının aşırı iyimserliğinin ardından gelen 1980'li yılların radikal kötümserliği, bugün bizi

bütçe politikasının etkinliği konusunda daha sağlıklı düşünmeye yöneltmiştir. Bütçe politikasının etkin olduğu konusunda bugün fazla kuşku bulunmamaktadır. Fakat etkileri ekonominin içinde bulunduğu duruma bağlı olarak önemli ölçüde değişmektedir. Bu belirsizlik, batılı ülkelerde bütçe açığının gerçek bir ekonomi politikası aracı olarak kullanılmasından daha çok (istenen açık), istikrar aracı olarak (maruz kalınan açık) kullanılmasından ileri gelmektedir (F. Portier; 1993). Bununla birlikte kamu harcamalarında yapılan ek bir artışın büyüme üzerinde uzun süreli bir etkisi olduğu, sonradan devletin ek vergiler çıkarmak suretiyle bu artışı kısmen mahsup etmeye çalışmasına rağmen ileri sürülmektedir.

Ekonomi teorisi, büyüme konusunda, hiçbir zaman doyurucu bir açıklama getirmiş değildir. Geleneksel teoride, R. Solow modelinde görüldüğü gibi, sadece exojen faktörlerin varlığı büyüme oranının gelişmesini anlamamıza hizmet etmektedir. Exojen faktörler deyince, nüfus artışı, verimlilik artışında hızlanma gibi unsurları anlıyoruz. Ancak analize, emek ve kapital miktarının artışı yanında ölçek büyüklüğünün sağladığı artan verimlilik, bilginin yayılması, kamu altyapısının durumu, sektörde elde edilen deneyimler gibi birçok dışsallığın eklenmesi gerekmektedir (B. Amable ve D. Guellec; 1992). İşte bu yeni içerikteki teoriye, endojen büyüme teorisi adını veriyoruz.

Endojen nitelikte kalkınmaya, diğer bir deyişle kendi kendini besleyen bir büyümeyi etkileyen söz konusu faktörlere dikkatimizi çeken ilk iktisatçı P. Romer olmuştur (P. Romer;

1986). Eksik istihdamın geçerli olduğu koşullarda kamu müdahalesine sıcağı bakan bu görüşler teoride yeni tartışmalara yol açmıştır. Örneğin, A. Aschauer isimli iktisatçı ABD'de kamu teçhizat stokundaki artışın produktiviteyi artırdığını kanıtlamıştır. P. Artur ve M. Kaabi gibi yazarlar kamu harcamalarından ancak bazılarının (araştırma, eğitim gibi) verimlilik üzerinde çok etkili olduğunu savunmuşlardır. Bu görüşler kamu harcamalarında dışsallıkları yüksek olan harcamalara öncelik verilmesini, bunun ayrıca munzam tasarruflar yaratacağını kanıtlamışlardır. Bu yolla kalabalıklaştırma etkisi nötralize edilmektedir. Endojen büyüme teorisi kamu borçlanmasını ancak bu koşullarda meşru görmektedir.

Kamu Harcamalarının Mutlak ve Nisbi Düzeyi

Şu ana kadar yapılan araştırmalar, politik karar vericilere henüz açık ve kesin tavsiyeler verebilecek düzeyde değildir. Örneğin, hangi tür altyapı harcamalarının (karayolu, kablo döşenmesi gibi) faydalı etkiler yarattığı henüz bilinmemektedir. Ancak, kamu harcamalarının nisbi oranından (örneğin GSMH içindeki payı gibi) daha önemli olan onun mutlak miktarıdır. Bu görüşle ifade edilmek istenen şey, kamu harcamalarının etkin bir biçimde yapılmasının önemine işaret etmektedir. Bu arada sadece yatırım tutarına eşit bir kamu harcaması yapmak yeterli olmamakta onun iyi işlemlerini sağlayacak işletme sermayesinin ve diğer unsurların da düşünülmesi gerektiği ortaya çıkmaktadır.

Avrupa Topluluğu Bruxelles Komisyonu tarafından hazırlanan rapor-

da, bu yoldaki kamu harcamalarının yetersiz kaldığı, üye ülkelerce hazırlanan yatırım projelerinin kombine edilmesi gerektiğine işaret edilmiştir. Son yıllarda uygulanan liberal nitelikli iktisat politikaları, işletmelerin rekabet gücünü arttırmış, para değerini sağlamlaştırmış, enflasyon düzeyini indirmiştir. Ancak, bu politikalar işsizlik ve istihdam durumunda bir iyileşme sağlamamıştır. İşte bu nedendir ki son yıllarda kamu yatırım harcamalarının kısıtlanması yönündeki görüşlerin tekrar gözden geçirilerek yatırım ve büyümeyi destekleyen ve sistemli işbirliğine dayanan politikalara ağırlık vermek gerektiği savunulmaktadır. Devlet, ancak bu şekilde, gerçek müdahale alanına tekrar kavuşabilir. Endojen büyümeyi amaçlayan devlet, geleneksel devletten çok farklıdır. Örneğin yeni büyüme teorisi, artan verimliliğin bulunduğu faaliyetleri subvansiyone etmeye öncelik verir. Çünkü bu kesimde sermaye birikimi artan verimliliğe yol açar. Ayrıca, yeni büyüme kuramı, finansal kaynakları ülke çapında yaymak yerine belirli alanlarda konsantre etmenin daha yararlı olacağına inanır. Örneğin, eğitim alanında evvelce yüksek düzeyde eğitim düzeyine erişmiş kimselerin daha fazla desteklenmesini uygun görür. Aynı şekilde çok kalifiye bazı işçilerin ücret vergilerinin azaltılmasını, geçmişte eğitim konusunda sarfettiği çabaların meyvesini toplamak şeklinde düşünerek uygun karşılar.

Keynes'in dediği gibi: Devlet için önemli olan, fertlerin iyi veya kötü evvelce yaptıklarını yapmamaktır. Onun için önemli olan, şu anda hiçbir ferdin yapmadığını yapmaktır.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

1 – J. Spindler; Histoire des doctrines financières, in Dictionnaire encyclopedique de finances publiques, ed. Economica 1991.

2 – J.M. Keynes; Theorie generale de l'emploi, de l'interet et de la monnaie, traduit par J. de Largentaye, payot 1968.

3 – M. Baslé ve F. Benhamou; Histoire des pensees economiques contemporains, Si-rey, 1988.

4 – A. Barrère; Keynes aujourd'hui – The-ories et Politiques, Ed. Economica, 1985.

5 – D. Plihon; le Statu ambigu de la poli-tique budgetaire dans le traite de l'union, Ca-hiers economiques et monetaires, 1993.

6 – P. Maillet; la politique economique dans L'Europe d'apres 1993, PUF, 1992.

7 – P. A. Muet; in Theories et modeles de la macroeconomie, Ed. Economica, 1992.

8 – J. Tobin; Reflexion sur la theorie macroeconomique contemporaine, ed. Econo-mica, 1993.

9 – R. J. Barro; «Are government bonds net wealth?» Journal of Political Economy, 1974.

10 – C. Gilbert; «Dette publique et re-distribution des revenus; L'equivalence im-pot-emprunt», in La dette publique en France, ed. Economica, 1990.

11 – R. Arena ve D. Torre (etudes coor-donnees par); Keynes et les nuveaux keynesi-ens, PUF, 1992.

12 – F. Portier; «Controverses sur l'effica-cite des polittiques budgetaires», in le budget de l'Etat, Cahiers français, la Documentation française, 1993.

13 – B. Amable ve D. Guellec; «Les the-ories de la croissance endogene», Revue d'e-conomi politique, 1992.

14 – P. Romer; «Increasing returne, and long-run growth» journal of Political Eco-nomy, 1986, vol. 94.

13 Büyük Bankanın Ortak Kuruluşu



YATIRIM FİNANSMAN A.Ş.

«Danışmadan Karar Vermeyiniz»

Gn. Md. Tel: (212) 275 44 80 (40 Hat) Fax : 272 44 48
Ankara Şube Tel: (312) 417 30 46 (11 Hat) Fax : 417 30 52
İzmir Şube Tel: (232) 441 80 72 (8 Hat) Fax : 441 80 94

Görüşler

Dr. BELGİN AKÇAY

Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Uzmanı

EREN ÖĞRETMEN

T.C. Merkez Bankası Uzmanı

Finansal Liberalizasyon ve Türkiye’de Mali Piyasalar

GİRİŞ

GELİŞMEKTE olan ülkelerde, özellikle 1960 ve 1970’li yıllar başta olmak kaydıyla 1980 öncesi dönemi finansal politikaların temel amacı, yatırımlara düşük maliyetli finansman sağlayarak endüstrileşmeyi ve gelişmeyi sağlamak olmuştur. Bu amaçla, faiz oranları kontrol altında tutulurken, selektif kredi politikaları yoluyla finansal akım kontrolleri sağlanmıştır. Kamu sektörü, temel yatırımcı fonksiyonuyla yatırımlarda başı çekerken, anahtar alanlardaki özel sektör faaliyetleri de desteklenmiştir. Yukarıda belirtildiği gibi, kredi ve mevduat faiz oranlarına tavanlar konulmuş, kredi faizleri de, ithal ikameci politikaları destekler nitelikte, sektör faaliyetlerine göre farklılaştırılmıştır. Zorunlu krediler, yüksek karşılık ve disponibilibite oranları gibi banka portföyünde sınırlama anlamına gelen yöntemlerle krediler anahtar sektörlerle yöneltılmıştır.

Pek çok ülkede yabancı bankaların bankacılık sektörüne girişi engellenmiş, yabancıların yurtiçi sermaye piyasalarında işlem yapmasına izin verilmemiştir. Benzer şekilde, yurtiçi bankalarda döviz tevdiat hesaplarının açılması engellenmiş, döviz cinsinden varlıkların yurt dışına çıkmasına sınırlamalar getirilmiştir. Ülkelerin çoğunda, yurtiçi kuruluşların (finans ya da finans dışı kuruluşlar) garanti olmadan yurt dışından kredi almalarına izin verilmemiştir.

Müdahaleci politikalar uygulayan gelişmekte olan ülkelerde ekonomik krizin derinleşmeye başlaması ile, bu tür politikalar ağır eleştirilerle karşı karşıya kalmıştır. Bu durumda, krizlerin altında yatan sebeplerin başında müdahaleci politikaların bulunduğu görüşü ağırlık kazanmaya başlamış ve finansal liberalizasyonun, büyümenin ve istikrarın yeniden sağlanmasında etkin olacağı kabul edilmiştir.

Finansal liberalizasyon kavramı, piyasalar üzerindeki fiyat ve miktar kontrollerinin azaltılması ya da kaldırılması ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılması sürecini tanımlamaktadır.

Bu süreç ve beraberinde getirdiği finansal yenilikler, 1970 ve 1980'li yıllarda, özellikle OECD ülkeleri başta olmak üzere, pek çok ülkede önemli gelişmeler sağlamıştır. Bu gelişmeler, finansal hizmetler, risk ve belirsizlik konularında yeni sahalara açmıştır. Söz konusu yenilikler bir taraftan mali sistemin işleyişini, diğer taraftan da para politikasının yönetimini önemli ölçüde etkilemektedir.

Finansal liberalizasyon, genellikle hükümetlerin bankacılık sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırduğu, ya da önemli ölçüde gevşettiği «deregülasyon» uygulamalarının bir sonucu olarak değerlendirilmektedir. Deregülasyon hiç kuşkusuz mali sistem üzerinde büyük bir rol oynamıştır. Faiz oranları ve kredi tavanlarına ilişkin kısıtlamaların kaldırılması, bankaların hisse senedi işlemlerine serbesti getirilmesi, tahvil ihracına konulmuş sınırların iptali, çeşitli bankacılık işlemlerinden vergi ve harçların alınmasına son verilmesi ve özellikle kam-biyo rejimlerinde yapılan değişikliklerle uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, bu bağlamda büyük önem taşımaktadır. Ancak, deregülasyonun, finansal liberalizasyonun bir nedeni olduğu kadar, sonucu da olduğu göz ardı edilmemelidir. Sistemin dinamikleri, finansal işlemlerin eskiden çizilmiş sınırları aşmasına, çoğu kez de bunun gerçekleşmesini sağlayacak yeni finansal araçlar ve ye-

ni yöntemler geliştirilmesine yol açmıştır (Ongun, 1993; s. 38).

Bu çalışmada finansal liberalizasyonun mali piyasalar üzerinde etkisi, başarısı ve Türk mali sisteminde finansal liberalizasyon süreci incelenmektedir.

A. Finansal Liberalizasyonun Mali Piyasalar Üzerinde Etkileri

Finansal liberalizasyon ve beraberinde getirdiği yenilikler bir taraftan mali sistemin işleyişini, diğer taraftan para politikasının yönetimini önemli ölçüde etkilemektedir. Söz konusu etkiler, mali piyasadaki likidite, tasarruflar, fiyatlar, para miktarı ve gelir üzerindeki etkilerdir. Bu etkilerin oluşumu aşağıda açıklanmıştır.

1. Likidite Etkisi

Liberalizasyona giden finansal piyasalarda, para ve kredi için oluşan arz ve talep, piyasa fiyatları tarafından belirlenmektedir. Faiz tavanlarının ve miktar kısıtlarının bulunmadığı bir ortamda finansal araçlar, toplam yükümlülüklerinin yönetiminde daha fazla etkinleşmektedir. Böylece finansal piyasalar daha fazla bütünleşebilmekte ve fiyatların birbirine bağımlılığı artmaktadır. Diğer taraftan, artan rekabet de yenilikleri teşvik etmektedir.

Liberalizasyon sonucu, likiditesi yüksek finansal araçların artması, banka mevduatları açısından önemli bir alternatif oluşturmaktadır. Tahvil kullanımının yaygınlaşması ve menkul kıymet ihracının kolaylaşması, daha önce mevcut nakit miktarı ile sınırlanan şirket yatırımlarına büyük kolaylık getirmektedir. Bir yandan kredi olanakları ile daha önce likit olmayan arazi, ko-

nut gibi servet şekilleri açısından, hane halkına borçlanabilme imkânı sağlanırken, öte yandan menkulkiymetleşme (securitization) ile finansal araçlara, likit sermaye sağlama imkânları artırılmaktadır.

Bununla beraber, hızlı bir şekilde deregülasyona giden ülkelerde finansal liberalizasyon arzulanmayan makroekonomik sonuçları da beraberinde getirmektedir. Tüketim malları, gayrimenkul, finansal varlıkların satın alınmasında kredi piyasalarının kullanımındaki artış; bir taraftan önemli miktarda ve potansiyel olarak fazla sağlam olmayan hanehalkı ve/veya şirket borçlarında artışa yol açarken, diğer taraftan hanehalkı tasarruflarının düşmesinde, ödemeler dengesi açıklarında ve enflasyonun yükselmesinde önemli bir faktör olmuştur.

Liberalizasyonun bu tür sonuçlara yol açması, temelde yeni finansal araçlar ortaya çıkarken ve araçlar arasında artan rekabet süreci yaşanırken, likidite kısıtının azalma eğilimine girmesinden kaynaklanmaktadır. Liberalizasyon, kredi ve sermaye piyasalarına daha kolay girmeyi sağlayarak talep üzerindeki kısıtları azaltmakta ve böylece finansal piyasadaki varlıkların değerlerini ve borç pozisyonunu etkilemektedir. Ancak bu gelişmeler, hatalı politikalarla sorun haline gelebilir. Liberalizasyona giden ekonomilerde, ilk düzenlemeler geçiş dönemine ilişkindir, diğer bir ifadeyle kısa dönemlidir. Geçiş döneminde, talebin çok hızlı yükselişini ve mali varlık fiyatlarının, gerçek seviyesinin çok üstüne çıkmasını engellemek için, sıkı makro politikalara ihtiyaç vardır. Finansal liberalizasyon, para politikası açısından,

özel sektörün davranışlarının niteliğinde, daha uzun dönemli değişimlere sebep olabilir. Sonuçta, libere olmuş ekonomiler ve rekabetçi finansal piyasalar, para politikasına karşı daha az tepki gösterirler. Bu nedenle, finansal liberalizasyon, para politikasının hedefe ulaşmada aracı rolünü ve paranın hedefler açısından gösterge olarak önemini azaltmaktadır. Sermaye ve kredi piyasasında eksikliklerinin azalması, finansal harcamalar için seçenek sayısını arttırmıştır. Çünkü, bankalar ile diğer finansal kuruluşlar arasındaki farkların azalmasının para piyasaları açısından önemli etkileri bulunmaktadır. Libere edilmiş bir ortamda, bankalar, mevduat toplamak için daha rekabetçi fiyatlar belirlerler ve genellikle, işlem güdüsü azalırken, bu servetin diğer parçalarına da yansır. Böyle bir durumda hanehalkı ve şirketlerin likidite yönetimi için önlerindeki fırsatların artmasıyla, parasal hedefler açısından önemli bir gösterge olan para ile nominal talep arasındaki yakın ilişki azalır. Sonuç olarak, yeni finansal ürünlerin artması, para talebi fonksiyonunda kaymaya sebep olur. Nitekim, 1970'lerin sonlarında ve 1980'lerin başlarında, belli başlı OECD ülkelerinde bu tür kaymalar olmuştur.

2. Para Miktarı ile Gelir İlişkisi Üzerinde Etki

Finansal deregülasyon, yenilikler açısından, gelecekteki belirsiz tarihte uzun dönemli bir süreci ortaya çıkarırsa, kararlı bir para - gelir ilişkisi kurulamayabilir.

Son zamanlarda bu konuda çeşitli ülkeler için analizler yapılmıştır. Ula-

şılan sonuçlar, incelenen ülkelerde, para ile gelir arasındaki uzun dönemli ilişkilerin net olmaması açısından dikkat çekicidir. Özellikle ABD ve Almanya için sonuçlar daha karmaşıktır. Dar anlamdaki para (M1 ve merkez bankası parası) ve nominal gelir arasında, her iki ülke için de uzun dönemli bir ilişki bulunamamıştır. Buna karşılık, bu ülkelerde geniş anlamli toplamlar için uzun dönem ilişkiler bulunmuştur. Bu durum, liberalizasyonun ve getirdiği yeniliklerin, ilk aşamada dar anlamli para için dengeli dolaşım hızının sağlanmasının daha ağır bir bedelle sağlanacağı görüşü ile tutarlıdır. Aynı inceleme, diğer ülkeler açısından ele alındığında, ne geniş ne de dar tanımlı para ile nominal gelir arasında ilişki bulunamamıştır. Bu nedenle, para arzı artışının kontrolünün uzun dönemde dahi, nominal gelir artışını içermesi beklenemez (Blundell, 1990; s. 158).

3. Finansal Fiyatlar Üzerindeki Etki

Liberalizasyon, likidite kısıtlarını azalttıkça ve piyasa güçlerinin rolünü artırdıkça, finansal varlıkların fiyatları (faiz, gayrimenkul fiyatları, menkul kıymet getirisi), gelecekteki faaliyet ve enflasyona ilişkin haberlere karşılık olarak gelecekteki gelirler hakkındaki beklentilere daha iyi etkileşim içinde olabilir. Finansal fiyatlar, politika değişikliğini içeren duyumlara tepki olarak, mal fiyatları ve harcama ayarlamalarından önce, yeni seviyesine ulaşır. Böylece, örneğin, otoriteler para politikasını aniden serbestleştirdiğinde, gelecekte, nominal talep ve mal fiyatlarının artışının izahı da mümkün olabilir.

mektedir. Döviz kuru anında fiyatını kırabilir, menkul kıymetler piyasası ve konut fiyatları yükselebilir. Finansal fiyatlar, gelecekteki beklenen ekonomik sonuçlar için iyi bir yönlendirici göstere olabilir. Bu göstergeler aynı zamanda, oluşan yeni ortamda paranın aktarma mekanizmasının önemli bir parçası olmaktadır (Blundell, 1990; s. 164).

Daha libere bir ortamda faiz oranlarının vade yapısı, para aktarma politikasının açıklanmasında faydalıdır. İki etki söz konusudur. Bu etkilerin ilki, örneğin, otoritelerin nominal faiz oranlarını yükselterek ekonominin likiditesini sınırlamaları gibi doğrudan likidite etkisidir. İkinci etki ise, para politikasının güvenilirliği ile nominal faiz oranlarının öğelerinden olan enflasyon beklentisi (Fisher etkisi) arasındaki etkileşimden ortaya çıkmaktadır. Ancak, bu iki etki birbirine bağlıdır.

Finansal liberalizasyonun bir sonucu olarak, bölümlü piyasanın erozyona uğraması, sistematik bir şekilde politikanın faizin vade yapısı üzerindeki etkisini değiştirecektir. Çünkü ödünç alanlar ve ödünç verenler araçların vadesini seçmede daha büyük bir özgürlüğe sahiptirler.

Liberalizasyon süreci ile birlikte likidite etkisi zayıflasa da, para otoriteleri kısa dönemde yine de arzulanan ortalama faiz seviyesini, politikanın dozajını artırarak sağlayabilir. Ancak yine de, finansal liberalizasyon, kısa dönemde para piyasalarında otoritelerin faiz oranlarını belirleme yeteneğini büyük ölçüde etkileyecektir.

Bu durum devamlı olursa, söz konusu politikalar diğer temel faiz

oranlarına da sirayet ederek onları etkilemektedir. Yükselen fon maliyeti finansal araçların kâr marjlarında ex-ante düşüşe yol açarak artmaktadır. Bu ise kredi faizlerinde tahmin edilebilir bir artışla sonuçlanmaktadır. Benzer gelişmeler, değişken ipotekli krediler için de geçerlidir. Enflasyon nispi olarak hareketsiz kaldığı için, yetkililer, yaklaşık bütün yeni banka kredileri ve ipotek kredilerinin nominal faiz oranları kadar reel faizleri de yukarıya çekebilir. Gerçekte, bu faiz oranları ne kadar ve ne zaman ödünç verilebileceği konusundaki dönemler arası kararları etkilemektedir. Yine, arbitraj imkânları para otoritelerinin, kısa vadeli menkul kıymetlerin piyasa fiyatı üzerinde oldukça büyük etki yapmasını garantilemektedir ve yine döviz kurları da bundan etkilenecektir (Blundell, 1990; s. 166.)

4. Tasarruflar

Gelişmekte olan ülkelerde finansal liberalizasyonun tasarruf eğilimini yükselttiğine dair bir belirti yoktur. Gelişirler düştüğü bir dönemde girilen finansal serbestleştirme uygulamaları, tasarruf hacminin herşeyden önce gelire bağlı olduğu yolundaki eski Keynesçi önermeyi doğrulamaktadır. Buna mukabil faiz haddi tasarrufların bileşimini etkilemektedir. Faiz haddinin yükselmesi, tasarrufların fiziksel aktiflerden, yabancı aktiflerden ve örgütlenmemiş finansal piyasalardan çözümlü yerli finansal aktiflere yönelmesine yol açmaktadır (Önder, 1993; s. 80).

Makro ekonomik istikrarsızlık faiz oranlarının belirlenmesinde oldukça ters etkilere sahiptir. Yüksek enflasyon, ücretlerde, döviz kurlarında ve

faiz oranlarında ani değişiklikler, tasarruf sahipleri ve yatırımcıların kısa vadeli plan yapmalarına neden olmakta, onları döviz kuru riskine karşı korumaya ve spekülatif hareketlere doğru yönlendirmektedir. Böyle bir ortamda reel faiz oranları sık sık negatif olmaktadır. Ancak, faiz oranlarını enflasyonu karşılayacak şekilde yukarı itmek, tasarrufları azaltabilecek ve kaynak tahsisini değiştirebilecek gelir düşüşlerine ve istikrarsız fiyat artışlarına sebep olarak, durumu daha da kötüleştirebilir. Kısaca, enflasyon yüksek olduğunda, reel faiz oranları, nominal oranlar yükseltilerek değil, enflasyonu düşürerek artırılmalıdır. Diğer taraftan, kabul edilebilir bir makro ekonomik istikrar seviyesinde ve görece olarak küçük bir belirsizlik durumunda, reel faiz oranlarının değişimi, tasarruf seviyesinde ve tasarrufların kanallı edilmesinde çok kuvvetli bir etkiye sahip olacaktır (Ak-
yüz ve Kotte, 1990; ss. 6 – 7).

«Finansal baskı» (financial repression) teorisine göre, tasarruf sahipleri reel faiz oranlarındaki geçici ve küçük değişiklikleri gözardı edebiliyorsa, tasarrufların davranışları, finansal liberalizasyonun sonucunda reel faiz oranları büyük ölçüde arttığından, önemli ölçüde değişecek ve pozitif reel faize dönüşecektir. Bu görüşe göre sonuçta, tasarruflar sadece faiz oranlarının seviyesine değil, aynı zamanda faiz oranlarının belirlenmesinin altında yatan felsefeye de bağlı olacaktır. Söz konusu teori, aynı zamanda reel faiz oranlarında büyük sıçramaların oluşabileceği, görece olarak yüksek enflasyon ortamında faiz oranlarının liberalizasyonun güçlü bir tasarruf tepkisi olacağını öngörmektedir.

Ancak, yapılan ülke çalışmalarında, finansal liberalizasyon ile faiz oranları ve tasarruflar arasında bu tür ilişkiye rastlanmamaktadır. Finansal liberalizasyonun ardından değişen tasarruf oranları, hanehalkı tasarruf eğilimindeki değişikliklerin çok, yükselen faiz oranlarının ortaya çıkardığı gelir seviyesi ve bölüşümündeki değişikliklerden kaynaklanmaktadır. Ülkeler bazında yapılan çalışmalar, yükselen faiz oranlarının toplam özel tasarrufların değerini, geliri ödünç alandan ödünç verene yeniden dağıtarak, düşürme eğiliminde olduğunu göstermiştir. Bu durum, borçlular kreditorlerden daha yüksek tasarruf eğilimine sahip olduğunda, iç borç stoku arttığında ve liberalizasyon hızlı enflasyon sebebiyle faiz oranlarında ani artışlara neden olduğunda meydana gelmektedir.

Gelişen ülkelerin çoğunda şirketlerin (borçlular) tasarrufları, hanehalkına, kıyasla, gelirlerinin daha büyük bir kısmına sahip oldukları için ve dağıtılmayan şirket kârları konut dışı yatırımların önemli bir kaynağı olması nedeniyle, yüksek faiz oranları sadece şirket yatırımları için caydırıcı olmayıp, aynı zamanda geliri firmalardan hanehalkına doğru transfer ettiği için, toplam özel tasarrufları da azaltır. Bu durum özellikle Filipinler ve Yeni Zelanda kadar Türkiye için de geçerlidir.

Kamu harcamaları için de aynı etki söz konusudur. Faizli kamu borcunun yüksek olduğu bir ortamda, yükselen faiz oranları kamu harcamalarını ve bütçe açıklarını artırabilir. Kamu gelirleri artmadıkça ve/veya cari harcamalar azalmadıkça, devlet tarafından artırılan faiz oranları özel tüketimi

etkileyeceği ve kamu sektörü borcu keskin bir şekilde artabileceği için, toplam yurt içi tasarruflar azalabilir. Finansal deregülasyon, bütçe açığının finansmanında merkez bankasından özel piyasalara kayma ile birlikte yapılırsa kamu borcu yukarı doğru itilir (Akyüz ve Kotte, 1990; s. 8).

Ayrıca, birçok gelişmekte olan ülkede finansal liberalizasyon, gelirin düşmekte olduğu bir dönemde ve enflasyonist bir ortamda yapıldığından, hanehalkının çoğu, hayat standardını korumak amacıyla tasarruflarını yüksek faizli finansal aktiflere plase etmiş ve faiz gelirinin enflasyona tekabül eden kısmını da tüketmek suretiyle tasarruf eğilimini negatife indirmiştir.

Gelişmiş ülkelerde olduğu gibi, gelişmekte olan ülkelerde de fertler ve firmalar tasarruf kararlarını, Keynes'in belirttiği gibi, finansal aktif getirilerinin cazibesinden çok, gelecekteki harcama planlarına göre belirlemekte, finansal getirilerin getirileri ise tasarrufların ne şekilde saklandığına ilişkin kararları etkilemektedir. Gözlemler, tasarruf gayretini artırmak ve tasarrufların finansal aktiflerde toplanmasını sağlamakta makroekonomik istikrarın önemli olduğunu, fakat finansal aktif getirilerin tasarruf oranını fazla etkilemediğini göstermektedir.

Finansal liberalizasyonun bir sonucu, yükselen faiz hadlerinin tasarrufları, örgütlenmemiş finansal piyasalardan örgütlenmiş piyasalara çekmesidir. Örgütlenmemiş finans sektörü, bazı gelişmekte olan ülkelerde küçümsemeyecek bir işlev yerine getirmektedir. Bu sektörde birçok kurum, kişisel ilişkilerin yarattığı yaptırımlara dayandığından düşük işlem maliyetleri

ile çalışmakta ve vade, ödeme şartları, teminat gibi hususlarda örgütlenmiş sektöre kıyasla daha esnek davranabilmektedir. İşlem maliyetinin düşüklüğü ve karşılık tutma zorunluluğunun olmaması, fonların maliyetini düşürmekte, buna karşılık kıtlık rantı örgütlenmemiş faiz haddini yükseltici etki yapmaktadır (Önder, 1993; s. 81).

B. Finansal Liberalizasyonun Başarısı

Son 20 yıldır pek çok gelişmekte olan ülkenin kredi kontrollerini elimine etmek ve banka mevduatları ve krediler üzerinde pozitif reel faiz oranlarına ulaşmak amacıyla başlatılan finansal liberalizasyonun görece olarak başarı durumu ekonominin sahip olduğu belli özelliklerle etkilenmektedir. Bu özellikler, istikrarlı bir makroekonomik ortamın tesisi ve bunu bankacılık sisteminin basiretli denetimin takip etmesi, istikrarlı ortamın sürdürülmesi, bankacılık alanında yapılan düzenlemeler ve uygulanan faiz oranları politikası olarak sıralanabilir. Özellikle pozitif

reel faiz oranlarına ulaşmak için uygulanacak liberalizasyon stratejisi ülke şartlarına bağlıdır. Bazı ülkelerde, kısa vadede tümüyle faizin liberalizasyon politikası izlenirken bazılarında, faiz oranlarında sık sık ayarlama yapılarak, orta vadede dereceli olarak faizin liberalizasyon stratejisi izlenmektedir. Villanue ve Mirakhor (1990), faiz oranlarında serbestleştirmeyi ülke koşullarına göre sınıflandırmıştır. Buna göre;

- Faiz oranlarında kısa vadede serbestleştirmeye, ekonomide istikrarlı makroekonomik ortamın ve yeterli banka denetiminin olup olmaması durumunda gidilmesi;

- Faiz oranlarında kademeli olarak ve orta vadede yapılan serbestleştirmeye ekonomide istikrarlı makroekonomik ortamın ve yeterli banka denetimin bulunup bulunmaması durumunda gidilmesi;

şeklinde gruplandırarak ülke deneyimlerini incelemiştir (Tablo 1).

TABLO 1
Makro Ekonomi ve Mali Sektör Politikalarının Uygulanma Aşamalarının Sıralanması

POLİTİKA SIRALAMASI	ÜLKE KOŞULLARI			
	UM/IS	UM/AS	SM/IS	SM/AS
I. Aşama	Faiz oranlarında ayarlama yaparken istikrarlı bir ekonominin ve güçlü bankacılık denetiminin mevcudiyeti	Ekonomiye istikrara kavuşmak ve denetimi sürdürmek için faiz oranlarında derece derece serbestleştirmeye gidilmesi	Ekonomik istikrarı sürdürmek, denetimi arttıran geçici olarak faiz oranlarının artırılması	Ekonomik istikrar ve bankacılık denetimini sürdürürken faiz oranlarını serbestleştirme
II. Aşama	Faiz oranlarında serbestleştirme	Faiz oranlarında serbestleştirme	Faiz oranlarında serbestleştirme	

UM: İstikrarsız makroekonomi, SM: İstikrarlı makro ekonomi,

IS: yetersiz banka denetimi, AS: yeterli banka denetimi.

Kaynak: Villanue ve Mirakhor (1990), s. 522.

FİNANSAL liberalizasyonun başarısında ülkenin makroekonomik ortamının büyük önemi vardır. Nitekim, ciddi makroekonomik dengesizliğin bulunduğu, üretim, tasarruf ve yatırımın büyüme oranlarının çok düşük olduğu, enflasyonun ve dış ticaret açığının çok yüksek olduğu bir ekonomik ortamda, faiz oranlarında hızlı liberalleşmeye giden Şili, Arjantin ve Uruguay'da, izlenen liberalizasyon stratejisiinde arzu edilen başarı gösterilememiştir. Çünkü, bu ülkelerde liberalizasyon stratejisi faiz ve kredi tavanlarını ve bankacılık sistemi üzerindeki kamu denetiminin birden bire ve tamamıyla kaldırılmasını kapsamıştır. Böyle bir strateji mevduat ve kredi reel faiz oranlarında ani artışlara ve fonların gelecekteki maliyetlerinde belirsizliğe neden olmuştur. Yeterli denetime sahip olmayan bankacılık sektörü ile istikrarsız makroekonomik ortamın etkileşimi, ahlaki tehlikeyi (moral hazard) arttırmıştır. Ayrıca bu durum değişik faiz oranları uygulaması sonucunu doğurmuştur.

Şili, Uruguay ve Arjantin'de aşırı yüksek faiz oranları pek çok firmanın piyasadan ayrılmasına, bankaların aşırı risk almasına ve geri ödenmeme riski yüksek kredi açılmasına neden olmuştur. Aslında, bu ülkelerde liberalizasyon sürecinde, başlangıçta artan borçlar, herhangi bir sorun yaratmamıştır. Pek çok firma % 25'i aşan reel faiz oranları ile borçlanmalarına rağmen, yeterince kâr etmişlerdir. Ama reel faiz oranları % 40'a yükseldiğinde durum tersine dönmüş, batık krediler artmış, pek çok firma iflas etmiştir. Örneğin Şili'de, 1982 yılında geri dönmeyen kredilerin toplam krediler içinde payının yaklaşık % 72 olduğu tahmin edilmektedir (Villanue ve Mirakhor, 1990; s. 524).

Faizin kısa vadede liberalizasyonunu politikasını benimseyen Malezya'da ise, kısa vadede Latin Amerika ülkelerinde ortaya çıkan olumsuzluklar yaşanmamıştır. Bunda ekonomide istikrarlı makroekonomik dengenin ve güçlü banka denetiminin mevcudiyeti etkili olmuş, hükümet faiz oranlarında ani artışlar olumsuz etkiye yol açmadan, üç yıldan daha kısa sürede faiz oranlarını serbestleştirmiştir. Böylece Malezya'da pozitif reel faiz oranlarına ulaşılrken, hem ödünç alan sektörde hem de ödünç veren sektörde herhangi bir çok yaşanmamıştır.

Villanue ve Mirakhor'un (1990) ikinci grubunda yer alan, kademeli olarak faiz oranlarının serbestleştirilmesi politikasını uygulayarak başarılı olan ülkeler grubunda Sri Lanka ve Kore yer almaktadır. Bu ülkeler enflasyon düzeyini azaltan, etkin banka denetimini destekleyen makroekonomik politikalar uygulayarak pozitif reel faiz oranlarına ulaşmışlardır. Pozitif reel faiz oranları banka mevduat artışını teşvik etmiş ve sonuçta verimli firmalara uygun şartlarda verilecek kredi miktarını arttırmıştır.

Sri Lanka'da hazine bonusu faizleri piyasa faiz oranlarını ayarlama baz olarak kullanılmıştır. Faiz oranları kademeli olarak serbestleştirilirken, bankalararası piyasada ticari bankalar kredi işlemlerinde anahtar rol oynamıştır. Yurtiçi faiz oranları daha sonra yurtdışı faiz oranları ile beraber hareket etmiştir. Sri Lanka'da Malezya'da olduğu gibi istikrarlı ekonomi, basiretli banka denetimi ve zamanında uygulamaya konan düzenlemeler finansal liberalizasyonun başarıya ulaşmasında önemli rol oynamıştır.

Endonezya ise, faizin kademeli olarak serbestleştirilmesi stratejisi uygulamasına rağmen, Kore ve Sri Lan-

gibi başarıya ulaşamamıştır. Çünkü, liberalizasyon süreci başladığında istikrarlı olmayan bir ekonomi mevcut idi. Ekonomiyi istikrara kavuşturmak için tedbirler uygulamaya konmuş ve sürekli banka denetimi ile faiz oranları derece derece liberalizasyonuna geçirilmiştir. Makroekonomik dengeyi sağlamada başarısız olurken, hükümet faiz oranlarını tamamiyle serbestleştirdiğinde, devalüasyonla birleşen enflasyonist baskılar, istikrarsız sermaye akışları, genelde yurtiçi sabit yatırımların getiri oranından yüksek ve dalgalı faiz oranları ile sonuçlanmıştır. Sonuçta, özel sektörün mali yapısı bozulmuş ve geri ödenmeyen kredi hacmi artmıştır (Villanue ve Mirakhor, 1990, s. 528).

Görüldüğü gibi finansal liberalizasyonda, ekonominin durumu, özel sektörün mali pozisyonu ve finansal sistemdeki düzenlemeler dikkate alınmalıdır. Eğer, makroekonomik ortam istikrarsız ise ve etkin banka denetimi yoksa faiz serbestleştirilmesi kademe kademe olarak yapılmalıdır. Ekonomiyi istikrara kavuşturacak, özel sektörü canlandırarak makroekonomi politikaları etkinleştirildiğinde, ahlaki tehlikeyi (moral hazard) minimize etmek için banka acılık sisteminde katı denetim sürdürülmelidir.

