



**İMKB** DERGİSİ  
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası



ISSN 1301-1650

Yıl: 3 Sayı: 12 Ekim/Kasım/Aralık 1999

**Özel Sayı**  
**Yeni Bir Yüzyılda Türkiye Ekonomisi ve Sermaye Piyasası**

Cumhuriyet'in 100. Yılına Hazır mıyız?

**Yavuz Canevi**

2000'lerin Türkiye'si

**Mahfi Eğilmez**

Türkiye'de Enflasyon ve Büyüme İlişkisi

**Gazi Erçel**

Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler; 2000 Yılına İlişkin Ekonomi Politikaları ve Bunların Mali Piyasalar Üzerine Etkileri

**Selçuk Demiralp**

Sermaye Piyasası Kanunu'na Getirilen Yenilikler

**Muhsin Mengütürk**

2000 Yılı ve Ötesinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Düşünceler

**Osman Birsen**

Dünya Altın Piyasaları, İstanbul Altın Borsası ve Risk Yönetiminde Altın

**Serdar Çıtak**

Türkiye Ekonomisinde Güneydoğu Anadolu Projesinin Önemi

**Kenan Mortan**

# İMKB Dergisi

3 Aylık Finans ve Ekonomi Süreli Yayını

## İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

Adına İmtiyaz Sahibi

**Başkan**

Osman BİRSEN

## Genel Yayın Yönetmeni

Dr. Meral VARIŞ

## Yazı İşleri Müdürü

Saadet ÖZTUNA

## Yayın Kurulu

Arıl SEREN

Sezai BEKGÖZ

Hikmet TURLİN

Kudret VURGUN

Aydın SEYMAN

Dr. Meral VARIŞ

Adalet POLAT

Murad KAYACAN

Haluk ÖZDEMİR

Gürsel KONA

Dr. Recep BİLDİK

Gökhan UGAN

## Ofset Hazırlık ve Baskı

Mart Matbaacılık

Sanatları Tic. Ltd. Şti.



Bu Dergi'de yer alan fikir ve yorumlar yazarların kendisine aittir,

İMKB'yi bağlamaz.

*Copyright © 1997 İMKB her hakkı mahfuzdur.*

Bu yayını İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

Araştırma Müdürlüğü tarafından üç ayda bir yayınlanır.

İMKB, vergiden muaf tüzel kişiliğe haiz bir kamu kuruluşudur.

Yazışma adresi: İMKB, Araştırma Müdürlüğü, 80860

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası,

İstinye, İstanbul

Telefon: (0 212) 298 21 00 Fax: (0 212) 298 25 00

Türkçe web sitesi: <http://www.imkb.gov.tr>

1-) E-mail: [imkb-f@imkb.gov.tr](mailto:imkb-f@imkb.gov.tr)

2-) E-mail: [arastir@imkb.gov.tr](mailto:arastir@imkb.gov.tr)

## İMKB Dergisi Hakem Heyeti

### **Akademisyen**

Prof. Dr. Alaattin TİLEYLİOĞLU, Orta Doğu Teknik Üniversitesi  
Prof. Dr. Ali CEYLAN, Uludağ Üniversitesi  
Doç. Dr. Bhaskaran SWAMINATHAN, Cornell University, ABD  
Doç. Dr. B. J. CHRISTENSEN, Aarhus University, Danimarka  
Prof. Dr. Birol YEŞİLADA, Portland State University, ABD  
Prof. Dr. Cengiz EROL, Orta Doğu Teknik Üniversitesi  
Prof. Dr. Coşkun Can AKTAN, Dokuz Eylül Üniversitesi  
Prof. Dr. Doğan ALTUNER, Yedi Tepe Üniversitesi  
Prof. Dr. Erdoğan ALKİN, İstanbul Üniversitesi  
Prof. Dr. Erol KATIRCIOĞLU, Marmara Üniversitesi  
Doç. Dr. Gülnur MURADOĞLU, University of Warwick, İngiltere  
Doç. Dr. Halil KIYMAZ, Houston University, ABD  
Prof. Dr. Hurşit GÜNEŞ, Marmara Üniversitesi  
Prof. Dr. İhsan ERSAN, İstanbul Üniversitesi  
Prof. Dr. İlhan ULUDAĞ, Marmara Üniversitesi  
Prof. Dr. Kürşat AYDOĞAN, Bilkent Üniversitesi  
Prof. Dr. Mahir FISUNOĞLU, Çukurova Üniversitesi  
Prof. Dr. Mehmet ORYAN, İstanbul Üniversitesi  
Prof. Dr. Mehmet Şükrü TEKBAŞ, İstanbul Üniversitesi  
Prof. Dr. Mustafa GÜLTEKİN, University of North Carolina, ABD,  
Prof. Dr. Nejat SEYHUN, University of Michigan, ABD  
Prof. Dr. Nicholas. M. KIEFER, Cornell University, ABD  
Prof. Dr. Niyazi BERK, Marmara Üniversitesi  
Doç. Dr. Nuran Cömert DOYRANGÖL, Marmara Üniversitesi  
Doç. Dr. Osman GÜRBÜZ, Marmara Üniversitesi  
Prof. Dr. Özer ERTUNA, Boğaziçi Üniversitesi  
Prof. Dr. Reena AGGARWAL, Georgetown University, ABD  
Prof. Dr. Reşat KAYALI, Boğaziçi Üniversitesi  
Prof. Dr. Robert JARROW, Cornell University, ABD  
Prof. Dr. Seha TİNİÇ, Koç Üniversitesi  
Prof. Dr. Serpil CANBAŞ, Çukurova Üniversitesi  
Prof. Dr. Taner BERKSOY, Bilgi Üniversitesi  
Prof. Dr. Ümit EROL, İstanbul Üniversitesi  
Prof. Ünal BOZKURT, İstanbul Üniversitesi  
Prof. Dr. Ünal TEKİNALP, İstanbul Üniversitesi  
Prof. Dr. Vedat AKGİRAY, Boğaziçi Üniversitesi  
Dr. Veysi SEVİĞ, Marmara Üniversitesi  
Prof. Dr. Zühtü AYTAÇ, Ankara Üniversitesi

### **Profesyonel**

Adnan CEZİRLİ, Toros Menkul Değerler Ticareti A.Ş.  
Dr. Ahmet ERELÇİN, Demir Yatırım Menkul Değerler A.Ş.  
Doç. Dr. Ali İhsan KARACAN, Çukurova Holding A.Ş.  
Dr. Atilla KÖKSAL, Inter Yatırım Menkul Değerler A.Ş.  
Dr. Atilla YEŞİLADA, Ege Yatırım Menkul Değerler A.Ş.  
Bedii ENSARİ, ABC Danışmanlık, Mümessillik ve Ticaret A.Ş.  
Berra KILIÇ, Esbank - Eskişehir Bankası T.A.Ş.  
Cahit SÖNMEZ, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)  
Çağlar MANAVGAT, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)  
Erhan TOPAÇ, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.  
Dr. Erik SİRRI, Securities and Exchange Commission, ABD  
Ferhat ÖZÇAM, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)  
Doç. Dr. Hasan ERSEL, Yapı Kredi Bankası A.Ş.  
Prof. Dr. Kenan MORTAN, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası  
Mahfi EĞİLMEZ, Garanti Bankası A.Ş.  
Muharrem KARSLI, Altın Menkul Değerler A.Ş.  
Ömer ESENER, Bank Kapital Türk A.Ş.  
Doç. Dr. Öztin AKGÜÇ, Banka Dergisi (Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş.)  
Öğr. Gr. Reha TANÖR, T. Garanti Bankası A.Ş., Galatasaray Üniversitesi  
Serdar ÇITAK, İstanbul Altın Borsası



## Elektronik Erişim:

İMKB Dergisi, 3 Aylık Finans ve Ekonomi Süreli Yayını İstanbul Menkul Kıymetler Borsası tarafından yayınlanır.

İMKB Dergisi'nin 10. sayısından başlamak üzere bütün makalelere tam-metin olarak internette pdf. formatında erişim sağlanabilmektedir. İMKB Dergisinin tam metnine paralı erişim sistemi ile abonelerimiz kendilerine tahsis edilecek bir şifre ile ulaşabileceklerdir.

## Makale Özetleri:

İMKB Dergisi'nde yayımlanan tüm makale özetleri İMKB web sitesinde verilmektedir. Bu veritabanı derginin yayın hayatına başladığı 1997 tarihinden itibaren yayımlanan tüm makale özetlerini içermektedir. Makale özetleri derginin yayımlanmasını müteakip her üç ayda bir ücretsiz olarak verilmektedir.

## Erişim:

(1) <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar.htm>

(2) Seçenek: İMKB Dergisi

Ayrıntılı bilgi, yorum ve önerileriniz için lütfen aşağıdaki numara ve adresten bizi arayınız.

Tel: (90.212) 298 21 71 E-Mail: [arastir@imkb.gov.tr](mailto:arastir@imkb.gov.tr)

### İMKB Dergisi 1999 Abonelik Formu

**İMKB Dergisi'ne bir yıllık abone olmak için lütfen ilgili kutuyu işaretleyiniz.**

- 10.000.000 TL ( basılı yayın) (her bir sayı 2.500.000 TL)  
 6.000.000 TL (elektronik posta ile) (her bir sayı için 1.500.000 TL)

Adı Soyadı .....

Ünvanı .....

Şirket Adı .....

Adres .....

Posta Kodu ..... Şehir .....

Telefon (Kodu ile birlikte) .....

Faks .....

Elektronik Posta .....

Abonelik ücretleri T. İş bankası Borsa Şubesi 1125 304400 38 no'lu hesaba yatırılmalıdır.

**“İMKB Dergisi”ne abone olmak için**  
lütfen bu form ile birlikte banka dekontunun  
aslını aşağıdaki adrese gönderiniz.

**Hülya KARADAŐ**  
İMKB Araştırma Müdürlüğü  
80860 İstinye - İSTANBUL  
Tel: 0 212 298 21 71  
Faks: 0 212 298 25 00

## İÇİNDEKİLER

### Makaleler

Cumhuriyet'in 100. Yılına Hazır mıyız? Yavuz Canevi .....	1
2000'lerin Türkiye'si Mahfi Eğilmez .....	5
Türkiye'de Enflasyon ve Büyüme İlişkisi Gazi Erçel .....	15
Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler; 2000 Yılına İlişkin Ekonomi Politikaları ve Bunların Mali Piyasalar Üzerine Etkileri Selçuk Demiralp .....	31
Sermaye Piyasası Kanunu'na Getirilen Yenilikler Muhsin Mengütürk .....	37
2000 Yılı ve Ötesinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Düşünceler Osman Birsen .....	47
Dünya Altın Piyasaları, İstanbul Altın Borsası ve Risk Yönetiminde Altın Serdar Çıtak .....	51
Türkiye Ekonomisinde Güneydoğu Anadolu Projesinin Önemi Kenan Mortan .....	91
<b>Global Sermaye Piyasaları</b> .....	105
<b>İMKB Piyasa İstatistikleri</b> .....	117
<b>İMKB Yayın Listesi</b> .....	121





## CUMHURİYET'İN 100. YILINA HAZIR MIYIZ?

Yavuz CANEVI\*

24 Ocak 1980 kararlarının içinde yaşayan ve bu ülkeye neler kazandırdığını takdir eden bir eski bürokrat-yönetici olarak beni ne heyecanlandırıyor biliyor musunuz? Söz konusu birinci kuşak reform hareketinden 20 yıl sonra 24 Ocak 2000 yılında, Cumhuriyetimizin 100. yılı için geri saymaya başlayacağımız yeni bir yüzyılın eşiğinde, uzun soluklu bir ikinci kuşak reform dalgasının başlatılması. Zamanlama, o kadar yerinde olur ki.