C. Türk Mali Sisteminde Liberalizasyon

Müdahaleci politikalar 1980 öncesinde Türkiye ekonomisinin temelini teşkil etmektedir. Bu dönemde mevduat ve kredi faiz oranları üzerine tavanlar konulmuş ve negatif reel faiz oranları, kredi sınırlamaları ve selektif kredi politikaları ile sanayiye ucuz kaynak sağlanmıştır. Kazanılmamış gelirler ve finansal işlemler üzerine aşırı vergi yükü konulmuş, yüksek düzeyde zorun-

lu karşılık ve disponibilitate oranları maliyetler üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır. Sermaye piyasasının gelişmemiş olduğu bir ortamda şirketler, öz-kaynak artırımından çok kredi kullanımı yoluyla genişlemişlerdir. Bankalar, rekabet ortamının son derece düşük olduğu bir ortamda, verimlilikten uzak düşük bir performansla çalışmışlardır. Yabancı bankaların piyasaya girişleri ve yurtdışı finansal işlemlerin yapılması engellenmiştir. Kamu açıklarının finansmanında MB kaynakları geniş oranda kullanılmıştır. Sonuçta kaynakların doğru yerlere tahsis edilemediği ve etkin işlemeyen bir finans sistemi ortaya çıkmıştır.

Türkiye 1980'li yıllara yirmi yıllık planlama deneyimini terk eden yeni bir iktisat politikası anlayışı içinde girmiştir. Bu yeni anlayış, kaynak tahsisinde hükümetlerin doğrudan müdahalelerini azaltarak özel sektör öncülüğünde dışa açık sanayileşmenin sağlanmasına dayanmaktaydı. Hükümetin doğrudan müdahale araçları olan kontrollü dış ticaret ve kambiyo rejimi, kontrollü para ve kredi sistemi, fiyat kontrolleri, 1980 öncesinde Türkiye'de yoğun olarak kullanılmıştır. 24 Ocak 1980 istikrar tedbirleri ile birlikte ilk olarak fiyat kontrolleri terkedilmiş, daha sonra zaman içinde dış ticaret ve kambiyo rejimiyle para kredi sisteminde önemli ölçüde serbestleşmeye gidilmiştir. Kısaca, Türkiye'deki uygulamada planlamadan vazgeçilirken, doğrudan müdahale araçları da tasfiye edilmiştir (Önder ve diğerleri, 1993; s. 186).

Bununla beraber, önceki bölümde açıklandığı üzere ekonomideki belli özellikler finansal liberalizasyonun görece olarak başarı durumunu etkilemektedir. Özellikle pozitif reel faiz oranlarına ulaşmak için uygulanacak

liberalizasyon stratejisi ülke şartlarına bağlıdır. Nitekim, liberalizasyon stratejisinin, Villaune ve Mirakhor (1990)'-nün ülke koşullarına göre yaptığı sınıflandırmasında Türkiye, faiz oranlarının kısa vadede serbestleştirmeye gidilmesinin istikrarlı makroekonomik ortamın ve yeterli banka denetiminin olmadığı ortamda yapıldığı birinci grubuna sokulmaktadır. Nitekim, aşağıda açıklanan liberalizasyon alanında 1980-1993 döneminde Türkiye'de mali yapıdaki gelişmeler bu görüşü destekler niteliktedir.

1. 1980 Sonrası Dönemde Finans Sektöründe Yapılan Düzenlemeler

Finansal liberalizasyon doğrultusundaki ilk değişiklikler Haziran 1980'de başlamıştır. Bu tarihte, vadesiz mevduat ve belli başlı kredi türleri dışındaki mevduat ve kredi oranları üzerindeki tavanlar kaldırılmıştır. Bankalara mevduat sertifikası çıkarma olanağı verilmiştir. Bu tarihten itibaren Ekim 1988'e kadar mevduat faiz oranlarına ilişkin çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemeler, ekonominin durumuna göre faiz sınırlamaları şeklinde değiştirilerek uygulanmıştır. Ekim 1988 yılından itibaren ise mevduat faiz oranlarının bankalar tarafından tamamen serbestçe belirlenmesine izin verilmiştir. Ancak, son duruma gelinceye kadar gelişen olaylar, Türkiye'de faiz oranlarında liberalizasyona geçişin hiç kolay olmadığını göstermektedir.

1981 yılında birinci ve ikinci el piyasaların düzenlenmesi, geliştirilmesi ve denetlenmesi amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuş ve Şubat 1982'de de Sermaye Piyasası Kanunu yürürlüğe girmiştir. Bu dönemden

sonra, mevcut araçlar yeniden düzenlenmiş, ayrıca gelişmiş sermaye piyasaları dikkate alınarak yeni araçlar kullanıma sunulmuştur. Tahvil ihracı miktar ve presedürü açısından kısıtlayıcı engeller kaldırılmış, diğer taraftan da tahvillerin mevduat ve hazine bonoları karşısında getiri yönünden rekabet eşitsizliklerinin önlenbilmesine yönelik düzenlemeler yapılmıştır. Özellikle 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren özel sektör tahvilleri yaygın kullanım alanları bulmuş ve bu şekilde şirket yatırımları açısından önemli bir finansman imkânı yaratılmıştır. 25 Aralık 1985 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası resmen faaliyete başlamıştır. Bu tarihten itibaren hızlı bir gelişme gösteren Borsa, 1990 yılına gelindiğinde artık yeterli büyüklüğe ulaşmıştır. Günümüzde, yabancı yatırımları da çeken Borsa, özelleştirme politikası ve şirketlere kaynak sağlama açısından da yeterli kapasiteye sahip bir düzeydedir. Bununla beraber sermaye piyasasında kamu kâğıtlarının hâkimiyeti açık bir şekilde görülmektedir. Bunun sebebi de özellikle 1985 sonrasında kamu açıklarının finansmanında kullanılan hazine bonosu ve devlet tahvili ihraçlarındaki artıştır.

Ele alınan dönemde bankacılık sektöründe de önemli gelişmeler olmuştur. Yabancı bankaların şube açmaları teşvik edilmiş ve Türk bankaları ile aynı haklara sahip olarak işlem yapmalarına izin verilmiştir. Günümüzde sayıları 23'e ulaşan yabancı bankaların, bankacılık sektöründe rekabetin artması açısından önemli fonksiyonu bulunmaktadır. Türk bankalarının uluslararası işlemlerini genişletme ve dış borç alabilme imkânları genişletilmiştir.

Diğer taraftan, Türk Parasının

kiymetini Koruma Hakkında 30 Sayılı Karar ile Türkiye'deki kişilerin beraberlerinde döviz bulundurmaları, dilerler için dövizleri bankalarda açacakları döviz hesaplarında tutmaları ve bu hesaplarındaki dövizleri, efektif olarak kullanabilmeleri dahil, serbestçe tasarruf edebilmeleri imkânı getirilmiştir. Daha sonra 32 Sayılı Kararla bu çerçeve daha da genişletilmiş, Türk parasının konvertibilitesine geçilmiştir.

Nisan 1986'da Merkez Bankası başkanlığında bankalararası para piyasası kurulmuştur. Böylece, kısa dönem nakit fazlası olup bunu plase edemeyen bir ticari bankanın diğer ticari bankaya borç verebilmesi, bankanın ihtiyacı olan diğer bankaların ise bu ihtiyacını uzun dönemli varlıklarını kullanarak karşılayabilmeleri sağlanmıştır. Bu piyasada oluşan faizler de, genelde piyasanın likidite durumunun bir göstergesi olmaktadır.

Bir para politikası aracı olarak döviz piyasası işlemleri, 1211 sayılı T.C. Merkez Bankası Kanunu'nda yer almasına karşın, ancak 1986 yılında işlevsel hale kazanabilmiş, gerçek uygulama Mart 1987'de başlamıştır. Döviz ve Efektif Piyasaları'nın faaliyetleri Ağustos 1988'de kur belirleme seansları ile başlamış, ve daha sonra TL-Döviz, TL-Efektif, Efektif-Efektif (TL karşılığı swap), Döviz-Döviz, Döviz-Efektif piyasaları ve nihayet Döviz Depoları ve TL Depo-Döviz Depo piyasaları kurulmuştur.

Daha çok bir teşvik aracı olarak emlaklarca kullanılan munzam karşılık oranları, 1984 yılında getirilen bir düzenleme ile, tamamı bloke edilmeye ve hiçbir amaçla kullanılmamaya başlatılmış, böylece munzam karşılık oranlarına, bir para politikası aracı ola-

rak tekrar etkinlik kazandırılmaya çalışılmıştır.

2. Türkiye'de Finansal Liberalizasyonun Sonuçları

Türkiye'de liberalizasyon süreci 1980 yılında bir istikrar programıyla başlamıştır. Ancak, liberalizasyon süreci kamu açıklarının ve ödemeler dengesi açıklarının çok yüksek olduğu, büyümenin neredeyse durduğu hiper enflasyonist bir ortamda başlamıştır. Piyasa dengelerinin hemen tamamen bozuk olduğu bir ortamda başlanan liberalizasyon süreci, olumlu gelişmelerin yanında pek çok istenmeyen sonuçları da beraberinde getirmiştir. Finansal liberalizasyon sürecinde en önemli göstergelerden biri, finansal derinleşme göstergesidir.

1980 sonrası yapılan düzenlemelerle finansal yapının derinleşmesi için gerekli ortam hazırlanmış olmasına rağmen finansal yapının derinleşmesi kendi başına bir başarı göstergesi olarak sayılamaz. Finansal serbestleşmenin başarısını tasarruf ve etkinlik kazanımlarında aramak gerekecektir. Yine de finansal derinleşme, Türkiye'nin 1980'lerdeki kapitalist gelişme modelinin tümleyicisi ve ayrılmaz parçası sayıldığından, bu bağlamda önem ve anlam taşıdığı açıktır (Önder ve diğerleri, 1993; s. 133).

Türkiye'de finansal derinleşmenin bir göstergesi olan MVS/GSMH oranı dalgalanma göstermekle birlikte artış eğilimindedir (Tablo 2). Ancak bu artışta, yeni finansal araçların piyasaya çıkması kadar ve belki de daha fazla kamu kesimi tahvil ihracının önemli bir payı bulunmaktadır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın faaliyete geçmesi ve yeni finansal imkânların yaratılması, özellikle 1987 sonrası özel sektör ihraçlarında

bir canlanma yaratmıştır. Ancak, kamu kesiminin piyasaya önemli oranda hâkim olması sebebiyle, canlanmaya rağmen özel kesim ihraçlarının payında fazla bir değişme olmadığı gözlenmektedir (Tablo 3).

Vadeli ve vadesiz mevduatın payında (özellikle vadesiz mevduat) bir düşme görülmektedir. İncelenen dönemde özel finans kurumlarının payı çok düşük olmakla beraber devamlı olarak artma eğilimindedir.

Bankacılık sektörünün payında (özel finans kurumları ile birlikte) özellikle 1985 sonrasında önemli sayılabilecek bir düşüş gerçekleşirken, sermaye piyasasının payında bir artma söz konusudur.

Türkiye'de liberalizasyon politikalarının pürüzsüz bir şekilde uygulanmamasının iki açıklaması vardır. İlki, para-döviz piyasalarında spekülasyonların olmasıdır. Bu işlemlerden bazıları, belki de, piyasaların yeterince güçlü olmaması sebebiyle kaçınılmazdır. Fakat, bu hareketler zaman zaman

yasal denetimlerdeki boşluklarla dâvet edilmişlerdir. Bazı küçük bankaların ve pek çok komisyoncunun (broker) batışlarının getirdiği ekonomik krizler, buna örnek olarak verilebilir. İkinci olarak, 1980'lerin ikinci yarısında yükselen kamu sektörü açıkları ve politika belirsizlikleri bulunması ve bunların sonucunda hükümetlerin güvenirliliklerinin kaybolmasıdır.

Bu gelişmeler ve politika hedefleri arasında bir çelişki bulunmaktadır. Bir taraftan, hükümetler, ekonomideki dengesizlikleri liberalizasyon yoluyla elimine etmeye çalışırken, diğer taraftan da özellikle 1985 sonrası hükümet politikalarının kendisi, dengesizliğin kaynağı olmuştur (Uygur, 1993; s. 43).

Tasarruflar açısından, liberalizasyon, kendisinden beklenen sonuçları getirememiştir. McKinnon-Shaw hipotezinin aksine, reel mevduat faiz oranlarındaki artışlar özel tasarruf oranlarını artırmamıştır. Ekonometrik çalışmalar, reel mevduat faiz oranları-

TABLO 2
Finansal Derinleşme

YILLAR	M1/GSMH	M2/GSMH	M2Y/GSMH	MVS/GSMH
1980	13.8	17.2	17.2	22.8
1981	12.7	21.3	21.3	26.7
1982	13.2	25.0	25.0	31.2
1983	14.8	24.6	24.6	30.7
1984	10.8	24.2	25.4	32.2
1985	9.5	23.7	25.9	33.6
1986	10.3	23.6	26.8	35.2
1987	11.4	23.3	28.6	40.0
1988	8.6	20.8	26.5	37.2
1989	8.4	20	24.9	36.0
1990	7.9	19	22.6	34.2
1991	7.5	18	26.2	39.9
1992	6.2	15	25.3	44.0

MVS = Mali Varlık Stoku.

Kaynak: - T.C.M.B., Üç Aylık Bültenler,
- S.P.K., Yıllık Raporlar.

TABLO 3
Finansal Varlık Stokunun Birleşimi
(% Pay)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
DOLAŞIMDAKİ PARA	17,8	13,1	12,4	12,6	10,1	8,4	7,7	7,5	7,0	8,2	8,4	6,8	6,4
I. BANKACILIK SEKTÖRÜ + ÖFK	60,9	70,2	70,7	71,1	72,1	72,8	71,7	68,0	67,9	63,8	61,0	62,2	55,7
1. Vadesiz Mevduat	42,3	34,2	29,7	35,0	23,0	19,8	21,2	21,1	16,2	15,1	14,8	11,2	7,7
2. Vadeli Mevduat	15,2	32,1	38,1	32,1	41,7	42,4	37,4	29,7	32,6	32,9	29,7	27,9	22,3
3. Resmi Mevduat	3,4	4,0	2,8	4,0	3,5	4,1	3,7	3,4	3,0	2,0	2,6	2,0	0,7
4. DIH	-	-	-	-	3,9	6,3	8,9	13,4	15,4	12,9	13,0	20,1	22,0
5. Özel Fin. Kur.	-	-	-	-	-	0,2	0,4	0,5	0,7	0,8	0,9	1,0	1,2
6. VDMK	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,9
II. SERMAYE PİYASASI	21,3	16,7	17,0	16,3	17,9	18,9	20,6	24,5	25,0	28,0	30,6	30,9	37,9
1 - Kamu Kesimi	15,5	11,5	10,1	9,6	12,1	13,8	14,6	17,6	17,3	18,5	18,8	17,5	25,8
a - Devlet Tahvili	11,5	7,4	5,6	8,3	7,3	8,5	8,2	7,9	10,0	13,0	13,9	9,6	15,5
b - Hazine Bonosu	4,0	4,1	4,6	1,3	4,7	4,1	4,4	6,3	5,2	4,2	4,0	7,1	9,0
c - GOS ve Döviz End. Sen.	-	-	-	-	0,1	1,2	2,0	3,4	2,0	1,3	0,8	0,7	1,3
2 - Özel Kesim	5,8	5,2	6,8	6,7	5,8	5,0	6,0	6,9	7,8	9,6	11,9	13,5	12,1
a - Hisse Senedi	3,5	3,2	5,3	5,4	4,9	4,2	5,3	5,3	6,4	8,0	10,7	12,6	11,6
b - Tahvil	2,3	2,0	1,5	1,4	0,9	0,8	0,7	1,4	1,1	0,9	1,0	0,6	0,4
c - Finansman Bonosu	-	-	-	-	-	-	-	0,2	0,2	0,6	0,2	0,2	0,1
TOPLAM	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu Yıllık Raporlarından Yararlanılarak Hesaplanmıştır.

nın tasarruf oranı üzerindeki etkisinin pozitif, fakat istatistiki olarak önemsiz olduğunu göstermektedir. Liberalizasyon sürecinin başladığı ilk altı yılda (1980 – 1985), reel faiz oranlarında görülen hızlı sıçrama olduğunda, gerçekte, özel tasarruf oranında düşme olmuştur. 1986 yılından sonra özel tasarruf oranında hatırı sayılır bir yükselme olmuştur; ancak, bu yükselme reel faiz oranlarındaki değişimden kaynaklanmamaktadır. Bu yükselmedeki önemli etken, 1986'da konut kredileri ile desteklenen konut patlamasıdır.

Tasarruf oranlarının yükselmesindeki başarısızlığın ve McKinnon – Shaw hipotezinin gerçekleşmemesinin iki sebebi bulunmaktadır. Bunlardan ilki, reel faiz oranı değişikliklerinin pozitif ikame ve negatif gelir etkisinin olmasıdır. McKinnon – Shaw hipotezinde, negatif gelir etkisinin dikkate alınmadığı görülmektedir. Bu iki etkinin görece üstünlüğüne bağlı olarak sonuçlar değişecektir. Keynesyenlerin ve neo – yapısalcıların savundukları ikinci açıklama ise, faiz gelirini elde edenler ile kâr elde edenlerin marjinal tüketim eğilimlerinin farklı olması ile ilgilidir. Eğer ilk grubun marjinal tüketim eğilimi ikinci gruptan büyükse, bu durumda, ceteris paribus, daha yüksek reel faiz oranları yoluyla kâr elde eden kesimden faiz geliri elde eden kesime gelirin yeniden dağılımı, tasarruf oranlarında bir azalma sonucunu doğurabilecektir. Her iki faktör de Türkiye için çalışmaktadır.

Yatırımlar açısından liberalizasyonun etkisi, tasarruflardaki durumdan bile daha zayıf olmuştur. 1980'lerin ilk yarısında, özel kesim yatırım oranlarında bir düşme bulunmaktadır. Bu oran, 1980'lerin ikinci yarısında artmıştır, ancak bu artış, geniş ölçüde ko-

nut yatırımlarındaki patlamadan kaynaklanmıştır. Verimli özel yatırımlar önce hissedilir ölçüde düşmüş, sonra da 1970'lerdeki seviyesinden daha düşük bir seviyede durgunlaşmıştır.

Verimli özel yatırımları negatif bir şekilde etkileyen en önemli faktörler arasında belirsizlik ve reel faiz oranları yer almaktadır. Belirsizlik, bir politika değişiminin başlarında kaçınılmazdır; ancak bu faktör, McKinnon – Shaw hipotezinde tamamen gözardı edilmiştir. Yatırımcıların oldukça düşük bir iç talep ile karşı karşıya bulundukları ve uluslararası piyasalara yönelmeleri için teşvik edildikleri 1980'li yılların başlarında, Türkiye ekonomisinde bu tür belirsizliğin bulunduğu öne sürülmektedir. Belirsizlik 1980'lerin ikinci yarısında da devam etmiştir. Bu defa, belirsizlik hükümet politikalarından yayılmıştır.

Finansal liberalizasyon, Türkiye'de, özel tasarruf ve yatırım oranlarını yükseltmemiştir, ancak, büyüme oranı üzerinde pozitif bir etkinin olduğundan söz edilebilir. Eğer liberalizasyon, kaynakların sektörler arasında daha etkin dağılımına, sermaye ve diğer faktörlerin etkin kullanımına yol açarsa, bu tür bir etki mümkündür. Sermaye verimliliği büyüme oranı, özel imalat endüstrisi açısından, liberalizasyon döneminde önceki dönemlere kıyasla, bu etkilerin daha yüksek olduğunu göstermektedir. Benzer bir örnek toplam faktör verimliliğinin büyümesi için de gözlenmektedir. Sonuç olarak, özel sektör endüstrileri kaynakları, liberalizasyon döneminden öncesi (müdahaleci politikaların uygulandığı) dönemlere kıyasla daha etkin kullanmıştır (Uygur, 1993; ss. 43 – 45).

BİBLİYOGRAFYA

- Akkurt, Alev ve diğerleri (1991); «Developments in the Turkish Banking Sector», Issues on Banking Structure and Competition in a Changing World (Papers Presented at a Workshop held in Antalya, Turkey on September 18-20, 1991), (Edit.) Kürşat Aydoğan ve Hasan Ersel, Central Bank of the Republic of Turkey, Ankara.
- Akyüz Y., Kotte J.D. (1991); «Financial Policies In Developing Countries = Issues and Experience», United Nations Conference On Trade And Development Discussion Papers, No. 40, Geneva.
- Akyüz, Yılmaz (1992), «On Financial Deepening And Efficiency», United Nations Conference On Trade and Development Discussion Papers, No. 43.
- Artun, Tuncay (1983); «Türkiye'de Serbest Faiz Politikası», Tekin Yayınevi, Ankara.
- Aşıkoğlu, Yaman (1993); «Alternative Frameworks of Financial Liberalization and Financial Reform In Turkey», Financial Liberalization In Turkey, Edit. Yaman Aşıkoğlu ve Hasan Ersel, T.C. Merkez Bankası Yayını, pp. 79-109.
- Atıyas, İ. ve Ersel, H. (1992); «The Impact of Financial Reform: The Turkish Experience», Industry and Energy Department Working Paper, Industry Series No. 65, The World Bank, Washington D.C.
- Aydoğan, Kürşat ve Ersel Hasan (1991); «Issues on Banking Structure and Competition in a Changing World», (Papers Presented at a Workshop held in Antalya), Central Bank of the Republic of Turkey, Ankara.
- Aydoğan, Kürşat (1993); «The Competitive Structure of the Turkish Banking Sector», Financial Liberalization In Turkey (Proceedings of a conference held in Washington), Central Bank of the Republic of Turkey, Ankara, pp. 167-180.
- Aydoğan, Kürşat ve Çapoğlu Gökhan (1993); «The Competitive Structure of the Turkish Banking Sector», Financial Liberalization In Turkey (Proceedings of a conference held in Washington), Central Bank of the Republic of Turkey, Ankara, pp. 181-196.
- Bain, A.D. (1982); «The Control of Money Supply», Penguin Books, Great Britain.
- Barth, J.R. (1987); «On Interest Rates, Inflationary Expectations and Tax Rates», Journal of Banking and Finance, Vol. 12, pp. 215-220.
- Blundell A. ve et al. (1990); «Monetary Policy In Liberalised Financial Markets», OECD Economic Studies, No. 15, pp. 145-178.
- Collins, Paul (1989); «The Globalisation of Financial Markets», Global Financial Services and Their Role in Banking in the 1990s, The Institute of Bankers in Ireland, Trinity College, Dublin, pp. 15-24.
- Ersel, Hasan (1988); «Türkiye'de Mali Piyasalarındaki Bazı Yenilikler ve Para Politikaları», T.C. Merkez Bankası Tartışma Tebliği, No. 8802.
- Ersel H. ve İskenderoğlu L. (1993); «Monetary Programming In Turkey», Financial Liberalization In Turkey, Edit. Yaman Aşıkoğlu ve Hasan Ersel, T.C. Merkez Bankası yayını, ss. 111-141.
- Ertuğrul, Ahmet (1991); «Liberal Bankacılık Anlayışı İçerisinde Merkez Bankalarının Konumları», Maliye Yazıları, Sayı 29, ss. 7-23.
- Ertuna, Özcan (1986); «Finans Kurumları», Ege Üniversitesi Matbaası, İzmir.
- Gökçe, Deniz (1993); «The Political Economy of Financial Liberalization In Turkey», Financial Liberalization In Turkey, Edit. Yaman Aşıkoğlu ve Hasan Ersel, T.C. Merkez Bankası yayını, pp. 53-78.
- Lette, S.P. ve Sundarjan V. (1990); «Issues in Interest Rate Management and Liberalization», IMF Papers, Vol. 37 No. 4 (December), pp. 735-752.
- Levine, R. (1992); Financial Structures and Economic Development, Working Papers, The World Bank, Washington D.C.
- Mayer, T. ve Duesenberry, J.S. (1984); «Money, Banking and the Economy», Second Edition George J. McLeod Limited, Toronto, U.S.A.
- Ongun, M. Tuba (1993); «Finansal Gölgesim», Ekonomik Yaklaşım Dergisi, G.Ü.İ.İ.B.F. Yayını, Cilt 4, Sayı 9.
- Önder, İzzettin ve Diğerleri (1993); Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, Gökhan Matbaacılık, İstanbul.
- Uygur, Ercan (1993); «Financial Liberalization and Economic Performance in Turkey», Financial Liberalization In Turkey, Edit. Yaman Aşıkoğlu ve Hasan Ersel, T.C. Merkez Bankası yayını, ss. 1-51.
- Villanue, D. ve Mirakhor A. (1990); «Strategies for Financial Reforms», IMF Staff Papers, Vol. 37, No. 3, pp. 509-537.
- Wignal, (1990); «Monetary Policy in Liberalised Financial Markets», OECD Economic Studies, No. 15, Autumn, pp. 145-178.

Görüşler

ÖMER CAMCI

Avukat

Yabancı Para ile Ödenecek Bonolar

GİRİŞ

MUAYYEN şekil şartlarına tabi ve muayyen bir miktar paranın ödenmesi taahhüdünü havi kıymetli evrak vasfını haiz bir borç senedi olarak tarif olunan bono (emre muharrer senet), Türk Lirası bedelli olabileceği gibi, yabancı para ile de ifade olunabilir. Yabancı dilde de bono tanzim olunabilir. Serbest piyasa ekonomisi ve dışa açılma politikalarına ağırlık verildiği günümüzde, her iki tip bono'ya da sıkça rastlanmakta ve hukukumuzda yeni değişiklik ve düzenlemeler gerçekleştirilmiş bulunmaktadır. Biz, konuyu Amerikan ve İngiliz hukuk sistemlerinin ilgili hükümlerini de kapsayacak şekilde mukayeseli hukukla karşılaştırmalı olarak inceleyeceğiz.

Hukukumuzda Bono-Emre Muharrer Senet

Bir senedin bono olarak vasıflan-
dırılabilmesi için, bulunması gereken
unsurları Türk Ticaret Kanunu'nun
688. maddesi göstermektedir:

1. Senet metninde (bono) veya
(emre muharrer senet) kelimesini ve
senet Türkçe'den başka bir dilde ya-
zılmışsa o dilde bono karşılığı olarak
kullanılan kelimeyi,

2. Kayıtsız şartsız muayyen bede-
li ödeme vaadini,

3. Vade'yi,

4. Kime veya kimin emrine öde-
necekse onun ad ve soyadını,

5. Senedin tanzim edildiği gün
ve yeri,

6. Senedi tanzim edenin imzası-
nı; ihtiva eder.

Mukayeseli Hukukta Bono

İngiliz hukukunda Bills of Ex-
change Act 1882 Kanunu ile düzenle-
nen ve «Promissory Note» olarak bili-
nen emre muharrer senet; «imzalaya-
nınca, diğer yana karşı yazılı olarak
yapılan ve belli miktarda paranın em-
re veya hamile ödenmesini tazam-
mun eden bir taahhüttür». Bu kanu-
nun poliçelere ilişkin hükümleri, aykırı
düşmedikçe, emre muharrer senetle-
re de uygulanır.

Amerikan Tek Tip Ticaret Kanunu'nda (Uniform Commercial Code) emre muharrer senet veya bono «Note» veya «Promissory Note» olarak geçmekte ve bu kanunun 3. maddesi, özelliklerini şöyle belirlemektedir:

1. Yazılı olması ve düzenleyenin imzasını taşıması,
2. Kayıtsız ve şartsız ödeme vadelerini ihtiva etmesi,
3. Bu vadenin konusunun belirli miktarda para olması,
4. Talep üzerine veya muayyen vadede veya günde ödenmesi,
5. Emre veya hamile ödenebilmesi.

Bu hukuk sisteminde bono geleneksel ticari evrak olması özelliği yanında yatırım aracı olarak da kullanılabilmektedir. Örneğin keşideci veya hamil tarafından bedel karşılığı (malen, nakden, hizmet olarak veya mal ve hizmet olarak) verilir veya ciro edilirse ticari evrak, fakat belirli bir iskonto ile alınırsa yatırım aracı rolü ifa etmektedir.

Yabancı Para Bedelli Bono

Hukukumuzda, senet Türkçeden başka bir dilde yazılmışsa, bono olarak kabul edilebilmesi için o dilde bono karşılığı olan kelimeyi ihtiva etmelidir (TTK md. 688). Ve yine ödeme yerinde rayici olmayan para ile ödenmesi şart koşulmuşsa, bedeli vade günündeki rayice göre memleket parası ile ödenebilir (TTK md. 623).

Vade tarihinde ödenmemesi halinde, 3678 sayılı Kanun ile Borçlar Kanunu'nun 83. maddesine eklenen fıkra uyarınca alacaklı bu borcun vade veya fiili ödeme günündeki rayice göre Türk parası ile ödenmesini isteyebilir; bu da o tarihteki efektif satış kuru üzerinden hesaplanır.

Her iki halde de gecikme faizi hesabında, vade tarihinden takip tarihi-

ne kadar geçen süre için, o yabancı paraya Devlet Bankaları'nda 1 yıllık mevduata ödenen en yüksek faiz oranı nazara alınır ve bulunan meblağ takip tarihindeki kur üzerinden Türk Lirası'na çevrilir. Takipten sonra ödeme tarihine kadar olan süre için ise bono tutarı T.C. Merkez Bankası'nın kısa vadeli krediler için öngördüğü re-eskont faizi oranına göre istenir (3095 s. K. md. 2/2). Yüksek Yargıtay'ın uygulaması da bu yöndedir (YHGK 1993/13-41/145) ve Y11HD 87/7694 92/1211 sayılı kararları).

Mukayeseli Hukukta

1977 tarihli Barclay's Bank International Ltd. v. Levin Bros Ltd. kararında da gösterildiği gibi, İngiltere'de emre muharrer senette bedel yabancı para olarak ifade edilmişse, hamil alacaklının seçim hakkı vardır:

● İsterse alacağını Sterling olarak talep eder. Burada aksine sözleşme yoksa, yabancı para bedeli vade tarihindeki kura göre Sterlinge çevrilir.

● Veya o yabancı para ile alacağını ister. Bu taktirde İngiliz Mahkemesi o yabancı para üzerinden hükmünü verir ve karar konusu borç, fiili ödeme günündeki veya infaz ile ödeme tarihindeki kura göre Sterlinge çevrilir.

Amerikan Tek Tip Ticaret Kanunu'nun 3. maddesinin 1.07 fıkrasında emre veya hamile bonolarda bedel yabancı para olarak gösterilmişse ve evrakta başkaca bir ödeme vasıtası şart kılınmamışsa; o paranın; senet görüldüğünde ödenecek bono olduğu takdirde, ibraz tarihindeki, belirli tarihte ödenecekse, vade tarihindeki rayici üzerinden dolar olarak ödenir. Evrakta ödeme vasıtası olarak başka bir para cinsi (3. bir ülkenin) ile yapılacağı şart kılınmışsa, bedel o para ile ödenir.

Yabancı Dilde Yazılı Bono

Etüd sahamız İngilizce dilindeki hukuk olduğundan, bu dilde yazılmış bonoları ele alacağız:

1. Emre muharrer senet karşılığı «Note» veya «Promissory Note» olarak ifade edilmektedir. Ancak, senedin metninde bulunmaması halinde zimmen var olduğunu kabul etmek gerekir. Bizce, bu nedenle böyle bir senet, TTK 688. md.nin aradığı «Bono» kelimesinin o dilde karşılığı olan kelimenin senedin yüzünde yer alması nedeni ile, bono vasfından yoksun sayılamaz. Genel uygulama bu yönde olmakla beraber, senet metnine, bono karşılığı olarak gösterdiğimiz iki kelimeden birinin konmasına engel olmamak gerekir.

2. Vade ya belirli bir gün olarak senette yer almakta, örneğin «On April 25, 1995» gibi veya senedin sağ veya sol üst yanında tanzim tarihi yer almakta ve ödeme günü olarak, «One year after date» denilmekte, yani tanzim tarihinden 1 yıl sonra ödeneceği şart koşulmaktadır.

3. Kayıtsız şartsız ödeme vadi olarak «Promise» veya «promise to pay» ifadesi yer alır.

4. Belirli paranın gösterilmesi de, örneğin «Five Thousand Dollars» olarak belirtilmekte ve ayrıca uygulanacak faiz nisbeti de eklenmektedir.

5. Emre veya emrühavalesine «to the order of ..» olarak senette yer almaktadır.

6. Ve nihayet bedeli ahzolonmuştur. «Value Received» ifadesi de emre muharrer senette gösterilmektedir.

7. Senedin keşidecisi yani «Maker» veya «drawer» da alt sağ köşede adı ve soyadı yazılarak zikredilmekte, bunun üstünde de imza yer almaktadır.

8. Ödeme yeri imzalayanın ika-

metgâhından başka bir yer ise bu da ayrıca «Payable at» olarak senette bulunmamaktadır.

Kanunlar İhtilafı

Bir emre muharrer senedin keşide yeri, ödeme yeri farklı ise, ayrı ülkeler bahis konusu ise; o zaman İngiliz hukukunda şekle ait şartlar için (keşide yeri, ciro, ödeme tarihi, ödeme için ibraz, gibi konularda) ödeme yeri kanununun yetkili olacağı kabul edilmektedir. TTK'nun getirdiği sistemde, yukarıki safhalar ülkemizde cereyan edecekse, keşide yeri kanununun, yani Türk Ticaret Kanunu ve diğer Türk yasalarının yetkili olacağını söyleyebiliriz.

SONUÇ

Dışa açılma faaliyet ve çabalarına paralel olarak hukukumuzda gerekli düzenlemeler 3095 ve 3678 sayılı Kanunlarla ve Yüksek Yargıtay uygulaması ile yapılmış bulunmaktadır. Mukayeseli hukuk incelememiz, konu ile ilgili ulusal uygulamamızın tamamen çağdaş olup çağdaş ihtiyaçları karşılayacağı şeklinde olduğunu göstermektedir. Bu konuda yeni durum ve ihtiyaçlar ortaya çıktığı taktirde, hukuk düzenimizin yeni durumlara uyarlanabileceği kanaatini taşımaktayız.

KAYNAKLAR

- 1 - Türk Ticaret Kanunu'nun ilgili maddeleri.
- 2 - P.J.M. Fidler; «Practice and Law of Banking», Pitman Pub. Ltd., 1985.
3. Clive M. Schmitthoff ve David A.G. Sarrre; «Charlesworth's Mercantile Law», Stevens and Sons Ltd., London, 1984.
- 4 - Mark E. Rozskowski; «Business Law», University of Illinois, 1992.
- 5 - Michael G. Capatides; «A Guide to the Capital Market Activities of Banks and Bank Holding Companies», Brown Publishing Co., N. Y., 1993.
- 6 - Yargıtay Kararları; YKD 1993 (ss. 544-884).

Ayın Ekonomik Olayları

DR. YILDIRIM KILKIŞ

Grevler ve DYP – CHP Koalisyonu’nun Sona Ermesi

1995’in Eylül ayı ile Ekim ayının ilk haftasını kapsayan dönem içinde, ülkemizde ekonomiyi ilgilendiren iki önemli olay gözlenmiştir. Bunlardan birisi, Hükümet’in 20 Eylül’de istifasıdır. Koalisyon Hükümeti’nde yer alan CHP’nin yeni Genel Başkanı Deniz Baykal ile Başbakan Tansu Çiller’in bazı konularda görüş birliği sağlayamamaları üzerine, Başbakan Cumhurbaşkanı’na istifasını sunmuştur.

Hükümet’in istifasının en önemli nedeni, dönemin ikinci olayı olan kamu işçilerinin grevidir. Eylül ayında tırmanan bu grevlerin nedeni olan zam taleplerinin Hükümet tarafından kabul edilmemesi, çeşitli ekonomik sorunları ve endişeleri beraberinde getirmiştir. Dalga dalga yayılan kamu işçileri grevinin, halen 350 bin işçiye ulaştığı anlaşılmaktadır. Metal – İş, Basın – İş, Şeker – İş, Maden – İş, Petrol – İş, Deri – İş, Selüloz – İş, Devlet Hava Limanları, Karayolları, Demiryolları ve Köy Hizmetleri Sendikalarına bağlı çalışanların işi durdurmaları sonucu, ilgili sektörlerde faaliyetler felce uğramış; ihracat zor duruma düşmüştür.

Cumhurbaşkanı tarafından Hükümet kurma görevi tekrar Prof. Dr. Tansu Çiller’e verilmiştir. 6 Ekim günü, MHP ve DSP’nin desteğini sağlayarak, sadece DYP milletvekillerinden oluşturulan yeni Bakanlar Kurulu, Cumhurbaşkanı tarafından onaylanmıştır. Halen TBMM’nden güvenoyu alınması aşamasına gelinmiştir. MHP ve DSP’nin, özellikle grevlerin sonuçlandırılması koşulu ile Sayın Tansu Çiller’e destek verdikleri anlaşılmaktadır. Nitekim, (bu yazının kaleme alındığı) 8 Ekim 1995’e kadar gelen bilgiler, bunu doğrulamaktadır.

Ekonominin genel değerlendirilmelerine gelince, özel sektörün en önemli kuruluşu olan TOBB’ne göre, ekonomideki enflasyon dışındaki diğer göstergeler ve gelişmeler olumlu görülmektedir. DPT Müsteşarı da, son aylardaki ekonomik büyümeyi olumlu karşılamaktadır ve alınan tedbirlerle ekonomik istikrar yolunda devletin kontrolünün sağlandığı görüşündedir. Tüketici talebi artışını sürdürmekte, bu da sanayi üretimindeki artışı sürüklemektedir. Ocak – Temmuz döneminde sanayi üretiminde % 4.8, Temmuz ayında ise % 17.9 oranında artış olmuştur.

Diğer taraftan enflasyon artışı şiddetini korumaktadır. DİE rakamlarına göre, 1995 Eylül ayı Toptan Eşya Fiyatları İndeksi % 4.8, Tüketici Fiyatları İndeksi ise % 8 oranında artmıştır. Bu da yıllık enflasyonun toptan eşyada % 79.2, tüketici fiyatlarında ise % 91.3'e ulaştığını göstermektedir.