Bir yandan global krizin dibe vurup küresel canlanmanın başladığı ve de tüm dünyanın hangi gelişme yolundaki ülkenin bu rüzgarı yakalayıp yeniden atılım başlatacağını merak ettiği ve daha da önemlisi ülkemizin soğuk savaş sonrası stratejik ve ekonomik konumunun yeniden tanımlanıp, takdir edildiği bir dönemde, Türkiye'nin ekonomik, sosyal ve demokratik bir "yeni dalga" atılımı ile bu yarışa başlatması ne kadar şık ve anlamlı olur.

Türk milleti hem duygusal ve hem de hırslı bir millettir. Dolayısı ile "24 Ocak 2000" atılım kararları ile "24 Ocak 1980" kararları arasındaki paralelliği derhal görecektir ve alınması gereken mesajı alarak varılması gereken hedefi kolayca takdir edecek ve kavrayacaktır.

Gerçekten 20 yıl sonra daha da kapsamlı bir atılım için ülkemiz daha şanslı ve daha güçlüdür.

İlk olarak, 1980'li yıllarda Türk ekonomisine çalınan "piyasa ekonomisi" mayası tutmuştur. Rekabet fırsatı ve imkanı, Türk müteşebbisinin bastırılan teşebbüs gücünü geri dönülmez şekilde harekete geçirmiştir.

İkinci olarak, yirmi yıldır bu kültür ve küreselleşme rüzgarı ile yetişmiş genç bir kuşak Türkiye nüfusuna ağırlığını koymuştur.

Üçüncü olarak, 1996'dan bu yana parçası olduğumuz Avrupa Topluluğu Gümrük Birliği Anlaşması Türk insanının, Türk sanayicisinin rekabet, pazarlama ve herşeyden önemlisi "toplam kalite" kavramlarını yeniden keşfetmesine imkan tanımıştır.

---

\* Dr. Yavuz Canevi, Türk Ekonomi Bankası Yönetim Kurulu Başkanı ve İMKB Yönetim Kurulu Başkan Vekili  
Tel: (90 212) 251 21 21 Fax: (90 212) 249 65 68

Kaldı ki, Türk milletine bir kez inandırıcı bir hedef gösterdiniz mi, onun kararlılığının, rekabet duygusunun ve başarı hırslının hududu yoktur, ya da bu hudud hedefin ta kendisidir. Bu nedenledir ki serbest piyasa ekonomisi onun karakterine uygundur. Onun içindir ki teşebbüs kaabiliyeti ve müteşebbis ruhu üzerindeki baskılar kalkınca adeta şahlanmıştı. Gerçekten toplumsal başarı ve mutluluk bu toplumun geleneksel bir özelliğidir. Kanına işlemiştir.

Son depremler sırasında ulus olarak gösterdiğimiz maddi ve manevi dayanışma ve yardımlaşma bu karakterin en güzel ve somut göstergesidir.

Geliniz bu topluma, acılarına sahip çıkan bu millete, başarı ve mutluluklarına da sahip çıkma şansını verelim. Geliniz bu kez toplumun bilincine, olaylara gerçekçi bakışına, sağduyusuna güvenelim. Sorunları yüceltmek için değil çözümleri üretmek hedefleri belirlemek için çaba harçayalım.

24 Ocak 2000 kararları, Cumhuriyetimizin 100. Yılı olan 2023 yılına kadar uzanan, hasretini çektiğimiz uzun soluklu bir çözümler demeti olabilir. Bu atılım vizyonu ve misyonu içinde olan, Türkiye'yi 21. Yüzyıla taşıyacak ve 65 milyon Türk insanının yeniden silkinip bölgedeki ve dünyadaki kendisinin arzuladığı ve layık olduğuna inandığı yerini garanti edecek bir toplumsal hareketin, bir ulusal heyecanın ve bir kitlesel enerjinin ateşlenmesi demektir.

Tüm bunların AGİT zirvesi, Avrupa Topluluğu Helsinki Toplantısı beklentileri, Bakü- Ceyhan Boru Hattında gelinen nokta ve IMF-Dünya Bankası görüşmelerindeki yapıcı gelişmelerle örtüştüğü bir ortamda sağlanan enerji birikiminin zamanında ve doğru olarak yönlendirilmesi fırsatını kaçırma lüksüne hiç birimizin sahip olmadığı kanısındayım.

İnanın Türkiye buna hazır. Enflasyon yorgunu, çete, terör, haksız rekabet yorgunu. Ancak, başarıya, toplumsal barışa, ulusal itibara, rekabetin haklısına, adaletin hızlısına, sevgi ve saygının karşılıklısına aç ve susamış Türkiye, kendini artık yeniden keşfetmeye, global haritada kendisine yeni bir konum ve rol tanımlamaya hazır ve mecbur. Bundan kimsenin şüphesi olmasın.

1980'li yılların birinci kuşak reformlarının kurumsallaştırılamaması ve de şeffaflık, gözetim ve denetim mekanizmaları ile donatılamaması, kanun devletinden hukuk devletine geçiş sürecinin yavaş işlemesi ekonomik, sosyal ve hukuksal alt yapımızın ve demokrasimizin derinleşme ihtiyacını ön plana çıkarmıştır. Aslında bu artı ve eksiler ikinci kuşak reform hareketinin ve de yeni "100. Yıl Cumhuriyet Dayanışma Belgesi"nin de

yönünü belirlemiş bulunmaktadır. Toplumun tüm kesimlerinin katılımı ile hazırlanacak söz konusu " Dayanışma Belgesi", üç boyutlu olmalıdır.

### **1. Amaç ve Vizyon**

Cumhuriyetin 100. yılında AB'nin tam üyelik statüsünü çoktan almış, tek para birimi EURO'yu tedavüle sokmuş, nüfusunun % 10'dan fazlasını Sermaye Piyasasına çekmiş, bilgi çağının gelişme temposunu ve gündemini yakalamış ve teknoloji üretmeye başlamış kabuğuna sığmayan bir Türkiye yaratmak.

### **2. Süreç, Takvim ve Öncelikler**

Kamu-Özel, Devlet-Vatandaş, İşçi-İşveren diyaloguna dayanan bir öncelikler listesinin gerçekçi bir uygulama yöntemi ve takviminin belirlenmesi.

### **3. İçerik (Ekonomik, Sosyal ve Hukuk, Eğitim)**

Böylesine uzun soluklu bir programın benimsenmesi, yapılması, uygulanması ve takibi insan kaynaklarına ve eğitime öncelik vermeyi zorunlu kılmaktadır. Yirmibirinci yüzyılda, özellikle bilgi ve teknolojinin başdöndürücü bir hızla geliştiği bir yüzyılda, katma değeri en yüksek olan yatırım, insana yatırım olacaktır. Eğer bugün başlarsak, 2023 yılında bu çağı Türkiye için omuzlayacak 23 yaşında yepyeni çağdaş bir nesil yaratabiliriz, yaratmalıyız da.

Elliyedinci Hükümetin kararlılıkla ortaya koyduğu üç yıllık "Stand-By" anlaşması ile desteklenen antianflasyonist ekonomik programın, Cumhuriyetimizin 100. Yılında toplum olarak varmak istediğimiz bir perspektife oturtulması kadar heyecan verecek başka bir senaryo düşünebiliyor musunuz?

Var ise şimdi paylaşma zamanı.

Hodri Meydan.



## 2000'LERİN TÜRKİYESİ

Mahfi EĞİLMEZ\*

### Özet

Son iki yıldır yaşanan finansal krizlerin etkisiyle, Türkiye doğrudan bir kriz yaşamamasına karşılık krizlerden etkilenmiş büyüme hızı düşmeye başlamıştır. Bu gelişmeler sonrasında, Türkiye Uluslararası Para Fonu (IMF) ile stand-by anlaşması imzalamıştır. Stand-by anlaşmasında kamu kesimi genel dengesi, bütçe faiz dışı fazlası, kamu borçlanma gereği, uluslararası rezervler, net iç varlıklar hedef değişkenler olarak ele alınmaktadır. Uygulanacak programın gerçekleştirilmesi için yapısal reformlar ile makro-ekonomik politikalar belirlenmiş ve uygulanmaya başlamıştır. Bu politikalar arasında enflasyonun düşürülmesi, reel faiz oranlarının makul seviyelere indirilmesi, büyüme potansiyelinin artırılması, kaynakların daha etkin ve adil dağılımının sağlanması hedefleri yer almaktadır. Bu hedefleri destekleyecek gelir politikası ile destekleyici kur ve para politikaları uygulanacaktır.

### I. Giriş

Hükümet, 1999 yılı beklentilerini ve 2000 yılı hedeflerini açıklamış bulunmaktadır. 2000 yılı hedefleri oldukça iddialı.

Gösterge	1999	2000
GSMH Büyümesi(%)	-2	5.5
Yılsonu TEFE (%)	57	20
Bütçe Açığı /GSMH (%)	11	11.5
Faiz Dışı Fazla / GSMH (%)	0.5	5.4
Dış Ticaret Açığı /(Milyar \$)	14.2	17.8

İzleyen dönemde ekonomik performans değerlendirildiğinde; enflasyonun yavaşlamaya devam ederek 1999 yılı başında TEFE'nin son 10 yılın en düşük değeri olan %48'e gerilemesi, 1997 yılında negatif olan cari dengenin 1998 yılında GSMH'nin yaklaşık %1'i oranında fazla vermesi

\* Dr. A. Mahfi Eğilmez, Garanti Bankası Yönetim Kurulu Murahhas Üyesi

Tel: (90.212) 285 40 40 Fax: (90.212) 285 45 16 E-Posta: mahfie@garanti.com.tr

olumlu gelişmelerdir. Bununla birlikte, 1998 yıl sonunda 11,6 katrilyon seviyesinde olan iç borç stoku, 1999 Ekim sonunda 21,6 katrilyona yükselmiştir. Son dönemde düşmeye başlamasına karşılık, yüksek seviyelerde seyreden reel faizler nedeniyle 1998'de GSMH'nin % 7,2'si olan bütçe açığının 1999 yılında % 11'e yükseleceği tahmin edilmektedir. Yüksek reel faizler ekonomik faaliyetleri yavaşlatarak büyüme hızının düşmesine neden olmaktadır. Üçer aylık dönemler itibariyle büyüme hızı sırasıyla % -8.6, % -3.3, % -6.6 olarak gerçekleşmiştir. Bu çerçevede % -2'lik 1999 büyüme hedefinin yakalanması mümkün görülmemektedir.

2000 yılı hedeflerini, özellikle de yüzde 20'lik yılsonu enflasyonunu başarabilmek için bazı zor kararları uygulamaya geçirmek gerekiyor.

## II. Para ve Kur Programının Alt Yapısı

Bu hedeflere ulaşabilmek için Hükümet ve Merkez Bankası birbiriyle bütünlük gösteren bir program açıkladı. Bu programın gelir yönü çıkarılan ek vergilerle desteklenirken para ve kur programı da Merkez Bankası'nca açıklandı. Program incelendiği zaman Türkiye'nin önümüzdeki dönemde "yumuşatılmış bir para kurulu" uygulamasına geçeceği anlaşılıyor.

Bu çerçevede, Merkez Bankası 2000 yılından başlamak üzere 3 yıllık bir para programı açıklamıştır. Bu programda 1 ABD Doları + 0,77 Euro'dan oluşan kur sepetinin günlük değişimi 1 yıllık süre için önceden açıklanacaktır. Döviz kuru artışının önceden belirlenmesi enflasyonist beklentilerin azaltılması açısından önemlidir. Açıklanan programda öngörülen 2000 yılı % 20 TEFE artışıyla uyumlu olacak şekilde döviz kuru sepeti değer artışı % 20 olarak öngörülmektedir. Önceki uygulamada, Merkez Bankası kur değişimini kısa vadeli enflasyonist beklentiler, ödemeler dengesi ve kamu dengesi gibi değişkenlere göre ayarlarken, programla birlikte kur artış hızı yalnızca enflasyon hedefine uygun şekilde belirlenecektir. IMF'yle anlaşılan TEFE artışı 2001 yılı için %12, 2002 için ise %7'dir ve kur sepeti artışı da bu doğrultuda olacaktır.

Bu hedeflere uygun olarak belirlenen döviz kuru artışı ve yurt dışı enflasyon, uluslararası ticarete konu olan malların fiyatlarını belirlediği için, TEFE hesaplamasında % 55 ağırlığa sahip ve çoğunlukla dış ticarete konu olan malların üretildiği özel imalat sanayindeki firmalar için daha yoğun bir rekabet ortamı olacaktır. Kurun önceden açıklanması, döviz kuru riskini ortadan kaldıracığı için yurtiçi faizlerin belirlenmesinde rol oynayan risk priminin azalmasına neden olarak nominal faiz oranlarının zaman içinde kur artışına uygun bir düzeye inmesini sağlayacaktır. Bunun yanı sıra, döviz kuru belirsizliğinin ortadan kalması devalüasyon endişesiyle

Türkiye'ye gelecek yabancı sermaye için güven ortamı oluşturarak sermaye girişini hızlandıracaktır. Faiz oranlarının serbest belirlendiği bir ortamda sermaye girişinin yarattığı reel kredi stoku artışı firmalar için kredi maliyetini düşürerek maliyet enflasyonunun da düşmesini sağlayacaktır. Üretim maliyetlerinin azalması ekonomik büyümenin hızlanmasına yol açacaktır. Ekonomik aktivitenin artması işsizlik oranının düşmesini de beraberinde getirecektir.

Merkez Bankasının uygulayacağı programın ikinci aşamasını 2001 Temmuz, 2002 Aralık arasındaki 18 aylık dönemde uygulanacak "band" uygulaması oluşturmaktadır. Buna göre bandın genişliği 1 Temmuz 2001'den 31 Aralık 2001'e kadar kademeli olarak % 7,5'e, 30 Haziran 2002'ye kadar % 15'e ve 31 Aralık 2002'ye kadar % 22,5'e yükseltilecektir. Döviz kurunun band içindeki dalgalanmasına Merkez Bankası müdahale etmeyecektir. Merkez Bankası'nın 23 milyar ABD doları civarındaki mevcut döviz rezervleri ile programın uygulanmasıyla gelecek olan mali desteğin getireceği rezerv artışı bu programın uygulanmasını mümkün kılmaktadır. Döviz rezervleri açısından programın uygulanmasında bir sınıktı olmasa da bu kur politikasının başarılı olması için maliye ve gelirler politikalarında kalıcı iyileşme ve cari işlemler dengesinin sürdürülebilir bir düzeyde olması gerekmektedir.

Uluslararası Para Fonu (IMF) ile Temmuz 1998'de imzalanan Yakın İzleme Anlaşması çerçevesinde Merkez Bankası'nın uygulamaya koyduğu yeni programda bilanço kalemlerine ilişkin net hedefler de belirlenmiştir. Bilanço'nun temel büyüklüklerinden olan "Net İç Varlıklar" kalemine "tavan" limiti getirilmesinin yanı sıra "Net Uluslararası Rezervlerinin düşebileceği asgari seviye tespit edilmiştir. Uygulanacak kur politikası gereği Merkez Bankası piyasanın getirdiği tüm döviz almaktadır. Bu durumda Merkez Bankası döviz satın alarak TL yaratmış olacaktır ki emisyon artışı döviz rezervi artışına bağlanmış olmaktadır. Merkez Bankası satın aldığı dövizler karşılığında bilançonun aktifinde bulunan Net Dış Varlıklar kalemindeki artış pasifte bulunan emisyon artışıyla karşılayacaktır. Programda Net İç Varlıklar kaleminin 1999 sonundan itibaren üçer aylık dönemlerde alabileceği azami değer, 1,2 katrilyon olarak sabitlenmiştir. Dönem boyunca, hedeflenen bu azami değer önceki üç ayın sonundaki para tabanı büyüklüğünün (+-) % 5'inin belirlediği paralel bir band içinde dalgalanacaktır. Başka bir ifadeyle Merkez Bankası daha önce uyguladığı, net dış varlıklardaki artış karşılığında oluşan likidite fazlalığını net iç varlıklardaki azalışla sterilize etme politikasını uygulamayacaktır. Programın 2001 yılının 2. Yarısından sonra döviz kurunda band uy-

gulasına geçilmesiyle birlikte net iç varlıklar kaleminin belirlenmesinde esneklik olacaktır. Bu uygulama para politikasının faizler üzerinde etkisinin artırılarak enflasyon hedefini gerçekleştirmeye yöneliktir. Ayrıca, Merkez Bankası Interbank para piyasasında taraf olduğu işlemleri azaltmaya yönelik bir uygulamayla kendi pozisyonundan çok para ve repo piyasalarındaki gelişmeleri değerlendirerek kotasyon verecektir. Bu uygulama sonucunda, bankaların likidite sıkıntısı çekmemesi ve daha iyi bir likidite yönetimine geçebilmeleri için bankalar zorunlu karşılıklarında daha esnek bir politika izleyecektir. Mevcut uygulamada %8 olan bu karşılık oranının %6'ya düşürülmesiyle 350 trilyon TL tutarında bir nakitin bankaların kendi kaynaklarınca yaratılmasına imkan tanınarak, likidite sıkıntılarını bu kaynaklardan gidermeleri amaçlanmaktadır.

Programda yeni bir kavram olarak “ Net Uluslararası Rezervler” tanımlanmakta ve buna belirli alt limitler getirilmektedir. Bu kalem IMF stand-by anlaşmasında 2000 yılının ilkk yarısına kadar performans kriteri olarak kabul edilirken bu tarihten sonra “gösterge hedef” olarak kabul edilecektir.

### III. Yapısal Değişim

Türkiye, aslında yapısal değişim hamlesine 1980'lerde başladı. O yıllarda bazı değişimler başarıldı, ancak bir çok yapısal değişim el sürülmeden kaldı. Bugünkü hükümet, yapısal değişim alanındaki değişikliklere girişmiş bulunuyor. Bunları şöylece sıralayabiliriz:

- Yeni bankalar kanunu (1999'da çıkarıldı)
- Uluslararası tahkime olanak sağlanması konusunda anayasal değişiklik (1999'da yapıldı)
- Sosyal güvenlik reformu (1999'da yapıldı)
- Hızlı ve genişletilmiş özelleştirmeye (kararlaştırıldı)

Bu yapılanlara ek olarak bazı yeni düzenlemeler yapılmasına ihtiyaç bulunmaktadır. Bu düzenlemeler aşağıda özetlenmiştir:

- Bankacılık yüksek kurulunun üyeleri atandıktan sonra kurul, uluslararası uygun standartlara uygun kuralları ve düzenlemeleri hızla yaşama geçirmelidir. Bu çerçevede yüzde 100 tasarruf mevduatı sigortası tedrici bir şekilde uluslararası ölçülere indirilmelidir.
- Sosyal Güvenlik reformunda ikinci ve daha önemli adım olan sağlık sigortasının özelleştirilmesi tamamlanmalıdır.
- Özelleştirmede alınan hedefe ulaşabilmek için şimdiye kadarki en hızlı özelleştirme programının uygulanması gerekmektedir.



- Tarımsal destekleme politikası baştan aşağı revize edilmeli ve kamu bankalarına büyük yük getiren subvansiyonlu faiz uygulamasında yeni bir düzenlemeye geçilmelidir.
- Kamu gider reformu yapılmalıdır.
- Yapısal reformların yanı sıra bazı adımların atılması gerekli bulunmaktadır.
- Ücretlerin endekslenmesi bunlar arasındadır. Ücretlerin, beklenen enflasyona endekslenmesinden vazgeçilmemelidir.

#### IV. Uluslararası Tahkim

Uluslararası tahkime imkan vermek amacıyla 4446 sayılı Yasa ile Anayasa değişikliğine gidilmiştir. Yapılan değişiklikler ile özelleştirme kavramı ilk defa Anayasa'ya girmiş bulunmaktadır. Getirilen bir diğer değişiklik ile kamu hizmetleri ile ilgili imtiyaz şartlaşma ve sözleşmelerinden doğan uyuşmazlıkların ulusal ve uluslararası tahkim yoluyla çözülmesine imkan sağlanmıştır. Ancak, uluslararası tahkime, yabancılık unsuru taşıyan uyuşmazlıklar için gidilebilmesi kuralı getirilmiştir. Danıştay'ın görevleri arasında yer alan imtiyaz şartlaşma ve sözleşmelerindeki inceleme yetkisi görüş bildirmeye dönüştürülmüş ve Danıştay'ın görüşünü iki ay içinde bildirmesi esası getirilmiştir. Hakem kararının yürürlüğe girebilmesi için asliye mahkemelerinin tenfiz (hükümün yürütülmesi) kararı, uyuşmazlık halinde de Yargıtay kararı gerekmektedir.