1995'in ilk 8 ayında bütçe açığı 109,3 trilyon TL olmuştur. Hazine iç borçlanmaya devam etmektedir. 28 Eylül günü Hazine 23.4 trilyon liralık 132 gün vadeli bono satmıştır. 27 Eylül'de ise 27.2 trilyon liralık bono satışı yapılmıştır. Bu satışların yıllık ortalama faizleri % 92.7 ile % 95 arasında değişmektedir.

Enflasyonda IMF hedefi aşılmıştır. Bu neden ile, IMF hedeflerinde bir revizyon beklenmektedir.

Döviz rezervlerinde ise, 8 Eylül itibarıyla 15.3 milyar dolara ulaşıldığı anlaşılmaktadır.

Ele aldığımız bu bir ay bir haftalık döneme ait genel manzara yukarıda özet olarak açıklanmıştır. Aşağıda ise, bu dönemde tespit edilen başlıca ekonomik olaylara kısaca değinilmektedir.

Bankalarla İlgili Olaylar

● Mevduat Faizleri

Faizlerin yükselme eğiliminin, piyasaya likit paranın çıkması ile gelişmesini engelleyen Zirat Bankası'nı takiben, Garanti ve İktisat Bankalarının da faizleri indirdiği görülmüştür. Adı geçen bankalar 1 aylık mevduat faizini 7 puan düşürmüş bulunmaktadırlar.

● Tüketici Kredilerindeki Fon Kesintisi

Para arzının kontrol altına alınmasına yönelik bir düzenleme bankaların yurt dışından sağladıkları döviz kredilerine getirilen % 6 fon kesintisi ve tüketici kredilerine uygulanan fon kesintisi oranının % 6'dan % 10'a yükseltilmiş olmasıdır. 15 Eylül tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan Bakanlar Kurulu Kararı'na göre; gerçek kişilerin ticari amaçla kullanılmamak kaydıyla aldıkları tüketici kredisinden başka, finansman şirketlerine kullandırılan kredilerde de, Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu kesintisi % 6'dan % 10'a çıkarılmıştır. İhracat teşvik belgesine bağlanmış ihracat için kullanılan finansman kredilerine bu fon kesintileri uygulanmayacaktır.

● Gelir Vergisi ile İlgili Düzenlemeler

15 Eylül tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan Gelir Vergisi Genel Tebliği ile, vergi tevkifat oranlarında yapılan düzenlemelere açıklık getirilmiştir. Buna göre;

- Milli Piyango satışlarına yapılan ödemelere uygulanacak vergi tevkifatı yeniden düzenlenmiştir.
- Ziraat ürünleri ile zirai faaliyet kapsamındaki hizmet bedelleri üzerinden yapıla-

cak vergi tevkifatındaki düzenleme ile, zirai hizmetler tevkifat kapsamına alınmıştır.

- Götürü usulde vergilendirilen ticaret erbabı ile esnaf muaflığından yararlananlara, mal ve hizmet alımları karşılığında yapılacak ödemeler yeniden düzenlenmiştir.

Dış Ticaretle İlgili Olaylar

● Yedi Aylık Dış Ticaret Rakamları

1995'in Ocak-Temmuz dönemine ait ihracatımız 11.7 milyar dolar, ithalatımız ise 18.3 milyar dolar olmuştur. DİE'nin açıkladığına göre, 1994'ün aynı dönemine kıyasla ihracat % 27.2, ithalat ise % 47.4 artmıştır. Geçen yıl 3 milyar 211,9 milyon dolar olan dış ticaret açığı, % 105.6 oranında artarak, bu yıl 6 milyar 604,9 milyon dolara ulaşmıştır. Anılan 7 aylık dönemde, ihracatın ithalatı karşılama oranı 1994'de % 74.2 iken, 1995 ise % 64'e gerilemiştir.

Tarımsal Ürün İhracat Teşvikleri Açıklandı

29 Eylül tarihli Resmi Gazete'de, Para Kredi ve Koordinasyon Kurulu'nun, tarımsal ürünlerde ihracat iadesi yardımlarına ilişkin bir tebliği yayınlanmıştır. Bu tebliğe göre; 19 ürün grubuna, belirli miktara kadar, adet veya ton başına dolar bazında «ihracat iadesi» ödenmesi kabul edilmiştir.

Ayrıca, yine çeşitli tarımsal ürünlerin ihracatının teşviki amacıyla, tarımsal ürünlerin ihracatında, ülke gruplarına göre değişen miktarlarda «taşıma yardımı» ödenmesi de kabul edilmiştir.

Zamlar Devam Ediyor

1995 Eylül ayında tespit edilen başlıca zamlar aşağıda kısaca açıklanmaktadır. Bunlara ek olarak, Ekim başında yapılan bir zam grubu da aşağıda yer almaktadır.

- Ford otomobillerinin fiyatlarına 15 Eylül'den itibaren % 3 ile % 5.2 arasında değişen oranlarda zam yapılmıştır.
- Pankobirliğe bağlı üç şeker fabrikası (Kayseri, Konya ve Amasya) toz ve küp şeker fiyatlarını % 17.8 ile % 23.5 arasında değişen oranlarda arttırmışlardır. Türkiye Şeker Fabrikaları'nın 25 fabrikasında ise halen grev sürmektedir.
- Philsa Philip Morris Sabancı Sigara ve Tütüncülük A.Ş.'nin ürünleri olan Marlboro ve Parlament sigaralarına % 10 ile % 21.2 arasında değişen oranlarda yapılan zam, 27 Eylül'den itibaren yürürlüğe girmiştir.
- Tekel ürünlerine, 9 Ekim'den itibaren % 15 oranında zam yapılmıştır.



**“BİRA”
BU KAPAĞIN
ALTINDADIR.**

**2001 dünyasında,
yeniliği ve değişimi yakalayın**



SAĞLIĞA ZARARLIDIR.

DÜNYADA SİGARETİN TEKEL VE AMERİKADA TPA KUTUPOZİTÖRÜNE DÜŞTÜRÜLMÜŞTÜR.

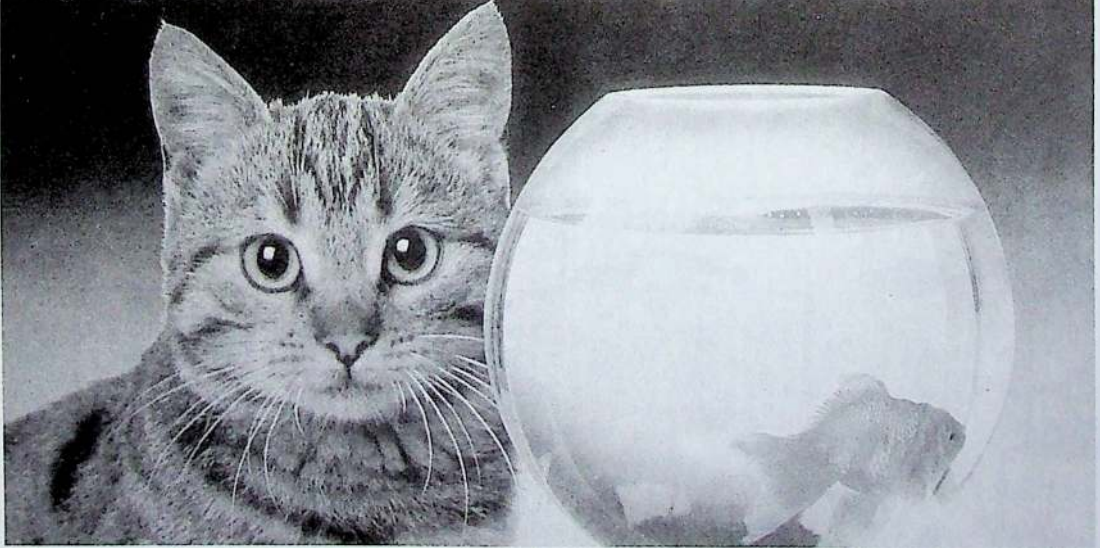
TEKEL

Güvene önder olmak.



EMLAK BANKASI
"Daha Uygur Bir Yaşam İçin"

İŞ İŞTEN GEÇMEDEN... OYAK SİGORTA

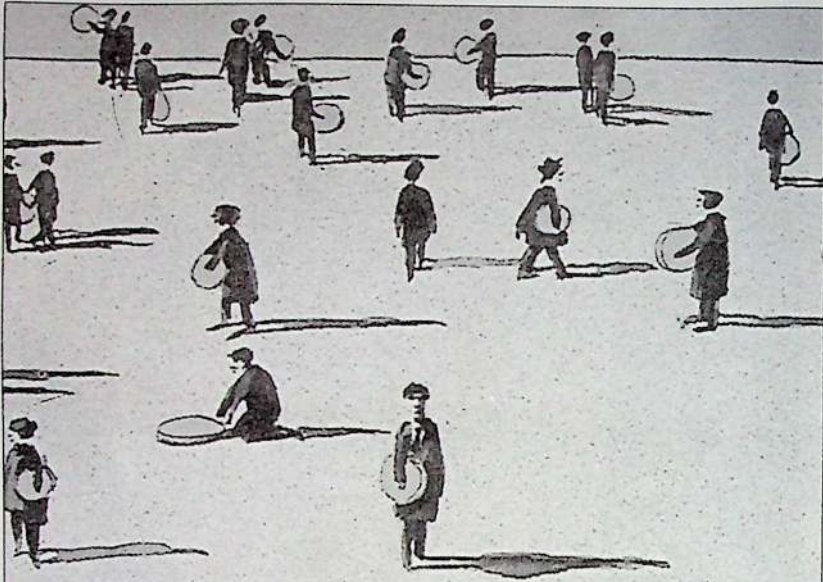


► Tüm Konut Sigortası ► Tüm İşyeri Sigortası ► Tüm
Okul Sigortası ► Karı Kaybı Sigortası ► Kara Kaybı Sigortası ► Taç Han Para Sigortası ► Emniyetli Suşimal Sigortası ►
Kasko Sigortası ► Trafik Sigortası ► Yurtdışı Kasko Sigortası ► Cam Kırılması Sigortası ► Uçak Sigortası ► Helikopter
Sigortası ► Tekne Sigortası ► Yat Sigortası ► Tekne
ve Yat İnşaat Sigortası ► Mürina Sigortası ► Nakliyat
Sigortası ► Harp Sigortası ► Usane Kaybı Sigortası ►
Taşınan Yık Sigortası ► Bağlı Sigortası ► Mâlî Sorumluluk
Sigortası ► Ferdi Kaza Sigortası ► Hırsızlık Sigortası
► CMR Sigortası ► İnşaat Sigortası ► Montaj Sigortası
► Makine Kırılması Sigortası ► Elektronik Cihaz
Sigortası ► Sağlık Sigortası ► Hayat Sigortası
► Yarılanmanın Sigortası ► Kredi Hayat Sigortası
► Ziraat Ürün Sigortası ► Sera Sigortası ► Kömes
Hayvanları Sigortası ► Bâyye Bağ Hayvan Sigortası
► Kömür Bâyye Bağ Sigortası

OYAK SİGORTA

Genel Müdürlük: Modis Mahallesi - Caddesi Oyak İş Hanı No: 81 - 80040 Sarıpazar - İSTANBUL
İstanbul: (212) 252 46 20 (A. H. H.) Fax: 249 48 28 Ankara: (312) 232 20 30 Fax: 232 17 24
İzmir: (232) 464 33 00 Fax: 463 39 97 Adana: (322) 457 19 65 Fax: 457 45 10
Bursa: (224) 250 40 80 Fax: 250 40 82 Samsun: (360) 234 15 65 Fax: 230 20 42

"Oyak Sigorta bir Ordu Yardımlaşma Kurumu ve Emek Bankası kuruluşudur."



Kalabalıkta yönünüzü şaşırmayın.

Tasarruflarınıza en verimli yatırımı seçmek,
bugünlerde her zamankinden daha zor.

Mevduatınızın yönünü belirlemek için Türkiye'nin
önemli sanayi ve ticaret merkezlerine yayılmış
Esbank şubelerinden birine gelin. Kısa ya da uzun
vadeli yatırımlar için en uygun seçenekler Esbank'ta.

Geleceğinizin güvencesi birikimlerinizi
68 yılın tecrübesine sahip tedbirli ve
kararlı bir bankaya emanet edin,
güvenle kazanın.



ESBANK T.A.Ş. GENEL MÜDÜRLÜK
Meşrutiyet Caddesi 141, Tepebaşı, 80050 İstanbul
Telefon: (212) 251 72 70 (19 hat)
Faks: (212) 243 23 96 Teleks: 25558 erbi tr

banka ve ekonomik yorumlar

Aylık Dergi

Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş.

Adına İmtiyaz Sahibi

BÜLEND ÇORAPÇI

Yazı İşleri Müdürü

DR. ÖZTİN AKGÜÇ

Danışma Kurulu Başkanı

ŞİNASİ ÇELİKKOL

Danışma Kurulu

Prof. Dr. Asaf Savaş Akat • Dr. Öztin Akgüç • Prof. Dr. Erdoğan Alkin • Prof. Dr. Güven Alpay • Dr. Orhan Altan • Tevfik Altınok • Prof. Dr. Mustafa A. Aysan • Prof. Dr. Ömer Faruk Batirel • Dr. Metin Berk • Prof. Dr. Ünal Bozkurt • Prof. Dr. Kerem Bulutoğlu • Prof. Dr. Nasuhi Bursal • Yavuz Caner • Ege Cansen • Haluk Ceyhan • Mehmet Gün Çalika • Özer U. Çiller • Bülend Çorapçı • Ahmet Demirel • Zeki Döşlüoğlu • Necdet Durakbaşı • A. Aydın Dündar • Gazi Erçel • Kaya Erdem • Tarkan Erdem • Oktay Ersoy • Prof. Dr. Cumhuriyet Feri • Prof. Dr. Atilla Gönenli • Prof. Dr. Emre Günenç • Doç. Dr. Seyfettin Gürsel • Prof. Dr. Zeyyat Hatiboğlu • Erhan Işıl • Prof. Dr. Haluk A. Kabaaloğlu • Prof. Dr. Müh. Kemal Kafalı • Adnan Başer Kafaçoğlu • Y. Doç. Dr. Ahmet S. Kalın • A. Nazif Keyman • Prof. Dr. Yıldırım Kılıç • Prof. Dr. Tamer Kögel • Kemal Kurdaş • Prof. Dr. Kemal Kurtuluş • Prof. Dr. Erol Manisalı • Prof. Dr. Orhan Morgil • Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu • Ziya Nebioğlu • Ergin Neng • Alp Orçun • Rahmi Önen • Prof. Dr. İsmail Özansal • M. Celâlettin Özgen • Ertan Özgür • Tuncay Özilhan • Selâhattin Özmen • Ertuğrul İhsan Özal • Prof. Dr. Ergun Özsunay • Prof. Dr. Merih Paya • Prof. Dr. Reha Poroy • Prof. Dr. Dündar Sağlam • Halit Soydan • Prof. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş • Osman N. Torun • Fikret M. Tuncer • Nezihtun Tunçsiper • Prof. Dr. Gül G. Turan • Doç. Dr. Şeref Türen • Doç. Dr. T. Güngör Uras • İbrahim Ülkem • Dr. Cüneyt Ülsever • A. Doğan Yalın • Mehmed Tarık Yaşa • Doç. Dr. Göksel Yücel • Prof. Dr. Ahmet Yüksel

Yazı Kurulu

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

Basım - Yayımlar Danışmanı
M. TARIK YAŞA

İdare Müdürü
MUSTAFA BARIŞ

OKURLARA MEKTUP

Sevgili Okurlarımız,

Kurtuluş Savaşımızın muzaffer kumandanı; laik Türkiye Cumhuriyeti'nin kurucusu; büyük önder, devrimci ve devlet adamı Gazi Mustafa Kemal ATATÜRK'ü 57 yıl önce bir «10 Kasım» günü yitirdik. ATATÜRK'ü bir kez daha minnet ve şükranla anıyor, manevi huzurunda saygı ile eğiliyoruz. ATATÜRK'e ve devrimlerine olan bağlılığımızı övünerek belirtiyoruz. Aradan bu kadar yıl geçmesine karşın, ATATÜRK'ün meydana getirdiği yapılarda ve içinde yürüyenlerin yüreğinde manen yaşadığını biliyoruz. Yine de her «10 Kasım»da bir hoş oluyor, ATATÜRK'süz yaşamamızın gönül üzüntüsünü, eski ve yeni kuşaklar olarak duyuyoruz. Bilindiği gibi, Bu Dergi'de gençlerde ekonomik konular işleniyor. Şu hale göre, sözümüzü, yolumuza sürekli ışık tutan ATATÜRK'ün ekonomiye ilişkin görüşlerini özetleyen cümlelerinden oluşan bir bölümle paylaşalım: «Bilirsiniz ki ekonomisi zayıf bir millet fakirlik ve yoksulluktan kurtulamaz, toplumsal ve siyasi felâketlerden yakasını kurtaramaz. Memleketin idaresinde edinilen muvaffakiyet de ekonomide edinilen bilgilerin derecesi ile orantılı olur. Hiçbir medeni devlet yoktur ki, ordu ve donanmasından evvel ekonomisini düşünmüş olmasın. Memleket ve bağımsızlık müdafaası için varlığı gerekli olan bütün kuvvetler ve vasıtalar ekonomik hayatın genişleme ve gelişmesiyle olabilir.»

«Ekonomik Yorumlar» bölümü bu sayıda yer almıyor. Bunun nedeni, yayımlanmak üzere Dergi'ye gönderilen yazıların gene birikmiş olmasıdır. Kimi yazılar uzun süre bekletildiğinde güncelliğini yitiriyor. Gerek bunu önlemek gerek düşünce ve emek ürünü olan değerli çalışmalara yayın olanağı sağlamak amacıyla, bu sayı da sadece yazılara ayrılmış bulunuyor. Gelen yazıların sayısı çok, Dergi'nin sayfaları sınırlı olunca, bu yola başvurmak zorunda kalıyoruz. Dergi'de yer alan yazıların, her zaman olduğu gibi ilginizi çekeceğini ümit ediyoruz. Bu nedenle tümünü okumanızı içtenlikle arzuluyoruz. Bununla beraber, «Uluslararası Sermaye Akışı ve Sıcak Para», inceleme niteliğindeki «Currency Board: Para Arzının Kontrolüne İlişkin Monetarist Bir Yaklaşım» ile «Gümrük Birliği ve Etkileri» başlıklı yazıların okumak için özellikle zaman ayırmanızı salık veriyoruz.

Saygılarımızla...

Ekonomik Göstergeler (iç)

Kasım/1995

	1994	1995			
		Mart	Nisan	Mayıs	Haziran
T.C. MERKEZ BANKASI					
Döviz ve Altın Mevcudu (milyon \$)	8513.0	12681.0	13678.0	13310.0	14716.0
Banknot Miktarı (milyar TL)	120212.3	139186.0	159827.0	170032.0	185084.0
T.C. Merkez Bankası İç Kredileri (milyar TL)	160530.1	164043.0	201752.0	211636.0	118880.0
Hazineye Kısa Vadeli Avans (milyar TL)	122278.0	121503.0	156189.0	165325.0	105803.0
BANKALAR (milyar TL)					
Toplam TL Mevduat	614554.3	738250.1	860297.3	853875.7	925007.0
Ticari Kuruluşlar Mevduatı	108315.1	102283.7	116606.9	119959.8	126388.3
Tasarruf Mevduatı	326651.5	429120.1	481618.1	517907.3	559965.7
Vadesiz Tasarruf Mevduatı	34562.3	38399.6	40221.0	42119.6	46534.8
Vadeli Tasarruf Mevduatı	292089.2	395720.5	441397.1	475689.6	573430.9
Mevduat Sertifikası	4632.9	6263.2	6863.8	7078.8	7491.5
Resmî Kuruluş Mevduatı	19123.7	38329.6	27050.4	39217.9	34690.7
Bankalar Mevduatı	50305.2	63449.1	54735.6	56042.1	69860.2
Diğer Kuruluşlar Mevduatı	105525.9	108806.2	113403.5	119769.5	126635.3
Döviz Tevdiatı	660558.8	771094.2	789105.8	788676.3	605259.4
Toplam Krediler	789853.2	883545.9	929422.7	963329.4	1054668.7
Tanım	120427.7	135965.0	139189.9	141059.2	154714.3
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	92014.5	100409.7	105131.7	109452.9	118492.4
Mesleki (Küçük Esnaf ve Sanatkar)	15227.5	18907.3	21474.0	24230.5	27228.6
Güvenmenkul	46118.3	45273.9	45312.1	45391.4	48966.4
Denizcilik	397.8	410.9	1360.0	1341.0	519.8
Turizm	4916.0	5206.5	5966.2	5835.9	5180.5
Diğer İhtisas Kredileri	308.5	290.4	179.0	380.0	265.4
Ticari, Sınal, Sair	510442.9	577081.3	610811.5	635688.2	699300.9
PARA ARZI (milyar TL)	238981.0	234188.0	281518.0	285671.0	314250.0
FİYATLAR (DİE Toptan Eşya 1987 = 100, Tüketici Fiyatları = 1987 = 100)					
Toptan Eşya Fiyatları İndeksi (Genel)	5196.3	6395.4	6647.6	6759.0	6845.4
Tanım (Genel)	4874.0	6925.1	7245.7	7077.4	6798.7
İmalat Sanayi (Genel)	5287.6	6268.4	6507.7	6698.7	6898.0
Tüketici Fiyatları (Türkiye)	6127.0	7201.8	7665.5	7911.2	8069.9
Tüketici Fiyatları (İstanbul)	5856.8	6812.3	7217.1	7442.4	7620.8
DIŞ ÖDEMELER (milyon \$)					
Dişalım (CIF)	23270.0	6856.1	9836.7	12422.6	15467.8
Dişsatım (FOB)	18106.1	4760.5	6619.7	8121.2	10841.0
İşçil Dövizleri	2627.0	747.0	984.0	1255.0	-

Nollar: (1) TCMB altın ve döviz mevcuduna, altın stokunun yeniden değerlendirilmesinden doğan değer artışı dahildir. (2) TCMB kredilerine, borç tahkimleri (konsolide edilen krediler) dahil değildir. (3) Para arzı (M₁) dar anlamıdır.

Görüşler

Doç. Dr. SUAT OKTAR

Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Öğretim Üyesi

Uluslararası Sermaye Akışı ve Sıcak Para

SON yıllarda uluslararası sermaye piyasalarının globalleşme, men-kulleşme ve daha yüksek düzeyde liberalleşme yönündeki sürece gelişmekte olan ülkelerin de katılması, uluslararası sermaye hareketlerini hızlandırırken, bu ülkelerin piyasalarının da büyümesine yol açmıştır. Özellikle son beş yılda kendisini gösteren çarpıcı büyüme 1995'in ilk yarısında nispeten hız kesmesine karşın, artış eğilimini sürdürmektedir. 1994 sonunda Meksika'da patlak veren ve hızla yayılan finansal krizle durulma süreci yaşayan sermaye piyasaları, yılın ikinci yarısıyla birlikte yeniden hareketlenmeye başlamıştır.

Özellikle yabancı sermaye üzerindeki katı politikaların yumuşatılması ve mevcut sınırlamaların büyük ölçüde kaldırılmasının yanında özelleştirme çalışmalarının hızlanması, geliş-

mekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının büyümesi üzerinde önemli rol oynamıştır ⁽¹⁾ [*]. Gelişmiş ülkelerden bu piyasalara pompalanan fonlar, gelişmekte olan ekonomilerin sıkıntısını ciddi biçimde duydukları kaynak ihtiyacını da önemli ölçüde karşılamıştır. Nitekim, ağır borç yükü altında yaşadıkları 1980'li yıllarda kazandıkları dövizli borç ödemelerine ayırmak zorunda kalan ve bu nedenle de iç ekonomiye kaynak aktaramayan birçok ülke, ekonomik durgunluğu bu fonlarla aşabilmiştir. Diğer bir deyişle, bu fonlar büyümenin finansmanını üstlenmiştir. Örneğin, Meksika borç krizinden sonraki nispi istikrar ve hızlı büyüme sürecini bu fonlarla gerçekleştirebilmiştir.

[*] Dipnotları yazının sonunda yer almaktadır.

I — Gelişen Piyasalara İlişkin Gelişmeler

Günümüzde gelişen (emerging) piyasalar olarak adlandırılan gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasaları arasında homojenite yoktur. Bu piyasalar hem ölçek hem de büyüme trendi itibarıyla birbirlerinden farklıdır. IFC (International Finance Corporation)'nin değerlendirmelerine göre 43 gelişmekte olan ülkenin sermaye piyasası gelişen piyasa olarak kabul edilmektedir ⁽²⁾. Bir bütün olarak bu piyasalara sanayileşmiş ülkelerden ve uluslararası finans çevrelerinden kanallı olan sermaye akışı daha çok 1989 yılından bu yana yoğunlaşma eğilimindedir. Bu piyasalara yıllık net sermaye akışı 1983-90 döneminde 35 milyar dolar iken, 1993'de 159.2 milyar dolara ve 1994'de de 172.9 milyar dolara yükselmiştir. Bu büyüklük, toplam uluslararası sermaye akışının yüzde 50'sine eşittir ⁽³⁾.

Ancak, günümüzde gelişmekte olan piyasalara giren sermayenin kompozisyonu büyük ölçüde değişmiştir. Bugün bu ülkelere giriş yapan sermaye doğrudan yatırımlardan çok, portföy ağırlıklıdır. Doğrudan yatırımlar 1980'li yılların ortalarından itibaren yüksek oranda artış göstermekle birlikte, portföy yatırımlarındaki artış çok daha yüksektir. Bu tür yatırımlardaki artış yıllık olarak ortalama yüzde 10'un üzerindedir ⁽⁴⁾.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımlarının genel toplamı 1989-93 yılları arasında 7 kattan daha fazla bir artış sonucu 55.8 milyar dolara genişlemiştir. Halen portföy yatırımları,

bu ülkelere giren toplam net kaynak akışının üçte birine eşittir. Son yıllarda portföy yatırımlarının bileşimi de değişmiştir. Özellikle, çok sayıda ülkede özelleştirme çalışmalarının hız kazanması ve bu ülkelerin sermaye piyasalarında getiri oranlarının yüksekliği, portföy yatırımları içerisinde hisse senedi yatırımlarını ön plana çıkarmıştır.

Gelişmekte olan ülkelere yapılan hisse senedi yatırımları 1985 yılında 3.5 milyar dolar düzeyinden, dört yıl içinde dörde katlanarak 13.2 milyar dolar düzeyine çıkmıştır. Bu grup içerisinde yer alan ülkelerin bazılarında hisse senedi yatırımları nispeten küçük miktarda kalmakla birlikte, bazılarında ise en önemli dış finansman kaynağı durumundadır. Örneğin, hisse senedi yatırımları 1991 ve 1992 yıllarında Meksika'nın toplam net dış finansmanının üçte birini oluşturmuştur ⁽⁵⁾.

Çoğu gelişmekte olan ülke için uluslararası tahvil piyasaları henüz yabancı olmakla birlikte, bu gruba giren ülkelerin büyük bir bölümünün bu piyasalarda boy göstermesi özellikle son birkaç yılda hız kazanmıştır. Nitekim 1993'de bir bütün olarak gelişmekte olan ülkeler uluslararası finans piyasalarında 84 milyar dolar değerinde tahvil satmışlardır. Oysa, 1990 yılındaki tahvil satışlarının parasal büyüklüğü 28 milyar doları ancak aşabilmiştir ⁽⁶⁾.

Gelişmiş ülkelere yönelen sermaye akışı genel olarak Latin Amerika'yı tercih etmektedir. Nitekim borç krizinin yaşandığı 1980'li yılların sonunda bölgeye net sermaye girişi 8

milyar dolar (ki bunun hemen hemen tamamını resmi krediler oluşturuyordu) düzeyindeyken; bu büyüklük 1990'da 18 milyar dolara, 1991'de 40 milyar dolara, 1992'de 50 milyar dolara ve 1993'de de 55 milyar dolara genişlemiştir. Bu büyüklük bölgenin toplam GSMH'sinin yüzde 5'ine eşittir ⁽⁷⁾. 1980'li yılların başında birçok Latin Amerika ülkesinin sermaye piyasasında kapitalizasyon hacmi bu ülkelerin GSYİH'sinin ancak yüzde 5'ine eşitken, bu oran şimdi yüzde 50 ile 100 arasında bir büyüklüğe denk düşmektedir. Bölgenin dört büyük sermaye piyasasının (Meksika, Brezilya, Şili ve Arjantin) günlük işlem hacmi 1990 yılında 75 milyon dolarken, 1993 yılında 175 milyar dolara yükselmiştir ⁽⁸⁾.

Yine birçok Asya ülkesinde de benzeri bir durum söz konusudur. Nitekim 1990 yılından önce Asya'da sadece Singapur ve Hong Kong gibi eski birkaç İngiliz kolonisinin sermaye piyasasının gelişmişliğinden söz etmek mümkünken; bugün Tayland, Tayvan ve Filipinler gibi birçok ülkenin sermaye piyasaları gerek işlem hacmi gerekse getiri oranı itibariyle çok çarpıcı bir performans göstermektedir. Bu ikinci grup ülkelerin sermaye piyasalarında yıllık kapitalizasyon hacmi ülke GSYİH'sinin yüzde 100'üne yaklaşacak kadar yüksektir ⁽⁹⁾. Buna karşılık, sermaye piyasaları daha gelişmiş ülkelerde bu oran üçe hatta dörde katlanmaktadır. Nitekim kapitalizasyon hacminin GSYİH'ya oranı Singapur'da yüzde 226, Malezya'da yüzde 298 ve Hong Kong'da yüzde 298'dir ⁽¹⁰⁾.

Son yıllarda gelişen piyasalarda kapitalizasyon artışı gelişmiş piyasala-

rın çok üzerindedir. Gelişmiş sermaye piyasalarında kapitalizasyon hacmindeki artış yüzde 13.5 iken, gelişen piyasalarda yüzde 28'dir. Bu artış genel olarak üç faktörden kaynaklanmaktadır. Bunlar, hisse senedi ihracı yapan firma sayısının hızla çoğalması, hisse senedi ihracının artması ve fiyatların katlanmasıdır. 1983'de gelişen piyasalarda hisse senedi ihracına giden firma sayısı 7 binin altındayken, 1992'de 13 binin üzerine çıkmıştır. Yine IFC'nin gelişen piyasalara ilişkin fiyat endeksi 1984-92 yılları arasında yıllık ortalama yüzde 13 oranında artmıştır ⁽¹¹⁾.

Gelişen piyasalarda getiri oranları gelişmiş piyasalara oranla oldukça yüksektir. Bu, yabancı yatırımcıların ilgisini artıran ve buna bağlı olarak bu piyasaların gelişmesini hızlandıran faktörlerin başında gelmektedir. IFC'nin verilerine göre Latin Amerika'da her yatırılan ABD Doları'nın yıllık getirisi 1989-93 yılları arasındaki dönemde yüzde 38.88 olarak gerçekleşmiştir ⁽¹²⁾.

II — Gelişen Piyasaların Önündeki Engeller

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının liberal ekonomik reformlar çerçevesinde yapılandırılması, bu piyasaları uluslararası yatırımcıların ilgi odağı haline getirmiştir. Ancak bu piyasaların yeni düzenlemeler sonucu dışa açılmaları gerçekleştirilmiş olmakla birlikte, yasal ve kurumsal yetersizliklerin hâlâ devam etmesi, daha hızlı bir gelişmenin önünü kesmektedir. Gerçekten bu durum, piyasaya girecek yatırımcı sayısı-

nın artmasını engellediği gibi; bundan da önemlisi, sermaye arzını ve sermaye birikim hızını sınırlamaktadır.

Gelişen piyasalarda yabancı yatırımcıların karşı karşıya kaldıkları engelleri genel olarak doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki grupta toplamak mümkündür. Doğrudan engeller de kendi aralarında iki gruba ayrılmaktadır. Birinci grupta yer alan doğrudan engeller yabancı mülkiyetle ilgilidir. Belirli sektörlerin yabancı yatırımcılara kapalı olması ya da doğrudan hisse senedi mülkiyeti üzerine bazı sınırlamaların getirilmesi, bu grup içerisinde belirtilebilir. İkinci grup doğrudan engellere ise yatırımı etkileyen sermaye kontrolları, dividendların ve sermayenin kendi ülkesine geri dönüşüyle ilgili kısıtlamalar örnek olarak verilebilir. Bazı ülkelerde kâr transferi üzerinde minimum yatırım dönemi gibi doğrudan sınırlamalar söz konusudur. Dividend ve sermaye kazançları üzerine yürütülen vergiler doğrudan engeller arasındadır. Kimi ülkelerde yabancı sermayenin girişine ilişkin katı hükümler hâlâ geçerliliğini korumaktadır. Nitekim Nijerya ve Zimbabve gibi ülkeler yabancı yatırımcılara kapılarını kapatmışlardır.

Bununla birlikte, yabancı sermaye ile ilgili katı hükümler ve sınırlamalar giderek gevşemekte ya da yeni düzenlemeler sonucunda mevcut statü bütünüyle değiştirilmektedir. Bu süreç özellikle 1990 yılından itibaren iyiden iyiye ivme kazanmıştır. Örneğin, son yıllarda Kolombiya, Hindistan, Kore ve Tayvan'da yabancı sermaye üzerindeki tüm sınırlamalar kaldırılmıştır.

Yatırımları düzenleyen ve yatırım-

cıya bilgi akışını sağlayan mekanizmanın varlığına ilişkin sınırlamalar dolaylı engelleri oluşturur. Yabancı yatırımcı için sermaye piyasası ile ilgili bilgilerin anında ve eksiksiz edinilebilmesi büyük önem taşır. Yabancı yatırımcı sadece sermaye piyasasını değil, aynı zamanda yatırımın yapılacağı firmaların finansal ve ekonomik durumunu da yakından izlemek ister. Oysa, yeni gelişen piyasalarda bazı istisnaların dışında bilgi akışı oldukça zayıftır. Üstelik, kayıt standartları da yetersizdir. Tüm bu etkenler, uluslararası yatırımcıların yatırım kararlarını olumsuz yönde etkiler ve caydırıcı rol oynar.

Yukarıda belirtilen engellere bir diğer önemli engel olarak, yatırım yapılacak ülkenin riski de eklenebilir. Ülkede politik istikrarsızlığın varlığı, ekonomik politikaların üzerindeki kararsızlık, yanlış politikaların seçimi ve uygulanması, geleceğe ilişkin belirsizlik ve ülke parasının değerindeki dalgalanma ülke riskini belirlemektedir. Bu faktörlerden herhangi birinin varlığı durumunda, ülke, riskli olarak kabul edilmekte; dolayısıyla yatırımcıların yatırım arzusu olumsuz yönde etkilenmektedir.

Yatırım engelleri genel olarak ülkede uygulanan iç politikaların doğrudan fonksiyonu olarak kendisini gösterir. Ülke riskinin en önemli göstergesi hiç kuşkusuz politik istikrarsızlığı yansıtan politik risktir. Politik riskin dolaylı ölçüsü ülkenin ticari borcunun ikincil piyasalardaki fiyatıdır. Bu konuda elde bulunan veriler tüm gelişmekte olan ülkeleri açıklayacak kadar yeterli değildir. Bununla birlikte, bazı ülkelerle ilgili verilerdeki gelişmeler politik riske açıklık kazandırılabilir. Örne-

ğın, 1989'da Şili'nin 1 dolarlık borcu 60.5 sentten ve Meksika'nın borcu da 39.7 sentten el değiştirirken, 1992 sonunda aynı borç sırasıyla 89.7 sent ve 64.3 sentten işlem görmüştür. Bu gelişme, her iki ülkenin de üç yıl içerisinde uluslararası finans piyasalarında güvenilirliğinin arttığını ve yatırımcı için riskli ülke olmaktan çıktıklarını göstermektedir.

Öte yandan, çeşitli finans kuruluşlarınca verilen kredi notu, politik riskin bir diğer önemli ölçüsüdür. Üstelik bu ölçü, daha doğrudan olması nedeniyle de somut bir göstergedir. Son yıllarda gelişmekte olan ülkelerin kredi notunda önemli bir değişme olmakla birlikte, bazı ülkelerde belirgin bir düzelmeye gerçeğe geçtiği görülmektedir. Nitekim Şili'nin kredi notu 1986'da 25.1'den 1992'de 45.9'a, Meksika'nın kredi notu ise aynı yıllar için 30.8'den 42.6'ya yükselmiştir. Gelişen piyasalar içerisinde en yüksek kredi notu 1992 yılı itibarıyla 77.5 ile Tayvan'a aittir ⁽¹³⁾.

III — Sıcak Para Girişi ve Yaratıldığı Etkiler

Gelişen sermaye piyasaları gelişmiş sermaye piyasalarına oranla çok daha yüksek getiri sağlamakla birlikte, potansiyel olarak risk özelliğini taşırlar. Bu durum özellikle, ekonomide istikrar sağlayamayan ve bu nedenle de sık sık «dur kalk» politikalarını uygulamak durumunda kalan ülkelere çok daha büyüktür. Zira, duyarlılık derecesi yüksek spekülasyon sermaye, böyle bir konjonktür karşısında hızla ülkeden kaçma yoluna gitmektedir. Çünkü, spekülasyon sermaye yüksek ge-

tiri peşinde koşmakta, kısa vadeli olması itibarıyla istikrar aramakta; ancak, ekonomide dengelerin bozulması durumunda, hızla vatanına dönüş yapmaktadır.

1994 yılı sonunda patlak veren ve kısa zamanda tüm uluslararası sermaye piyasalarını etkileyen Meksika'nın finansal krizi bu duruma somut örnektir ⁽¹⁴⁾. Etkisini özellikle Latin Amerika sermaye piyasalarında gösteren bu kriz, ABD Hazinesi'nin ve IMF'nin müdahalesiyle atlatılabilmektedir. Ancak, krizin uzun süre devam etmesi, bu piyasalara olan güveni ciddi biçimde sarsmıştır ⁽¹⁵⁾. Güvenin yeniden sağlanması ise zaman içinde mümkün olmaktadır. Nitekim, söz konusu piyasalar aradan altı ay geçtikten sonra şimdi şimdi toparlanmaktadır. Birçok uzmanla göre, halen bu piyasalar yatırımcının gözdesi olma özelliğini korumaya devam etmektedir. Yüksek getiri devam ettikçe de, sermaye, bu piyasalara akacağına benzer.