Tahkim mekanizmasının gelişimine bakıldığında, kurumsal tahkime ağırlık veren merkezlerin oluşturulmasına önem verildiği gözlemlenmektedir. Türkiye'yi ilgilendiren tahkim anlaşmalarına bakıldığında, 1997 yılında 121 ülkenin imza attığı ICSID (Devletler ve Diğer Devletlerin Vatandaşları Arasındaki yatırım Uyuşmazlıklarının Çözümlemesi Hakkında Sözleşme) sözleşmesine göre, her üye ülke bu sözleşmeye uygun olarak verilen her kararı bağlayıcı kabul etmektedir. Kararın parasal yükümlülüklerinin kendi sınırları içerisinde kendi devletinin mahkemesinin nihai bir kararı gibi yerine getirmektedir. Hakem mahkemesinde verilen kesinleşmiş karar aleyhine daha üst bir organa başvurulamamaktadır. Dünya Bankası'nın yaptırım gücü ile donatılmış ICSID (Uluslararası Yatırım İhtilaflarının Çözüm Merkezi) ile iç hukuktan bağımsız, kendi kendini yöneten bir sistemin oluşturulmasına çalışılmaktadır. Bunun dışında UNCITRAL (Birleşmiş Milletler Uluslararası Ticaret Hukuku Komisyonu) Tahkim Kuralları 1976 yılında yayınlanmıştır. ICC (Uluslararası Ticaret Odası) Tahkim Divanı ise uyuşmazlıkların çözümü için başvuru merkez niteliğindedir.

Yabancı yatırımcılar sermaye transferlerine getirilebilecek herhangi bir sınırlandırma nedeniyle karını yurt dışına çıkaramama veya yatırımların kamulaştırarak millileştirilmesi gibi risklerden doğacak uyuşmazlıkları, kendilerinin eşit taraf olarak yer alacaklarını düşündükleri uluslararası tahkime götürmeyi istemektedirler. Uluslararası tahkim ile OECD ve Dünya Ticaret Örgütü'ne üye olan, ayrıca Avrupa Birliği'ne tam üyelik statüsüne aday olarak kabul edilen Türkiye, uluslararası ticarette serbestleşme konusundaki kararlılığını göstermiştir. Ülkemizin de üyesi bulunduğu uluslararası kuruluşlarda kabul edilen ilkeler arasında, ülkelerin ticaret politikalarının yerli ve yabancı yatırımcı arasında ayrımcılık yapmaması ve bu politikalarla ilgili kuralların şeffaf ve öngörülebilir olması yer almaktadır.

Uluslararası tahkimin kabulü ile başta enerji ve ulaştırma olmak üzere çeşitli alanlarda (haberleşme, sulama vb) Yap İşlet Devret (YİD) modeli ile yapılması planlanan projelerin uygulamaya geçirilmesi mümkün olacaktır. İlk aşamada elektrik dağıtım işletmelerinin ve elektrik santrallerinin uluslararası tahkimin benimsendiği uygulamalar olacağı düşünülmektedir. Uluslararası tahkimin uygulanması ülkemizin sermaye birikimindeki yetersizliğinden kaynaklanan yatırım ve üretim açığının kapatılmasında yabancı sermaye yatırımlarının ülkeye girişini artırabilecekler.

## V. Kamu Borç Stoku

Bugün hepimiz kamu borç yükünü lanetliyoruz. Oysa gerçek öyle değil. Türkiye'nin kamu borç yükü Avrupa ülkeleri arasında en düşük düzeyde olanı. Bu alandaki Maastricht kriteri % 60 seviyesini aşmamayı gerekli kılmaktadır. Türkiye'nin kamu borç yükü ise % 55 dolayındadır.

Sorunumuz kamu borç yükü düzeyi değil, bu stokun vadesinin kısa olmasından kaynaklanmaktadır. Türkiye, bu kısa vadeli stoku, uzun vadeli hale getirmek zorundadır.

Türkiye, enflasyon sorununu çözebilirse, kamu borç stokunun kısa vade sorunu da eş-anlı olarak kendiliğinden çözülecektir.

## VI. Türkiye'nin Ekonomik Sorunları: Enflasyon ve İstikrarsız Büyüme

On milyon Türk liralık banknot Kasım ayı içinde piyasaya çıktı. 1927 yılında ilk Türk lirası banknotlar o dönemde Merkez Bankası olarak görev yapan Osmanlı Bankası tarafından piyasaya çıkarıldığında karşılığı 5 milyon dolardı. O dönemde on milyon lirası olan çok az kişi vardı herhalde. Bugün herkesin on milyon lirası var, ancak o parayla yalnızca 20 dolar alabiliyorlar. Bu, uzun dönemli yüksek enflasyonun çarpıcı bir göstergesidir.

En büyük sorun enflasyonu kısa bir süre içinde tek haneye düşürmek değildir. Bu, toplumun yüksek enflasyona göre oluşmuş bulunan davranış kalıplarının kısa sürede uyarlamaktan çok daha kolaydır. Türkiye, neredeyse 30 yıldır yüksek ve istikrarlı bir enflasyon ortamında yaşıyor. Ülke nüfusunun yarıdan fazlası 26 yaş altındadır. Bunun anlamı, nüfusun yarıdan fazlasının enflasyonsuz bir ortam konusunda hiç bir deneyimi bulunmadığıdır. O nedenle kişilerin ve kurumların davranışlarının uyarlanması, enflasyonun düşürülmesinden daha uzun zamana ihtiyaç gösteriyor. Türkiye'nin enflasyonla mücadele konusunda bir yıllık bir şok programı tercih etmemesinin temel nedeni budur.

Bugün Türkiye'nin GSMH'sı 210 milyar dolar ve kişi başına geliri 3,300 dolar dolayındadır. Türkiye, GSMH sıralamasında 22'nci ve kişi başına gelir sıralamasında 89'uncudur. Buna göre, 75 yıllık süre içinde Türkiye, GSMH'sını 35,000 ve kişi başına gelirini 6.500 kez artırmıştır. Aradaki fark, nüfus artışına gitmiştir. Nüfus artış hızı düşmeye başladığına göre, Türkiye'nin önümüzdeki yıllarda daha hızlı ve istikrarlı bir tempoya büyüyeceğini bekleyebiliriz.

## **VII. Kriz Yönetimi Ustası Olarak Türkiye**

Son 9 yıl içinde Türkiye bir çok krizi göğüsledi:

- Körfez krizi ve körfez savaşı (1990-91)
- Erzincan Depremi (1992)
- 1994 Ekonomik Krizi
- Global finansal kriz ve Rusya krizi (1997-1998)
- Adana depremi (1998)
- İzmit depremi (1999)
- Bolu depremi (1999)

Türkiye, bütün bu krizleri son derecede başarıyla yönetti ve Türk ekonomisi krizlere karşı olan dayanıklılığını gösterdi. Belki daha da önemlisi Türkiye, bütün bu krizlerden dersler çıkardı. Kanımızca, otuz yıllık iki haneli yüksek enflasyonun da krizlere karşı dirençli bir ortam ve yapı oluşmasında katkısı olmuş bulunuyor. Ne var ki artık enflasyondan yararlanarak krizlerden uzak durmanın sonuna gelinmiş bulunuyor. Nitekim hükümet enflasyon sorununu çözerek, krizlere karşı enflasyonu kullanmak yerine, gelişmiş bir piyasa ekonomisi oluşturma yolunda adımlar atmaya başladı.

### VIII. IMF Stand-By Düzenlemesi

IMF ile imzalanan stand-by anlaşması sonrasında harcamaların kontrol altına alınarak bütçe dengesinin sağlanması, faiz dışı fazla verilmesi, enflasyonu düşürmek öncelikli hedefler haline gelecektir. Bu hedeflerin gerçekleştirilmesi için IMF tarafından sağlanan 4 milyar dolara yakın desteğin 2000 yılında 1,5 milyar dolar; 2001 ve 2002 yılında 1.2 milyar dolar olması öngörülmüştür. Alınacak krediye ek olarak anlaşmanın imzalanmasının yabancı yatırımcılar açısından güven unsuru oluşturarak sermaye girişini hızlandırması beklenmektedir. Bu doğrultuda gerçekleştirilen bir diğer gelişme Ağustos 1999 tarihinde Uluslararası Tahkim Yasası'nın kabul edilmesidir. IMF'yle imzalanan anlaşma sonrasında gerçekleştirilecek yapısal reformlar arasında sosyal güvenlik reformu vergi sisteminin düzenlenmesi, yabancı sermayeyi çekmek, ekonomide etkinliği artırmak, kamu gelirlerinin artırılması için özelleştirme programına hız verilmesi öncelikli hedeflerdir.

### IX. Gelecek

Türkiye'nin uygulayacağı yeni program için geçmiş deneyimlerden iki ders çıkarılabilir. İlk olarak istikrarlı bir siyasal ortama olan gereksinim ve ikinci olarak ta siyasal cesaret. Bugün bu iki unsura da sahipmişiz gibi görünüyor. O nedenle bugün geçmişe göre daha iyimseriz.

Bu iyimserliğe ek olarak ortaya çıkan gelişmeler de son derece olumlu. IMF ile uzun süredir devam eden görüşmeler sonunda bir IMF düzenlemesiyle tamamlandı. Daha da önemlisi Türkiye, Avrupa Birliği'ne aday ülke olarak ilan edildi. Kredi değerlendirme kuruluşları Türkiye'nin kredi notunu pozitif görünüme çevirdiler. Özellikle Avrupa Birliği adaylığı bütün geleceğimizi değiştirecek gibi görünüyor. Bununla birlikte bu konuda yapmamız gereken pek çok şey olduğunu gözden kaçırmamak gerekli. Avrupa Birliği'ne, hedeflendiği gibi 2004 yılında tam üye olabilmenin yanı sıra Euro'ya da geçmenin alt yapısını oluşturmamızda büyük yarar var. Bunun için Maastricht kriterlerini yerine getirme zorunluluğu var. Öncelikle bu kriterleri, kendi hedeflerimizle birlikte ortaya koyalım bir kez daha:

- a. **Enflasyon kriteri:** AB üyesi ülkelerden her birinin, tüketici fiyatlarıyla enflasyon oranı, AB'de en düşük enflasyon oranına sahip üç ülkenin ortalamasının en çok 1.5 puan üzerinde olabilir. Euro 11 ortalaması olarak 2000 yılında %1.5 beklendiğine göre en iyi üç ülke ortalaması yüzde 1 dolayında olacak demektir. Yeni açıklanan program Türkiye'de bu oranın 2002'de % 7 olmasını hedefliyor. Demek

ki AB'ye 2004 yılında tam üye olabilmek için enflasyonu 2003'de % 2-3 aralığına ve 2004 yılında % 2'nin altına indirmemiz gerekecek.

- b. **Uzun vadeli faiz hadleri kriteri:** AB üyesi ülkelerden her birindeki uzun vadeli faiz hadleri, en düşük enflasyon oranına sahip 3 üye ülkenin uzun vadeli faiz hadleri ortalamasının en çok 2 puan üzerinde olabilir. Euro 11'de bu oran % 5 olduğuna göre bizim tutturmamız gereken oran % 5-6 aralığında olacak demektir. Bu kriteri yakalayabilmemiz büyük ölçüde ilk kriteri tutturabilmemize bağlı.
- c. **Devlet borçları kriteri:** AB üyesi ülkelerden her biriminde kamu kesiminin iç ve dış borç stokunun GSYİH'ya oranı, % 60'dan fazla olmamak zorunluluğunda. Türkiye, öteden beri bu kriteri zaten karşılayabiliyor. Şu anda bu oran Türkiye'de % 55 dolaylarında. Bu anlamda Türkiye, Avrupa'nın en iyi durumundaki ülkesi.
- d. **Bütçe açığı kriteri:** AB üyesi ülkelerden her birinde, kamu kesimi toplam bütçe açığının GSYİH'ya oranı % 3'ü geçmemek zorunluluğunda. 2000 yılında hedefimiz %11 olduğuna göre bu alanda yapılacak pek çok şey var. Aslında bizi en çok zorlayacak olan alan da bu. Çünkü 2004'de % 3'lük bir orana inebilmek için bugüne kadar yapılanların çok ötesinde radikal önlemler gerekiyor. Bunlar arasında tarım desteklemelerinin kısıtlanmasından, sosyal güvende ikinci kuşak reformun yapılmasına; gider reformundan vergi reformuna; memur sayısının kısıtlanması ve hatta azaltılmasına kadar pek çok sert ve sevimsiz önlem var. Yani bu orana ulaşılabilmesi çok sıkıntılı bir yoldan geçilmesini gerektiriyor.
- e. **Devalüasyon kriteri:** AB üyesi ülkelerden her birinin, kendi parasını diğer bir üye ülkenin parası karşısında son iki yılda devalue etmemiş olması gereklidir. Euro'ya geçişle birlikte anlamı değişecek olan bu kritere uymak çok zor değil. Diğer kriterler tutturulabilirse bu kriter kendiliğinden tutacaktır.

## X. Sonuç

Önümüzdeki dönemin en önemli konusu, bu geçiş döneminde, kriz yaratmayacak bir ortamı oluşturabilmektir. Çünkü bu iki yıllık dönüşüm sürecinde Türkiye, kabuk değiştiren bir yengece benzeyecektir. Bu durumda krize hiç bir şekilde yer olmadığı çok açık. Bu zor bir iş kuşkusuz. Zor ama bu kez Türkiye'nin arkasında IMF desteği var. Üstelik Türkiye'nin tarihinde bu tür zor görevleri başarıldığına dair pek çok örnek bulunuyor.

Bazen tarih IMF'den fazlasını verir.



## TÜRKİYE'DE ENFLASYON VE BÜYÜME İLİŞKİSİ

Gazi ERÇEL\*

### Özet

İktisat yazınında büyüme ve enflasyon arasındaki ilişki farklı dönemlerde farklı bir şekilde tartışılmıştır. Günümüzde kabul gören genel görüş enflasyonun orta ve uzun dönemde büyümeyi olumsuz yönde etkilediğidir. Bu görüş, Türkiye'de yaklaşık 20 yıldır gözlenen yüksek ve dalgalı enflasyon ile ortaya çıkan belirsizlikler sonucunda yatırımların ve büyümenin olumsuz etkilenmesi ile ilişkili görünmektedir. Ekonomide büyüme potansiyelinin artırılması yüksek ve dalgalı enflasyonun oluşturduğu orta ve uzun dönemli belirsizliklerin ortadan kaldırılmasına bağlıdır.

### I. Giriş

Özellikle mal, hizmet ve finansal piyasalardaki gelişmeler, ülkelerin dünyayı küresel bir pazar olarak algılamalarını gerektirmektedir. Bu süreci iyi değerlendiren toplumlar ekonomik ve sosyal olarak hayat standartlarını artırma fırsatını yakalama şansına kavuşabilmektedirler. Bilim ve teknolojiadaki hızlı değişim, bilginin daha akışkan hale gelmesi ve sermayenin üretkenliğini artırma çabası dünyadaki küreselleşmenin maddi temellerini oluşturmaktadır. Bu gelişmeler ülkeleri ekonomik, sosyal ve kültürel alanlarda etkilemekte, toplum refahının artırılması için yeni fırsatlar sunmakta ancak yeni tehlikeleri de beraberinde getirmektedir. Bu tehlikelerin başında, özellikle mali piyasalardaki belirsizliklerin artması ile ülkelerarası ve ülke içi gelir dağılımının daha da kötüleşmesi gelmektedir. Küreselleşme sürecinin hızlanmasıyla birlikte uluslararası hukuki ve kurumsal normlara uyum sağlamadaki gecikme ve makroekonomik dengesizlikler ülkelerin krizlerden daha çok etkilenmesine neden olmuştur. Küreselleşme sürecinin ortaya çıkardığı olanakları daha iyi değerlendirmek ve olumsuzlukları gidermek için makroekonomik istikrarsızlığa yol açan unsurların ortadan kaldırılması ve etkili kaynak kullanımını sağlayacak yapısal

---

\* Dr. Gazi Erçel, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Başkanı.

Tel: (90.312) 312 33 97 Fax: (90.312) 324 23 03

düzenlemelerin yapılması gerekmektedir. Bu önlemlerle birlikte dar gelirli bireyleri de kapsayan sosyal politikalar, toplumdaki gelir dengesizliklerini gidererek toplumsal barışı ve gelişmeyi güçlendirecektir.

Türkiye 1980 sonrası dönemde dışa açık bir piyasa ekonomisi olmanın koşullarını geliştirmiş ve uygulamıştır. Bu dönemde dış ticaret serbestleştirilmiş, ihracata yönelik sanayileşme stratejisi benimsenmiş, mali piyasaların yeniden yapılandırılması ve geliştirilmesi yönünde önemli adımlar atılmıştır. Küreselleşme sürecinin tamamlayıcısı olarak, 1989 yılında uluslararası sermaye hareketleri tamamen serbest bırakılmış, kamu kesiminin yeniden yapılandırılması çerçevesinde özelleştirme girişimleri hızlandırılmıştır. Bütün bu yapısal değişimlerin istikrarlı bir politik ortamda yapılmaması değişim sürecini geciktirmiş, bu dönemde makroekonomik sorunların yanında çeşitli yapısal sorunların da ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu sorunlardan en önemlileri; kronik yüksek enflasyon, imalat sanayindeki yatırım eksikliği, özellikle rekabet ortamını geliştirecek değişikliklerin gerçekleştirilmesinin yarattığı verimlilik düzeyindeki yavaş gelişme, kamu finansman dengesindeki bozulma sonucu mali piyasaların baskı altında kalması ve reel faizlerin yükselmesidir.

1989 yılından itibaren ekonomide kısa vadeli sermaye girişiyle desteklenen tüketime dayanan bir büyüme sağlanırken, kamu kesimi finansman dengesindeki bozulma büyümenin sürdürülebilir olmasını güçleştirmiştir. Son yıllarda kamu açıkları finansmanı için genellikle iç borçlanmaya gidilmesi, kaynak sorunu yaşayan ve yeterince derinleşemeyen mali piyasalarda istikrarsızlığı körüklemiş ve reel faizleri artırmıştır. Yüksek reel faiz oranları kamunun faiz harcamalarını önemli ölçüde artırarak kamu finansmanı üzerinde önemli bir yük oluşturmuş ve makro ekonomik dengesizlikleri besleyen bir faktör olmuştur. Bu dönemde, yüksek kronik enflasyonun da bu sürece önemli ölçüde katkıda bulunduğu ve ekonominin büyüme potansiyelini geriye çektiği düşünülmektedir. Günümüz ekonomilerinde bilgi, üretim faaliyetlerinin en önemli üretim faktörü haline gelirken, bilgi yetersizliğinin yarattığı belirsizlikler de bu faaliyetleri kısıtlayıcı bir etmen olarak ortaya çıkmıştır. Enflasyon ve büyüme konusundaki bu genel değerlendirme yazısında amacım, uzun yıllardır devam eden yüksek kronik enflasyonun yarattığı belirsizliğin Türkiye'nin büyüme potansiyelini olumsuz etkilediğini vurgulamaktır.

## **II. İktisat Yazımında Büyüme ve Enflasyon İlişkisi**

Makroekonomik sorunların başında büyüme ve enflasyon arasındaki etkileşimi anlamak gelmektedir. Enflasyonun büyüme üzerinde etkili olup ol-



madığı uzun yıllardan beri iktisat yazınında tartışılmaktadır. Bu tartışmaların içeriği dünya ekonomisinin içerisinde bulunduğu döneme bağlı olarak değişiklik sergilemiştir. İkinci Dünya Savaşı sonrasında gerek gelişmiş ülkelerde ve gerekse de gelişmekte olan ülkelerde Keynesci politikalar ağırlıklı olarak gündeme gelmiş, toplam talebi artıran politikalar sonucu üretim artışının yanı sıra enflasyonda da artışlar olmuştur. Bu dönemde enflasyon sorun olarak algılanmamış, hatta enflasyonun ekonomik büyümeyi olumlu etkilediğine dair tezler gündeme gelmiştir. Ancak, 1970’lerde birçok ülkede yüksek enflasyon oranları devam ederken büyüme oranlarının düşmeye başlamasıyla birlikte, enflasyonun büyümeyi pozitif yönde etkilediği şeklindeki tezler tartışılmaya başlanmıştır. 1980’lerde özellikle Latin Amerika ülkelerinde yaşanan yüksek veya hiperenflasyonlar, bu ekonomilerde istikrarsızlığı artırmış ve ülkelerin gelişmelerini olumsuz yönde etkilemiştir. Bu gelişmeler, enflasyonun büyümeyi olumsuz yönde etkilediği yönündeki tezlerin ortaya çıkmasına ve güçlenmesine neden olmuştur.