Ancak, bu iyimser görüşü paylaşanların yanında, karamsar olanların sayısı hiç de az değildir. Karamsar görüşten yana olanlara göre, Meksika krizi etkisini salt bu ülkede değil, tüm gelişen piyasalar üzerinde göstermiştir. Bu nedenle, bu piyasalara dönük yatırımlarda, yatırımcılar için getiriden çok, risk faktörü önem kazanmıştır. Sıcak para geldiği ülke için önemli bir finansman kaynağı olmakla birlikte, süreklilik göstermez. Çünkü her şeyden önce kısa vadeli. Bu nedenle de güvenilmezdir ⁽¹⁶⁾.

Ne var ki, ülke ekonomileri sıcak para girişini pek sevmeseler de, yarattığı sonuçlardan dolayı memnun ol-

dukları söylenebilir. Özellikle kamu kesimi finansman açığının büyük olduğu ülkelerde, bu açığın iç borçlanma yoluyla kapatılmasına gidilmesi faiz hadlerini yükseltir; bu da yabancıların o ülkeye yönelik portföy yatırımlarını özendirir. Sıcak para trafiği hızlanır. Kur riskinin düşük olduğu bu aşama, portföy yatırımcısı için saadet zincirinin en mutlu halkasını oluşturur ⁽¹⁷⁾.

Döviz rezervlerinin yükselmesi ve yerli paranın değerlendirilmesi sonucu enflasyonu düşürmek mümkün olur. Bu gelişme merkez bankaları için sevindiricidir. Çünkü, dış borç ödeme yükümlülükleri zamanında yerine getirilerek, ödeme takviminde olası gecikmelerin önüne geçilir. Sonuçta, ekonomide yapay bir refah ve genişleme yaratmak olanaklı olur. Ancak bu durum, kısa dönemle sınırlıdır. Yabancı para birimleri karşısında değer kazanmış olan ulusal para, ihracatın gerilemesi ve ithalatın artması sonucunu yaratarak cari işlemlerin açık vermesine yol açar. Cari işlemlerin ve buradan ödemeler dengesinin bozulması, devalüasyon olasılığı yaratır ve beklentileri bu yönde yaygınlaştırır. Sermaye akımlarındaki hızlı artışın, gelişen ülkelerde derinliği olmayan sermaye piyasaları üzerindeki baskıları daha da yaygınlaştırmasıyla risk faktörü ortaya çıkar. Bu kez süreç tersine işlemeye başlar. Nitekim, sıcak para geri dönerken, ülkede finansman sorunu yeniden gündeme gelir. Kısa zamanda ekonomide bir daralma, ardından durgunluk baş gösterir. Bu süreç âdeta fasit bir dairedir.

Bu gerçeğe karşın, özellikle, düşük tasarruf ve yatırım cenderesine sıkışıp kalmış ülkeler, yaşadıkları soru-

nu sıcak para girişleriyle aşmaya çalışmaktadırlar. Ancak, bu ülkelerde iç dengelerin hassas olması ve dış şoklardan, ekonomilerinin güçsüzlüğünden dolayı kolayca etkilenme durumu, krizleri başlatan bir rol oynamaktadır. Ülkeler arasında hızla dolaşan uluslararası sermaye, yüksek getiri peşinde koştuğundan, her an, bu olanağı en fazla bulabileceği yöne kaymanın çabasıdadır. Bu bakımdan böyle bir paranın istikrarı ve devamlılığı yoktur. Buna göre, sıcak para olayı yatırımın yapılacağı ülkeye kısa vadeli çözüm getirir. Süreç tersine döndüğünde ise, maliyet büyük olur ve bedeli de ağır ödenir.

Bu nedenle, gelişmekte olan ülkeler sıcak paradan çok, ülkenin üretim ve istihdam kapasitesini doğrudan genişletecek yabancı sermayenin yanına olmalıdırlar. Çünkü bu tür bir sermayenin ekonomiye kazandıracakları çok daha fazladır. Öncelikle yatırım ve döviz yetersizliğini aşmak ve artış yönünde süreklilik sağlamak mümkün olur. Ayrıca, yabancı sermayenin getireceği gelişmiş teknolojiyen yararlanmanın olanakları da söz konusudur. Ancak, burada maksimum yarar sağlamanın, ekonomik ve politik istikrardan geçtiği unutulmamalıdır.

DİPNOTLARI

(1) Bu piyasaların büyümesi üzerinde rol oynayan faktörlerle ilgili olarak geniş bilgi için bkz.: Suat Oktar; «Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Piyasalarının Büyümesi», Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl 31, (Mayıs, 1994), s. 37 - 42.

(2) Philip Moore; «Guide To World Equities 1993», Euromoney, World Equity Markets, 1993, s. 2.

(3) Peter Martin; «Volatility is the price of growth», Financial Times, (Semtember 11, 1995), s. 22.

(4) Pedro-Pablo Kuczynski; «Why Emerging Markets?», Columbia Journal of World Business, Vol. XXIX, No. 2, (Summer 1994), s. 12.

(5) Stijn Claessens; «The Emergence of Equity Investment in Developing Countries: Overview», The World Bank Economic Review, Vol. 9, No. 1, (January 1995), s. 3.

(6) David D. Hale; «Stock Markets in the New World Order», Columbia Journal of World Business, Vol. XXIX, No. 2, (Summer 1994), s. 23.

(7) Pedro-Pablo Kuczynski; a.g.m., s. 11.

(8) Pedro-Pablo Kuczynski; a.g.m., s. 11 - 12.

(9) David D. Hale; a.g.m., s. 15.

(10) Lillia C. Clemente; «Investing in Asia's Emerging Equity Markets», Columbia Journal of World Business, Vol. XXIX, No. 2, (Summer 1994), s. 96.

(11) Jack D. Glen ve Brian Pinto; «Emerging Capital Markets and Corporate Finance», Columbia Journal of World Business, Vol. XXIX, No. 2, (Summer 1994), s. 33.

(12) Stijn Claessens; a.g.m., s. 5.

(13) Geert Bekaert; «Market Integration and Investment Barriers in Emerging Equity Markets», The World Bank Economic Review, Vol. 9, No. 1, (January 1995), s. 99.

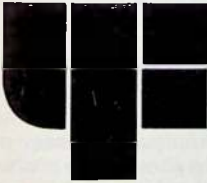
(14) Bu krizin gelişimiyle ve yarattığı etkilerle ilgili olarak geniş bilgi için bkz.: Suat Oktar; «Meksika'da Finansal Kriz», Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl 32, Sayı 4, (Nisan 1995), s. 5 - 8.

(15) Richard Lapper; «Investors search for better returns as outlook brightens», Financial Times, (Thursday June 1, 1995), s. 1.

(16) Stijn Claessens, Michael P. Dooley ve Andrew Warner; «Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?», The World Bank Economic Review, Vol. 9, No. 1, (January 1995), s. 153.

(17) Reşat Kayalı; «Sıcak Para», Power, (Mayıs 1995), s. 130.

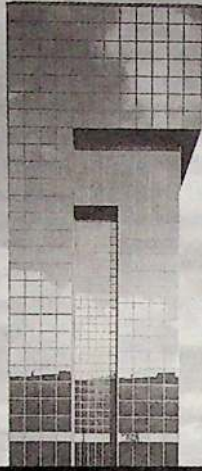
13 Büyük Bankanın Ortak Kuruluşu



YATIRIM FİNANSMAN A.Ş.

«Danışmadan Karar Vermeyiniz»

Gn. Md. Tel: (212) 275 44 80 (40 Hat) Fax : 272 44 48
Ankara Şube Tel: (312) 417 30 46 (11 Hat) Fax : 417 30 52
İzmir Şube Tel: (232) 441 80 72 (8 Hat) Fax : 441 80 94



Bize güven veriyorsunuz!

Tütünbank, size güvendiğiniz hizmetler sunar.

Onun için Tütünbank'ın

hizmetlerini



seçiyorsunuz.

Tütünbank'a

güveniyorsunuz.

Hizmetlerimizin

karşılığını

güveninizle alıyoruz. Tam 70 yıldır.

İşte, sizdeki bu güven duygusudur bizi

yücelten; bize güven veren.

Büyüten...



tütünbank

"İlkemiz, Güven Ve Dostluk"

Sermaye Piyasası

Doç. Dr. MEHMET BOLAK

İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Fakültesi Öğretim Üyesi

Seçim Ekonomisi Başlıyor

SON zamanlarda alışlageldiği üzere, Ekim ayında da gerek siyaset sahnesinde, gerekse borsada son derece hareketli günler yaşanmıştır. Eylül ayı sonunda DYP – CHP koalisyonunun sona ermesinden sonra başlayan siyasi hareketlilik, DYP'nin azınlık hükümetinin Cumhurbaşkanı'ndan onay almasıyla durulur gibi olmuştu. Ancak, mecliste yapılan güvenoylamasında azınlık hükümetinin açık farkla mağlubiyete uğraması, yeniden hesapları karıştırmıştır. Güvenoylamasını takibeden pazartesi günü borsada büyük bir çöküş beklenirken, seans önce düşük açılmış, sonra beklenmedik şekilde bir yükseliş meydana olmuştur. Bu sürpriz gelişmenin ardındaki nedenin, CHP ile DYP arasında esmeye başlayan yeni bir yakınlaşma havası olduğu kısa sürede anlaşılmıştır. Birkaç hafta önce ipleri koparmış olan CHP genel başkanı Deniz Baykal ile DYP genel başkanı Tansu Çiller arasında, bu kez Deniz Baykal'ın önerilerine daha fazla öncelik verecek şekilde bir diyalogun başlamış olması borsa tarafından da olumlu tepkilerle karşılanmıştır. Kurduğu azınlık hükümetinin meclisten güvenoyu alamaması üzerine meclise en kısa zamanda seçim önerisi getiren ve diğer partilere meydan okuyan Tansu Çiller'in, Deniz Baykal'la görüşmeleri de bu temele oturmuş, iki lider seçim hükümeti kurmak ve 24 Aralık'ta erken seçime gitmek ana prensibi çerçevesinde görüşmelerini sürdürmeye başlamışlardır. Bu arada Deniz Baykal, koalisyonun gerçekleşmesini; seçim yasasının oluşturulmasına, ünlü 8. maddede gerekli değişiklik ile işçi ve memurların durumunda iyileştirmeler yapılmasına bağlamış ve uzun zamandır halledilemeyen bu sorunlar, hiç alışılmadık biçimde çok kısa süre içinde ardı ardına çözüme ulaşmıştır. Atılan adımların, Gümrük Birliği kapısındaki Türkiye'nin şansını da artırdığı görüşü hâkimdir. Hazırlanan yeni seçim kanunu hakkında tereddütleri bulunsa da, kendilerine seçimden kaçtı yakıştırmasının yapılmasından çekinen ya da gerçekten seçimden kazançlı çıkacaklarına inanan diğer partiler de 24 Aralık'taki seçimi kabullenmek durumunda kalmışlardır.

Erken seçim kararı, Nisan veya Haziran'da yapılacak bir seçime göre daha az tahripkâr ve belirsizlikleri daha çabuk ortadan kaldıracak bir seçenek olarak görül-

düğünden, piyasalar tarafından da olumlu karşılanmış, borsanın yönünü yukarıya çevirmiştir. Bununla birlikte önümüzdeki günlerde seçim ekonomisi uygulamalarının etkilerini hissetmeye başlamanız kaçınılmaz olacaktır. Şimdiden kamu işçilerinin zam talepleri kabul edilmiş, memura Kasım ayından geçerli olmak üzere zam yapılacağı müjdesi verilmiş, emeklilerin de durumunun iyileştirileceği vurgulanmıştır. En kısa sürede çiftçilere ve diğer kesimlere yönelik kararların da alınacağı, ardından da kamu ürünlerine yapılacak zamlarla enflasyon oranlarının yükselişe geçeceği kuşkusuzdur. Piyasada para arzının artması sonucu borsaya akacak fonların da artış göstereceği beklenmektedir.

Ekim ayında borsanın yükselişinde, dokuz aylık bilanço beklentileri de etkili olmuş, bilanço beklentisi yüksek olan hisselerde önemli artışlar gözlenmiştir. Ayın son günlerinde gelen kâr realizasyonu amaçlı satışlara rağmen, Ekim ayında Borsa Bileşik İndeksi % 13.04 oranında artış göstererek «27 Ekim 1995, Cuma» günü kapanış fiyatları itibariyle 47.145,87 puana ulaşmıştır. İşlem hacminde de önemli oranda sıçrama gözlenmiş, günlük işlem hacmi yeniden 15-20 trilyon lira arasındadır. Dolaşmaya başlamıştır. Hatta 17 Ekim günü gerçekleşen 23 trilyon 636 milyar liralık işlem hacmi, 21 Nisan günü ulaşılan maksimum değerden sonra en yüksek ikinci işlem hacmi olmuştur.

Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi İndeksi'ndeki artış oranı da Ekim ayında % 16.09 olmuş, yine «27 Ekim 1995, Cuma» günkü kapanış fiyatları itibariyle in-

TABLO 1
Ekim Ayının En Başarılı Hisseleri

Dergi İndeksinde Yer Alan	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
İş Bankası (B)	106.90	Aktaş Elek	256.38
Teletaş	75.00	Usaş	78.13
Anadolu Cam	60.92	Aygaz	60.42
Hektaş	56.72	Emsan Beşyıldız	57.14
Çukurova El.	47.27	Net Turizm	42.42
Çelik Halat	46.55	THY	41.51
Pınar Süt	45.16	Trakya Cam	35.19
Yapı Kredi B.	38.46	Tuborg	33.33
Güney Bira	37.50	Garanti B.	32.39
Çimsa	32.69	Maret	29.79

TABLO 2
Eylül Ayının En Kötü Hisseleri

Dergi İndeksinde Yer Alan	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
Döktaş	-2.11	Finansbank	-21.33
İzdaş	-2.08	Transtürk Hol.	-15.00
Ege Bira	0	Adana (A)	-13.10
T.D. Döküm	0	Net Holding	-10.53
Yasaş	0	Uşak Ser.	-10.47
Marshall	1.82	Denizli Cam	-10.34
Erdemir	3.33	Adana (C)	-6.44
Koç Yatırım	3.57	Emek Sig.	-5.55
İzocam	5.80	Netaş	-5.26

deks değeri yeniden 100.000'in üzerine çıkarak 114.393,38 puana ulaşmıştır. Dergi indeksi kapsamındaki hisselerden sadece ikisinin fiyatı ay içinde gerilerken, üçünün fiyatı aynı kalmış, 35 hissenin fiyatı ise Eylül ayı sonuna göre artış göstermiştir. Dergi indeksi kapsamında yer alan ve almayan hisseler arasında Ekim ayının en iyi ve en kötülerinin dökümü Tablo 1 ile Tablo 2'de verilmiştir. Ekim ayını çok düşük bir verimle kapatmış olan bazı hisseler de kötüler arasında yer verilmiştir. Türkiye Elektrik Kurumu ile olan mahkemesi lehine sonuçlanan ve önemli miktarda alacak hakkı elde eden Aktaş Elektrikte olağanüstü bir fiyat artışı gözlenmiş, bu hisseler yatırımcılarına bir ay içinde % 256.38 kazanç sağlamışlardır. Söz konusu hisselerin 335.000 TL fiyatla kapanmış olmalarına karşın, ay içinde fiyatlarının 500.000 liranın da hayli üzerine çıkmış olduğu gözönüne alındığında, % 500'ün üzerinde kazanç sağlamış yatırımcıların varlığından söz etmek mümkündür. Ayın en iyi ikinci yatırımı olan İş Bankası B tertibi hisselerin de 120.000 TL'ye ulaştıktan sonra 90.000 TL'ye gerilemiş olduklarını belirtmekte yarar vardır. Önümüzdeki günlerde çok iyi bilançolar açıklayacak başka bazı şirketlerin hisselerinde de buna benzer şekilde çok keskin fiyat hareketlerinin oluşması muhtemeldir.

Şirket Haberleri

Yaz aylarında yoğun biçimde gözlenen sermaye artırımlarından sonra, Ekim ayında da şirketlerin sermaye artırımı işlemleri devam etmiştir. Tablo 3'de Ekim ayında sermaye artırımını gerçekleştiren 7 şirket listelenmiştir. Tabloda yer alan şirketlere ilave olarak, Edip İplik ve Facto Finans'ta, daha önce rüşçan hakları kullanılmış olan hisselerin bedelsizleri Ekim ayı içinde dağıtılmıştır.

TABLO 3
Ekim Ayında Sermaye Artırımları (Milyon TL)

Şirket	Eski Ser.	Bedelli	%	Bedelsiz	%	Yeni Ser.
Adana Çim.	383.685	383.685	100.00	153.474	40.00	920.844
Alarko San.	100.000	129.000	129.00	71.000	71.00	300.000
Anadolu Sig.	375.000	150.000	40.00	225.000	60.00	750.000
Dardanel	32.000	120.734	377.29	839.266	2.622.71	992.000
Duran Of.	11.200	49.600	442.86	39.200	350.00	100.000
Finansbank	1.500.000	—	—	500.000	33.33	2.000.000
Marmaris M.O.	120.000	140.000	116.67	140.000	116.67	400.000

Ekim ayında kayıtlı sermaye sistemine geçen veya kayıtlı sermaye tavanı artırım talepleri kabul eden şirketlerin listesi de Tablo 4'de yer almaktadır.

TABLO 4
Ekim Ayında Kayıtlı Sermaye Tavanı Artırımları (Milyon TL)

Şirket	Eski Kay. Ser. Tav.	Yeni Kay. Ser. Tav.
Bağfaş	200.000	2.000.000
Ç.B.S.	0	1.000.000
Emek Sig.	300.000	1.500.000
İnterna	100.000	1.000.000

Ekim ayında halka açılarak borsada işlem görmeye başlayan şirketler de Tablo 5'de görülmektedir. Yatırım ortaklıklarına olan ilgi, borsada yatırım ortaklıkları-

nın sayısının hızla artmasına neden olmaktadır. Daha önce borsada işlem gören, Atlas, Atlantis, Bumerang, Evren, Global, Mustafa Yılmaz ve Vakıf Yatırım Ortaklıklarına ilave olan iki yeni şirketle, yatırım ortaklıklarının sayısı 9'a çıkmıştır. Çok kısa sürede İş Bankası Yatırım Ortaklığının halka arzıyla bu sayı 10'a yükselecektir.

TABLO 5
Ekim Ayında Halka Arzlar

Şirket	Borsada İlk İşlem	Baz Fiyat
Adana (B)	9.10.1995	18.000
Demir Yat. Ort.	23.10.1995	1.000
Yapı Kredi Yat. Or.	23.10.1995	1.000

Dokuz Aylık Kârlar

Dokuz aylık bilanço ve gelir tablolarının borsaya gönderilmesi için son gün olan 27 Ekim gününe kadar, şirketlerin büyük çoğunluğunun bilgileri borsaya ulaşmıştır. Genellikle şirketlerin son ana kadar bekledikleri anlaşılmaktadır. Nitekim şirketlerin küçük bir azınlığı hariç hemen hepsinin mali tablolarını borsaya göndermek için 27 Ekim gününü seçtikleri gözlenmiştir. Elimize ulaşan verilerden faydalananarak, Tablo 6'da şirketlerin 1994 ve 1995 yılı dokuz aylık kârları verilmiştir.

Tablodan anlaşıldığı gibi, analizlerimize baz teşkil eden 100 şirketten Türk Hava Yolları ve Siemens'e ait mali tablolar henüz açıklanmamıştır. Ancak, bilindiği gibi, yıllardan beri sürekli zarar açıklayan THY, bu yılın ilk altı ayında kâr açıklamış olup, dokuz aylık dönemde de kâr elde edeceği beklenmektedir. Tabloda yer alan şirketlerden, yılın ilk dokuz ayını zararlar kapatanların sayısı yalnızca 3'tür. Yıllardır zarar eden kuruluşlardan biri olan Tüpraş, geçen sene dokuz ayda elde ettiği zararı bu yıl biraz azaltırken, Emsan Beşyıldız ve Tofaş Oto Ticaret geçen yılın aynı dönemini kârla kapattıkları halde, bu yıl zarar eden şirketler olmuşlardır. Tüpraş haricinde, 1994 yılı dokuz aylık dönemini zararlar kapatan 10 şirket, bu sene aynı dönemde kâr elde etmeyi başarmışlardır. Zarardan kâra geçen şirketlerin yanında, % 400'ün üzerinde kâr artışı sağlamayı başaran 8 şirket, Aktaş Elektrik (% 3017.33), Erdemir (% 2738.87), Petkim (% 1722.23), Net Turizm (% 1301.91), Sifaş (% 1163.70), Otosan (% 519.97), Olmuksa (% 495.89) ve Milliyet (% 490.67) şeklinde sıralanmışlardır. Erdemir ve Petkim gibi iki kamu devinin göstermiş oldukları yüksek performans özellikle dikkat çekicidir. Geçmiş döneme göre yüksek kâr artışı sağlayan şirketlerin hisselerinin yatırımcılar tarafından borsada rağbet gördüklerini hatırlatmakta yarar vardır.

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

Aylar	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Ocak	493.05	1711.69	714.75	6793.38	8224.39	12953.90	10382.15	46499.72	66641.02
Şubat	658.37	1465.45	822.11	7402.13	10950.59	9572.27	14056.56	43685.74	72135.19
Mart	619.21	1351.48	923.62	6957.24	9793.56	11006.98	13455.69	36336.97	94874.84
Nisan	613.09	917.93	1009.89	7054.56	8814.38	10128.12	20399.46	37260.41	109201.43
Mayıs	833.54	1005.71	1334.72	8438.48	7932.99	9067.92	21856.16	40688.45	112502.77
Haziran	1050.91	924.97	1745.24	7573.16	8275.36	12297.79	26303.88	52300.27	116528.07
Temmuz	1709.16	927.28	1554.78	10664.47	7533.47	11754.44	24501.68	59216.98	128087.60
Ağustos	2290.94	816.29	1716.64	10166.14	7950.10	11314.53	27193.90	69147.24	110555.47
Eylül	2015.20	881.71	2673.32	10907.66	6913.60	10310.15	33729.97	68630.14	98538.52
Ekim	1548.75	734.01	3486.07	10596.87	6835.47	9077.97	34444.97	66413.15	114393.38
Kasım	1374.18	777.53	3241.70	6955.17	10214.39	9344.20	44519.48	74373.54	
Aralık	1202.28	722.21	4940.99	6750.24	11048.39	9744.28	51099.56	71525.29	

TABLO 6
Şirketlerin 9 Aylık Kârları (Milyon TL)

ŞİRKET	95/9	94/9	ŞİRKET	95/9	94/9
AKAL TEKS	305.829	205.359	KARTONSAN	1.503.859	451.217
AKÇİMENTO	307.441	351.284	KAV	192.991	69.405
AKSA	1.854.936	1.584.498	KEPEZ ELEK.	282.058	(158.915)
AKSU	303.115	197.318	KREVİTAŞ	178.822	47.081
AKTAŞ ELEK.	754.114	24.191	KOÇ. HOL.	2.580.420	2.410.562
AKTİF FİN.	140.839	103.113	KOÇ. YAT.	202.231	292.795
ALARKO HOL.	294.364	223.591	KONYA ÇİM.	102.220	197.222
ALARKO SAN.	613.671	207.657	KORDSA	879.299	307.141
ALTINYILDIZ	450.577	140.243	KÜTAHYA P.	160.570	125.903
ANADOLU C.	202.075	158.252	MAKİNA T.	23.914	12.161
ANADOLU SİG.	402.732	195.469	MARDİN ÇİM.	372.316	244.776
ARÇELİK	1.805.360	537.000	MARET	116.277	33.845
AŞELSAN	521.513	156.611	MARSHALL	366.991	222.720
ATLAS Y.O.	116.228	203.224	METAŞ	6.342	283.482
AYGAZ	923.386	238.030	MİGROS	423.529	219.354
BAĞFAŞ	332.810	188.172	MİLLİYET	119.369	20.209
BOLU ÇİM.	373.044	191.685	NETAŞ	2.362.966	1.612.843
BORUSAN	815.219	405.830	NET HOLD.	142.678	82.472
BRİSA	1.595.940	439.534	NET TURİZM	311.630	22.229
BURSA ÇİM.	548.771	360.112	NİĞDE ÇİM.	145.785	134.453
ÇELİK HAL.	93.399	25.792	OLMUĞSA	455.876	76.504
ÇİMENTAŞ	722.337	612.294	OTOSAN	1.255.069	202.440
ÇİMSA	746.366	446.502	PETKİM	16.457.652	903.161
ÇUKUROVA	846.610	(510.693)	PETROL OF.	3.377.786	2.764.097
DARDANEL	160.885	86.470	PINAR ET	110.479	69.599
DENİZLİ C.	121.266	103.623	PINAR SÜT	107.090	(45.477)
DEVA HOL.	190.365	(78.824)	RAKS ELEKTR.	612.483	149.756
DÖKTAŞ	208.463	127.076	SABAH YAY.	405.934	87.572
ECZ. İLAÇ	330.947	(213.530)	SARKUYSAN	731.300	318.409
ECZ. YAT.	132.232	91.127	SİFAŞ	271.366	21.474
EGE BİRA	1.457.933	821.188	TAT KONS.	942.363	434.872
EGE GÜBRE	69.317	56.605	TELETAŞ	271.584	(52.004)
EGE SERAMİK	249.244	447.636	TİRE KUTSAN	597.092	208.698
EĞEPLAST	239.198	71.948	TOF. OTO. FAB.	2.467.594	4.377.822
EMEK SİG.	101.156	60.384	TOF. OTO. TIC.	(76.793)	7.079
EMSAN 5*	(41.942)	21.515	TRAKYA CAM	2.003.496	661.303
ERC. BİRA	1.253.061	555.158	TRANSÜRK H.	10.154	46.641
ERDEMİR	8.586.486	302.461	TURCAS	737.722	291.304
FINANS F.K.	212.440	81.148	TÜPRAŞ	(2.294.473)	(3.488.016)
GENTAŞ	165.741	53.078	T.D. DÖKÜM	318.282	(41.680)
GLOBAL YAT.	146.628	96.238	T.H.Y.	-	-
GOOD - YEAR	1.316.772	388.757	T. SİEMENS	-	-
GÜBRE FAB.	46.238	105.912	T. ŞİŞE CAM	958.219	263.210
GÜNEY BİRA	411.177	215.583	T. TUBORG	107.783	159.339
HEKTAŞ	402.021	(22.339)	USAŞ	690.800	699.567
İHLAS HOL.	321.055	79.518	UŞAK SER.	55.260	77.671
İKT. FİNAN.	50.517	27.887	ÜNYE ÇİM.	249.411	200.381
İNTEMA	48.500	18.548	VESTEL	135.896	(231.953)
İZMİR D.Ç.	107.690	222.764	YASAŞ	158.305	175.115
İZOCAM	171.717	113.286	YÜNSA	270.900	(171.644)

Sıra No.	Kuruluşun Adı	Kayıtlı Sermaye (Milyon TL)	Çıkarılmış (Ödenmiş) Sermaye (Milyon TL)	Takvim Yılı Kâr (Net)			Dağıtılan Kâr Payı (%)			Piyasa Fiyatı (TL)			
				1992 (Milyon TL)	1993 (Milyon TL)	1994 (Milyon TL)	1992 (Net)	1993 (Net)	1994 (Net)	Ekim 1994	Ağustos 1995	Eylül 1995	Ekim 1995
1	AKÇİMENTO	300.000	253.968,75	87.500	131.034	442.416	50	75	265	58.000	16.500	16.750	19.250
2	ANADOLU CAM	1.000.000	226.314	16.847	44.731	161.647	15	25	60	12.500	5.100	4.350	7.000
3	ARÇELİK	8.000.000	4.500.000	588.565	1.118.954	1.107.368	77	100	26	10.500	7.500	7.700	8.600
4	BAĞFAŞ	2.000.000	200.000	103.047	192.442	445.728	30	60	120	7.600	22.000	20.500	27.000
5	BOLU ÇİMENTO	3.000.000	1.490.533,36	55.787	52.219	201.300	28	13,25	27,80	5.500	2.500	2.425	2.600
6	BRISA	607.500	1.063.125	104.490	197.251	750.626	32,50	62	33	6.600	15.500	14.000	15.500
7	ÇELİK HALAT	2.000.000	350.000	22.875	18.606	39.071	40	30	20,30	4.750	6.700	2.900	4.250
8	ÇİMSA	1.200.000	280.800	101.528	245.957	614.748	85,50	220	740	94.000	28.000	26.000	34.500
9	ÇUKUROVA ELEKTRİK	1.500.000	500.000	514.857	590.165	8.736	100	120	10	7.200	19.750	13.750	20.250
10	DOKTAŞ	1.000.000	240.000	63.764	124.386	221.282	67	90	60	11.000	10.250	9.500	9.300
11	ECZACIBAŞI YATIRIM	250.000	241.920	38.368	44.543	90.339	30	25	50	7.900	8.300	6.900	7.900
12	EGE BİRACILIK	3.150.000	1.576.512	220.582	383.386	1.149.526	100	100	100	26.500	44.500	18.250	18.250
13	EGE GÜBRE	108.000	216.000	16.971	37.198	125.783	5	50	200	7.400	6.000	4.700	5.600
14	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	2.500.000	6.336.000	693.214	421.849	2.234.869	40	9	24,66	3.500	6.800	6.000	6.200
15	GOOD-YEAR	1.500.000	534.125	79.925	271.504	795.566	60	120	125	14.750	18.250	16.250	21.500
16	GÜBRE FABRİKALARI	2.500.000	576.000	4.369	100.333	250.101	1	20	20	2.700	5.500	4.500	4.900
17	GÜNEY BİRACILIK	1.000.000	482.328	37.686	95.404	260.492	40	55	85	14.750	9.800	8.000	11.000
18	HEKTAŞ	600.000	453.000	11.931	17.693	14.610	20,25	16,85	5,23	1.500	7.600	6.700	10.500
19	İZMİR DEMİR ÇELİK	1.346.625	3.684.366	52.437	111.169	280.445	-	6,50	10,50	2.125	1.325	1.200	1.175
20	İZOCAM	450.000	300.000	50.780	113.750	156.338	75	75	50	8.100	8.000	6.900	7.300
21	KARTONSAN	540.000	540.000	48.428	186.437	673.242	30	60	120	19.500	20.500	17.000	19.250
22	KAV	62.400	156.000	(7.863)	1.400	148.850	-	-	130	14.750	27.500	22.500	28.000
23	KOÇ HOLDİNG	16.000.000	6.000.000	445.676	1.019.330	3.294.193	35	75	65	22.500	33.500	8.800	10.750
24	KOÇ YATIRIM	2.000.000	468.000	106.253	176.059	374.170	100	110	100	25.000	13.500	14.000	14.500
25	KORDSA	1.000.000	425.250	59.393	69.889	436.633	20	21,50	100	14.750	18.500	15.000	16.500
26	MAKNA TAKİM	250.000	746.752,5	(11.406)	5.779	18.734	-	-	2	1.525	1.075	1.225	1.450
27	MARSHALL	1.250.000	725.000	53.315	95.732	275.494	61	55	75	9.000	5.200	5.500	5.600
28	MIGROS	1.000.000	300.000	40.933	62.728	395.144	100	210	220	80.000	54.000	53.000	57.000
29	OLUKSA	500.000	254.100	11.008	3.650	225.547	10	-	45	6.500	14.250	13.000	15.750
30	OTOSAN	2.500.000	1.320.000	221.932	743.845	397.840	114	400	25	9.400	14.000	12.750	13.500
31	PETROL OFİSİ	3.000.000	2.520.000	546.913	1.171.665	2.924.574	86,30	211,34	93,18	14.750	12.750	11.000	12.250
32	PINAR SÜT	218.700	72.900	8.895	68.734	9.367	27,88	136	10	7.500	16.750	15.500	22.500
33	SARKIYSAN	1.000.000	567.000	70.100	117.760	575.334	100	100	150	21.500	10.250	9.000	10.000
34	TELETAŞ	1.000.000	200.000	63.091	(5.653)	(44.928)	15	-	-	9.500	13.500	14.000	24.500
35	TÜRK DEMİR DÖKÜM	3.600.000	1.000.000	152.111	284.596	55.742	80	90	6,5	5.700	9.100	7.300	7.300
36	TÜRK SİEMENS	300.000	504.000	108.370	188.457	609.694	60	65	100	18.750	13.500	13.250	15.750
37	T. İŞ BANKASI -B-	-	30.000	843.397	2.516.752	5.529.664	41,66	108,93	60,22	27.000	33.000	43.500	80.000
38	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM	3.000.000	2.300.000	83.461	209.587	427.966	11	10	17	3.050	10.100	8.100	8.800
39	YAPI KREDİ B.	10.000.000	8.316.000	509.333	66.041	2.869.293	40	27,80	60	2.425	2.500	2.600	3.600
40	YASAŞ	162.000	324.000	24.434	72.123	215.515	25	50	200	14.750	5.800	4.700	4.700

Görüşler

Yrd. Doç. Dr. GÜLDEN ÜLGEN

İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Öğretim Üyesi

Türkiye'de 500 Büyük Firma İçinde Yabancı Sermaye Kaynaklı Firmaların 1994 Yılı Performansları

İSTANBUL Sanayi Odası tarafından 1994 yılında Türkiye'nin «500 Büyük Sanayi Kuruluşu» konusunda yapılan araştırmaya dayanılarak bu firmalar içinde yer alan Yabancı Sermaye Kaynaklı (YSK) firmaların mali ve ekonomik göstergeleri incelenmek istenmiştir. Sözkonusu firmaların bilgi ve verileri değerlendirilirken, özellikle önceki yıllarla karşılaştırmalar yapılmıştır.

Ülkemizde 6224 sayılı Yasa'ya istinaden 1994 yılı itibariyle faaliyette bulunan yabancı sermaye kaynaklı firma sayısı 2830'dur. Bu sayı 1993 yılı itibariyle 2600 idi.

İstanbul Sanayi Odası (İSO)'nın üretimden satışlar kriterine göre yaptığı sıralamada Beşyüz Büyük Firma (BBF) arasında 88 tane yabancı sermaye kaynaklı firma yer almaktadır. Bu rakam 1993 yılında 72, 1991 yılında ise 78 idi.

1994 yılında bir önceki yıla göre 88 yabancı sermaye kaynaklı firmanın

üretimden satışları % 18.5 artış kaydetmiştir. 1993 yılı itibariyle bu oran % 20 idi. Beşyüz Büyük Firma içinde yabancı sermaye kaynaklı firmaların payı % 18.63 ile bir önceki yıla göre çok az bir gerileme göstermiştir. 1993'te bu oran % 18.94, 1992'de % 16 idi.

1994 yılı içinde yabancı sermaye kaynaklı firmanın satış hâsılatı artışı % 16.8 düzeyinde gerçekleşmiştir. 1993 yılı için bu oran % 21 olup % 4.2 bir azalma görülmektedir.

Yine 1994 yılı verileri itibariyle Beşyüz Büyük Firma içinde yer alan 88 firmadan 13 tanesi zarar etmiş, geri kalan 75 firma kâr etmiştir. Geçen yıl ise 72 firmadan 5'i zarar ederken 67 tanesi kâr etmiştir.

1994 yılında yabancı sermaye kaynaklı firmaların ihracatı \$ 2.180.235 ile % 19.28 artmıştır. Beşyüz Büyük Firma ihracatının % 26'sı YSK firmalarca yapılmıştır. 1993 yılında ise dış satım \$ 1.130.300 olup, BBF ihracatı-

nin % 17'si YSK firmalarca yapılmıştır (Tablo I).

1994 yılında yabancı sermaye kaynaklı firmaların bilanço kârı/özsermaye şeklinde hesaplanan özsermaye kârlılığı oranı % 54'tür. 1993'te ise bu oran % 89 idi. Satış kârlılığı (bilanço kârı/satış hâsılatı) oranı ise % 12 olup bir önceki yıla göre % 2'lik bir artış görülmektedir. Özsermaye devir hızında da (satışlar/özsermaye) bir önceki yıla göre % 8.4'ten % 3.4'e bir dü-

şüş gözlemlenmektedir (Tablo II).

Yabancı Sermaye Derneği (YASED)'nden alınan verilere baktığımızda; 1994 yılı itibariyle ülkemizde faaliyette bulunmasına izin verilen firma sayısı 2830 olup, Mayıs 1995'te bu rakam 3013 firma seviyesine çıkmıştır.

Geçen yıl durma noktasına gelen yabancı sermaye yatırımlarında bu yılın ilk 6 ayında % 80 oranında bir artış kaydedilmiştir. 1994 yılında kriz nede-

TABLO I

BBF ile YSK'lı Firmaların 1994 Göstergeleri
(Milyon TL) (1000 \$)

		BBF	YSK
<u>ÜRETİMDEN SATIŞLAR:</u>			
	1992	382.142.200	63.549.581
	1993	688.721.867	130.486.095
	1994	1.297.550.009	241.783.349
<u>SATIŞ HÂSILATI:</u>			
	1992	468.041.012	83.159.467
	1993	850.495.798	179.859.887
	1994	1.566.126.628	303.593.238
<u>BİLANÇO KÂRI:</u>			
	1992	957.896	5.617.127
	1993	18.663.182	19.044.578
	1994	72.900.782	38.635.991
<u>İHRACAT:</u>			
	1992: \$	6.295.253	\$ 1.326.324
	TL	44.436.601	TL 9.700.709
	1993: \$	6.400.937	\$ 1.130.300
	TL	74.555.828	TL 13.255.382
	1994: \$	8.373.425	\$ 2.180.235
	TL	268.628.002	TL 70.495.902

TABLO II

YSK'lı Firmalarda Kârlılık Oranları (%)

	1992	1993	1994
Özsermaye Kârlılığı :	30	89	54
Satış Kârlılığı :	6	10	12
Özsermaye Devir Hızı:	4.5	8.4	3.4

niyle yatırımlarını erteleyen şirketler, bu yıl güvensizliklerini üzerlerinden yavaş yavaş atmışlar ve yeniden yatırıma başlama kararı almışlardır. Bir yandan mevcut yabancı sermayeli firmalar sermayelerini güçlendirirken, diğer yandan yeni firmalar faaliyete geçmektedir. Bu gelişmelere Mazda, Hyundai gibi otomobil firmaları ile dünyanın en büyük leasing firması olarak bilinen Orix firmasının yatırım yapma girişimlerini örnek olarak gösterebiliriz.