Enflasyonun büyümeyi pozitif yönde etkilediğine yönelik yaklaşımların başında Phillips Eğrisi yaklaşımı gelmektedir. Bu yaklaşım yüksek enflasyonun düşük işsizlik oranının oluşmasına katkıda bulunarak ekonomik büyümeyi olumlu etkilediğini varsayar (Grimes, 1991). Daha sonra yapılan ampirik çalışmalar, enflasyon ile işsizlik oranı arasındaki ters yönlü ilişkinin kısa dönemde ve beklenmeyen bir enflasyon artışı durumunda geçerli olduğunu göstermiştir. Diğer bir yaklaşıma göre, enflasyondaki artış bireylerin servetlerinde azalışa neden olmaktadır. Bu nedenle, bireyler enflasyon öncesi servet dengesine ulaşabilmek için tasarruf eğilimlerini artırır ve dolayısıyla faiz oranları düşer, yatırımlar artar (Mundell, 1963). Diğer yandan, yetersiz mali sisteme sahip ülkelerde hükümet merkez bankası kaynaklarını kullanarak enflasyon vergisi yoluyla gelir elde eder. Hükümetlerin bu gelirleri yatırım harcamalarının finansmanında kullanmaları sonucu, enflasyonist sürecin büyümeyi artıracığı ileri sürülmektedir. Ayrıca, nominal ücretlerin enflasyondaki ani değişimlere yavaş uyarlanması, ücret pazarlıklarının zaman alması veya hükümetlerin reel ücretleri geriletme isteği sonucu tasarruf eğilimi düşük olan kesimlerin reel gelirleri azalırken tasarruf eğilimi yüksek olan kesimlerin reel gelirleri artar. Bu durum da yüksek enflasyonun büyümeye katkıda bulunduğu ileri sürülmektedir. Genel olarak, enflasyonun büyüme üzerindeki etkisinin pozitif olduğuna dair görüşler enflasyonun zorunlu tasarrufları artırdığı savına dayanır (Bruno va Easterly, 1995). Ancak, bu sonuç büyümenin yüksek ve enflasyon oranının nispeten düşük olduğu dönemlerin verileri

kullanılarak yapılan ampirik analizlere dayanmaktadır.

Enflasyonun ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilediğini ileri süren birçok ampirik çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalar mikro ve makro ekonomi temelleri olan analizlerden oluşmaktadır. Piyasa mekanizmasını güçlü ve etkin kılan en önemli unsurlardan biri ekonomik birimlerin piyasalarda oluşan fiyatların taşıdığı bilgiyi kullanarak yapacakları üretim ve yatırım miktarlarını belirlemeleridir. Fiyatların oluştuğu piyasaların sağlıklı yapılanmaması ve fiyatların oluşumunda piyasa dışı faktörlerin gündemde olması fiyatların ekonomik birimlere verdiği sinyallerin bozulmasına neden olmaktadır. Bu durum kaynak dağılımını olumsuz etkilemekte, piyasanın etkin işlemlerini engelleyerek göreceki fiyatlarında değişikliklere neden olmaktadır ve ekonominin verimlilik gücünü düşürmektedir. Gelecekle ilgili alınacak kararlar fiyat beklentisiyle doğrudan ilgilidir. Yüksek enflasyon ve bunun gerektirdiği yüksek volatilité ekonomik birimlerin gelecekte gerçekleştirecekleri harcama ve gelirlerin tahmin edilmesinde belirsizlik yaratmaktadır.

Enflasyon oranının yüksek ve dalgalı olduğu bir ekonomide ortaya çıkan belirsizlikler sonucunda reel getirisi sabitlenmemiş her türlü yatırımın reel getirisinin de belirsiz olacağı muhakkaktır. Ortaya çıkan bu belirsizlik bireylerin ve firmaların uzun vadeli sözleşmeler yapmasını zorlaştırmakta ve bunun sonucunda da yatırım harcamalarının azalmasına yol açmaktadır. Yatırımların borçlanma yolu ile finanse edildiği bir ortamda enflasyondaki dalgalanmaların yol açtığı risk primi yatırım maliyetlerini de artıracaktır. "Net Şimdiki Değer" analizi ile yatırım kararı alan firmaların enflasyondaki dalgalanmalara bağlı olarak faiz dalgalanmaları ile karşı karşıya kalmaları ise yatırım kararlarının ertelenmesine yola açan bir unsur olacaktır (Pyndick ve Solimano, 1993).

Enflasyonun etkin kaynak dağılımını ve dolayısıyla yatırımları olumsuz yönde etkilediği bir başka kanal ise göreceki fiyat değişimleridir. Eksik bilginin ve fiyat katılıklarının var olduğu bir ekonomide genel fiyat seviyesindeki artışın nominal veya reel kaynaklı faktörler olduğunu belirlemek güçtür (Fischer,1981). Bu durum karşısında, herhangi bir fiyat hareketinin kaynağının belirlenememesi ve buna uygun tepkinin ortaya çıkamaması göreceki fiyatlarda önemli dalgalanmalara yol açarak ekonomide kaynak dağılımının bozulmasına neden olacaktır. Ayrıca, Andres ve Hernandez (1997) çalışmasının bulgularına göre yüksek enflasyon oranının fiyatların bilgi oluşturmalarını engellemesi sonucunda ekonomik ajanların bilgi toplama ve kendilerini fiyat dalgalanmalarının yaratacağı zararlardan koruma maliyetleri de artacaktır.

Enflasyon oranının yüksek ve dalgalı olduğu bir ortamda görece fiyat hareketlerinin bilgi aktarma özelliğinin yok olması ekonomik etkinliği azaltmakta ve bu durum sonucunda büyüme olumsuz etkilenmektedir (Friedman, 1977). Fiyat genel düzeyinin istikrarlı olduğu bir ekonomide belli mal gruplarında görülen fiyat artışları, o mal gruplarında yaşanan kıtlığa işaret eden sinyaller olma özelliği taşırlar. Ancak, enflasyon oranı arttıkça belli mal gruplarında görülen fiyat artışlarının içerdiği sinyaller git-gide kaybolur. Böyle bir ortamda belli mal gruplarındaki fiyat artışları o mallarda görülen kıtlığı gösteren fiyat artışları olmak yerine genel fiyat seviyesini yakalamaya yönelik artışlar olabilir.

Enflasyonun büyüme üzerindeki olumsuz etkisini göstermeye yönelik bir diğer olgu da yüksek enflasyon ortamında finansal hizmetlerin getirilerinin diğer sektörlerin getirisine göre daha yüksek olmasından kaynaklanmaktadır. Finansal hizmetlerin getirilerinin yüksek olduğu bir ekonomide üretim ve Ar-Ge faaliyetlerinden mali sektöre önemli miktarda kaynak ve işgücü kayması muhtemeldir. Bu durum ise uzun dönemli büyüme potansiyelini sınırlamaktadır (Frenkel ve Mehrez, 1998).

Yüksek ve istikrarsız yapıdaki enflasyonun büyümeyi olumsuz etkilediği savı gerek zaman serileri ve gerekse kesit veriler kullanılarak yapılan ampirik çalışmalarca desteklenmektedir. (De Gregorio, Fischer, 1993; Barro, 1995; Barro, 1996). Barro (1996) beklenmeyen enflasyonun hanehalkı ve firmaların performanslarını azaltmak yoluyla büyümeyi olumsuz yönde etkilediği sonucuna varmıştır. Çalışmada içsel büyüme yaklaşımı benimsenmiş, yüz ülke ve 1960-1990 dönemi kapsanarak ampirik sınamalar yapılmıştır. Bu çalışmada enflasyon oranı yanında, okullaşma oranı, doğumda yaşam beklentisi, yasal yapı, doğum oranı, okula devam oranı ve kamu harcamalarının milli gelire oranı gibi değişkenler büyümeyi açıklamak için kullanılmıştır.

Levine ve Zervos (1993) ılımlı enflasyonun büyümeyi olumsuz yönde etkilemediği sonucuna ulaşmıştır. Yapılan çalışmada enflasyon oranının yüzde 80 üzerinde olması durumunda büyümeyi olumsuz yönde etkilediği sonucuna varılmıştır. Öte yandan Ghosh ve Phillips(1998) ılımlı enflasyon oranlarının bile büyümeyi olumsuz etkilediğini öne sürmektedir. Ayrıca benzer bir bulguya, örneklem olarak Türkiye dışındaki OECD ülkelerinin alındığı, Andres ve Hernando(1997) çalışmasında da ulaşılmaktadır. Diğer yandan, yüksek enflasyonun toplam faktör verimliliğini azaltmak yoluyla büyümeyi olumsuz etkilediği De Gregorio(1992) tarafından ileri sürülmüştür. Bu çalışma yüksek enflasyon oranı karşısında para tutma maliyetinin arttığını ve ekonomik ajanların yüksek enflasyondan korun-

mak için ellerindeki kaynakları finansal piyasalarda değerlendirme yoluna gittiğini vurgulamaktadır. Başka bir deyişle, bu çalışma enflasyonun rant peşinde koşma davranışına yol açtığını iddia etmektedir.

### III. Türkiye’de Enflasyon ve Büyüme

#### 3.1. Tarihsel Gelişme

Türkiye ekonomisinin tipik dışa kapalı ekonomilerin bütün özelliklerini gösterdiği 1980’li yıllara kadar olan dönemde, büyüme ve sanayileşme politikalarının temelini ithal ikameci sanayileşme stratejisi oluşturmuştur. Bu strateji genel olarak 1970’li yıllara kadar başarılı olmuş ve enflasyon düşük seviyelerde seyretmiştir. Ancak ithal ikamesinin geliştirilmeye çalışıldığı 1970-1977 döneminde enflasyon oranı yükselmiş ve tek haneli rakamlardan çift haneli rakamlara ulaşmıştır. Ancak enflasyondaki artışın kaynağını talepteki canlılığa ve buna bağlı olarak büyümeye dayandırmak doğru değildir. Zira iç talepteki canlılığın kaynağını oluşturan faiz oranları, reel ücretler ve tarım ticaret hadleri gibi ögeler, enflasyonun düşük ve ekonomik büyümenin hızlı olduğu 1960’lı yıllara göre, genel olarak büyük bir değişiklik göstermemiştir. Ancak 1970 yılında yapılan devalüasyon ve çok önemli bir sanayi girdisi olan petrolün 1970’li yıllar boyunca fiyatının sürekli artması, ithal ikameci sanayileşmenin gereği olarak yapılan ara ve yatırım malları ithalatının pahalılaşmasına neden olmuş ve enflasyondaki artışın temelini oluşturmuştur. Bu nedenle 1970’li yıllardaki enflasyonu dışarıdan ithal edilmek zorunda kalınan bir enflasyon olarak değerlendirmek daha doğru olacaktır (Kunter ve Ulaşan, 1999). Aynı zamanda kredi hacmi de bu yıllarda hızlı bir şekilde artmıştır. Ancak sanayi sektörü dışındaki sektörlerin daha fazla kredilendirilmesi enflasyonist eğilimleri güçlendirmiştir. Sanayi sektörü dışında kalan sektörlerin daha fazla kredilendirilmesinin en önemli nedeni, enflasyonun belli bir oranın üzerine çıkması durumunda sanayi yatırımlarının karlılığının azalmasıdır. Bu durum kuşkusuz uzun dönemli büyüme açısından önem taşıyan teknolojik gelişme ve sermaye birikimi üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır. Hızlı bir ekonomik büyümenin gerçekleştirildiği üçüncü beş yıllık kalkınma planı döneminin son yıllarında, bütçe ve cari işlemler açığının büyümesi pahasına iç fiyatlara müdahale edilerek enflasyonda sağlanan düşüş, sanayiye dayalı büyümenin hızlandırılması amacına yöneliktir. Görüldüğü gibi, sanayileşmenin ve büyümenin kuşkusuz ekonomik ve sosyal bir çok faktörden etkilendiği 1970’li yıllarda enflasyon büyümeyi yavaşlatıcı bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

Ekonomideki ve dolayısıyla ithalattaki hızlı büyümeye bağlı olarak 1970’li yıllar boyunca artan cari işlemler açığı, üçüncü plan döneminin sona ermesiyle birlikte sürdürülemez noktaya gelmiş ve 1978 yılında Türkiye ekonomisi ağır bir ekonomik kriz içerisine girmiştir. İthalattaki tıkanıklıklara bağlı olarak sanayi sektörü ciddi üretim darboğazlarıyla karşı karşıya kalmış ve üretimdeki düşüş enflasyonda ani ve hızlı artışlara neden olmuştur. Yapılan devalüasyonlarla ithalatın pahalılandığı ve sanayi sektöründe maliyetlerin yükseldiği yüksek enflasyon ortamında ekonomik büyüme gerilemiştir. 1978-1980 yılları arasında kalan kriz dönemi sanayileşme ve iktisat politikaları açısından bir dönüm noktasıdır. Ekonomik krizden çıkmak amacıyla 1980 yılının Ocak ayında uygulamaya konulan 24 Ocak kararları, uzun dönemde sanayileşme ve büyüme sürecinde etkili olacak politika değişikliklerini gündeme getirmiştir. Bu kararların en önemli özelliği fiyatlama sürecinin tamamen piyasa güçleri tarafından belirlenmesi ve serbest piyasa koşulları altında ekonominin uzun dönemde dışa açılması gereğini gündeme getirmesidir. Ayrıca 1980’li yıllara üç rakamlı bir enflasyon oranıyla giren Türkiye ekonomisinde, enflasyonu aşağıya çekmekte bu programın önemli amaçlarından birisi olmuştur.

24 Ocak kararlarının genelde etkilediği 1981 ve 1988 yılları arasında kalan dönem enflasyon ve büyüme çerçevesinde incelendiğinde, ilk üç yılda enflasyonun önemli ölçüde aşağı çekildiği görülmektedir. Enflasyondaki düşüşün başarısı, 24 Ocak kararlarıyla reel ücretlerin ve tarım ticaret hadlerinin önemli ölçüde gerilemesi, bir başka deyişle iç talebin gelirler politikasıyla bastırılmasında yatmaktadır. Ayrıca yüksek faiz politikası da iç talebin bastırılmasında önemli bir rol oynamıştır (Kunter ve Ulaşan, 1999). İç talepte ortaya çıkan daralmaya, döviz kurlarındaki yüksek devalüasyonların eşlik etmesi, bu dönemde Türkiye’nin uluslararası rekabet gücünün artmasını sağlamış ve ekonomi 1982 yılından itibaren ihracata dayalı olarak bir büyüme kaydetmiştir (Boratav, 1987). Ancak, özellikle 1980’li yılların ilk yarısındaki büyüme planlı dönemden miras alınan kapasitenin yüksek oranlarda kullanılmasıyla sağlanmıştır. Öte yandan bu dönemde de ekonomi dış kaynaklara bağımlılığını sürdürmüş, faiz ve döviz kurlarındaki hızlı artışlar sanayi yatırımları için elverişsiz bir ortam yaratmıştır. Ayrıca, Türkiye ekonomisinde daima özel yatırımları teşvik edici bir role sahip olan kamu yatırımlarının 1980’li yıllarda daha önceki yılların tersine, özellikle altyapı, enerji ve inşaat sektörü olmak üzere sanayi sektörü dışına kayması, sanayi yatırımlarının karlılığını daha da azaltırken, ticaret ve inşaat sektörü gibi üretici olmayan hizmetler sektöründe

karlılığı artırmıştır. Faiz oranlarının yüksek, reel ücretlerin düşük olduğu bir ekonomik ortam yatırımların doğal olarak sermaye yoğun sektörler yerine, emek yoğun sektörlerde yoğunlaşmasına yol açmıştır. Kuşkusuz altyapıya ve enerji sektörüne yapılan yatırımlar sanayi sektörü için olumlu dışsallıklar yaratmıştır. Ancak, kaynakların büyük ölçüde bu alanlara ayrılması, sanayi sektöründe 1970'li yılların sonlarına doğru ortaya çıkan kaynak darlığını azaltmamış, aksine daha da artırmıştır. 1981-1983 yılları arasında büyük ölçüde kontrol altına alınan enflasyon, 1984 yılından itibaren yeniden yükselmeye başlamıştır. Artan kamu açıkları nedeni ile hızlı parasal genişleme ve ücret dışındaki maliyet öğelerinde meydana gelen artışlar enflasyondaki yükselmenin kaynağını oluşturmuştur. Reel ücretlerde ve tarım ticaret hadlerinde meydana gelen gerileme nedeniyle iç talepte ortaya çıkan daralma 1983 yılından itibaren artan kamu harcamalarıyla bir ölçüde ikame edilmiştir. Özellikle 1986 ve 1987 yıllarında kamu yatırımlarında önemli bir artış göze çarpmaktadır. Ayrıca, bu yıllarda tarımsal destekleme yeniden canlanmaya başlamış ve belediye hizmetleri de hızla genişlemiştir (Boratav, 1987). Enflasyonda meydana gelen yükselme, faiz oranlarının daha da yükselmesini sağlamış ve uluslararası rekabet gücünü koruyabilmek amacıyla hızlı kur ayarlamaları sürekli hale gelmiştir. Bir başka ifadeyle bu tarihten itibaren yüksek faizler ve hızlı kur ayarlamaları Türkiye ekonomisinde kronik bir özellik kazanmıştır. Gerek yüksek faizler ve devalüasyonlar nedeniyle sermaye yatırımlarının maliyetinde meydana gelen artış, gerekse yüksek ve istikrarsız enflasyon ortamının yarattığı belirsizlik sanayi sermayesinin yatırım eğilimini büyük ölçüde törpülemiştir ve başta özel sektör yatırımları olmak üzere bu sektörde yapılan yatırımlar 1970'li yıllara göre önemli ölçüde gerilemiştir (Kunter ve Ulaşan, 1999). Özel sektör yatırımlarının gerilemesinde yüksek faiz ve enflasyon ortamı kadar, kredi önceliklerinin sanayi dışındaki sektörlerle verilmesi ve özellikle 1980'li yılların ortalarından itibaren hızla artan kamu açıklarını finanse etmek için kamu sektörünün finansal piyasalarda yüksek faizle borçlanması sonucunda, özel sektörün kullanabileceği kaynakların azalması da etkili olmuştur (Boratav ve Türkcan, 1993).

Türkiye'de iktisat politikaları açısından yeni bir döneme girildiği 1989 yılında, ekonomik büyüme hemen hemen durma noktasına gelmiş ve 1980 yılı hariç tutulursa 1960 yılından beri enflasyon oranı en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Bu yılı iktisat politikaları açısından yeni ve önemli bir dönüm noktası yapan, "Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar"ın, 11 Ağustos 1989 tarihinde Resmi Gazetede yayınlanmasıdır. Bu kararlar sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmış ve

Türk parasının konvertibilitesi üstü kapalı olarak gerçekleştirilmiştir. Bu açıdan bakıldığında 1989 yılında alınan 32 sayılı karar, 24 Ocak kararlarının bir devamı olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak, aynı yıl işçi ücretlerinde meydana gelen çok hızlı artışlar ile tarımsal destekleme politikalarının hız kazanması, 24 Ocak kararlarıyla gündeme gelen gelirler politikasının da sona erdiğini göstermektedir. Bu gelişmeler iç talepte önemli bir canlılığa ve kamu açıklarının hızlanmasına neden olmuştur. Ancak sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla birlikte, kısa vadeli sermaye girişleri artan kamu ve dış ticaret açıklarının finanse edilmesinde önemli bir kolaylık sağlamıştır. Ancak, kısa vadeli sermaye girişlerinin yüksek faiz haddi ile reel döviz kurunun değişmeyeceği beklentisine bağlı olması, zaten yüksek olan faiz oranlarının daha da yükselmesi sonucunu vermiştir. Enflasyonun yüksek olduğu bir ortamda finansal liberalizasyona gidilmesi sonucunda faiz ve kur, reel hedeflere yönelik politika araçları olma özelliklerini yitirmişlerdir (Boratav ve Türkcan 1993). Ayrıca, kısa vadeli sermaye girişleri rezervlerde artışa ve dolayısıyla parasal genişlemeye neden olarak enflasyonist baskılar yaratmıştır. Rezervlerdeki artışı parasal genişlemeye yoluyla enflasyonist baskılar yaratmasını engellemek amacıyla Merkez Bankasının açık piyasa işlemlerine başvurması ise, faiz oranlarının daha da yükselmesi sonucunu vermiştir. Yüksek faiz oranları özellikle 1990’lı yıllardan itibaren enflasyon beklentilerini üzerinde çok daha fazla etkili olmaya başlamıştır (Kunter ve Ulaşan, 1999). Döviz kurunun düşük tutulması ara ve sermaye malı ithalatının ucuzlamasını sağlamıştır. Bununla birlikte, yüksek faiz ve enflasyon ortamının sanayi sektöründeki yatırım ve teknoloji eğilimini çok büyük ölçüde törpülediği bir ortamda bu gelişmenin olumlu etkileri oldukça sınırlı kalmıştır. Ayrıca reel ücretlerdeki artışın, ithalattaki ucuzlamanın yarattığı maliyet avantajını fazlasıyla telafi edildiğini söylemek mümkündür. Gelirler politikasındaki gevşeme ile birlikte döviz kurunun düşük tutulmaya başlanması, tüketim malı ithalatını artırırken 1981-1988 yılları arasında büyük ölçüde ihracata dayalı olarak gelişme gösteren sanayi sektörünün uluslararası rekabet gücünü de önemli ölçüde azaltmıştır. Bu gelişmeler sonucunda dış ticaret ve cari işlemler açığı hızla büyümüştür. Yüksek faiz ve enflasyon ortamı kapasite artırıcı yeni yatırımları engellemiş ve bu koşullardan daha fazla yararlanan kesimler ticari ve mali sermaye ile faiz-rant geliri elde edenler olmuşlardır. Ekonominin iç tasarruflar yerine büyük ölçüde dış tasarrufları kullanarak gelişme gösterdiği bu yıllarda, ortaya çıkan en büyük risk ise kısa vadeli sermaye hareketlerinin yön değiştirmesi olmuştur. 1993 yılında, o ana kadar Türkiye tarihinin en yüksek dış ticaret açığı verilmesi, ca-

ri işlemler açığının önceki yıllara göre hızla artmasına neden olmuştur. Yüksek cari işlemler açığının rezervlerde erimeye neden olması devalüasyon beklentilerini arttırmıştır. Kriz, faiz oranlarının düşürülmeye çalışılması üzerine, ekonomik birimlerin dövize yönelmesiyle başlamış, hızlı bir şekilde sermaye çıkışları yaşanmıştır. Finansal kriz, reel sektörü de hızla etkilemiş ve ekonomik büyüme gerilemiştir. Bu gelişmeler faiz ve enflasyon oranlarında çok hızlı artışlara neden olurken, reel ücretler tekrar gerileme sürecine girmiştir.