Türk ekonomisinde yabancı sermayeye ilişkin bu olumlu gelişmeleri iki sebebe bağlamak olasıdır.

Bunlardan birincisi Standart & Poors'un Türk ekonomisine ilişkin «gelişmeler olumlu» açıklamasını yapmasıdır. Bu açıklama Türk ekonomisinin bir iyileşme süreci içinde olması, fiyat ve kur istikrarının sağlanması, makul bir büyüme hızı gibi uzun vadede ekonomik hedeflere yönelik çalışmaların bulunması neticesinde yabancı yatırımcı açısından Türkiye'nin, riski az olan ve Gümrük Birliği'nden sonra riski daha da azalacak olan bir ülke olarak değerlendirilmesine olanak sağlamıştır.

İkinci etken ise Türkiye'ye sermaye girişini ve yatırımlarını hızlandırmak amacıyla alınan bürokratik tedbirlerdir. Yabancı Sermaye Çerçeve Kararnamesi adı altında hazırlanan yeni düzenleme ile yabancı sermaye mevzuatının daha liberalleşmesi hedeflenmektedir. Bu düzenleme ile;

- Tüm yabancı sermaye talepleri Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü tarafından değerlendirilecek,

- 150 milyon doları aşan yatırım talepleri bu düzenleme ile Bakanlar

Kurulu'nun iznine tabi olmaktan çıkarılacak,

- Yabancı sermayeli şirketler, sermaye atırımlarında serbest olabilecek,

- Lisans know-how ve benzeri anlaşmalardan onay şartı kalkacak, tescil şartı uygulanacak,

- Kambyo mevzuatı paralelinde dış kredi anlaşmaları serbest olacak,

- Yabancı sermaye getirdiği dövizli bankaların «döviz tevdiat» hesaplarında değerlendirebilecek, böylece getirilen dövizin TL'ye dönüşme şartı ortadan kalkacaktır.

Yabancı Sermaye Çerçeve Kararnamesi; reel ekonomiyi canlandırmak amacıyla, yatırım indirimi, teşvik indirimi ve vergi düzenlemeleri ile yabancı sermayenin önündeki tüm bürokratik engelleri kaldırmayı hedeflemektedir.

Günümüzde Türkiye'nin en önemli üç temel iktisadi meselesi enflasyon, işsizlik ve ödemeler dengesidir. Yöneticiler, iktisatçılar, araştırmacılar kısacası konuyla ilgili düşününlerin hemen hepsinin birleştikleri en sağlıklı çözüm yatırım yapılması, ihracatın ve döviz kazandırıcı faaliyetlerin artırılmasıdır. Tasarruf alışkanlığı olmayan bir topluma sahip olan Türkiye'nin yatırımlara gerekli sermaye ve teknolojiyi sağlamak ve dış ekonomik ilişkilerini geliştirerek ihracatı, dolayısıyla döviz gelirlerini arttırabilmek için yabancı sermayeden azami düzeyde istifade etmesi zorunludur.

Bir ülkeye yapılacak yabancı sermaye yatırımları sağlanan teşviklerden çok ülkenin izlediği genel ekonomi politikasından, siyasi istikrardan ve idarenin yabancı sermayeye karşı

aldığı tavır ve uyguladığı prosedürden etkilenmektedir. Yabancı sermaye yatırımcıları için siyasi, ekonomik, idari istikrar kadar hukukî istikrar da önemlidir. Yabancı sermayeye tatbik edilecek kuralların neler olduğu ve olacağı açık ve güven verici bir şekilde belirlenmelidir.

Liberal bir ekonomiye sahip olma, dışa açılma ve ekonomik faaliyetlerde uluslararası ilişkileri üst seviyelere yükseltme, yabancı sermayeden yararlanma imkânlarını arttırmaktadır. Zira bu unsurlar, uluslararası iş bölümünden ve bu arada yabancı sermayeden daha fazla pay alınmasını sağlayan unsurlardır. Ülkemizin de bu doğrultuda izleyeceği politikalar ile güven verici kural ve uygulamaları gelecek yıllarda yabancı sermayeden daha ileri düzeyde faydalanmasına olanak tanıyacaktır.

Türkiye'nin 1996-2000 yıllarını kapsayan dönemde uygulayacağı Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı'nda da 1995 yılında 1.2 milyar dolar düzeyinde beklenen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının 2000 yılında 1.9 ila 3 milyar dolar arasında bir rakkama ulaşacağı hedeflenmiştir.

Beşyüz Büyük Sanayi Kuruluşu içinde yer alan yabancı sermayeli kuruluşların 1994 yılına ait verilerine dayanılarak yapılan bu değerlendirme ile Türkiye'de yabancı sermaye yatırımlarını arttırmak amacıyla çeşitli özendirici bazı (teşvik) önlemleri aldığını görmekteyiz. Ancak, Türk ekonomisi için gerekli olan yabancı sermayenin yetersizliği konusunda da endişe etmeli, yabancı sermaye yatırımlarının artırılması konusunda neler yapabileceğimizi üzerindeki çalışmalarını yoğunlaştırarak gerekli çabayı göstermeliyiz.

KAYNAKLAR

- CANEVI, Yavuz; The Political Economy of Policy Reform.
- DPT; Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı.
- İSO Dergisi; Ağustos 1993.
- İSO Dergisi; Ağustos 1994.
- İSO Dergisi; Ağustos 1995.
- YASED; U.S. Views of European Integration and The Eu-Turkey Customs Union, June 1995.
- YASED; Turkey an Investment Opportunity (GDFI).

BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR (AYLIK DERGİ)

İDARE YERİ : Binbirdirek Mahallesi, Suterazisi Sokak No. 6 Kat 2; 34400 Sultannahmet - İstanbul ● TELEFON : (0-212) 518 17 32 ● FAX: (0-212) 518 66 43 YAZIŞMA: P.K. 769; 80005 Kırıköy - İstanbul ● AÇIKLAMA : Dergi'deki yazılar kaynak göstermek koşuluyla alınabilir ● KDV DAHİL 1995 İÇİN YILLIK ABONE : 720.000 TL; ÖĞRENCİLERE : 360.000 TL ● BANKA HESAP NUMARALARI (İstanbul): Akbank Nişanca Şubesi 10469-5, İş Bankası Çağaloğlu Şubesi 256319, Yapı ve Kredi Bankası Çemberlitaş Şubesi 2269-9, Ziraat Bankası Beyoğlu Şubesi 768 ● DİZGİ ve GRAFİK DÜZENLEME : Yazıevi, Telefon: 512 60 43 ● BASKI : Kent Basımevi, Telefon: 528 08 15 ● CİLT: Dostlar Ciltleri, Telefon: 526 59 24 ● BASKI TARİHİ: 15 Kasım 1995 ● GENEL DAĞITIM: YAYSAT ●

Oğlen açık banka!

Tüm Türkiye'de.

Öğle tatilinde işten çıktınız...
Yolda bir simit aldınız, Garanti'ye
uğradınız. İşlerinizi hallettiniz...
Siz, böyle şubeleri olan bir bankanız
olsun istemez misiniz?



GARANTİ

Baska bir arzunuz?

EKONOMİK GÖSTERGELER DIŞ DÜNYA (EKİM 1995)

Ülkeler	GSYİH *	Tüketici Fiyatları *	Ücretler Kazançlar *	İşsizlik Oranı (%) (En Son)	Dış Ticaret Dengesi ** (Milyar \$) (Son 12 Ay)	Carl İşlem Dengesi (Milyar \$) (Son 12 Ay)	Faiz Oranları (%)	
							Para Piyasası (Son 3 Aylık)	Bankalar Kredi
A.B.D.	3.2	2.5	3.0	5.8	-181.5	-165.6	5.82	8.75
Almanya	2.2	1.8	3.7	9.1	58.4	-19.4	4.03	6.25
Avustralya	3.7	5.1	3.1	9.4	-5.9	19.9	7.38	11.50
Avusturya	2.7	2.1	4.3	6.6	-8.7	-3.9	4.23	8.50
Bolçika	2.7	1.2	1.6	14.6	10.7	6.9	4.19	8.00
Danlmarka	2.6	2.1	2.0	12.1	6.1	2.2	5.65	7.25
Fransa	3.0	2.0	2.3	12.2	21.3	19.1	7.20	8.25
Hollanda	2.2	1.5	1.0	7.5	19.2	13.5	3.85	5.75
İngiltere	2.4	3.9	3.3	9.1	-17.0	-6.0	6.75	7.75
İspanya	3.2	4.4	4.4	24.3	-23.5	1.5	9.48	9.75
İsveç	4.8	2.8	5.1	8.1	13.9	3.4	8.88	9.75
İsviçre	1.4	2.0	2.5	4.4	1.1	18.9	2.13	4.00
İtalya	2.9	5.6	3.2	11.8	23.8	15.1	11.19	11.50
Japonya	0.6	-0.2	0.4	3.0	144.2	120.8	0.50	1.63
Kanada	2.5	2.3	1.5	10.0	16.1	-13.6	7.10	8.00

Açıklamalar: (b.d.) = Belli Değil. Kaynak: The Economist, 3 Kasım 1995.

(*) Yıllık Yüzde Değişim.

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

Denim

by

ordenim®



ORTA ANADOLU
TİCARET ve SANAYİ İŞLETMESİ T.A.Ş.

Cumhuriyet Caddesi No: 255 Kat 5, 80230 Harbiye - İstanbul
Tel: (0212) 296 28 08 (9 hat), Fax: (0212) 296 28 02

Fabrika: P.K. 31 Kayseri, Tel: (0352) 336 26 80, Telex: 49540, Fax: (0352) 336 26 85

107 YAŞINDAYIZ, AMA YAŞIMIZI HİÇ GÖSTERMİYORUZ.

**ÇÜNKÜ SÜREKLİ YARATTIĞIMIZ YENİLİKLER,
HEP GENÇ KALMAMIZI SAĞLIYOR.**

İnterbank, 1888 yılında Selanik Bankası adıyla kuruldu.
1969'da Uluslararası Endüstri ve Ticaret Bankası.
1990 yılında da İnterbank adını aldı.
Hızla değişen para piyasaları karşısında ihtiyaç duyulan
yeniliklerin yaratılmasında ve uygulanmasında tam
107 yıldır öncülük eden banka, İnterbank
Türkiye'ye çağdaş bankacılık ve bankacılıkta pazarlama
kavramlarını ilk getiren banka, İnterbank.
İlk kez VDMK ihraç eden banka, yine İnterbank.
İnterbank, sizi bugünün kalıplarından kurtarır,
yayının finansal koşullarına uygun, yeni çözümler,
yeni yatırım alanları, yeni ürünler yaratır ve
size benzersiz bir hizmet sunar.

**107
YILDIR
SİZİNLE**

**İnterbank'ın özel hizmetini,
ancak İnterbank'ta bulabilirsiniz.**

INTERBANK

Merkez Şube
Büyükdere Cad. 128/2
Etiler - 34398 İSTANBUL
Tel: 0-212-214 20 00

Bakırköy Şube
Etiler No. 328 Çarşıya Köprüsü
34710 İSTANBUL
Tel: 0-212-681 17 13

Taksim Şube
Cumhuriyet Cad. 39
Eminönü Taksim 80200 İSTANBUL
Tel: 0-212-230 52 23-241 51 88

Ulus Şube
Adnan Saygun Cad. 17/4
Ulus - İSTANBUL
Tel: 0-212-287 05 42 (5 hat)

Etiler Şube
Bağdat Cad. 40 Bur. Apt. 4/1
Etiler - İSTANBUL
Tel: 0-212-411 54 55 (5 hat)

Kadıköy Şube
Mithatpaşa Cad. Çengel Sok. 29
Mermer Akad. Kat. Kat. 81200 İSTANBUL
Tel: 0-212-414 52 70-71

Ankara Şube
Atatürk Bulvarı 211
Kızılay - 06100 ANKARA
Tel: 0-312-457 55 30

Çankaya Şube
Çankaya Cad. 28/A
Çankaya - 06630 ANKARA
Tel: 0-312-441 58 75 (5 hat)

İzmir Şube
Halk İzzet Bulvarı 74/7
Altınordu - 35210 İZMİR
Tel: 0-232-441 52 33 34

Kardemir Şube
Cumhuriyet Bulvarı 183
Altınordu - İZMİR
Tel: 0-232-445 25 50 (5 hat)

Beyoğlu Şube
Fevzi Çakmak Cad. Bey Han
No: 75 16010 BEYOĞLU
Tel: 0-212-754 80 52

Adana Şube
Galleria İş Merkezi, Keşit Bay Mah. Fıratlı Cad.
Diy. No: 143, 4. Kat. 175 176 01120 ADANA
Tel: 0-322-458 60 50

İnterbank bir Çukurova Holding kuruluşudur.



Görüşler

Yrd. Doç. Dr. ÖMER FARUK ÇOLAK

Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Öğretim Üyesi

SELÂHATTİN TOGAY

Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Araştırma Görevlisi

Currency Board: Para Arzının Kontrolüne İlişkin Monetarist Bir Yaklaşım

GİRİŞ

ÜLKEMİZDE kamu kesimi borçlanması gereksinmesinin yüksekliği, temel olarak, kamu kesimi açıklarının finanse edilmesinde izlenen yöntemle ilişkin tartışmaları yoğunlaştırmıştır. Çünkü ülkemizde reel faiz oranı reel büyüme oranını aşmakta, bunun sonucu olarak etkin bir borç yönetimi politikası gerçekleştirilmemekte ve iç borç stoku sürekli olarak artmaktadır. Kamu kesimi açıklarının finansmanına yönelik olarak monetizasyon bir alternatif olarak gündeme getirilmektedir. Ülkemizde monetizasyonu savunan görüşler, temel olarak, faiz oranının ancak bu şekilde düşürüleceği ve sermaye piyasasının, borsanın bu şekilde canlılık kazanabileceğini öngörmektedirler.

İkinci olarak, kamu kesiminin ekonomideki payının düşürülmesine yönelik yapısal değişim tartışmaları gündeme getirilmekte ve sonuçta «Merkez bankası Hazine'yi finanse etmesin» şeklinde görüşler ortaya çıkmaktadır. Ülkemizde son dönemde yapılan «Currency Board» tartışmaları bunun en güzel örneğidir.

Türkiye'de genel olarak enflasyonun yüksekliği, Kamu Kesimi Borçlanması Gereksinmesi'nin (PSBR) büyüklüğüne ve daha da önemlisi kamu kesimi açıklarının parasal genişlemeyle desteklendiği olgusuna dayandırılmaktadır. Kuşkusuz bu Monetarist bir bakış açısidir. Oysaki ülkemizde sanayi sektörü ve bankacılık sektörü oligopolistik yapısı itibarıyla geniş ölçüde fiyat yapıcı olarak davranmakta ve yine ülkemizde kayıt dışı ekonominin ge-

nişliği hanehalklarını değişik derecelerde fiyat yapıcı hale getirmiş bulunmaktadır. Bu ise ülkemizde enflasyon olgusunun Monetarist bakış açısıyla ele alınamayacağını göstermektedir. Bu çalışmada incelenen Currency Board uygulamalarının teorik dayanağını ise Monetarist yaklaşım oluşturmaktadır.

1. Currency Board Tartışmasının Teorik Temelleri

Tartışmanın teorik temeli İngiltere mali sisteminin geçirdiği evrime dayanmaktadır. Bank of England 1694 yılında kurulmuş ve 1750 yılına kadar İngiltere mali sisteminin egemen kurumu olmuştur. Özel bankaların (taşra bankalarının) sayısı 1750 yılında 12 iken 1810 yılında 650'ye ulaşmıştır. Mali sistemde özel bankaların giderek yaygınlaşması ve bankaların kendi banknotlarını ihraç eden kuruluşlar olması, İngiltere mali sisteminde para benzerlerini giderek yaygınlaştırmış ve para arzı mekanizması giderek karmaşıklaşmıştır. Bu dönemde, 1820-1830 yıllarında ortaya çıkan bir dizi kriz sonucu, ülke içi fiyat düzeyi sürekli artış göstermiş ve sterlin giderek daha çok değer kaybetmeye başlamıştı. Bu dönemin parasal sorunları Klasik İktisat geleneği içinde iki farklı okulun - Nakit Okulu (Currency School) ve Bankacılık Okulu (Banking School) - doğmasına yol açmıştır. İki okul arasındaki tartışmanın temelinde iki tane temel soru bulunmaktadır (Skaggs, 1991, s. 460):

i) Altın para miktarı ile birlikte kağıt paranın dolaşımda bulunduğu karma para sistemi nasıl işlemektedir?

ii) Para arzı mekanizması bir kurala göre mi, yoksa otoritenin inisiyatifine göre mi düzenlenmelidir?

Nakit Okulu'nun görüşleri D. Hu-me ve D. Ricardo'ya dayanmaktadır. Nakit Okulu'na göre; para arzındaki artışlar yurt içi fiyat düzeyini yükselterek, ithalatı arttırmakta ve dış ticaret dengesinin ülke aleyhine gelişmesine neden olarak, ülkenin altın rezervlerinin erimesine neden olmaktadır. Bunun aksine ülke içi fiyatların düşmesi ihracatı artırarak ülkeye altın girişine neden olmaktadır. Tam metalik para sisteminde, altın giriş ve çıkışı ülke içi para arzı üzerinde doğrudan etki yaratır; altın girişi ülke içinde para arzının artmasına, altın çıkışı ülke içi para arzının düşmesine neden olur. Karma para sisteminin de bu şekilde işlemesi, ancak ve ancak kağıt para miktarının altın giriş ve çıkışına göre değişmesi ile mümkündür. Bu çerçevede, ülke içi fiyat artışlarının nedeni kağıt para miktarındaki aşırı artışlardır. Bu nedenle kağıt para arzı «bir kurala bağlanmalı» ve % 100 altın rezervi karşılığında ihraç edilmelidir. Nakit Okulu'nun bu görüşleri İngiltere'de 1844. yasa ile uygulama alanına girmiştir. Bu yasa ile İngiltere Bankası iki farklı bölüme ayrılmıştır: Banknot ihraç departmanı ve bankacılık departmanı. Bu iki departmanın birbirinden bağımsız olarak çalışması amaçlanmıştır.

Bankacılık Okulu, Nakit Okulu'na karşı görüşlerini geliştirirken, ilk olarak dönemin İngiltere'sindeki dolaşımda bulunan ödeme araçlarının analizini yapmaktadır. Çünkü o dönemde İngiltere'de dolaşımda bulunan ödeme araçları şunlardan oluşmaktadır:

- a) Altın paralar.
- b) Bank of England banknotları,
- c) Taşra bankası banknotları.
- d) Üzerine çek çekilebilen banka mevduatları.
- e) Ekonomik birimlerin kullandıkları ödeme taahhütleri.

Nakit Okulu para arzı kavramına bu ödeme araçlarından ilk üçünü dahil etmekte, diğer ödeme araçlarını dahil etmemekte ve para ile para benzerleri arasında sabit bir oransal ilişki olduğunu varsaymaktadır (Wray, 1990, s. 104). Bu, çelişkili ve yanlış bir eleştiridir. Çünkü Bank of England'ın banknotları, dolaşımı kanunlarla sağlanan resmi para (fiat money)'dir. Oysa, taşra bankası banknotları kredi parası (credit money)'dir. Savaşlarla tanımlanan bu dönemde Bank of England'ın banknot ihraç hacmini temel olarak kamu kesiminin fon gereksinimleri belirlemiştir. Oysa bankaların kredi işlemlerinin sonucu olarak doğan kredi parasının gerek piyasaya çıkış ve gerekse piyasadan çekiliş süreci mal para ya da fiat money'den niteliksel olarak farklıdır. Çünkü kredi parası sözleşmeler sonucu doğar, yine sözleşmelerin öngördüğü biçimde piyasadan çekilir. Ekonomide kredi parası hacmini ekonomik faaliyet hacmi belirler.

Bankacılık Okulu bu görüşlerini ticari senet kuramı (real bill doctrine) çerçevesinde formüle etmektedir. Kurama göre, banknotlar altın paraya tam konvertibl olmasa, yani % 100 altın karşılığında ihraç edilmese bile, bankalar sadece ticari hayatın gerçek gereksinimlerini yansıtan ticari senet-

ler karşılığında banknot ihraç ettikleri sürece, para arzının aşırı biçimde genişlemesi söz konusu olamaz. Bu anlamda kredi talebi para arzını belirler. Diğer bir değişle para arzı ile fiyatlar genel düzeyi arasındaki ilişki fiyatlardan para arzına doğrudur. Bu ise para arzının dışsal değil içsel olduğu, diğer bir değişle parasal sektörün reel sektörden bağımsız olarak ele alınamayacağını göstermektedir. Para otoritesi para arzını kısıcı davransa bile, reel sektörün gereksinimleri ekonomideki likidite ihtiyacını arttırdığından, bu, alternatif para türlerinin yani para benzerlerinin yaygınlaşmasına ve ekonominin toplam likiditesi içinde fiat money'nin payının giderek düşmesine neden olur. Para benzerlerini doğuran nedenler ile fiat money'i doğuran nedenler birbirinden farklı olduğu için, para miktarı ile para benzerleri arasında sabit ya da tahmin edilebilir bir ilişki yoktur.

1.1. Nakit Okulu ve Bankacılık Okulu Tartışmalarının Günümüz Para Teorileri İçindeki Yeri

Nakit okulu Monetarist yaklaşımı, Bankacılık Okulu ise Keynesyen yaklaşımı ve özellikle Post Keynesyen Teorinin kaynağını oluşturmaktadır.

1.1.1. Monetarist Yaklaşım

Monetarist yaklaşımın başını çeken M. Friedman ile onun izleyicileri enflasyonun kaynağı olarak para arzındaki büyümeyi göstermektedir. Friedman para talebi, para arzı eşitliğinden yola çıkıp, para talebi ve paranın dolanım hızının istikrarlı, para arzının dışsal olduğunu ileri sürerken, para

arzındaki artışların bir kural içerisinde olması gerektiğini savunmaktadır. Friedman ve A. Schwartz'ın yaptıkları çalışmada, bu büyüme oranının yıllık % 3-5 olabileceği hesaplanmıştır (Friedman, 1970, s. 22).

Monetaristlerin yaptıkları bu ön kabuller 1973 krizine değin rağbet görmez iken, bunalım sonrası iktisat yazınında ciddi bir etkinlik kazanmıştır. Bu kazanım sonrasında merkez bankalarının görevleri ile birlikte para arzının nasıl kontrol edileceğine ilişkin kabuller de Monetarist yargılara uygun hale gelmiştir. Monetarist iktisatçılar merkez bankalarının kamuyu finanse etmek gibi bir işlev yüklenmesine karşı çıkarken «Doğal İşsizlik Oranı» hipotezine dayanarak da, işsizliği azaltmaya yönelik politikaların sonuçta işsizliği azaltamayacağını, tam aksine enflasyonu artıracağını ileri sürerken, Keynesyen para ve maliye politikalarının geçersizliğini göstermeye çalışmışlardır. Bu oluşumdan dolayı da merkez bankalarının birincil görevinin «Fiyat İstikrarını» sağlamak olduğu düşüncesi Monetaristlerce genel kabul görmüştür.

Monetarist iktisatçıların merkez bankalarının işlevini kısıtlayıcı bu öngörüler, beraberinde merkez bankalarının bağımsız olması gerektiği görüşünü getirmiştir. Nitekim bu savdan yola çıkarak yapılan çalışmalarda merkez bankalarının özerkliği ile enflasyon oranı arasında ilişkiler araştırılmış ve sonuç da bağımsız merkez bankasının aynı zamanda düşük oranlı enflasyonu da beraberinde getireceği öne sürülmüştür. Nitekim A. Cukierman, S. W. Webb ve B. Neyapti (1992); A. Cukierman, L. H. Sum-

mers ve S. B. Webb (1993) ve A. Cukierman (1992)'de para arzının kontrolü için merkez bankasının bağımsızlığının zorunlu olduğu sonucu ortaya atılmıştır.

Yapılan bu çalışmalarda para politikasının oluşumunda yetkili olan ve siyasi yürütme organı olan hükümet ile ters düşüldüğünde, direnme yetkisi bulunan merkez bankalarının yasal olarak daha özerk olduğu ortaya çıkmıştır.

Yine bu çalışmalarda, fiyat istikrarını tek amaç olarak alan merkez bankaları fiyat istikrarı yanında istikrarlı bankacılığı (Lender of Last Resort) kendine amaç edinen merkez bankalarına göre daha özerk olduğu saptanmıştır. A. Cukierman vd. (1992)'ye göre kamu sektörüne finansman sağlamaya ilişkin daha kısıtlayıcı limitleri bulunan merkez bankaları diğerlerine göre daha özerktirler.

Para arzının kontrolü ile özerk merkez bankası arasında kurulan bu ilişkiler sonrasında merkez bankasının özerk olmadığı ve merkez bankasının kamu kesimini finanse etmekte olduğu ekonomilerde, para arzının nasıl kontrol edileceği sorusu öne çıkar. Monetarist iktisatçıların bir kısmının buna verdiği yanıt kısadır: Currency Board Sistemi.

1.1.2. Post Keynesyen Yaklaşım

Monetarist yaklaşımda, para arzının para otoriteleri tarafından kontrol edileceği varsayılmakta, yani para arzı dışsal bir değişken olarak ele alınmaktadır. Oysaki Post Keynesyen yaklaşıma göre, para arzı, firmaların, hane-

halklarının ve bankaların davranışlarının sonucunda, diğer bir deyişle ekonomik hayatın yarattığı gereksinmeler sonucunda belirlenir. Yani para arzı içseldir; para arzı ile fiyatlar genel düzeyi arasındaki ilişki fiyatlardan para arzına doğrudur. Para arzının içselliği yaklaşımı bu anlamda, parasal sektörün reel sektörden ve dolayısıyla para arzının para talebinden bağımsız olarak ele alınamayacağı ana fikrine dayanmaktadır (Togay, 1994, s. 47). Post Keynesyen iktisatçılar bu görüşlerini geliştirirken ilk olarak Monetarist yaklaşımın alt yapısını oluşturan Walrasyan Genel Denge Sistemi'ni reddetmektedirler. Bilindiği gibi Walrasyan Genel Denge Sistemi'nde;

- Bütün alış satışlar sanki tek bir zaman noktasında eş anlı olarak ve mezat sisteminin varlığı nedeniyle denge fiyatlarından yapılmaktadır. Ayrıca, işgücü piyasasının mal piyasasından önce dengeye gelmesi söz konusu olmadığı için, bu sistemde üretim zaman almayan bir süreç olarak ortaya çıkmaktadır (Akyüz, 1977, s. 135).

- Buna ilaveten, Walrasyan Genel Denge Sistemi'nde gerçek hayatın kurumları (örneğin sendikalar, finansal kurumlar) yer almamaktadır.

Bu iki temel özellik ilk olarak geleceğin belirsiz olmadığı anlamına gelir. Oysaki, Parasal ekonomilerde üretim faktörlerine yapılan ödemeler mal cinsinden değil para cinsinden yapıldığı için, toplam arz ile toplam talep birbirinden farklılaşmakta bu ise belirsizliği yaratan temel olgu olarak ortaya çıkmaktadır. İkinci olarak, gerçek dünyada üretim zaman alan bir süreçtir. Yani müteşebbislerin üretim faktörleri-

ne ödeme yapma zamanları ile satış gelirlerini elde etme süreleri arasında bir fark vardır; bu ise çalışma sermayesi gereksinmesini doğurmaktadır. Üçüncü olarak, gerçek hayatın kurumları ve bu kurumsal yapının doğurduğu piyasa yapıları ekonomik birimleri fiyat yapıcı hale getirmiştir (Davidson, 1990, s. 291). Günümüzün mali ve endüstriyel sektörleri oligopolistik yapıya sahiptir ve bu nedenle fiyat yapıcı olarak davranmaktadır. Bilindiği gibi, Neoklasik analizin tam rekabetçi koşullarında firma fiyat alıcıdır. Bu nedenle, firmanın fiyatlama davranışı ile finansman politikaları arasında bir ilişki yoktur. Oysa ki, Post Keynesyen yaklaşımda, mark-up fiyatlama modeli geçerli olduğu için firmaların finansman ve fiyatlama davranışları içiçe alınmakta, dolayısıyla firmaların fiyatlama davranışları gelir dağılımı ile ilişkilendirilebilmektedir (Çapoğlu, 1991, s. 13).

Görüldüğü gibi Post Keynesyen iktisatçılar makro iktisadi sonuçları mikro iktisadi temellerden/nedenlerden hareketle ele almaktadırlar. Post Keynesyeri, iktisatçılara göre mark-up fiyatlama davranışı, firmaların içsel fon yaratma olanaklarını temsil etmektedir. Ancak, firmalar bütün fon gereksinmelerini içsel olarak yaratamazlar, bir kısmını dışsal fon kaynaklarından sağlarlar. Üretimin zaman alan bir süreç olması, firmaların çalışma sermayesi gereksinmelerini önemli biçimde arttırmaktadır. Çalışma sermayesi gereksinmeleri büyük ölçüde banka kredileri aracılığı ile karşılanmaktadır; ki bu, Post Keynesyen iktisatçılara göre para arzını içsel hale getiren bir olgudur. İşte bu noktada

Post Keynesyen iktisatçıların görüşleri Monetarist iktisatçılardan farklılaşmaktadır. Çünkü Monetarist iktisatçıları para arzı mekanizmasını para çarpanı analizine dayandırmaktadır. Buna göre parasal taban para otoritesince dışsal olarak kontrol edilebilmektedir. Çünkü para otoriteleri açık piyasa işlemleri aracılığı ile bankaların rezervlerini arttırabilmekte ya da azaltabilmektedir. Örneğin, para otoriteleri açık piyasa işlemleri aracılığı ile banka rezervlerini arttırdığında, bankalar atıl rezervler zorunlu rezerv haline gelinceye kadar kredilerini genişletebilmektedirler. Ayrıca, para çarpanının temel değişkenleri olan halkın nakit mevduat oranı ile bankaların rezerv mevduat oranı istikrarlı ve tahmin edilebilir değişkenlerdir. Bütün bunların sonucu şudur: Merkez bankası para arzını dışsal olarak kontrol edebilir.

Post Keynesyen iktisatçılar buna karşı görüşlerini geliştirirken ilk olarak paranın evrim sürecine dikkat çekmekte ve kredi parasının önemini vurgulamaktadırlar. Post Keynesyen iktisatçılara göre, para çarpanı mekanizması ancak mal para sistemini açıklamakta kullanılabilir. Çünkü bankacılık sisteminin yükümlülüklerini temsil eden kredi parası finansal yenilikler çerçevesinde önemli boyutlara ulaşmıştır. Moore (1988, ss. 29-30)'a göre bunun en güzel örneği bankaların girdi ve çıktı kompozisyonundaki değişimdir. Çünkü bankalar geleneksel olarak yarattıkları mevduatların yasal paraya konvertibilitesini sağlamak amacıyla önemli ölçüde birincil ve ikincil rezerv bulundurmaktaydı. Bankalardan önemli ölçüde mevduat çekilişi olduğunda ya da kredi talepleri arttı-

ğında, fon gereksinimlerini bu varlıklarını satarak ya da merkez bankasından borçlanarak karşılıyorlardı. Böylece bankalar kredi ve rezerv portföyünün büyüklüğünü göz önüne alarak bir portföy tercihi yapmak durumundaydı. Bankalar kârlılıkları ile likiditele-ri arasındaki dengeyi bu şekilde kuruyorlardı. Ancak, ikinci Dünya Savaşı sonrası dönemde; merkez bankasının nihai ödünç veren olma rolünün belirlenmesine, banka mevduatlarına yönelik devlet garantilerinin artmasına ve çok daha önemlisi borç yönetimi uygulamalarına bağlı olarak; bankaların portföylerinde bulundurdıkları birincil ve ikincil rezervlerin görece önemi giderek azalmış ve banka varlıkları içinde kredilerin payı giderek artmıştır. Moore'a göre bu durum merkez bankası açık piyasa işlemleri asimetrik hale getirmektedir. Yani merkez bankası açık piyasa işlemleri aracılığıyla para arzını arttırabilir, ancak azaltamaz. Burada en önemli nokta finansal yeniliklerin merkez bankalarını nihai ödünç veren rolünü oynamaya zorlamasıdır.

Günümüz finansal sistemindeki temel yenilikler genel olarak bankacılık sisteminde bilanço dışı uygulamaların (Off the balance sheet operation) yaygınlaşmasıdır. Bu uygulamalar günümüz finansal sistemlerinde bankalarla müşterileri arasındaki ilişkilerin değişen niteliğini gözler önüne sermesi açısından önemlidir. Bankaların bilanço dışı uygulamalarının en çarpıcı iki örneği, kredi kartı ve açık hesap uygulamaları çerçevesinde tüketicilere ve kredi hattı anlaşmaları çerçevesinde üreticilere sunulan overdraft olanaklarıdır. Bu uygulamalar yapısı gere-

ği kredi parası arzını talep tarafından belirlenir hale getirmekte, yani para arzını içselleştirmektedir. Çünkü bu tür uygulamalar perakende kredi ve mevduat piyasasında bankaların fiyat yapı-cı-miktar alıcı; toptan fon piyasasında ise fiyat alıcı-miktar belirleyici hale getirmiştir. Moore'a göre, toptan fon piyasası araçlarının (ciro edilebilir mevduat sertifikaları, Euro dolar piyasaları, repo anlaşmaları gibi) yaygınlaşması bankaların rezerv yönünden merkez bankasına bağımlılığını azaltarak kendi rezerv gereksinimlerini kendilerinin karşılaması olanaklarını arttırmış, bu ise bankaların perakende fon piyasalarında miktar alıcı rolünü yaygınlaştırmıştır. Post Keynesyen iktisatçılara göre, bu tür finansal yenilikler fonların bankalar arasında mobilizasyonunu arttırarak, para çarpanı mekanizmasının varsaydığının tersine bankaların kredi olanaklarının atıl rezervleri ile sınırlandırılmaması sonucunu doğurmuştur. Bu ise finansal aracı kurumlar olarak bankalara farklı bir bakış açısını gerektirir. Çünkü, bankalar ilk önce kredi verir, daha sonra rezerv temin ederler.

Bu durumda merkez bankasının elindeki tek araç, toptan fon piyasası faiz oranının belirlenmesinde çok büyük belirleyiciliği olması nedeniyle kısa vadeli faiz oranını belirlemektir. Bu anlamda para arzı içsel, faiz oranı dışsaldır. Ancak, merkez bankasının faiz oranını dışsal olarak belirleme gücü sınırsız değildir: Ülkenin dışa açıklık derecesini, ülkeler arası faiz oranı farklılıklarını göz önünde bulundurmamak durumundadır. Bu anlamda esnek kur sistemi merkez bankasının hareket kabiliyetini arttırmaktadır. Ancak bu, monetarist iktisatçıların bakış açısından farklıdır. Bilindiği gibi Monetarist ikti-

satçılara göre, sabit kur rejiminde, para arzı merkez bankasının kontrolünden çıkmakta, içsel hale gelmektedir. Bu nedenle Monetaristler esnek kur sistemini önermektedirler. Ancak Post Keynesyen iktisatçıların esnek kur önerisi, merkez bankasının para stokunu değil, faiz oranını kontrol edebildiği ana fikrine dayanmaktadır. Arestis (1991)'e göre; para arzının kredi taleplerince, yani talep tarafından belirlendiği kabul edildiği sürece, döviz kuru rejiminin para ve kredi hacminin belirlenmesi üzerinde mutlak bir etkisi yoktur (Bu konuda Fransız iktisatçıların geliştirdiği «telafi tezi» ile ilgili olarak bkz.: Lavoie, 1992, ss. 190-191).

2. Currency Board'ın İşleyişi ve Dünyadaki Uygulamaları

Bu alt bölümde genel olarak Currency Board sisteminin işleyiş koşullarının ne olduğu teorik olarak ele alınacak ve daha sonra dünyadaki uygulamalarına ilişkin olarak Hong Kong ve Estonya örnekleri incelenecektir. Örnek olarak bu iki ülkenin seçilme amacı, Hong Kong'un merkez bankasına sahip olmayan bir ülke olması, Estonya'nın ise merkez bankasına sahip bir ülke olmasıdır. Ayrıca, gelişmekte olan bir ülke olarak Estonya'da Currency Board uygulaması, uluslararası finansal kuruluşların, örneğin IMF'nin gelişmekte olan ülkelere yönelik olarak öngördüğü politikaların esprileri açısından da temel bir tartışmayı gündeme getirecek niteliktedir.

2.1. Currency Board'ın İşleyiş Esasları

Currency Board, bir ülkenin para arzı mekanizmasını, belirlenen sabit kurdan, ülkenin döviz varlıklarına bağ-

layan bir sistemdir. Bu sistemde para arzı ülkenin döviz pozisyonuna bağlanmaktadır. Yani para, döviz rezervleri karşılığında arz edilmektedir. Currency Board'ın kurulması dört temel konuda karar verilmesini gerektirir (Bennet, 1993; s. 452):

- i) Hangi yükümlülükler para arzının dayanaklarını oluşturacak?
- ii) Rezerv karşılık oranı ne olacak?
- iii) Belirlenecek olan sabit kur hangi para birimine göre belirlenecek?
- iv) Currency Board'a kimler başvurabilecek?

Currency Board'ın olduğu bir sistemde, eğer ticari bankalar yok ya da sadece mevduat yaratılan kurumlar olarak işlev görüyorsa, yine ülkeye sermaye ithali ve ülkeden sermaye ihracı yoksa; cari hesap açık verdiğinde, ülke içinde para arzı azalacak, fazla verdiğinde para arzı artacaktır. Bu şekilde para arzı ile döviz rezervleri arasındaki oransal ilişki tam olarak kurulabilecektir. Ancak, sisteme bankaların kredi-mevduat yaratma fonksiyonları eklendiğinde, oransal ilişkinin sürdürülmesi sorunlu hale gelir. Banka mevduatlarının para ve kredi olarak kullanıldığı durumda, oransal ilişkinin korunması için üç temel koşul gereklidir (Walters, 1989; ss. 111 - 112):

- a) Ülkeye sermaye giriş çıkışı olmamalıdır.
- b) Bankalar yurtiçi para rezervleri ile mevduatları arasında sabit bir oransal ilişkiyi sürdürmelidir. Yani bankaların rezerv mevduat oranı sabit ve tahmin edilebilir olmalıdır.
- c) Hanehalklarının yurtiçi para baltaları ile banka mevduatları arasında sabit bir ilişki olmalıdır. Yani halkın

nakit mevduat oranı sabit ve tahmin edilebilir olmalıdır.

Eğer bu koşullar sağlanırsa, dar anlamdaki para hacmi (M1) cari işlemler dengesi ile oransal olarak büyür. Ancak, ticaret dengesindeki değişimleri dengelemek üzere sermaye hareketlerine izin verildiğinde, M1 ile döviz rezervleri arasındaki oransal ilişkinin korunması zorlaşacaktır. Çünkü bankalar yurt dışından döviz borçlanarak, aynı rezerv mevduat oranı ile daha fazla para yaratabilirler. Uzun dönemde halkın nakit mevduat oranındaki değişimlerin etkisi bankaların rezerv mevduat oranındaki değişimlerin etkisinden daha büyüktür. Bu iki oranın istikrarlı ve tahmin edilebilir olmasını etkileyen ikinci temel faktör finansal yeniliklerdir. Çünkü finansal yenilikler hanehalkları ve bankaların ellerindeki fonları ekonomize etme olanaklarını arttırarak, fonların ülke içindeki mobilizasyonunu arttırmaktadır.

Bütün bunlara ek olarak, Currency Board uygulaması, maliye ve para politikasının yönetiminde bir dizi kısıtlamanın varlığını gerektirir:

- Temel kısıt hükümete finansman açıklarını kapatması için ödünç verilmemesidir. Bu durumda hükümetler paralarını bağladıkları ülkenin sermaye piyasalarından borçlanabilirler. Bu ise hükümetlerin uluslararası piyasalarda kredi itibarının derecesi ile ilgilidir (Schawarts, 1993, s. 182). Bu anlamda Currency Board sisteminin sağlıklı biçimde işlemesi için denk bütçenin temel bir koşul olup olmayacağı, tartışılması gereken konulardan birisidir.

- Currency Board sisteminde fa-

iz oranları temel olarak piyasada belirlenir. Çünkü bu sistemde otoritenin döviz rezervlerindeki artışın para arzı üzerindeki etkisini sterilize etmeye yönelik olarak açık piyasa işlemleri yapılması yasaklanmıştır.

- Bu sistemde, para arzı ile yetkili kurumun nihai ödünç veren olma rolü bulunmamaktadır.

2.2. Hong Kong'da Currency Board Uygulaması

Hong Kong'da 1935 yılında gümüş para standardı terkedildi. Aynı yıl Döviz Fonu (Exchange Fund) kuruldu. Yasal bir düzenlemeyle, bankalara ellerindeki gümüş rezervlerini Döviz Fonu'na devretmeleri karşılığında, Fon'dan alacaklarını gösteren Borçluluk Sertifikası (Certificates of Indebtedness) verildi. Faiz geliri getirmeyen bu sertifikalar, piyasadaki banknot hacminin reel dayanağını oluşturuyordu. Bu sertifikalar karşılığında sadece üç bankanın banknot ihraç etme yetkisi vardı. Döviz Fonu elindeki gümüş rezervlerini satarak sterlin varlıklarına yatırırdı. Ve aynı yıl, Hong Kong Doları (HK \$) sterlin'e «1 £ = 16 HK \$» sabit-kuru ile bağlandı ve yurt içi para arzının, ilk önce % 100 ve daha sonra % 105 sterlin karşılığında olması kuralı getirildi. Sterlin sistemi 1972 yılına kadar kullanıldı. Çünkü İngiltere Hükümeti 1972 yılında sterlin'in dolaşım alanını Büyük Britanya ile sınırlandırdı. Bu nedenle 1972 yılında Hong Kong Doları «1 US \$ = 5.65 HK \$» paritesinden ABD Doları'na bağlandı. 1973 yılında ABD Doları'nın değer yitirmesi sonucunda, Hong Kong'da «1 US \$ = 5.65 HK \$» olarak belirlendi. Bundan tam 21 ay sonra ABD Doları'na

yönelik dünya ölçeğindeki spekülatif ataklar sonucu Hong Kong'da mevcut paritenin sürdürülmesi olanaksız hale geldi ve Hong Kong Doları ABD Doları karşısında serbest dalgalanmaya bırakıldı. Bununla ilgili yaygın görüş, dalgalı kur sisteminin ülkeyi dış dengesizliklerden koruyacağı ve bağımsız para politikası uygulamasını olanaklı kılacağı şeklinde idi. Ancak, esnek döviz kur sistemi deneyimi Hong Kong'da arzu edilmeyen sonuçlar yarattı. 1977-1983 döneminde para arzının ve banka kredilerinin büyüme oranı kontrolden çıktı. Bu dönemde Hong Kong Doları sürekli olarak değer kaybetti. Bu gelişmelerin üç temel nedeni vardı (Jao, 1989, ss. 314-315):

- Birincisi, Hong Kong'da merkez bankasının olmayışı ve dolayısıyla parasal hedeflerin oluşturulmasında uygun araçların yokluğudur.

- İkinci neden, para ihraç mekanizmasının 1972 yılında çok temel bir değişikliğe uğramasıdır. Çünkü 1972 yılına kadar bankaların para yaratması, önce İngiliz Sterlini ve daha sonra ABD Doları karşılığında Döviz Fonu'ndan aldıkları Borçluluk Sertifikası aracılığıyla mümkün olabiliyordu. Ancak, 1972'den sonra bankalara yurtiçi varlıkları, yani Hong Kong Doları karşılığında, Borçluluk Sertifikası olarak para yaratma izni verilmiştir. Bu ikinci uygulama Hong Kong Doları'nın sağlam para olması koşuluyla işleyebilirdi. Ancak, 1977'den sonra Hong Kong Doları'nın hızlı değer kaybı sistemi kısır döngüye sokmuştur. Çünkü Hong Kong Doları'nın değerini daha da düşüreceği gerekçesiyle yetkili kurumlar banknot ihracı için yabancı

döviz satın alma konusunda isteksiz davranmışlardır. Yani, başlangıçta para yaratımı konusunda ex ante düzeyde var olan döviz kısıtı, bu gelişmelerle ex post bir kısıtlamaya dönüşmüştü. Ancak bu durum % 100 karşılığı olmadığı için Hong Kong Doları'na karşı bir güven bunalımı yaratmıştır.

- Üçüncü olarak, otoriteler temel bir hata yapmış, 1982'de yabancı para mevduatlarının faiz gelirlerinden alınan stopaj vergisini kaldırmış, Hong Kong Doları cinsinden mevduatlara uygulanan stopaj vergisini ise kaldırmamış ve % 15'ten % 10'a düşürmüştü. Bu ise Hong Kong Doları cinsinden mevduat azalışına neden olmuştur.

Mali sisteme ilişkin bu düzenlemeler yapılırken, diğer önemli gelişme, Hong Kong'un geleceği ile ilgili olarak Çin ile İngiltere arasında yapılan görüşmelerdi. Bu görüşmeler, sermaye piyasasında krize, gayrimenkul fiyatlarında aşırı düşmeye ve ev kredisi veren küçük bankalara aşırı bir hücumu neden olmuş ve bu süreçte Hong Kong Doları büyük ölçüde değer kaybetmiş ve «1 US \$ = 9.55 HK \$» olmuştu (Schawarts, 1993, s. 175). Bu çerçevede Hükümet 15 Ekim 1983'de iki yeni düzenleme yaptı:

- Kur «1 US \$ = 7.8 HK \$» olarak belirlendi ve bankaların döviz dışındaki yurtiçi varlıkları ile Borçluluk Sertifikası olarak para yaratmaları yasaklandı.

- Hong Kong Doları cinsinden mevduatların faiz gelirlerinden alınan stopaj vergisi kaldırıldı. Böylece Hong

Kong 1972 öncesindeki sisteme geri dönmüş oldu.

2.3. Estonya'da Currency Board Uygulaması

Estonya 20 Haziran 1992'de, ruble kullanımını terk etmiş ve kendi para birimi, Kroon'u, dolaşıma sokmuştu. Estonya'da Kroon'un ilk olarak Avrupa para birimi (ECU)'ne bağlanması düşünülmüş, ancak bunun rezerv yönetimi ve döviz kuru ile ilgili olarak yaratacağı sorunlar dikkate alınarak vazgeçilmişti. Yine ticaret ilişkileri dikkate alınarak Finnish Markı'na ya da Swedish Krona'sına bağlanması düşünülmüş, daha sonra bundan da vazgeçilmişti. Sonuçta güçlü para olması nedeniyle Estonya Kroon'u Alman Markı'na bağlandı. Döviz kuru ise daha önce rublenin kuruna denk bir düzeyde belirlendi.

Teorik olarak Currency Board sisteminin bütünlüğünü sağlamak için, otoritelerin ihtiyari ödünç verme olanakları yasaklanmış olmalıdır. Ancak bu durum, ekonominin likiditesindeki istisnai dalgalanmaları önlemek için geçici olarak müdahale etmeyi ya da ticari bankaların sorunlarını çözmek amacıyla geçici yardımlar yapılmasını engellemez. Bu nedenle Estonya Bankası, «Bankacılık Bölümü» ve «Banknot İhraç Bölümü» olarak iki bölüme ayrılmıştı. Banknot ihraç bölümünün bilançosu para otoritelerinin kontrolünde değildi. Bu bölüm ülkenin döviz pozisyonuna göre banknot ihraç ediyor yani Currency Board görevi yapıyordu. Bankacılık bölümü ise, sistemin likiditesine müdahale etmeyi ola-

naklı kılan bir görevi üstlenmişti. Yani merkez bankacılığının politika oluşturma görevini temsil ediyordu. İhraç bölümünün yükümlülükleri, döviz çevrilme garantisi olan banknotlar ve Estonya Bankası'ndaki Kroon mevduatları idi. Bu bölümün varlıkları ise yabancı dövizlerden oluşuyordu. Bankacılık bölümü, banknot ihraç bölümünün faaliyetleri sonucunda ortaya çıkan döviz fazlalarını elde tutuyor ve gerektiğinde bankacılık sistemine likide temin ediyordu. Bu açıdan Hong Kong'daki sistemden farklıydı. İkinci farklılık, Hong Kong'da sermaye hareketleri serbest iken, Estonya'da bankaların güçsüz yapısı ve halkın bankalara yönelik güven eksikliği nedeniyle sermaye hareketleri yasaklanmıştı. Bu durum, ilk bakışta, para arzının, Currency Board sisteminin ruhuna uygun olarak işleyeceği düşüncesini yaratmaktadır. Ancak, burada göz önünde bulundurulması gereken olgu, nakit para oranı düzeyinin ne olduğudur. Bu oran başlangıçta Estonya'da çok yüksekti. Bankacılık sisteminin sağlıklı bir yapıya kavuşma sürecine girmesi ve halkın bankalara yönelik güveninin yeniden sağlanması durumunda, geniş anlamda para arzı içinde nakit paranın payını düşürerek para çarpanını büyütebilecek ve kısa dönemde para arzı artışını hızlandırabilecek bir faktör idi.

Estonya'da merkez bankası (Estonya Bankası)'nın iki bölüme ayrıldığını bunlardan birisinin, Currency Board gibi faaliyet gösterdiğini belirtmiştik. Literatürde bu konu değişik açılardan ele alınmaktadır. İlk olarak bir ekonomide merkez bankası ile Currency Board'ın birlikte var olabileceği öne sürülmekte ve mekanizma-

nın şu biçimde işleyebileceği iddia edilmektedir. Böyle bir sistemde hem merkez bankası hem de Currency Board para arz eder. Ve bu iki kurumun ihraç ettiği banknotlar arasında bir parite oluşur. Zaman süreci içinde bu iki paradan birisi diğerine göre daha sağlam, daha güvenilir para haline gelir ve halkın tercihleri güçsüz parayı fiilen dolaşımdan kaldırır. İkinci olarak, merkez bankasının olmasını, ancak farklı yabancı para birimlerine göre para arz eden birden fazla Currency Board'ın var olması gerektiğini savunan görüşler bulunmaktadır.

3. TCMB'nin Bağımsızlığı ve Currency Board

Currency Board yaklaşımının Türkiye'de uygulanmasına yönelik tartışmalar, ekonominin 1994 başında içine girdiği ciddi bir krizin ardından başladı. Hiç şüphesiz söz konusu kriz, ilgili çevrelerce de kabul gördüğü üzere, parasal ağırlıklı bir krizdi. Krizin temelinde 1990'ların başından itibaren derceleri farklı olmakla birlikte sürdürülen bütçe açıklarının Merkez Bankası ve «Kısa Vadeli Borçlanma» ile finansa etme politikası yatmaktaydı.

Anılan kriz ve daha sonra alınan 5 Nisan kararları, iktisatçıları ve hükümeti üç konuda daha ciddi düşünmeye itmiştir.

- i) İç ve dış borçlanma politikasında nasıl bir yöntem izlenmelidir?
- ii) Kamu kesiminin finansman açığı hangi yöntemle kapatılmalıdır?
- iii) Merkez Bankası özerk olmalı mıdır?

Bu bölümde önce Türkiye'nin Currency Board tartışmasına nasıl geldiği, daha sonra da Currency Board

uygulanmasına gidilmesi halinde bunun olası etkileri tartışılacaktır.

3.1. Türkiye'de 1990 Sonrası Para Politikası ve Para Arzı

TCMB, 1211 sayılı Yasa'ya dayanarak para yaratırken, kullandığı yöntemlerden birisi de kamu kesimini finanse etmek için para çıkarmaktır. 1994 yılı Nisan ayına değin 1211 sayılı Yasa'nın 50. maddesi uyarınca TCMB her yıl genel bütçe ödeneklerinin toplamının % 15'i kadar Hazine'ye kısa vadeli avans açabilmekteydi. 25 Nisan 1994 tarihli 3985 sayılı Yasa ile 1211 sayılı Yasa'nın 50. maddesi şöyle olmuştur: «Banka, her yıl cari yıl genel bütçe ödeneklerinin toplamını aşan tutarının % 12'sini geçmemek üzere Hazine'ye kısa vadeli bir avans hesabı açar. Bu oran 1996 yılı için % 10, 1997 yılı için % 6, 1998 yılı ve müteakip yıllar için % 3'tür.» Görüldüğü gibi, Hazine ve TCMB'nin uygulamaları arasında paralellik sağlanamadığı için, bu yasa ile sağlanmaya çalışılmaktadır. Böyle bir yol tutulmasının ardında yatan neden ise 1990 yılı para programı ve sonrasında para politikasının uygulanışında yaşanan sıkıntılardır.

1990 yılında uygulanan para programı kendi içinde tutarlı ve istediği sonuçlara ulaşmasına karşın, Hazine'nin bu programdan kopuk uygulamaları sonucunda 1991 yılından sonra para programının sağladığı olumlu gelişmeler tersyüz olmuştur. Nitekim, TCMB'nin analitik bilançosundaki verileri kullanarak üretilen ve kabaca kamunun, Merkez Bankası kaynakları üzerinde ne kadar alıcı olduğunu gösteren Kamuya Açılan Kredi/iç Varlıklar oranı 1990 yılında 0.15 iken, bu

oran 1991 yılında 0.39, 1992 yılında 0.61, 1993'de 0.69 ve 1994 yılında 0.67 olmuştur. Buradan hareketle belirtmemiz gereken olgu, TCMB'nin tek başına bir program ya da para politikası yürütmesinin mümkün olmadığı, bu konuda ancak para üzerinde doğrudan ya da dolaylı bir şekilde etkiye bulunabilen diğer kurumların da aynı şekilde davranması gerektiğidir (Çolak, 1994, s. 47). Nitekim, Hazine 1990 yılı para programına uygun olarak, TCMB kaynaklarına başvurmuş, ancak büyük miktarda iç borçlanmaya gitmiş, bunun kaynağı da kısa vadeli sermaye hareketlerine dayanmıştır.

Kısa vadeli sermaye hareketinin sürekliliğini sağlamak için de kur makası kullanılmış, ancak bu mekanizma 1993 sonunda tıkanmıştır (Çolak, Saatçi, 1994). Sistem tıkanığında, bankaların açık pozisyonları toplamı 5 milyar dolara ulaşmıştır. Bu açık 1994 başında mali sistemden bazı bankaların çekilmesine neden olurken, bankalar için 1994 yılı, reel olarak kârların düştüğü ve bankaların kendilerini toplamaya çalıştıkları bir yıl olmuştur.

Türkiye'de finans piyasasında özellikle 32 sayılı KHK ile görülen serbestleşme eğilimi, kamu kesimi ile mali kesim arasındaki ilişkileri netleştirmiştir. Finansal araçların çeşitlenmesi, tasarruf hacminde büyük oranlı artışlara neden olmasa bile, informal sektörden, formel sektöre fon akışını dolayısı ile de mali sisteme giren fon arzını artırmıştır. Diğer yandan 32 sayılı Karar sonrası hızlanan kısa vadeli sermaye hareketleri de yine mali sistemde fon hacminin artışını güçlendirmiştir. Fon arzına kaynaklık eden temel olgu ise, mali sistemde işlem gö-

ren tasarruf araçlarındaki çeşitlenmedir. Yeni tasarruf araçlarının ortaya çıkması, enformal sektörde bulunan kaynakları mali sisteme yani formal sektöre aktarmıştır. Şüphesiz bu dönüşüm sonrasında tasarruf oranında net artış olduğunu söylemek zor ise de sisteme yeni fon girişi olduğu kesindir (Akyüz, 1991, s. 2). Dolayısıyla 32 sayılı KHK mali sistemde mali derinleşmesin oluşmasını sağlamaya yönelik bir çaba olarak görülebilir.

Artan fon arzına yönelik talep, yürütülen iktisat politikasının bir sonucu olarak, kamudan gelmiştir. Kamu bu fon arzının büyük kısmını, iç borçlanma yolu ile kendine çekmiş, fon kaynağına süreklilik kazandırmak için de kur makası olabildiğince korunmaya çalışılmıştır.

1991 – 1993 yılları arasında kamu açığının finanse edilisinde para ve bono yaratma yolu ile kapatılmasının etkisi için TCMB'nin analitik bilançosuna baktığımızda, 1991 yılından itibaren kamunun banka kaynaklarına bir anlamda el koyma ağırlığının sürekli olarak arttığını ve bunun bir sonucu olarak da Merkez Bankası Parası (MBP)'nin istenilen düzeye ulaşmadığını görmekteyiz. Merkez bankasının özerk olduğu ülkelerde MBP'nin toplam bilanço içerisindeki payı % 60–80 arasında değişirken, bu oran Türkiye'de ancak % 50'lere yaklaşabilmiştir.

Bu yapılanma TCMB'nin özerkliğinin aciliyet kazanmasına neden olmuş ise de, bu olgu 1994 yılında 1211 sayılı Yasa'nın 50. maddesindeki değişiklik ile bertaraf edilmeye çalışılmıştır. Ancak, 1994 yılından itibaren gelişmeler bu değişikliğin yeterli olmadığını

nı göstermiştir. Bu oluşumun ana nedeni ise genel olarak siyasal iktidarların, ilk iktidar yıllarında daraltıcı, son yıllarında ise genişlemeci politikalar izlemesidir (Alesina, 1988). Bu yargının, Türkiye'de seçim yıllarındaki kamu harcamalarındaki artışlar gözönüne alındığında, doğruluk payının yüksek olduğunu söyleyebiliriz. Dolayısıyla Currency Board sisteminin gündeme gelişi, bir anlamda; «Ben olması gereken bir para arzı düzeyini sağlamıyorum, bu işi bir bilene terk edeyim.» düşüncesinin sonucudur.

3.2. Currency Board Sisteminin Türkiye Ekonomisine Olası Etkileri

Burada varsayımsal olarak, Currency Board sisteminin etkileri tartışılacaktır. Bu etkiler aşağıda sıralandığı biçimde ele alınabilir:

- Currency Board sistemi, genel olarak, bir finansal krizin ardından para arzı mekanizmasını düzenlemeye yönelik bir kurumsal yapılanmadır. Bu nedenle Currency Board kurulurken döviz kurunun hangi düzeyde belirleneceği önemli bir sorundur. Döviz kuru ülkenin satın alma gücüne göre ve ülke içi devalüasyon beklentilerini minimize edecek bir düzeyde belirlenmelidir. Bu, Currency Board sisteminin istikrarlı bir parasal yapılanma oluşturabilmesinin ilk koşuludur.

Ancak, bu noktada hanehalklarının mevcut portföy tercihlerinin ne olduğu çok önemli bir sorundur. Çünkü ülkemizde belli dönemlerde çok yüksek bir düzeye ulaşan ve halen de finansal sistemi karakterize edebilecek bir düzeyde olan bir para ikamesi olgusu yaşanmaktadır. Bunun en gü-

zel göstergesi toplam mevduatlar içinde döviz tevdiat hesaplarının payının yüksekliğidir. Nitekim bu oran, TCMB kaynaklarına göre; 1990 yılında % 23 (ki anılan yıl para programının çok sıkı biçimde uygulandığı bir yıldır), 1991 yılında % 34, 1992'de % 40, 1993'de % 45 (ki bu yıl kur artışlarının yavaşladığı bir yıldır), 1994'te % 52 ve 1995'in ilk beş ayında % 45 seviyesinde bulunmaktadır. Bu göstergelerden hareketle «Acaba ülkemizde Currency Board sistemi 1990 yılında mı, yoksa 1994 yılında mı daha kolay oluşturulabilirdi?» şeklinde varsayımsal bir soru nasıl yanıtlanabilir? Bu sorunun yanıtı iki temel noktada gizlidir:

(i) 1990 yılında halkın portföyü içinde dövizin payı 1994 yılına göre daha düşüktür. Yani 1990'a göre, hane halklarının para ikamesi potansiyeli 1994'e göre daha düşüktür. Bu ise, 1994 koşulları dikkate alındığında, halkın portföy tercihiindeki değişmelerle döviz fiyatını etkileme gücünün yüksek olduğu anlamına gelir ki, bu, Currency Board sisteminin varlığı durumunda hanehalklarının para arzını etkileme güçlerinin çok daha yüksek olması demektir.

(ii) Currency Board'a geçiş sürecinde başlangıçta yapılacak olan bir devalüasyon, merkez bankası açısından bir kur riski yaratacak ve bunun sonucunda kur riskinin muhasebeleştirildiği değerlendirme hesabı büyüyecek ve merkez bankası döviz rezervlerindeki artışa ek olarak bir de kur ziyarı karşılığında para arz etmek zorunda kalacaktır. Ancak bu, öncelikle yapılacak olan devalüasyonun boyutuna bağlıdır. İkinci olarak, burada devalüasyonun kısa dönemde para arzını atırtıcı etkisinin boyutları önemlidir.

Çünkü Currency Board sistemi devreye girdiğinde, kamu kesimine ve bankacılık kesimine yönelik kredi kanalları kapanmış olacak ve bu da para arzını azaltıcı etki yapacaktır.

- Currency Board oluşturulurken döviz kurunun olması gereken düzeyde, yani mevcut düzeyinden daha yüksek belirlenmesi, otomatik olarak paranın yaratıldığı tabanı arttıracaktır. Eğer döviz kuru ekonomik performans düzeyine göre tedricen artırılmadıysa, bu durum ülkenin para piyasalarında bir şok etkisi yaratabilecektir.

- Currency Board sistemi sabit kur sistemini içerdiğinden, bu durum ülkemize sıcak para girişini kurumşallaştırabilir ki, bunun anlamı da şudur: Dünya piyasalarında kârlı yatırım alanları arayan spekülâtif fonlar ülkemizde para arzının gidişatını belirleyebilir; bu anlamda ülkemiz dünya piyasalarındaki finansal koşulların etkisine daha çok girecektir. Bu ise, birinci şıkta belirttiğimiz olgularla ilişkili olarak, yüksek bir kurun belirlenmesinin yanısıra ülkemizde enflasyon beklentilerinin kırılması ve faiz oranları üzerinde baskı yaratan unsurların etkilerinin minimize edilmesi ile olanaklıdır. Currency Board sistemi ile birlikte kamu kesimine kredi verilmeyecektir. Ancak, böyle bir sistemin başarılı olması ciddi bir kamu kesimi reformunu gerektirir.

- Diğer bir nokta TL'nin hangi yabancı para birimine bağlanacağı sorunudur. Bu iki açıdan önemlidir:

(i) TL'nin bağlanacağı para biriminin ait olduğu ülkede para arzı mekanizması kurala göre düzenlenmiyorsa, bunun etkileri ne olacaktır?

(ii) TL'nin bağlanacağı para biri-

minin ait olduğu ülkede bir finansal kriz doğduğunda, bunun ülkemize yansımaları ne olacaktır?

Bu sorular şöyle yanıtlanabilir: Örneğin, 1995 yılında Japonya'da mali sistem ciddi kriz sinyalleri vermektedir. Bu yılın ilk altı ayında Japonya, yaşanan büyük depremin etkisiyle büyüme oranını % 2.7'den % 2.4'e çekmiştir. Bu sapma Tokyo Borsası'nda Nikkei Endeksi'ni bir günde 600 puan geriletirken, endeks Mart ayı ile Mayıs sonu arasında yaklaşık 2500 puan gerilemiştir. Bu oluşum sürecinde yaşanan Barrings krizi ve Japonya ile ABD arasındaki otomobil savaşı, ufukta görünen krizin daha da belirginleşmesine neden olmuştur. Bu gelişmeler hiç şüphesiz birdenbire ortaya çıkmamıştır. Japon mali sistemi 1992 yılından itibaren bunalıma gireceğini gösteren işaretler vermektedir. Bu işaretlerin belki de en önemlisi Japonya'da bankaların vermiş oldukları kredilerde geri dönmeyen kredilerin GS-YİH'ye oranının % 10'ları geçmesiydi. Nitekim bu gelişmeler Japonya Maliye Bakanlığını Haziran ayı başında bankacılık sektörüne yönelik yeni önlemler almaya zorladı. Bu önlemler şunlardır:

— Kredi borçlarını ödemeyenlerin kamuoyuna açıklanması.

— Mevduat sigortası kapsamının genişletilmesi.

— Bankaların sermaye tabanlarını güçlendirmek amacıyla, bankalar arasındaki birleşmelerin teşvik edilmesi.

Bu önlemler alınmadan önce dahi sistemde bazı bankalar birleşme eğilimi içerisinde girdiler. Nitekim Mart

ayının sonunda Bank of Tokyo ile Mitshubishi Bank birleşme kararı aldılar. Birleşme sonrası bu bankaların aktif toplamı 808 milyar dolar gibi bir büyüklüğe erişti. Burada dikkat çeken bir olgu da Japonya'da bu gelişimin 1994 yılı sonunda yaşanan Meksika krizi nedeniyle ABD Doları'nın dünya para piyasalarında değer yitirdiği bir döneme rastlamasıdır (Wall Street Journal, June 1 – 9 – 10, 1995; The Economist, June 17 – 24, 1995). Yani sonuçta OECD ülkelerinin 1995 ve 1996 yılı için öngördükleri büyüme oranlarını % 3'lerden % 2.7'lere çektiği, ABD ekonomisinde durgunluk sinyallerinin duyulduğu, Batı Avrupa'nın en güçlü ekonomisi olan Almanya'da işçi ücretlerinin yükselmesi ve Alman Marki'nin ABD Doları karşısında değer yitirmesi sonucu maliyet artışlarının yaratacağı dezavantajın getireceği durgunluk korkusunun başladığı bir dönemde, ülkemizde Currency Board tartışmalarının gündeme getirilmesi, bu açıdan çok dikkat çekicidir.

● Ülkemiz ihracata yönelik bir kurumsal yapıyı gerçekleştirememiştir. Bu durum ihraç malları kompozisyonu ve ülkemizin yöneldiği ihraç pazarlarının istikrarsızlığından açıkça görülmektedir. Bu iki açıdan önemlidir:

(i) Currency Board sistemi ile kurumsallaşması muhtemel olan sıcak para akımının sistemi deforme edici etkilerinden kurtulabilmek için, mal ticaretinden sağlanan döviz girişinin istikrarlı bir yapıya kavuşturulması gerekmektedir. Bu ise ülkemizde ihracata yönelik yeni bir yapılanma gerektirmektedir.

(ii) Sabit kurun dış pazarlarda re-

kabet gücünü olumsuz etkileyeceği göz önünde bulundurularak, döviz kuru politikası dışında ihracatı teşvik edici tedbirlerin uygulamaya konması gerekecektir.

• Buraya kadar tartıştığımız noktalar, ülkemizde mal hesabı ile sermaye hesabının serbestleştirilmesinin zamanlaması ve bu serbestleştirmenin boyutlarının ne kadar gerçekçi olduğu konusunu tartışma gündemine getirecektir.

SONUÇ

Türkiye'de kamu kesimi reel sektördeki verimsizliği nedeniyle mali sistem üzerinde baskı yaratmakta ve büyük bir fon talepçisi olarak faiz oranlarının hem düzeyini ve hem de vade yapısını belirlemektedir. Bu gelişmeler ülkemizde bankacılık kesimini ana fonksiyonlarından uzaklaştırarak, kamu kesiminin finansörü haline getirmiştir. Monetizasyon, TL'den sıfır atılması ve Currency Board tartışmaları bu anlamda palyatif önlemler olarak ortaya çıkmaktadır. Currency Board sistemi, para arzı mekanizmasına dayandığı için Monetarist bir yaklaşım olarak görünmektedir. Ancak, literatürde ödemeler bilançosuna parasal yaklaşım olarak bilinen teoriye göre, sabit kur sistemi para arzını içsel hale getirmektedir. Bu ise Monetarist iktisatçıların karşı olduğu bir durumdur. Çünkü Monetarist iktisatçılar para politikası uygulamalarında hareket kabiliyetini azalttığı gerekçesiyle sabit kur sistemini uygun görmemekte, esnek kur sistemini önermektedirler.

Burada dikkat edilmesi gereken nokta şudur: Currency Board siste-

minde «lender of last resort» fonksiyonu yoktur. Para arzını içsel hale getiren sadece sabit kurdan para arz edilmesidir. Oysa, daha önce de ifade edildiği gibi, Post Keynesyen iktisatçılar finansal yeniliklerin ulaştığı boyutların merkez bankaları açısından finansal sistemin istikrarını koruma amacını ön plana çıkardığını, bu durumun merkez bankalarının nihai ödünç veren olma fonksiyonlarını geçmişe göre çok daha fazla belirginleştirdiğini savunmakta, bu gelişmelerin ise para arzını içsel hale getirdiğini öne sürmektedirler.

Ülkemizde kamu kesiminin sistemde hantallık yaratıyor olması ve bu nedenle de kamu kesimine kredi verme fonksiyonu olmayan Currency Board sisteminin bir çözüm olarak sunulması, temel olarak Monetarist kökenli bir yaklaşımın kabul edildiği anlamına gelmektedir. Bu açıdan ülkemizdeki parasal sorunların Monetarist bir yaklaşımla ele alınıp alınmayacağı bizi tartışılması gereken bir olgudur. Yine bu çerçevede, eğer monetarist bir yaklaşım benimsenecekse bile, tartışmanın ana eksenini merkez bankasının özerkliği ve nasıl verimli çalışacağı sorunu oluşturmaktadır.

KAYNAKÇA

Akyüz, Y. (1977); «Sermaye, Büyüme, Bölüşüm», A.Ü.S.B.F. Yayın No. 400.

Akyüz, Y. (1991); «Financial Liberalization Developing Countries: A Neo - Keynesian Approach», UNCTAD, No. 36.

Alesina, A. (1988); «Macroeconomics and Politics», NBR Working Paper.

Arestis, P.; Eichner, A. (1992); «The Post Keynesian and Institutional Theory of Money and Credit», Journal of Economic Issues, Vol. 22, No. 4.

Bennett, A.G.G. (1993); «The Operation of the Estorian Currency Board», IMF Staff Paper, Vol. 40.

Cukierman, A.; Webb, S.; Neyapti, B. (1992); «Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes», The World Bank Review.

Cukierman, A. (1992); «Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence», Cambridge The MIT Press.

Cukierman, A.; Kalaitzidakis, P.; Summers, L. and Webb, S. (1993); «Central Bank Independence, Growth, Investment and Real Rates», Carnaige Rochester Series on Public Policy, Vol. 39.

Çapoğlu, G. (1991); «Prices, Profits and Financial Structures: A Post Keynesian Approach to Competition», Edwar Elgar.

Çolak, Ö.F. (1994); «TCMB'nin Para Programı ve Para Politikası», Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Sayı 6.

Çolak Ö.F.; Saatçi, C. (1994); «Türk Bankacılık Sistemi İçinde Küçük Bankalar ve Üstlendikleri Döviz Riskleri», Ekonomik Yaklaşım, Cilt 5, Sayı 12.

Davidson, P., (1990); «Post Keynesian Economics: Solving The Crise in Economic Theory», Money and Employment içinde, Mc Millan.

Friedman, M. (1970); «The Counter Revolution in Monetary Theory», The Institute of Economic Affairs, The Wincott Foundation.

Jao, Y.C. (1989); «Hong Kong: Monetary and Financial System», The New Palgrave: A Dictionary of Economics.

Lavoie, M. (1992); «Foundation of Post Keynesian Economic Analyses», Edward Elgar.

Moore, B.J. (1989); «A Simple Model of Bank Intermediation», Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 12, No. 1.

Schwartz, A. J., (1993); «Currency Boards: Their Past, Present and Possible Future Role», Corneige Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 39.

Skaggs, H. (1991); «John Fullarton's Law Of Reflux and Central Bank Policy», History of Political Economy, Vol. 25.

The Economist; June 17, 1995; June 24, 1995.

Togay, S. (1994); «Post- Keynezyen Teoride Para Arzının İçselliği», Ekonomik Yaklaşım, Cilt 5, Sayı 13.

Türkiye Bankalar Birliği (1994); «Bankalarımız», Türkiye Bankalar Birliği Yayını.

Wall Street Journal; June 1, 1995; June 9- 10, 1995.

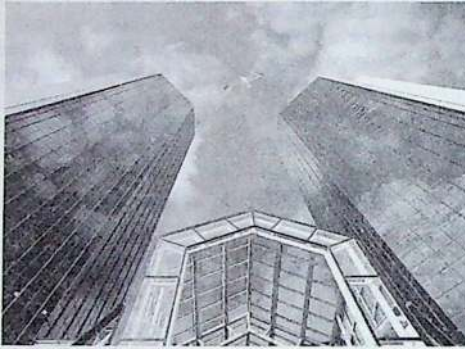
Walters, A. (1989); «Currency Boards», The New Palgrave: A Dictionary of Economics, Ed: J. Etwall vd., New York.

Wray, L. R. (1990); «Money and Credit in Capitalist Economies», Edwar Elgar.

ATATÜRK diyor ki;

- ◆ Evet, milletimizin siyasî, içtimâî hayatında, milletimizin fikrî terbiyesinde de rehberimiz ilim ve fen olacaktır.
 - ◆ Kılıç ve sapan: Bu iki fatihten birincisi, ikincisine daima mağlûp oldu.
 - ◆ Bir millet savaş meydanlarında ne kadar parlak zaferler elde ederse etsin, o zaferlerin yaşayacak neticeler vermesi ancak irfan ordusuyla kaimdir.
 - ◆ Benim Türk milleti için yapmak istediklerim ve başarmaya çalıştıklarım ortadadır. Benden sonra beni benimsemek isteyenler, bu temel eksen üzerinde akıl ve ilmin rehberliğini kabul ederlerse, manevî mirasçılarım olurlar.
-

Akbank, 21. yüzyıla hazır!



Türk bankacılık sektörünü 21. yüzyıla taşıyan Akbank, "dünyanın 500 büyük bankası" arasındaki yerini her yıl korumaktadır.

Akbank, yurtiçinde 500 şubesi, yurtdışında 9 temsilciliğiyle tam bankacılık hizmeti verir... Londra'da tamamı Türk sermayesiyle gerçekleştirilen ilk Türk bankası olan **Sabancı Bank plc** Akbank tarafından kurulmuştur. Fransa'nın en büyük bankası

Banque Nationale de Paris ve Almanya'nın ikinci büyük bankası **Dresdner Bank A.G.** ile ortak olarak ülkemizde **BNP- Ak- Dresdner Bank**'in kurulmasını yine Akbank sağlamıştır... Türk bankacılığını dünyaya kanıtlayan banka, Akbank olmuştur.

Akbank, Türk ekonomisine yön vermeye devam etmekte, Türkiye'ye en iyiyi sunmaktadır...

AKBANK
Güveninizin Eseri

Görüşler

Dr. ZEYNEP ARIKAN

*Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
Maliye Bölümü Araştırma Görevlisi*

Gümrük Birliği ve Etkileri

I. AT'nin Tarihi Gelişimi

A. AT'nin Doğuşu ve Gelişimi

AVRUPA Topluluğu (AT)'nin temeli 1951 Paris Anlaşması ile kurulan Avrupa Kömür ve Çelik Birliği (ECSC)'ne dayanmaktadır. Birliğin amacı, başta Fransa ve Almanya olmak üzere, üye ülkelerin kömür ve çelik kaynaklarını, ulusal ticaret sınırlarından arınmış ortak bir pazar içinde bir araya getirmek ve bu yolla ortaya Avrupa'nın ekonomik birliğini sağlayacak pilot bir proje koymaktır. Avrupa Topluluğu, 1957 yılında Roma Andlaşması ile, Fransa, İtalya, Belçika, Hollanda, Batı Almanya ve Lüksemburg arasında kurulmuş ve 1958 yılında Avrupa Ekonomik Topluluğu (AET) olarak yürürlüğe girmiştir ⁽¹⁾ [*].

İlk aşamada Gümrük Birliği'ni, daha sonra mal ve hizmetler ile sermayenin serbest dolaşımını hedefle-

yen Avrupa Ekonomik Topluluğu, 1968 yılında Gümrük Birliği'ni gerçekleştirdi. Daha sonra Tek Avrupa senedi, Aralık 1985'de kabul edilerek imzalanmış ve 1 Temmuz 1987 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Topluluk içinde malların, hizmetlerin, kişilerin ve sermayenin serbest dolaşımına ortam hazırlayan böyle bir hedef ile topluluk Avrupa Topluluğu (AT) adını almış ve AT tek pazara 1992'de ulaşmıştır ⁽²⁾.

1992 yılında imzalanan ve 1993 yılında yürürlüğe giren Maastricht Anlaşması (Avrupa Birliği Anlaşması) ile Topluluğun adı Avrupa Birliği olarak değişmiş, bu aşamada, parasal ve siyasi bütünleşmeyi gerçekleştirme hedefi ön plana geçmiştir.

Topluluğun üye sayısı Altıların bütünleşme yolunda attığı ilk adım-

[*] Dipnotlar yazının sonunda yer almaktadır.

dan sonra 1973 yılında İngiltere, İrlanda ve Danimarka'nın katılımıyla 9'a, 1981'de Yunanistan'ın katılımıyla 10'a, İspanya ve Portekiz'in katılımıyla 12'ye ve nihayet 1 Ocak 1995'te Avusturya, Finlandiya ve İsveç'in tam üyelik için kabul edilmeleriyle 15'e ulaşmıştır.

B. Türkiye – AT İlişkileri

Bugün çok büyük ölçüde uygulama alanına giren ekonomik bütünleşmeler çağımıza damgasını vurmaktadır. Dünya ticaretinin serbestleştirilmesi amacını güden bu olgu İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra başlamıştır. Ekonomik ve politik nedenlerle başlayan bu oluşum iki ayrı yönde gerçekleşmiştir. Birincisi, «evrensel yaklaşım» olarak ifade edilen, GATT çerçevesi içinde çok yanlı görüşmeler yoluyla gümrük tarifelerinin karşılıklı olarak indirilmesi; diğeri ise, belirli bir coğrafi bölgede yer alan ve yakın ekonomik ilişkilerde bulunan bir grup ülkenin aralarında ticareti serbestleştirmeleridir ki, bu gelişmeye «bölgesel yaklaşım» adı verilmektedir (3).

Türkiye bu şekildeki ekonomik bütünleşme hareketlerine ilgisiz kalmamış ve 1959 yılında topluluğa ortak üyelik başvurusunda bulunmuştur. 12 Eylül 1963'de imzalanan Ankara Anlaşması ile Türkiye Topluluğun ortak üyesi olmuş ve bu anlaşma 1 Aralık 1964 yılında yürürlüğe girmiştir.

Ankara Anlaşması, Türkiye, topluluk anlaşmasından doğan yükümlülükleri yerine getirecek duruma geldiğinde önce gümrük birliği kurmayı ardından da Türkiye'nin Topluluğa tam üye olarak katılımını hedefliyordu. Yani gümrük birliği kademeli olarak ger-

çekleştirilecek nihai hedef olarak da tam üyeliğe gidilecekti. Türkiye'nin tam üyeliğinin ise üç aşamada gerçekleştirilmesi hedeflenmişti. 1964–1969 yılları arasındaki Türkiye ekonomisinin güçlendirilmesi amacını taşıyan hazırlık döneminin ardından, ikinci dönem 1 Ocak 1973'de yürürlüğe giren Katma Protokol ile başlayan Geçiş Dönemi (1973–1995)'dir. Bu dönemde taraflar karşılıklı ve dengeli yükümlülükler esası üzerinden gümrük birliğini gerçekleştirecekler ve ortaklığın iyi işlemesi için Türkiye ekonomi politikalarını Topluluğunkilere yaklaştıracaktır.

1 Ocak 1973'de yürürlüğe giren Katma Protokol gerçek anlamda bir «gümrük birliği uygulama anlaşması»dır. Temel özellikleri şunlardır:

- Türk tarım politikasının Topluluk tarım politikasına uyandırılması.
- İşçilerin serbest dolaşımı vb.
- Türkiye ve Topluluk arasında gümrük birliğinin tedricen kurulması.

Türkiye 13 Nisan 1987'de Topluluğa resmen tam üyelik başvurusunda bulunmuştur. Böylece Türkiye tam üyeliği gerçekleştirebilmek için büyük bir değişim ve gelişim içine girmiştir.

Ricardo'nun karşılaştırmalı üstünlükler teorisine göre üretim yapılan, çok geniş kapsamlı bir piyasanın oluşum amacını güden gümrük birliğine üye ülkeler; sadece kendi aralarındaki gümrük ve eş etkili vergileri, miktar kısıtlamalarını (kotaları) elimine etmezler, aynı zamanda üçüncü ülkelere karşı OGT uygulama yükümlülükleri bulunmaktadır. Serbest ticaret bölge-

lerine göre daha ileri bir birleşme hareketi olan gümrük birlikleri bütünleşmenin ikinci aşaması olup Topluluğun temel unsurlarından biridir (4).

Birliğe üye ülkelerin kaldırması gereken dış ticaret kısıtlamaları ise şunlardır:

- Gümrük vergileri,
- Gümrük vergilerine eş etkili vergiler, fonlar, harçlar vs.
- İthalat yasakları, kotalar, bunlara eş etkili kısıtlamalar.

24 Ocak 1980 kararlarıyla izlenen dışa açık ekonomi politikası, ithalat ve döviz mevzuatlarında gerçekleştirilen çok önemli liberalleşmeler, piyasa ekonomisinin zaman içinde oturması, demokratik rejime geçişte ve insan hakları konusunda kaydedilen gelişmeler, Türkiye'nin tam üyelik başvurusuna uygun bir ortam hazırlanmıştır (5).

II. Gümrük Birliği'nin Etkileri

Avrupa Birliği'ni oluşturan 1957 tarihli Roma Andlaşması klasik uluslararası kurumlardan farklı olarak, organlarına bazı önemli ulusüstü (supranational) görevler ve karar alma yetkisi vermiştir. Diğer bir deyişle, birliğin organlarının kararları başka hiçbir işlemi gerektirmeden üye devletlerin kendi hukuk düzenlerine girmekte ve direkt olarak bu ülkeler uyruklarını etkilemektedir. Roma Andlaşması, «görevler ve niyetler kataloğu» biçiminde bir «çerçeve andlaşması»dır. Çerçevenin içinin doldurulması oldukça gelişmiş bir yasama görevini gerektirmektedir. Bu nedenle Andlaşma, öngördüğü işleri gerçekleştirecek AB organları-

na yasama yetkisi vermiş ve bu yetkinin ne şekilde uygulanacağını da belirtmiştir. Bu durum Andlaşmaya bir «Andlaşma Anayasa» niteliği vermektedir. Bu nedenle üye devletlerin AB organlarına tanıdıkları yasama yetkisi büyük önem kazanmaktadır (6). Bu yetki çerçevesinde birliğin hedefleri gerçekleştirilmeye çalışılır.

Gümrük Birliği'nin üye ülkelerde gümrük vergisi, miktar kısıtlaması ve benzerlerinin ortadan kaldırılması; üçüncü ülkelerle yapılacak ticaretle ortak politikaların kabulü, ticareti ve rekabeti düzenleyen teknik standartlarda, yasal kurallarda ve teşviklerde uyum sağlanması şeklinde ana hedefleri bulunmaktadır.

Gümrük Birliği'nin ekonomimiz üzerinde birçok etkisi olacaktır. Bu etkileri ele aldığımızda şöyle bir tablo ile karşılaşılabiriz:

1. Kamu Dengesi: Gümrük Birliği'ne girmemizle beraber kamu dengesi olumsuz yönde etkilenecektir. Bu olumsuzluk ise kendini gelir kaybı açısından gösterecektir. Zira gümrük vergilerinden doğacak gelir kaybı yanında Toplu Konut Fonu'nun kaldırılması da bir gelir azalmasına neden olacaktır. İthal edilen mallarda konut fonunun kalkması nedeniyle bu malların fiyatları düşecek ve Türkiye fon gelirleri yönünden kayba uğrayacaktır. Vergi kayıp ve kaçaklarının yüksek düzeyde olduğu ülkemizde (7) Gümrük Birliği'nden doğan gelir kaybı da kamu dengesi üzerinde olumsuz etkide bulunacaktır. Diğer taraftan Gümrük Birliği'ne uyum sağlamak için yapılacak harcamalar büyük boyutlarda olacak ve sanayie Gümrük Birliği'ne

uyum sağlamak için sağlanacak teşviklerin yükü de önemli bir etkiye sahip olacaktır.

Gümrük Birliği ile vergi ve fonların kaldırılması sonucu bütçenin bir miktar gelirden mahrum kalması, hükümeti zorunlu olarak oluşacak gelir kaybını telafi edecek yeni kaynaklar aramaya yönlendirecektir.

Hükümet Gümrük Birliği ile oluşacak gelir kaybını telafi etmek için yeni kaynaklar bulma çabası içine girmiştir. Bu konuda kamuoyunda birçok alternatif gündeme gelmiştir. En çok da devletin bu gelir kaybını özel tüketimi vergilendirerek karşılamaya çalışması gereği tartışılmıştır. Devletin bu gelir kaybının özel tüketim vergileri getirilerek karşılamaya çalışılması, birçok sakıncayı da beraberinde getirebilecektir. Bunları şu şekilde sıralayabiliriz:

- Özel Tüketim Vergileri (ÖTV), diğer tüketim vergileri gibi dolaylı nitelikte bir vergi olup, adil değildir. Çünkü bu vergiler gelir dağılımını bozucu etkiye sahiptirler.

- ÖTV yaşadığımız kriz ortamında daralan talebin daha da düşmesine neden olacak ve firmaların yeni yatırım yapma imkânları daralacaktır. Böylece Gümrük Birliği nedeniyle oluşan ortamda rekabet gücümüz azalacaktır.

- ÖTV amacından sapacaktır. ÖTV'nin amaçlarından biri lüks tüketimi vergilendirmektir. Ülkemizde Katma Değer Vergisi'ne ek olarak bir de ÖTV konursa, büyük sıkıntılar doğar. Gelir sağlanması amacıyla lüks olmayan malların da vergi kapsamına sokulması çarpıklıklara neden olur.

- ÖTV haksız bir uygulama orta-

ya çıkardığından, vergi kaçakçılığını arttırıcı sonuçlar doğurabilecektir. Gümrük vergilerinin kaldırılarak malların gümrükte ucuzlatılıp iç piyasada pahalılaştırılması sonucu alıcı ve satıcı anlaşır ve vergiler artıkça faturasız alış-verişler yaygınlaşır.

- Vergide ilke çok kazananan çok, az kazananan az almaktır. Türkiye'de ise gayrimemnun bir seçmen kitlesi oluşturmamak için herkesi vergilendirmek yerine, vergi daha çok tüketici kitlesine yüklenmektedir. Hükümet, harcamalarını karşılayabilmek için daha çok dolaylı vergi toplama çabası içine girmektedir ve ÖTV'lerinin getirilmesi düşünülmektedir. Gümrük Birliği'nden doğan gelir kaybının telafi edilmesi gerekir. Ülkemizde 33 milyon seçmenden sadece 3 milyonu gelir vergisi mükellefidir ve bu mükellef kitle içinde vergi yükünün ağırlığını büyük ölçüde ücretli kesim taşımaktadır. Bunlara daha fazla vergi yüklemek sakıncalar meydana getirecek niteliktedir. Zaten enflasyon dar gelirli vergi mükelleflerini ezmektedir. Yüksek gelirli ise döviz, bono ya da gayrimenkul almakta ve vergi ödemelemektedir. Ayrıca; ticaretin genelde vadedi yürütüldüğü ekonomide peşin KDV ve ÖTV almak, ekonomik gerekçelerle uyusmamaktadır. Gümrük Birliği'nden doğan gelir kaybını telafi etmek için tek çözüm ise herkesi vergi mükellefi yapmak, yani mükellefleri birbirlerine denetletmektir. Aksi takdirde ÖTV gibi önlemlerle, Gümrük Birliği'nden kaynaklanan kayıp telafi edilemez (8). Ülkemizde kayıt dışı kalan gelirlerin vergilendirilmesi siyasi tercihler yüzünden hep ihmal edilmekte, kara paranın tüm piyasalarda hâkim olduğu bir dönemde, çok kazanan-

dan çok, az kazanandan az vergi alınması geleneği ülkemizde yerleştirilememektedir. Teorik olarak savunulan bu hususlar, uygulamaya her nedense pek aktarılamamaktadır.

Gümrük Birliği ile meydana gelecek vergisel kayıpların özel tüketim vergisi ya da benzeri vergilerle telafi edilmeye çalışılması yolundaki çabalar sonuç verecek nitelikte değildir. Örneğin, otomotiv sektöründe talep durgun düzeyde olup, lüks tüketime uygulanan KDV oranları Avrupa ülkelerine göre oldukça yüksek seviyelerde bulunmaktadır. Yani ülkemizde uygulanan yüksek oranlı vergiler talebi baskı altında tutmaktadır. Bir de ayrıca ÖTV getirilmesi düşük olan talebi daha da geriletir. Gümrük Birliği zaten rekabet gücümüzü olumsuz etkileyecektir. Bu nedenle daralan talebi genişletmek ve uluslararası rekabete hazırlayabilmek için yatırım yapmamız gerekmektedir. Yüksek oranlı vergiler yatırım kararlarını olumsuz etkileyecektir. Bu yüzden devlet yeni vergiler getirmek yerine talebi canlandırarak, vergi kaçakçılığının boyutlarını daraltarak gelir sağlamalıdır.

Özel tüketim vergisinin uygulanmasına diğer bir engel de Gümrük Birliği Protokol Kararı'dır. Gümrük Birliği Protokol Kararı'nın «dolaylı vergilendirme»yle ilgili 48. ve 49. maddelerine göre; «Gümrük Birliği taraflarından birinin, dolaylı vergilendirme yoluyla, üretimini ve pazarını koruması önlenmemekte, ithal edilen bir mala, o malın benzerlerine, iç piyasada uygulanan dan daha fazla vergi uygulanamaz hususu hükme bağlanmaktadır.» Bu yüzden bu tartışmalar çok gereksiz olarak kamuoyunu oyalamaktadır.

Gümrük Birliği'ne girilmesi, Türkiye'nin gümrükleri ve fon kesintilerini kaldırmaları ile ortaya çıkacak her yıl 3 milyar dolarlık bir gelir kaybının yanında küçük ve orta boy işletmeler (KOBİ'ler) büyük bir sıkıntıya düşecektir. Devlet hazinesinin her yıl 3 milyar dolarlık kaybını telafi etmek ve KOBİ'lerin rekabet gücünün artırılması için Topluluk anlaşmalarının her yıl Türkiye'ye en az 3 milyar dolarlık bir mali destek sağlaması gerekmektedir.

Portekiz 1991 – 1993 yılları arasında gayrisafi yurtiçi hâsılasının % 3.5'i ne eşit bir miktarı AB kaynaklarından mali yardım adı altında almıştır. Türkiye'nin GSYİH'sinin 1992 yılında 160 milyar dolara eşit olduğu kabul edilirse, Türkiye'ye yapılacak GSYİH'nın % 3.5'i kadar bir mali yardım 5,4 milyar dolarlık kaynak aktarımını gerektirecektir. Bu toplam Yunanistan vetosu nedeniyle serbest bırakılamayan 600 milyon ECU'luk dördüncü mali protokolün sekiz katı kadardır. Bu gerçekler ortada iken AB hâlâ Türkiye'ye mali yardım yapmak konusunda oldukça nazlı davranmaktadır (9).

2. Teşvik Sistemi: Gümrük Birliği teşvik politikamızı değiştirmemize neden olabilecek, yeni teşvik politikaları AB'deki uygulamaları dikkate alınacak şekilde uygulanacaktır. AB daha çok yatırımlarda pahalı emek girdisine dayalı ileri teknoloji kullanan sektörleri korumaktadır.

Avrupa Birliği'nde, bugün, ihracatta uygulanan pekçok teşvik ile karşılaşmaktadır. Vergi muafiyetleri, istisnalar, vergi ertelemeleri, gümrüksüz girdi ithalleri, devlet garantileri gibi... AB'inde ihracat teşviklerine izin verilmemesine karşılık bu teşvikler uy-

gulanmaktadır. Çünkü üye ülkeler kendi ulusal çıkarlarını AB'nin çıkarlarından üstün tuttuklarından, ihracatı teşvik uygulamalarından bir türlü vazgeçmemektedirler. Ayrıca AB; kendi içinde serbest ticareti oluşturmayı, pekiştirmeyi amaç edinirken, dışa karşı, serbest ticareti engelleyici, bozucu uygulamalara başvurmaktadır. Kendi içinde, rekabet kurallarını bozduğu, iç pazarın işleyişini olumsuz etkilediği için ihracat teşviklerine izin vermeyen AB, üçüncü ülkeler için ticaret söz konusu olduğunda, özellikle ABD ve Japonya kökenli güçlü rekabete karşı kendi ihracatçılarına rekabet gücü kazandırmak için teşviklere başvurmaktadır. AB'ne üye ülkelerin üçüncü ülkelere uyguladığı teşviklerin tamamı ülkelerin taraf olduğu GATT'ın yasakladığı teşvikler arasındadır. Bu nedenle AB'nce uygulanan ihracat teşvikleri, dünya ticaretinin serbestleşmesini öngören GATT ilkelerinin ihlali anlamına da gelmektedir (10).

Türkiye Gümrük Birliği'ne girdiğinde iç pazarın işleyişinde olumsuz etkisi olan teşvik sisteminde değişikliğe gitmek zorunda kalacaktır. Üçüncü ülkelerde olan ticaretinde ise teşvik sistemindeki teşvikleri uygulamayı sürdürebilir. Ancak, Türkiye'nin üçüncü ülkelere olan ticaretinde uyguladığı teşviklerin GATT'ın yasakladığı teşviklerden olmaması gerekir.

3. Dış Denge: Gümrük Birliği'nin dış denge üzerindeki etkileri ithalat ve ihracat üzerinde ağırlıklı bir şekilde görülecektir. Türkiye'deki yerli ve yabancı firmaların pazarı elde tutmak için yapacakları fiyat indirimleri, sıfır gümrükler Türkiye'nin ithalatının hızla artmasına neden olacaktır. İhra-

catta ise Türkiye teşviklerin çoğunu kaldırmak ya da AB düzeyine çekmek zorunda kalacaktır. Bu durumda ihracat azalacak, dış denge olumsuz etkilenecektir.

Türkiye daha önce üçüncü ülkelere ithal ettiği birçok malı Gümrük Birliği'nden sonar AB'den almaya başlayacaktır. Böylece yüksek maliyetli AB malları Türkiye pazarına girecek, düşük maliyetli üçüncü ülke malları, gümrük engellerini aşamadıklarından, AB lehine ticaret kaymaları doğuracaktır. Üçüncü ülkeler fiyatlarını ortak gümrük tarifesiyle aşacak şekilde düşürdüklerinde, ticaret kaymaları olmaz ve ticaret hadleri Türkiye lehine dönebilir.

Avrupa Birliği ile Gümrük Birliği'ne girmeyi hedefleyen Türkiye'nin ekonomik istikrarını sağlaması gerekli ve önemlidir. Sadece belli bazı ekonomik sorunları çözümlemesi yeterli değildir. Bu konuda Türkiye'nin Meksika'nın ekonomik durumundaki gelişmelerden çıkarması gereken dersler olabilir. Yani Gümrük Birliği'ne girmek isteyen Türkiye'nin sadece makro istikrarı sağlaması yeterli değildir, aynı zandan mikro düzeyde yapısal dönüşümü de gerçekleştirmesi gerekir. Aksi taktirde dış rekabet karşısında gücünü hissettiremez.

1980'lere, Türkiye gibi kamu kesiminin büyük ağırlık taşıdığı, rekabetten korunmuş, ağır dış borç altındaki bir ekonomiyle giren Meksika'nın 1988'den itibaren aldığı köklü önlemler bu kısır döngüyü kırmasını sağlamıştır. Makro dengelerini sağlama yönünde çok önemli adımlar atan Meksika'nın sanayi kesimi dış rekabete hazır değildi. Bu durumdaki bir sanayi

ile, makro dengeleri zorlamadan hedeflenen büyüme hızını tutturmanın kolay olmayacağı ortadadır. Diğer taraftan Meksika'da gelir düzeyinin yükselmesi ve gümrük duvarlarının inmesi, ithalatın ihracattan daha büyük bir hızla artmasına yol açmıştır. Görüldüğü gibi Meksika'nın kendinden güçlü ekonomilerle ilişkilerinde birçok sorunu halletmesi başarı sağlaması için yeterli olmamıştır. Konuya kendinden güçlü ekonomilerle Gümrük Birliği'ne giden Türkiye açısından baktığımızda, makro istikrarı büyük ölçüde sağlamanın başarı için gerekli fakat yeterli olmayacağı ortadadır. Makro istikrarın tam olarak sağlanması ve mikro düzeydeki yapısal dönüşümün de gerçekleşmesi gerekmektedir ⁽¹¹⁾. Meksika örneğine bakarsak, Türkiye'nin içinde bulunduğu durumun zorluğu daha iyi anlaşılmaktadır.

Siyasi önceliklerin ekonomik önceliklerin önünde olduğu ülkemizde makro ekonomik dengeleri bile ne ölçüde gerçekleştirebildiğimiz tartışmalıdır. Ülkemizde bir an önce makro ekonomik dengelerin istikrara kavuşturulması gerekli ve önemlidir. Bunun için de siyasetçilere, işadamlarına ve ülkede yaşayan tüm fertlere önemli görevler düşmektedir.

Türkiye dünyadaki ekonomik gelişmelere uyum sağlayabilmek için gümrük duvarlarını indirme ve dış ticaret mevzuatını uyumu kolaylaştıracak şekilde düzenleme çabası içindedir. Buna karşılık, AB özellikle 1980'lerin ikinci yarısında, Türk dış ticaretinde önemli bir paya sahip olan sanayi ürünlerimizin ithalatına kota, anti-damping ve anti-subvansiyon vergisi uygulama yoluna giderek dolaylı

yoldan da olsa korumacı girişimlerini artırırken, diğer yandan Türkiye'ye 650 milyon ECU tutarında bir mali yardımı içeren Dördüncü Mali Protokol'e bir türlü işlerlik kazandırmamıştır. Türkiye'nin uyguladığı Toplu Konut Fonu'nun, eş etkili tedbir olarak niteleyerek 1995'de kaldırılmasını isteyen AB, bu yaklaşımlarıyla ters düşecek şekilde, çevre koruma, insan sağlığı vs. konularda üçüncü ülkelere karşı tarife dışı engeller koyarak, ithalatta sınırlama olarak bu engelleri ileri sürmeyi planlamamaktadır. Bu nedenle Türk imalat sanayiinin, ihracatta sadece AB'nin gümrük vergisini sıfırlamış olmasına güvenmeyerek giderek gelişen çevrecilik, insan sağlığı vs. konularında karşısına çıkabilecek her türlü ihracatımızı sınırlayıcı uygulamaya karşı hazırlıklı olması gerektiği anlaşılmaktadır ⁽¹²⁾.

4. İstihdam: Gümrük Birliği karşısında istihdam büyük ölçüde etkilenecektir. Kısa dönemde çoğu firma AB rekabetine dayanamayarak yok olabilecektir. Böylece sanayi istihdamı daralacaktır. Ancak orta dönemde Gümrük Birliği genel istihdamı olumlu etkileyebilir. Bu da AB pazarına girmek isteyen Uzak Doğu ülkeleriyle, AB'den Türkiye'ye gelecek yabancı sermaye yatırımlarına bağlı olarak toplam istihdamın zamanla genişlemesiyle olabilir.

Ülkemizde işsizlik zaten önemli bir sorun durumundadır. Bu sorunun ağırlaşmasında, bölgelerarası gelişme dengesizlikleri ve makro ekonomik gelişmelerin kalkınma gerekleriyle uyum içinde olmaması önemli nedenlerdir. İşçi çalıştırmaya ilişkin mali ve yasal yükler de önemli etkenlerdir. İşsizlik

sorununun çözümü şarttır. Bunun için, rasyonel bir ücret politikası izlenmesi, vergi politikasının istihdamı teşvik edici şekilde kullanılması, vergilenmeyen ekonominin boyutlarının daraltılması, eğitime ve teknolojik gelişmelere önem verilmesi, yatırım artışı için gerekli ortamın sağlanması, girişimciliğin teşvik edilmesi, çalışma mevzuatına esneklik kazandırılması gibi önlemler alınmalıdır.

Sanayimizi kırmadan dökmeden, yani en iyi şekilde gelecek nesillere aktarmak, hükümetin ve siyasi otoritenin önemli bir görevidir.

Sanayimizin Gümrük Birliği'nden olumsuz etkilenmemesi için «teknoloji yenileme»ye ağırlık verilmeli, ürün geliştirme, verimliliği artırma ve pazarlamada atılım konularına yönelinmelidir. Bu açıdan genç sanayimizin zarar görmemesi için İstanbul Sanayi Odası'nın anket sonuçları ışığında alınması gereken önlemleri şöyle sıralayabiliriz (13):

- İnsana yatırım ve teknoloji yenileme.
- Verimliliğin artırılması.
- Kalite ve kontrolde uyum sağlanması.
- Devletin finansman desteği sağlanması.
- Teşviklerde AB normlarına uyum.
- Bürokraside Batı standartlarına uyum.

5. KOBİ'ler: Türkiye'nin büyük bir pazara açılmasının kazançlarının çok olacağı açıktır. En başta birçok büyük şirket dünya şirketleriyle bütünleşecektir. Bu açıdan Türk sanayisi rekabet gücü kazanacaktır.

Diğer taraftan, Türkiye'nin Gümrük Birliği'nden sonra Avrupa Topluluğu ülkelerinde üretilen malların düşük gümrüklerle Türkiye'ye gelmesi, özellikle Türk tekstil üreticilerini zor durumda bırakabilir. Teknolojik yönden gelişmemiş küçük ve orta işletmeler önemli problemlerle karşılaşabileceklerdir. Otomotiv sanayii de bunlardan birisidir. Sanayi işletmelerinin Avrupa Birliği ülkeleriyle özellikle yan sanayi dallarında rekabet edebilmesi için belirli bazı hususlara dikkat edilmesi gereklidir (14).

Gelişmiş ülkeler düzeyine çıkabilmemiz için teknolojik yenilik yapmamız gereklidir. KOBİ'lerin teknolojik yenilik çabalarının finansmanında küçük tasarrufların sermaye piyasasında birleştirilmesi önemlidir. Ayrıca AR-GE merkezleri oluşturularak «Araştırma-Geliştirme» çabalarına hız verilmelidir. Teknolojik yenilik çabalarına hızla girilmezse, uluslararası pazara açılma imkânı zayıflayacağı gibi, iç pazar payı da kaybedilir. KOBİ'ler teknolojik yenilik çabalarına ağırlık vermezlerse, gelişmiş ülkelere teknolojik yönden bağımlı olmaktan kendilerini kurtaramazlar.

KOBİ'lerin sanayide olan etkinlikleri gözönünde tutulduğunda, bunların sorunları, darboğazları, giderilmezse, Avrupa Birliği'nin rekabeti bunlar üzerinde yıkıcı etkiler meydana getirir. Öte yandan tarım sektörümüz dışlanmakta, sadece AB yararına olan sanai alanda Gümrük Birliği sağlanmaktadır.

6. Tarım Sektörü: Tarım sektörü AB karşısında en zayıf ve ihmal edilmiş bir sektördür. Gümrük Birliği süreci Türk tarımının ortak tarım politi-

kasına dahil edilmesini öngörmektedir.

III. Gümrük Birliği'nin Sonuçları

Avrupa Birliği üyelerinden hiçbiri tam üyelikleri gerçekleşmeden Gümrük Birliği'ne girmemişlerdir. Türkiye'nin önce Gümrük Birliği'ne girişinin Avrupa Birliği üyeliğinin yolunu açacağı kuşkuludur. Türkiye Gümrük Birliği ile pazarını Avrupa Birliği'ne girmeden açmış olacak ve Avrupa Birliği'ne alınma konusunda fazla cazibesiz kalmayacaktır.

Gümrük Birliği ile millet egemenliği ve anayasa zarar görecektir. Çünkü temsil edilmediğimiz Avrupa Birliği yetkili kurullarınca aleyhimize alınacak birçok kararı uygulamak zorunda kalacağız. Hükümet, TBMM ve anayasal kuruluşlar dışlanarak, AB kararlarına uymak zorunda kalınacaktır. Bu zorunluluklar bizim diğer anlaşmalarla yerine getirmek durumunda olduğumuz yükümlülüklerimize de engel olabilecektir. AB denetimine uyma mecburiyetinin sonucunda, üçüncü ülkelerle gerçekleştirdiğimiz ya da gerçekleştirebileceğimiz tüm ticaret politikaları ve anlaşmaları AB'nin denetimine girecektir. ECO, Karadeniz Ekonomik İşbirliği, Türk Dünyası ve İslam Ülkeleri Konferansı Teşkilatı'nda alınacak kararlar AB'nin görüşü çerçevesinde olacaktır.

Türkiye gerek Avrupa Birliği içinde ve gerekse Avrupa Birliği dışında 3. ülkelerle olan ekonomik ve siyasi ilişkilerinde AB yetkili organlarının egemenliğini kabul etmek zorunda kalacaktır. Temsil edilmediğimiz AB yetkili kurullarınca aleyhimize alınacak kararlara uymak zorunda kalacağız; yani AB kararlarına hükümet, TBMM ve

anayasal kuruluşlar dışlanarak uymamız gerekecektir.

1838 tarihinde Türk-İngiliz Ticaret anlaşması ile Osmanlı sanayiindeki çöküş gibi, 6 Mart 1995 Gümrük Anlaşması da Türk sanayisini olumsuz etkileyebilecektir. Bu nedenle Gümrük Birliği sonucu Osmanlı-İngiliz Anlaşmalarına benzer sonuçlar meydana gelmesini engelleyici tedbirler alınmalıdır (15).

Gümrük Birliği Anlaşması'yla tam üyeliğin Türkiye'ye sağlayacağı imkânları almadan, Türkiye pazarını dışarıya açacaktır.

Türkiye'nin 1980'den bu yana uyguladığı dışa açık politikalarla liberalleşme sürecinde önemli mesafeler aldığı ve bunun yararlarını gördüğü, AB ile Gümrük Birliği'nin de, esasta bu politikaların bir devamı niteliğinde olduğu gözden kaçırılmamalıdır. Bu şekilde, Türkiye'nin kendini dünyadaki keskin rekabet ortamına daha etkili ve disiplinli bir şekilde hazırlaması mümkün olacaktır. AB ile Gümrük Birliği, Türkiye'nin Batı dünyasının tartışılmaz bir üyesi olma sürecinde çok önemli bir kilometre taşı oluşturacaktır. Bunda başarı sağlanamamasının Türkiye'ye çıkaracağı siyasal ve ekonomik maliyet çok ağırdır (16).

Hükümetin de, bu yönde hareket etmesi gereklidir. Kısa sürede ekonomimiz sağlıklı bir yapıya kavuşturulmazsa, AB ile Gümrük Birliği'ni etkili bir şekilde gerçekleştirmek ve yaşatmak mümkün olmayacaktır.

Türkiye'nin Gümrük Birliği'ne geçiş sürecinde Gümrük Birliği'nin kısa dönemde yol açabileceği birçok olumsuzluğu Türkiye zaten yaşamaktadır. Kamu dengesi sağlanamamış, dış ticaret ve cari işlemler açık vermekte,

işsizlik yüksek boyutlardadır. Bu ve benzeri sorunlar Türkiye'nin Gümrük Birliği'ni AB'ne tam üye olmadan gerçekleştirmeye çalışması, tam üyelik durumunda sağlayacağı birçok avantajdan mahrum kalmasına neden olmaktadır.

Türkiye içinde bulunduğu bazı engelleri aşabilmek ve sağlıklı bir Gümrük Birliği'nin oluşturabilmek için Avrupa Birliği'nde bazı yükümlülükleri yerine getirmesini bekleyecektir. Bunlar şunlardır:

- Mali yardımların işlerlik kazanması.
- Gümrük vergilerinin sıfırlanması.
- Eş etkili vergilerin kaldırılması.
- Türk işgücünün anlaşmalardan doğan serbest dolaşım hakkının elde edilmesi.
- Gümrük Birliği ile ilgili konularda, AB karar mekanizmalarına karşılıklı görüşmelerle saptanacak bir formül dahilinde kılınmak.

Avrupa Birliği yükümlülüklerini yerine getirme konusunda bekleneni tam olarak vermemiştir.

Özellikle Türkiye için önemli konulardan biri de, AB'nin bazı Türk mallarına uygulamış olduğu anti-damping vergilerinin kaldırılıp kaldırılmayacağı hususudur. Avrupa Birliği tarafı, protokol görüşmeleri sırasında, bu vergileri kaldırmayacağını belirtmiştir. Her anti-damping vergisinin süresi 5 yıldır. Örneğin, AB, Türkiye'ye pamuk ipliğinde anti-damping vergisi uygulamaktadır. Bu uygulama Mart 1997'de bitecektir. Bu tarihe kadar AB uygulamasını süderecek, ama, yeni anti-damping vergileri konması söz

konusu olmayacaktır (17). Diğer taraftan Türkiye'nin güçlü olduğu tekstil sektöründeki kota uygulamaları ise Avrupa Birliği'nin menfaatlerini koruduğunu ve yükümlülüklerini ters yönde işlettiğini göstermektedir. Bu nedenle bu boyutları gözden uzak tutan ve sadece gümrük indirimini ve Türkiye'nin bazı AB şartlarına uyumunu içeren bir Gümrük Birliği, 1957 Roma ve Maastricht Anlaşmaları ile Ankara Anlaşması'nın öngördüğü şekilde bütünleşmenin sadece bir basamağını oluşturacak ve diğer aşamaları gerçekleştirecek bir Gümrük Birliği söz konusu olmayacaktır.

SONUÇ

Gümrük Birliği'ne girip girmeme hususunda kesin bir yargıya vararak girmemiz yararlı ya da sakıncalıdır demek yanlış olur. Türkiye bu konuda 1959 yılında tercihini yapmıştır. Türkiye'nin Gümrük Birliği'ne girip girmemesi kısa, orta ve uzun vadede, ekonomik, siyasi, sosyal, teknolojik ve askeri etkileri olan bir olaydır. Bu nedenle yarar ve sakıncalarını dengede tutacak politikaların uygulanması kaçınılmazdır.

Demokrasi, herşeyden önce demokrasi kültürünü, farklılıklar içinde bir arada yaşamayı, ortak ve vazgeçilmez değerleri ve zemini, karşılıklı katılabilmeyi gerektirdiğinden, Gümrük Birliği'ne girip girmeme konusunda toplumun tercihlerini yansıtan bir referandumla gidilmesi gerekirdi. Aksi takdirde anti-demokratik uygulamalara sahne olunabilmektedir.

Türkiye'nin Gümrük Birliği'ne girmesi durumunda bazı beklentilerini gerçekleştirmesi şarttır. Bunları özetle belirtelim:

- Türkiye kendini ilgilendiren ekonomik konularda karar mekanizmasına aktif olarak katılabilmeli ve söz sahibi olabilme-lidir.
- Tam üyelik aşamasına geçene kadar her yıl yeterli mali destek sağlanmalıdır.
- Gümrük Birliği'nin ardından tam üyelik tarihinin şartsız olarak ne zaman başlayacağı hususu görüşme konusu olmalıdır.
- Rekabet gücü düşük sektörler için gümrük indirimleri ve fon azaltmaları için süre uzatımı- na gidilmelidir.

Bu isteklerimiz kabul edilse bile, Türkiye ekonomisi ekonomik istikrar yönünden yükümlülüklerini yerine getirmeye hazır değildir. Bu nedenle en kısa zamanda ekonomik istikrarı sağlayıcı adımların atılması gereklidir. Gümrük Birliği ile oluşacak rekabet ortamında ancak kaliteli ve düşük maliyetle üretim yaparak ayakta kalabiliriz. Ayrıca, Gümrük Birliği'nden sağlanacak başarıda halk eğitiminin ve mesleki kuruluşların Gümrük Birliği'ne uyuma hazırlıklı olmalarının büyük bir önemi vardır. Gümrük Birliği ile kamu kesiminin rasyonelleşmesi birbirleri ile çok yakından ilişkili iki önemli süreç olup, her iki sürecin de gerçekleşmesinin zorlukları bulunmaktadır. Türkiye bu zorlukları aşabilirse, önemli gelişmeler kaydedecektir.

DİPNOTLAR VE KAYNAKLAR

(1) Bkz.: «Türkiye – AET ilişkileri», Avrupa Topluluğu Yayınları, ss. 7 – 13.

(2) Bkz.: Avrupa Topluluğu Komisyonu Enformasyon Temsilciliği; «Avrupa Topluluğu Nedir?», 2. Baskı, Ankara ss. 7 – 15, 191 – 198. İktisadi Kalkınma Vakfı «Bilgi Bülteni», Bülten No. 93/2, 7 Ocak 1993, ss. 1 – 5.

(3) Sami KAZICI; «Ekonomik Bütünleşmeler – Tarihîsel Gelişim ve Etkileri», Vergi Dünyası Dergisi, S. 105, Mayıs 1990, s. 13.

(4) KAZICI; a.g.m., s. 17. Ortak Gümrük Tarifesi, Avrupa Birliği'nde üçüncü ülkelerden yapılan ithalata uygulanan vergilere verilen isimdir. Bu tarife ulusal gümrük tarifelerinin yerine geçmiştir ve her üye devlet tarafından uygulanması zorunludur. Bazı tarım ürünlerinde OGT'ye ek olarak veya onun yerine «Prelevman» adı verilen vergiler uygulanır.

(5) Rıdvan KARLUK; «Avrupa Birliği ve Türkiye», 2. Baskı, Eskişehir, 1994, s. 298.

(6) Ali KAZANCIGİL; «Avrupa Ekonomik Topluluğu'nda Yasama Görevi», AİD, C. 3, S. 3, Eylül 1970, s. 82.

(7) Kayıt dışı ekonomi konusunda bkz.: Osman ALTUĞ; «Kayıt Dışı Ekonomi», İstanbul, 1994.

(8) Osman ALTUĞ; «ÖTV Ekonomik Krizi Ateşleyebilir», İntermedya Ekonomi, 2 Nisan 1995, s. 33.

(9) Ertuğ YAŞAR; «Türkiye'nin Avrupa Birliği'nden Beklentileri», 20 Ocak 1994 tarihli Dünya Gazetesi, s. 2.

(10) Cahit YERÇİ; «Türkiye ile Avrupa Birliği Arasında Gümrük Birliği ve İhracat Teşvikleri», Vergi Sorunları Dergisi, S. 77, Şubat 1995, ss. 74 – 75.

(11) Osman ULAGAY; «Gümrük Birliği ve Meksika Dersleri (1)», 25 Ocak 1995 tarihli Milliyet Gazetesi, s. 7.

(12) Aytaç EKER; «Gümrük Birliği Ne Getirecek, Ne Götürecek?», Ekonomik Platform, S. 14, 30 Mart 1995, s. 24.

(13) Osman ULAGAY; «Gümrük Birliği ve Genç Sanayimiz (2)», 23 Şubat 1995 tarihli Milliyet Gazetesi, s. 9.

(14) Mahmut TEKİN; «Avrupa Gümrük Birliği'nin Türk Sanayi İşletmeleri Üzerindeki Muhtemel Etkileri», Ekonomik Çözüm, 7 – 13 Kasım 1994, s. 10.

(15) Bkz.: Sabri TEKİR; «Düyun-ı Umumiye İdaresi ve Bu İdareye Terkedilen Gelirler (Rüsum-ı Sitte)», İzmir, 1987.

(16) Şükrü ELEKDAĞ; «Avrupa Birliği ve Türkiye (2)», 27 Şubat 1994 tarihli Milliyet Gazetesi, s. 2.

(17) Cahit YERÇİ; «Türkiye ile Avrupa Birliği Arasında Gümrük Birliği ve İhracat Teşvikleri», Vergi Sorunları Dergisi, S. 77, Şubat 1995, ss. 74 – 75.

Görüşler

Y. Müh. TURHAN ONUR

Ereğli Demir Çelik Fabrikaları Eski Genel Müdürü

Avrupa Kömür-Çelik Topluluğu'na Girerken Türkiye'nin Çelik Sanayii ve Yassı Çelik Üretimi

ANKİROS'95-ANNOFER'95 uluslararası fuarı, 6-9 Haziran 1995 tarihlerinde İstanbul'da düzenlenmiştir. Aynı yer ve tarihlerde, DMMOB Metalurji Mühendisleri Odası'nın 8. Uluslararası Metalurji ve Malzeme Kongresi de yapılmıştır. Bu arada düzenlenen «Türkiye'de Demir-Çelik» panelinde ele alınan konu çok önemli olduğu için, kamu oyunun dikkatine sunmakta yarar görüyorum.

Avrupa Birliği (AB) Gümrük Birliği (GB)'ne girmekte olduğumuz bu dönemde demir-çelik sanayimizin bugününü ve yarını gözden geçirmekte yarar ve gerek var.

7 Haziran'daki panelde yapılan açıklamalardan özetle şu bilgileri öğreniyoruz:

1 - 1994 yılında hamçelik kurulu kapasitesi 26.675.000 tona ve üretim 12.1 milyon tona yükselirken, yassı ürünlerin payı, kurulu sıcak haddelemede % 16.7 (4.500.000 Ton/yıl), nihai mamul üretimde % 19 (2.115.000

Ton/yıl) ve de tüketimde % 39.6 (2.941.000 Ton/yıl) değerinde olmuştur.

METAŞ Murahhas Azası Aydın Telseren'in 2. alternatif tahminlerinde (gerçeğe yakın tahminlerdir) 2000 yılındaki ham çelik üretim hedefleri yassı ürün için 5.720.000 tona, uzun ürün için 11.610.000 tona ve toplam 17.330.000 tona erişecektir. 2000 yılında nihai mamulde üretim yassı üründe 5.238.000 ton, uzun üründe 9.629.000 ton ve toplam 14.867.000 ton olacaktır. Tüketim hedefi ise nihai mamulde yassı ürün 5.350.000 ton, uzun ürün 7.265.000 ton ve toplam 12.615.000 ton olacaktır. 2000 yılında yassı üründe açık 112.000 ton ithalatla kapatılabilecek iken, uzun üründe 1.364.000 ton fazla nihai çelik ihraç edilecektir. Ancak, ERDEMİR'in yassı ürün üretiminde kullanılan sılabların 600.000 tonu, KARDEMİR'de, 1.500.000 tonu İSDEMİR'de üretilmektedir.

2 - T. Demir Çelik İşletmeleri Genel Müdürü Prof. Atilla Sezgin'in rapo-

runa göre, 1994 ham çelik üretiminin % 31 (3.742.940 Ton/yıl) entegre tesislerde, % 69 (8.331.106 Ton/yıl) elektrik ark ocaklı (EAO) tesislerde üretilmiştir. Yassı ürün payı ise % 16 (1.879.000 Ton/yıl)'dır ve dünya ortalaması olan % 47'nin çok altındadır.

1996 yılı başında Türkiye'nin Avrupa Birliği ile Gümrük Birliği anlaşması yürürlüğe girecektir. Bu anlaşmaya demir çelik ürünleri dahil değildir. Ancak aynı tarihte Türkiye Avrupa Kömür ve Çelik Topluluğu'na (AKÇT) da üye olacaktır. AKÇT kapsamındaki 630 demir çelik ürününden 498 adedinin gümrük oranlarını 1.1.1996'da sıfıra indireceğiz. Geri kalan 132 ürün de (uzun ürünlerle üretimi olmayan vasıflı çelikler) Türkiye için hassas kabul edilip 3 yılda kademeli olarak gümrükler sıfırlanacaktır. Bu sürede inşaat demiri üreten tesislerinden bazılarının vasıflı çelik üretimine dönüşmesi iyi olacaktır.

Türkiye Devleti'nin vereceği teşvikler yalnız AR-GE, çevre koruma, tesis kapatma ve sosyal amaçlı olacaktır. Türkiye'deki yassı ürün kapasitesindeki dengesizliği gidermek için 5 yıllık yeniden yapılanma süresi tanınmıştır.

AKÇT, çalışmalarında ve müzakerelerinde ülkelerin demir ve çelik kapasitesi olarak kurulu sıcak hadde kapasitesini esas almaktadır. AKÇT'ce kabul edilen Türkiye'deki 26.856.000 ton sıcak hadde kapasitesinde; yassı ürün (ERDEMİR) 4.500.000 ton, uzun ürün 17.128.000 ton ve kütük olarak uzun ürün haddelerin payı 5.228.000 tondur.

Toplam 26.856.000 ton kapasitede hiçbir artma olmadan uzun üründen yassı ürün üretimine geçilebilecektir. 2000 yılındaki yassı ürün talebini karşılayabilmek için (5.350.000 ton) ERDEMİR'in önümüzdeki 5 yılı çok iyi kullanarak yatırımlarını yapması gereklidir.

ERDEMİR'İN 1989'da başlayan Kapasite Artırma ve Modernizasyon (KAM) projesinde; (1) Kapasite artırma (sıcak ve özellikle soğuk hadde ürünleri), (2) Daha üstün vasıflı yassı ürün (ticari kalitenin üzerindeki kaliteli yassı çelikler) üretme ve (3) Maliyetleri rekabet düzeyine indirme amacı güdülmüştür. KAM 1996'da tamamlanacak ve amaca ulaşacaktır.

ERDEMİR bir yandan kademeli olarak 5-8 yılda sıcak hadde kapasitesini bugünkü 4.500.000 tondan 6.000.000 tona, aynı sürede ham çelik kapasitesini de 2.890.000 tondan 6.900.000 tona yükseltmelidir.

ERDEMİR'in 5 yıl içerisinde 4.100.000 ton ilave ham çelik kapasitesinin kok-yüksek fırın entegre tesis sistemi ile yaratması hızlı ve ekonomik olmayacaktır. İlk aşamada 2 adet 750.000 ton kapasiteli Corex veya dengi tesis yapılmasına ihtiyaç vardır. Corex ile beraber yeni çelikhanenin ilk iki konvertörü ve normal slab sürekli döküm ve ince slab ve haddehane tesisleri kurulmalıdır. Daha sonra 3.4. ve 5. Corex veya dengi teknoloji ile çalışan üniteler ERDEMİR'de halen mevcut alana kurulmalıdır.

ERDEMİR yeterli zamanı olmadığı için 1995'de karar alıp ihale hazırlıklarına başlamalıdır.

ERDEMİR'de gerekli su (bara), iletman, bakım üniteleri, doğal gaz ve yatırımları gerçekleştirecek ekiplerle, işletme için gerekli ekiplerin çekirdekleri hazır. ERDEMİR'in yatırım ve işletme deneyimi yüksek ve yeterli düzeydedir.

Yassı çelik üretiminde çelik kalitesi ve slabın fiziksel özellikleri çok önemlidir. Bu özellikleri KARDEMİR'in sağlaması imkânsızdır. Kullanılan cevher ve kömürün kalitesi ile yüksek fırın kapasiteleri (300+300-600 ton) ve çelikhane yetersizdir. Maliyetler birçok nedenle çok yüksektir. Bu nedenle

KARDEMİR'den slab almak pek mümkün olmayacaktır.

İSDEMİR'in yassı ürüne geçişinde gerekli yatırımları yapabilmesi için özel sektör anlayışı ve sürati ile uluslararası ortamda rekabet etmesi gerekir. Bu ise geçmiş yılların deneyimlerine göre imkânsızdır. Ayrıca, devlet bu yatırımları zamanında finanse edemez. Bütün devlet yatırımları bütçe tahsisatı yetersizlikleri nedeni ile son 30 yılda şahit olduğumuz gibi çok gecikmektedir. Devlet İSDEMİR'de kendisi büyük yatırımlara girişmemelidir. Mümkünse % 50'den fazlasını özelleştirerek yönetimi özel sektöre devir etmelidir.

Türkiye AB-Gümrük Birliği'ne girdiği gibi AKÇT'ye de girmelidir ve girmektedir. Devlet GB'nin ve AKÇT'nin kabul ettiği teşviklerin dışındaki bütün teşvikleri kaldırmalıdır. Son 30 yılda ithalat ihracat ve yatırım destekleri ile çok sayıda elektrik ark ocaklı (EAO) tesis ve 100'e yakın basit ve teknolojiyen yoksun inşaat demiri işleyen haddehane yaratıldı. Özel sektör EAO tesislerinin on kadarı (Asil Çelik-le) finansal güce erişti ve yatırımlarla işbirliğinin yararlarını anladı. Henüz eğitim ve AR-GE'nin önemini anlayamamış bu büyük 10 kuruluş patronları bunları da yakında öğreneceklerdir. AKÇT'ye giriş bu 10 büyük kuruluşun hızla toparlanmasını sağlayacaktır. Diğer EAO tesislerinden bazıları kendi aralarında birleşecekler ciddi yatırımlarla paslanmaz çelik veya vasıflı çelik ve ağır profillere yöneceklerdir.

Türkiye-AKÇT anlaşmasında kabul edilen vasıflı çelik ve yassı ürün konularındaki imkânlardan yararlanılmalı ve bu fırsat kaçırılmamalıdır. KARDEMİR-İSDEMİR'de slab ve yassı ürün üretimi gibi ekonomik olmayan uygulamalara gidilmemelidir.

ERDEMİR yassı ürün konusunda teknolojiye ve daha önemlisi deneyimli teknik ve idari kadroya sahiptir. ERDEMİR'in özelleştirilmesi ya birkaç yıl geciktirilmeli veya özelleştirme şartları-

na 5-8 yılda 6.000.000 nihai yassı ürün kapasitesine ulaşmak için gerekli yatırımları yapma şartı açıkça yazılmıdır. Özelleştirmeden sonra da ERDEMİR'in yatırımlar için kullanacağı dış kredilere devlet garantisi verilmelidir. Bu durumda da kamu hissesi % 34'den az olmamalı ve altın hisseye sahip olunmalıdır. Ne olursa olsun ERDEMİR 6.000.000 ton nihai ürün yatırımına 1996'da başlamalıdır.

Elektrik Ark Ocaklı (EAO) özel sektör kuruluşları mali bakımdan yüksek vasıflı yassı ürün yatırımlarını tek tek yapacak güce değildir. Yabancı sermaye ve teknoloji ile mevcut EAO tesislerde ticari kalite yassı ürün ve profil üretebilirler. Ancak, gelişen yeni sanayilerin istedikleri kalitede vasıflı yassı çelikleri üretebilecek EAO teknolojileri dünyada henüz gelişmemiştir.

3 Ekim 1995 tarihli Dünya Gazetesi'ndeki «ERDEMİR satışa hazır» yazısından şunu öğreniyoruz. Özelleştirme İdaresi; KAM yatırımlarının devamı, mevcut istihdamının korunması ve 850 milyon ABD Dolarlık borç için ERDEMİR'in (% 30 hisseyi satın alacak kuruluş) Hazine Müsteşarlığı'na garanti vermesini yeterli buluyor.

KAM projesini ERDEMİR tamamlamaya mecburdur. Aksi halde 850 milyon ABD Doları borcu ödeyemez. ERDEMİR KAM sonunda (1996'da) bugünkü personel sayısını korumaya da mecburdur. Aksi halde 3.000.000 ton sac üretemez. Hatta ERDEMİR 4-5 yılda ilave 1.000.000 ton ham çelik üretim tesislerini kurmaya da mecburdur. Çünkü ithal slab kullanarak rekabet edemez. O halde özelleştirme idaresinin yapacağı, KAM'ın tamamlanma garantisi değil, 1999'a kadar 4.500.000 ton nihai yassı ürün ve 2002 yılına kadar 6.000.000 ton nihai yassı ürün (gerekli ham çeliğin de ERDEMİR'de üretilmesi ile) kapasitesine erişme garantisi alırken, Hükümet olarak da yukarıda açıklanan yükümlülükleri kabul etmelidir.

Yeni Yayınlar

Prof. Dr. HALÛK KABAALIOĞLU

Gümrük Birliği Öncesinde Avrupa Birliği Konulu Yayınlar

AVRUPA'DA ŞİRKETLER HUKUKU

Tüm Üye Devletlerde
Yürürlükte Olan Hukuk

JURA EUROPAE: Droit des Sociétés – Gesellschaftsrecht – Company Law; Dört Cilt, Verlag C.H. Beck, München (Recht – Steuern – Wirtschaft Presse und Lizenzen) Dr. Veronika Pflieger, Wilhelmstrasse 9, 80801, Fax: 49-89-8189-402.

Yirmi yıl kadar önce yayınladığımız bir kitap incelemesinde Milano Üniversitesi Karşılaştırmalı Hukuk ve İtalyan Hususî Hukuku Enstitüsü'nün İtalyan Ulusal Araştırma Konseyi «Consiglio Nazionale Delle Ricerche» tarafından sağlanan malî olanaklarla giriştiği büyük bir çalışmayı ele almıştık. Profesör Mario Rotondi'nin öncülüğünde hazırlanmış olan üç ciltlik bu eserde toplam 35 ülkede anonim ortaklıklar hukuku incelenmekteydi.

Böyle iddialı bir çalışmanın ortaya çıkmasında her yerde görülen akademik rekabetin de geciktirici bir rol oynadığı gö-

rülmüş, Profesör Rotondi'nin eserin önsözünde, Bocconi Üniversitesi ile aralarında çıkan ihtilâfın «mahkemelik» olduğunu, Milano Mahkemesi'nin (Prestura Di Milano) kararı ile belgeleri alabildiklerini belirirken, dünyanın en eski Üniversitesi olarak bilenen Bocconi'ye taş atmadan edememiştir: «Geçmişte öğretim üyelerinin ünü ile büyük bir prestije sahip üniversitenin başkalarının araştırmalarını sabote etmek gibi bir duruma düşmesi hayret verici yeni bir gelişmedir» (1).

Avrupa Topluluğu ile Gümrük Birliği aşamasına girecek olan Türkiye'de Topluluk Hukukuna ve özellikle Ticaret Hukukuna olan ilgi önemli boyutlara ulaşmıştır. Esasen 1970 yılında imzalanan Katma Protokol'ün 48. maddesi, «Bu Protokol

(1) Bkz.: Kabaalıoğlu, Halûk; «The Company Limited by Shares – An Inquiry of Comparative Law, Rechtsvergleichende Untersuchung über Aktiengesellschaften, Enquête Comparative sur le Sociétés par Actions», VIII Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 171, Aralık, 1976.

hükümlerinin kapsamına girememekle beraber, Ortaklığın işlemlerini doğrudan etkileyen veya bu hükümler kapsamına girdiği halde bunlarla ilgili her hangi bir usul öngörülmemiş olan alanlarda Ortaklık Konseyi, Akit Taraflardan birine, kanun tüzük ve yönetmelik hükümlerinin uygulanmasına yönelik tedbirler almalarını tavsiye edebilir. Son Ortaklık Konseyi kararlarında da «Mevzuatın Yakınlaştırılması» konusunda ayrıntılı hükümlere yer verilmiştir.

Şirketler Hukuku ve Sermaye Piyasası Hukuku, bir ortak pazarın işleyişini etkileyen önemli hukuk dallarını oluşturduğundan, Topluluk düzeyinde uyumlaştırma çalışmaları uzun yıllardan bu yana devam etmektedir⁽²⁾.

Daha önce yayınladığımız bir çalışmamızda da belirttiğimiz üzere, Avrupa Toplulukları Komisyonu, 1960'lı yıllardan itibaren Şirketler Hukuku alanında harmonizasyon çalışmalarına başlamıştır. Bu çalışmalar çerçevesinde hazırlanan tasarıların bir bölümü Konsey tarafından benimsenmiş ve yürürlüğe girmiş, diğer bir bölümü ise Topluluk karar mekanizmaları ve bürokratik çarklar içinde görüşülmeye devam edilmektedir.

Topluluk Komisyonu Şirketler Hukuku çalışmalarını daha önceleri 3 no.lu Genel Müdürlüğün (Directorate General), İç Pazar (Internal Market) bölümünde sürdürmekteydi. Buna karşılık Sermaye Piyasası Hukukunu ilgilendiren çalışmalar ise 15 no.lu Genel Müdürlükte «Mali Kuruluşlar ve Vergilendirme» çerçevesinde ele alınıyordu. Bu ayırım aslında önemli sorunlara yol açmaktaydı. Şirketler Hukuku çalışmaları ile Sermaye Piyasası Hukuku çalışmalarını bir noktaya kadar ayırmak mümkün olabilirse de, karmaşık işletme ve finansman türleri ve çalışmanın gerekleri bu iki branşın bir arada ele alınması ihtiyacını ortaya çıkardı. Örneğin, bir «Insider Trading» (İçerden Ticaret) konusu her iki alan içine girebilmekteydi. Hatta bu konu, her iki genel müdürlük tarafından ayrı ayrı ele alınmış, bizim klasik bürokratik

çekişmelerimizde görüldüğü üzere orada da iki taraf arasında uyumsuzluklar ortaya çıkmıştı. Son günlerde Dış Ticaret Müsteşarlığının mı, yoksa Gümrük Müsteşarlığının mı yetki alanı içine girer diye yer alan tartışmalar gibi, bu konu da Toplulukta çekişmelere yol açmıştı. Şimdi DGIII bünyesindeki Şirketler Hukuku çalışmaları XV no.lu genel müdürlüğe alındı⁽³⁾.

Bu kez ele almak istediğimiz eser AVRUPA HUKUKU (JURA EUROPAE) dizisinde yer almaktadır. «Jura Europae – Das Recht der Länder Europäischen Gemeinschaften, Le droit des pays des Communautés Européennes» başlıklı altında merkezi Münih'de bulunan ünlü yayınevi «Verlag C.H. Beck» tarafından föy volan (değişir yaprak) yöntemi ile yayınlanan ve toplam dört ciltten müteşkil olup tüm üye devletlerde yürürlükte olan Şirketler Hukukunu ele almaktadır.

Eserin hazırlanmasında çok sayıda hukukçu görev almıştır. Örneğin, Alman Şirketler, Hukukuna ilişkin bölümü Heidelberg Üniversitesi'nden Wolfgang Heferhehl, Konstanz Üniversitesi'nden Karl – Heinz Fezer ile birlikte yazmışlardır. Belçika Hukukunu Liege Üniversitesi'nden Charley del Marmol ve Léon Dabin ile Benoît – Moury kaleme alırken, Fransız Hukukunu Strasbourg Üniversitesi'nden Daniel Bastian, ve Besançon'dan Michel Germain hazırlamıştır. İngiltere'de Şirketler Hukukunu ise kendi Company Law eseriyle de tanınan Robert Pennington, İrlanda'yı ise ünlü hukukçu Dr. John Temple Lang yazmıştır. Değerli dostumuz John

(2) İlk çalışmalarla ilgili bkz.: Schmitt-hoff, Clive; European Company Law Texts, (British Institute Studies in International and Comparative Law), London, 1974. Ayrıca son gelişmelerle ilgili bkz.: Wooldrige, Frank; Company Law in the United Kingdom and the European Community – Its Harmonisation and Unification, (Athlone Press Ltd.), London, 1991.

(3) Kabaalioğlu, Halûk; AT'de Şirketler Hukuku ve Sermaye Piyasası Çalışmaları, Türkiye Açısından Bir Değerlendirme, İstanbul, 1989, (TÜSIAD Yayını, T/89. 3. 125).

Temple Lang, şu anda AT Komisyonu Rekabet Dairesi olan DG IV'de üst düzey bir görevde olan, ancak üniversiter çalışmaları da yoğun bir şekilde sürdüren meslektaşımızdır. Diğer üye devletlerde Şirketler Hukuku konuları da en tanınmış uzmanlar tarafından hazırlanmıştır.

İlk başlarda sadece Fransızca ve Almanca hazırlanan eser, İngiltere'nin de katılması ile İngiliz dilinde de kaleme alınmış, böylece her üç dilde izlenmesi mümkün olmuştur.

Bir örnek olması için belirtelim, Alman Hukukuna ilişkin bölümde, önce genel olarak Şirketler Hukuku hakkında bilgi verilmekte, daha sonra Aktiengesellschaft, (AG) Gesellschaft mit Beschränkter Haftung (GmbH), Offene Handelsgesellschaft, Kommanditgesellschaft, Gesellschaft des Bürgerlichen Rechts, Stille Gesellschaft ve diğer şirket türleri ayrıntıları ile incelenmektedir. Ayrıca, yabancı şirketlerin Almanya'daki hukukî statüsüne ilişkin ayrıntılı bir bölüm vardır. Bunun gibi her üye devlet şirketler hukuku Jura Europae'nin bu dizisinde dört ciltte yer almaktadır.

Dizide Niederlassungsrecht (Right of Establishment) ve Arbeitsrecht (Labour Law) konularında ayrı düzenlenmelerle Yerleşme Serbestisi, İş Hukuku gibi önemli hukuk dalları işlenmektedir ki, bunları bir başka yazımızda ele alacağız.

AVRUPA BİRLİĞİ HUKUKU REHBERİ

Mathijsen, PS. R. F.; «A Guide to European Union Law», Sixth Edition, London, 1995, (Sweet and Maxwell, LXIII + 411 s., 25 Sterlin).

Avrupa Toplulukları Komisyonu'nda uzun yıllar Genel Müdürlük yapan ve halen Brüksel Üniversitesi'nde dersler veren Mathijsen'in, ilk baskısı 1971 yılında «Avrupa Topluluğu Hukuku Rehberi» adı altında yayınlanan eserinin altıncı baskısı

bu kez «Avrupa Birliği Hukuku Rehberi» olarak yayınlandı.

Yaklaşık 20 yıl önce Mathijsen'in eseri hakkında kaleme aldığımız «Kitap Tahlili»nde, ikinci baskıya önsözü yazar Edinburgh Üniversitesi profesörlerinden J. Mithchell'in şu görüşlerine yer vermiştik: «Komisyon'da üst düzey bir görevlinin bu eseri hazırlamasını alkışlarla karşılamamız gerekir. Acaba İngiltere'de Sanayi Bakanlığı'nda görevli üst düzey bir bürokrat bu tür bir kitabı kaleme alabilir mi? Mathijsen, eserinde, Avrupa Birliği'nin icra organı olan Komisyon'da edindiği tecrübe ve izlenimleri net bir şekilde anlatmakta, ilginç yorumlar getirirken zaman zaman da eleştirebilmektedir. Mathijsen, bir yandan Komisyon'da görev yapmakta, diğer yandan öğretim ve eğitim çalışmalarını da sürdürmektedir. Bu, desteklenmesi gereken bir yaklaşımdır.»⁽⁴⁾

O tarihte 265 sahife olan kitap, şimdi 411 sahifeye ulaşmış bulunmakla beraber, konuları çok kısa ve özlü bir şekilde okuyucuya sunmakta ve gereksiz ayrıntılardan kaçınmaktadır. Bu tür yayınlarda konuyu en az sekiz yüz sahifede toparlayabilen yazarlar arasında, Mathijsen gibi küçük boy bir kitapta dört yüz sahifede ortaya koyabilen fazla yazar yoktur.

Eserin birinci bölümü «Birlik, Topluluklar ve Kurumlar» başlığını taşıyor. Önce «Avrupa Birliği»ni, daha sonra da «Avrupa Toplulukları»nı ortaya koyan Mathijsen, kısa sayılabilecek bir tarihçeden sonra Topluluk kurumlarını tanıtıyor. Topluluğun faaliyetlerinin finansmanı, yasama işlemleri ve Topluluk Hukuku konularını ele alan yazar, daha sonra ikinci bölümde «İç Pazar» konusunu irdelerken, «malların serbest dolaşımı», «kişilerin serbest dolaşımı», «yerleşme serbestisi», «hizmetlerin serbest dolaşımı», «sermayenin serbest dolaşımı ve ödemeler» konularını anlatıyor.

(4) Kabaalioğlu Halûk; «Avrupa Topluluğu Hukuku Rehberi», IX Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 555, Aralık, 1977.

Rekabet politikasını 50' sahifede özetleyen Mathijsen, kısaca vergi hukuku ve yasaların yakınlaştırılması, tarım, balıkçılık, ulaştırma, kültür, kamu sağlığı, tüketiminin korunması, sanayi politikaları gibi konuları okuyucuya özet olarak aktarıyor. Enerji politikası, çevre, araştırma ve teknoloji gelişme konularından sonra, dış ilişkiler ve ticaret politikaları kitapta ele alınan diğer ortak politikalar arasında yer alıyor.

AVRUPA TOPLULUKLARI ADALET DİVANI

Brown, Neville/Kennedy, Tom; *The Court of Justice of the European Communities, Fourth Edition, London, 1994 (Sweet and Maxwell, XLIV + 440 s.)*.

Avrupa Hukuku ile ilgilenenlerin Adalet Divanı kararlarını izlemesi ve Divan'ın uygulaması ve prosedürüne ilişkin bilgi sahibi olması şarttır. Bu konuda değerli dostumuz Paul Lasok'un *The European Court of Justice - Practice and Procedure* kitabının ikinci baskısını daha önce ele almıştık⁽⁵⁾. Uzun yıllar Divan'da görev yapan Paul Lasok'un büyük boy ve 720 sahifelik eseri esas itibariyle tatbikatiçya yönelik olarak hazırlanmıştır.

Brown ve Kenedy'nin geçtiğimiz aylarda yayınladıkları *Avrupa Toplulukları Adalet Divanı* isimli kitap dördüncü baskısını gerçekleştirmiş oluyor. İlk baskıları çok daha küçük boyutlu olan bu eser şimdi iki katı genişlemiş ve Adalet Divanı konusunda bilgi sahibi olmak isteyenler için güzel bir başvuru eseri niteliğini kazanmıştır.

Bilindiği üzere Ortaklık Anlaşması'na göre Türkiye veya Topluluk tek tarafı olarak Adalet Divanı'nda dava açamıyor. 25. maddeye göre, Türkiye ile AT arasında bir uyumsuzluk ortaya çıktığında, taraflardan biri, sorunu Ortaklık Konseyi'ne getirebilir. «Ortaklık Konseyi anlaşmazlığı karar yolu ile çözebilir; keza, anlaşmazlığı Avrupa Toplulukları Adalet Di-

vanı'na veya mevcut herhangi bir başka yargı merciine götürmeyi kararlaştırabilir». Şu halde taraflardan birinin Divan'da dava açabilmesi için mutlaka diğerinin onayı gerekir; başka bir deyişle, o hukukî ihtilâfın Adalet Divanı'na sevkedilebilmesi için bir Ortaklık Konseyi kararı şarttır.

Ancak, son yıllarda Türk vatandaşlarını ilgilendiren bazı sorunların Adalet Divanı'na gittiğini görüyoruz. Bu, üye devlet millî mahkemelerinde görülmekte olan bir davada, Topluluk hukukunun geçerliliği veya yorumu söz konusu olduğunda, o mahkemenin konuyla ilgili olarak Adalet Divanı'na soru sorması şeklinde olmaktadır. «Preliminary ruling, vorfrage» olarak isimlendirilen bu yöntem, Roma Antlaşması'nın 177. maddesinde düzenlenmekte olup Adalet Divanı'nın birçok önemli içtihadı hep bu yöntemin uygulanması suretiyle ortaya çıkmıştır.

Aslında, Lüksemburg'da bulunan Avrupa Toplulukları Adalet Divanı, sık sık Lahey'de bulunan Uluslararası Adalet Divanı ile karıştırılmaktadır. Zaman zaman bazı kişiler çözemedikleri konuları «Lahey'de Adalet divanına götüreceklerini» söylerler. Ancak, kişilerin böyle bir hakkı yoktur. Lahey'deki Divana ilke olarak sadece devletler – o da yargı yetkisinin tanınması halinde – başvurabilirler. Sınırlı durumlarda bazı uluslararası örgütlerin de istişari mütalâa alması gibi konular ortaya çıkmaktadır.

AT Adalet Divanı ise değişik işlevleri olan bir yargı merciidir. Her şeyden önce bir Anayasa Mahkemesi gibidir. Toplulukları kuran «Kurucu Antlaşmalar» bunların «anayasaları» niteliğindedir. Bu antlaşmalara göre Topluluk kurumlarının çıkardıkları bazı yasama işlemleri (Tüzük, Yönerge, Karar vb.) mutlaka kurucu antlaşmalara uygun olmalıdır. Eğer bir Yönerge kurucu antlaşmalara aykırı ise Adalet

(5) «Yeni Yayınlar: Lasok, Paul; *The European Court of Justice*, Marmara Journal of European Studies - Avrupa Araştırmaları Dergisi, Cilt 3, 1994.

Divanı bu işlemi iptal edebilir. Divan, bir İdare Mahkemesi gibi de faaliyet gösterir. Nasıl ki bizim Anayasamıza göre «İdarenin tüm eylem ve işlemleri yargı denetimine tabidir»; Toplulukta da idarî kurumların tüm eylem ve işlemleri yargı denetimine bağlıdır. Bu yönü ile Divan Danıştay görevi görür. Ayrıca, üye devletlerden biri, anlatmayı ihlâl ettiğini öne sürdüğü bir başka üye devleti, Adalet Divanı'nda dava edebilir. Bu yönüyle de Divan, bir «uluslararası mahkeme» niteliği taşır.

Brown ve Kennedy'nin bu eseri Divan'ın yapısı, yargıçlar, advocate-general adı verilen (raportör, kanun sözcüsü ve savcı işlevlerinin bir anlamda karışımı görevi olan) hukukçular, Divanın yargı yetkisi, Divan'da uygulanan usul hukuku ve Divan'ın Avrupa Hukukuna yaptığı katkıları açıklamaktadır. Adalet Divanı ile ilgilenenler için vazgeçilmez bir başvuru kitabı olan eser, konuları net bir biçimde anlatmaktadır.

ISO'nun GÜMRÜK BİRLİĞİ Kitabı

Müjde Yener Oktay; «Açıklamalarıyla Birlikte 1/95 Sayılı Türkiye-AB Ortaklık Konseyi Kararı ve GATT 1994 Sübvansiyonlar ve Telafi Edici Tedbirler Kodu ile Korunma Tedbirleri Anlaşması», İstanbul, 1995, 211 sayfa.

Kamu kurumu niteliğindeki meslek kuruluşları arasında özel bir yeri olan İstanbul Sanayi Odası'nın yayınladığı araştırmalar ve kitaplar sadece ülkemizde değil, yurt dışında da ilgiyle izlenir. Devlet İstatistik Enstitüsü'nün eski mensuplarından Sayın Erdoğan Özütün'ün yönettiği bu araştırma dairesi gerçekten de çok ciddi ve güvenilir çalışmaları ile kamuoyuna önemli hizmetler sunmaktadır.

Yurt içinde ve yurt dışında bürokrasinin zirve noktalarında görev yapan Sayın Bahar Şahin'in ISO'da göreve başladık-tan sonra gerçekleştirdiği önemli atımlardan biri de «Gümrük Birliği Danışma Ofi-

si» adı altında sanayicinin ihtiyaçlarına cevap verebilecek güzel bir birim kurması olmuştur. Bu birimin ilk yayını ise geçtiğimiz günlerde piyasaya sunulmuş bulunuyor.

İSO Yönetim Kurulu Başkanı Sayın Hüsamettin Kavi'nin önsözünde de belirtildiği üzere, Gümrük Birliği'nin düzgün işleyişini doğrudan ilgilendiren alanlarda altyapı değişikliğini teminen pek çok yeni düzenlemeler yapılması gerekmektedir. Dış ticaret politikası, üçüncü ülkelerle imzalanan ve sanayi ürünleri itibarı ile ticari boyutu olan anlaşmalar, teknik engellerin kaldırılması, rekabet, sınıfl ve fıkri mülkiyet ve gümrüklerle ilgili mevzuat konularında önemli çalışmalar yapılması gerekmektedir. Oda Başkanı; «Rafta duran bir rekabet, tüketici koruma, patent kanunu işe yaramayacak, bu kanunların AB ile aynı etkinlikte uygulanması gerekecektir.» düşüncesini ifade etmektedir.

Eskiden «Notlu-Şerhli-Açıklamalı» çeşitli hukuk kitapları yayınlanırdı. Halen de bu tür yayınlar hukukçuya önemli kolaylıklar sağlar. Müjde Yener Oktay'ın hazırladığı bu kitap, Ortaklık Konseyi kararlarını madde madde verirken, her bölümün altına ilgili anlaşma metinleri de konmuştur. Böylece belli bir konuda Ortaklık Konseyi kararına bakan okuyucu hemen altına da o konuyla ilgili Ortaklık Anlaşması, Katma Protokol ve hattâ Roma Anlaşması maddelerini bulabilmekte ve konuyu tam olarak değerlendirebilme imkânını elde etmektedir.

Kamuoyunda pek incelenmeyen önemli bir başka yeni anlaşma ise GATT'ın 1994 tarihli «Sübvansiyonlar ve Telafi Edici Tedbirler Kodu»dur. Yine GATT çerçevesinde akdedilen 1994 «Korunma Tedbirleri Anlaşması» da ilgilenen kişilerin rahatça bulabilecekleri bir yayında yer almamıştı. Müjde Y. Oktay'ın yayınladığı kitapta bu metin de verilmiştir. Eserin sonunda Gümrük Birliği'ne ilişkin bir terimler sözlüğü yer almaktadır. Son derece kullanışlı bir kaynak kitap yayınlayan ISO'yu ve yazarını kutlarız.



**“BİRA”
BU KAPAĞIN
ALTINDADIR.**

**2001 dünyasında,
yeniliği ve değişimi yakalayın**



SAGLIĞA ZARARLIDIR.

HER YAKA ÜÇÜ YÜZ YETİ ANKARAN TİM TİCARETİNGİ İSTİMLİNGİ.

TEKEL

BU NUMARA SİZE BİLGİNİN KAPILARINI AÇIYOR

BİLGİ

RENAULT-MAİS
(212) 293 26 26



RENAULT, BİLGİ RENAULT-MAİS ile iletişim teknolojisinin en son olanaklarını, konuşan bilgisayarları hizmetinize sunuyor. BİLGİ RENAULT-MAİS ile RENAULT modellerinden özelliklerine, RENAULT-MAİS servislerinden yetkili satıcılarına kadar aklınıza gelebilecek her türlü bilgiye 24 saat, kesintisiz, tek telefonla ulaşıyorsunuz... Öğrenmek istediğiniz bilgi dilerseniz



anında faksınıza gönderiliyor... Üstelik tüm istekleriniz konuşan bilgisayar tarafından müthiş bir hızla ve hatasız olarak karşılanıyor. Otomobiliniz olsun olmasın, ya da markası modeli ne olursa olsun BİLGİ RENAULT-MAİS hizmetinizde... İsteddiğiniz bilgi telefonunuzun ucunda, dilerseniz faksınızda... Arayın, bilgiye doğrudan ulaşın, "Bilgi Çağı"nın inanılmaz olanaklarından yararlanın.

MAİS



RENAULT