Sonuç olarak, 1970-1998 yılları arasında kalan dönemde Türkiye ekonomisine ilişkin olarak yapılan bu gözlemler, enflasyonun büyümeyi olumsuz yönde etkilediğini göstermektedir. Özellikle 1983 yılından sonra enflasyonun büyüme üzerindeki olumsuz etkisi belirgin bir şekilde karşımıza çıkmaktadır. Bu yıldan itibaren enflasyon yüksek olduğu kadar istikrarsız bir yapıda sergilemiştir. Bir başka ifadeyle 1980'li yıllarla birlikte sürekli olarak yükselen bir enflasyon yaşanmıştır. Özellikle finansal liberalizasyonun gerçekleştirildiği 1990'lı yıllarda enflasyon daha yüksek seviyelerde seyretmeye başlamıştır. Bu durum ekonomideki en büyük belirsizliği oluşturmuştur. Yüksek enflasyon, reel ücretlerde ve dolayısıyla iç talepte gerilemeye neden olurken, kredi maliyelerinin de çok yüksek oranlarda artmasını sağlamıştır. Gerek yüksek ve istikrarsız enflasyonun yarattığı belirsizlik ile yatırım maliyetlerindeki artış gerekse enflasyona bağlı olarak reel ücretlerde ve dolayısıyla iç talepte ortaya çıkan gerileme kapasite genişletici faaliyetleri engellemiştir. Bu durum kısa dönemden ziyade uzun dönemli ekonomik büyüme dinamiklerini olumsuz yönde etkilemiştir. Yüksek ve dalgalı seyir izleyen enflasyon ile birlikte ekonomik birimlerin gelecekle ilgili öngörü süresi 1980 öncesi döneme oranla önemli ölçüde gerilemiştir.

### 3.2. Ampirik Bulgular

Türkiye'de makroekonomik dengeleri bozan en önemli olgu 30 yıldan beri devam eden yüksek kronik enflasyondur. Yüksek kronik enflasyon Türkiye'de makroekonomik dengesizlikleri beslemesinin yanı sıra, görece fiyatlardaki değişimi kolaylaştırarak gelir dağılımını bozmakta, yarattığı belirsizlik sonucu yatırım ve üretim potansiyelini düşürmektedir. Yüksek kamu açıkları özellikle 1990'lı yıllarda mali piyasalar ve para politikası üzerinde baskı yaratarak enflasyon beklentilerine süreklilik kazandırmıştır. Son on yıllık dönemde yıllık ortalama enflasyon oranı yüzde 70'ler düzeyinde gerçekleşmiştir. Kronikleşen yüksek enflasyon talep ve maliyet kaynaklı nedenleri yanında, ülkenin yaşadığı hızlı değişim (kentleşme,



nüfus artışı gibi), kaynak dağılımındaki etkinsizlik ve piyasa yapısı gibi faktörlerden de etkilenmektedir. Yüksek enflasyonun neden olduğu belirsizlikler, ekonomik birimlerin piyasa sinyallerini doğru olarak algılamalarını güçleştirmiştir. Bu durum özellikle mali piyasalarda risk priminin yükselmesine neden olmuş ve reel faizler sanayi yatırımlarını ve kaynak dağılımını olumsuz etkileyecek biçimde artmıştır. İstanbul Sanayi Odası’nın 500 büyük firma ile ilgili 1998 yılı anketinde özel firmaların vergi öncesi faaliyet dışı karının toplam kar içindeki payını yüzde 87,7 olarak hesaplamıştır. Bu durum, yüksek enflasyon ve reel faizlerin üretim ve yatırım üzerinde yarattığı tahribatı gösteren bir gelişmedir. Yüksek enflasyon, kamu kesimi açıkları ve diğer belirsizlikler, özellikle orta ve uzun dönemli bir bakış açısı gerektiren üretim ve yatırım politikalarının oluşmasını engellemektedir.

Türkiye ekonomisi savaş sonrası dönemde hızlı bir büyüme göstermiş, ancak 1970’li yılların başından itibaren ekonomide bir yavaşlama gözlenmiştir. Bu yavaşlamayla birlikte enflasyon hızlanmış, ekonomide enflasyon içinde durgunluk (stagflasyon) yaşanmıştır. Enflasyonun yükselişe geçtiği dönemlerde, ekonominin büyüme hızında bir yavaşlama olduğu Grafik 3.1’den kolaylıkla izlenmektedir. Bu sonuç bazı dönem ortalamaları dikkate alındığında daha açık gözlenmektedir. 1975-1980 döneminde ortalama enflasyon oranı hızla artarken, ortalama büyüme oranı önemli ölçüde yavaşlamıştır. Buna karşın, 1980’li yıllarda ihracata yönelik bir büyüme modelinin benimsenmesi ve birtakım yapısal reformların gündeme gelmesinin etkisiyle ortalama büyüme oranı önemli ölçüde artarken, enflasyon oranı bir önceki dönem ortalaması altında kalmıştır. 1989 yılından itibaren sermaye hesabındaki libera lizasyon kısa dönemli sermaye girişlerinde önemli bir artış yaratarak, ekonomiyi dış gelişmelere daha açık bir konuma getirmiştir. Bu dönemde, enflasyon bekleyişlerinde önemli artışlar olurken, bu durumun yarattığı belirsizlik ve tüketim ağırlıklı büyüme özel imalat sanayii yatırımlarının yavaş artmasına neden olmuştur. Bunun sonucu olarak bu dönemde ortalama büyüme oranı düşerken enflasyon oranı önemli ölçüde artmıştır (Tablo 1).

Bu gelişmelere bakıldığında özellikle 1970’li yılların ortalarından itibaren enflasyon trendiyle büyüme trendi genellikle zıt yönde hareket etmektedirler. Aynı sonuca enflasyon ve büyüme arasındaki korelasyon katsayılarından da ulaşılmaktadır. 1950-1974 döneminde büyüme ile enflasyon arasındaki korelasyon katsayısı negatif olmasıyla beraber 0,28 gibi düşük bir düzeydedir. Ancak, 1975-1999 döneminde bu katsayının işareti değişmemekle birlikte katsayı önemli ölçüde yüksek olup 0,55 olarak he-

saplanmıştır. İki dönem için hesaplanan korelasyon katsayısı ise eksi 0,43'tür.

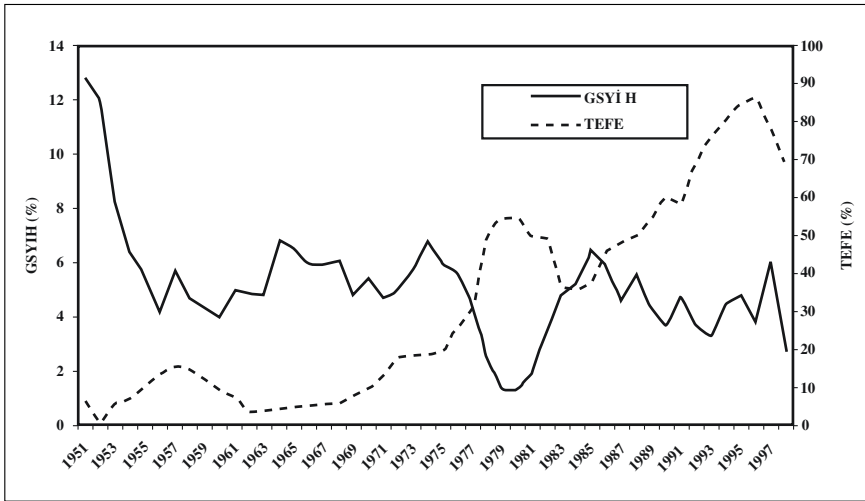
**Tablo 1: Dönemler İtibariyle Ortalama Büyüme ve Enflasyon (%)**

	1951-59	1960-74	1975-80	1981-88	1989-99	1951-80	1981-99	1951-99
<b>GSYİH</b>	6.8	5.3	3.2	5.4	3.7	5.3	4.4	5.0
<b>TEFE</b>	10.9	9.4	43.9	39.9	71.6	16.8	58.2	32.8

Kaynak: Devlet İstatistik Enstitüsü

Yukarıda genel olarak açıklanmaya çalışılan enflasyonun büyüme olumsuz etkilediği görüşü yapılan ekonometrik çalışmalar tarafından da desteklenmektedir. Bu çalışmaların genelinde enflasyonun büyüme üzerindeki etkileri incelenirken özel ve kamu kesimi yatırımları, döviz kurları, cari işlemler ve kamu açıkları değişkenleri ampirik modellerin içine dahil edilmiştir. Yüksek enflasyonun yarattığı belirsizliğin yatırımları olumsuz etkilemesi sonucu büyümenin yavaşladığı görüşü ağırlıklı olarak test edilen bir noktadır (Barro-1996, Fischer-1993a ve 1993b, Levine ve Zervos-1993, De Gregorio-1992, Pyndick ve Solimano-1989).

**Grafik 1: Türkiye'de Enflasyon ve Büyüme Oranları**  
(Beş Yıllık Hareketli Ortalamalar)



Türkiye’de de büyümenin en önemli belirleyicisi olan yatırımların yüksek enflasyonun yarattığı belirsizlikten olumsuz etkilenmesi beklenebilir. TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü’nde 1982-1998 dönemi üç aylık verileri kullanılarak yapılan ekonometrik çalışma bu sonucu doğrulamaktadır (Kalkan, 1999). Aynı çalışmada kurların enflasyonu ve bu kanalla büyümeyi etkilediği görüşü ileri sürülmekte, bu nedenle regresyon analizine kurlar da dahil edilmiş ve test edilmiştir. Büyümeyi açıklamak için enflasyon oranı, özel yatırımlar ve döviz kurunun yanı sıra para arzları da bu regresyonda yer almıştır. Çalışmada elde edilen sonuca göre enflasyon oranı ve kurdaki aşınma büyümeyi olumsuz yönde etkilerken, para arzı ve özel yatırımlar büyümeyi artırıcı yönde etkilemektedir. Bu sonuçlar başka ülkeler için yapılmış bu tür çalışmaların sonuçlarıyla paralellik göstermektedir. Diğer yandan, yine TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü’nde sektörel bazda 1983-1994 dönemi için panel veri kullanılarak yapılan çalışmada sektörel fiyat artışlarının sektörlerin büyüme oranlarını olumsuz yönde etkilediği sonucuna varılmıştır (Yalçın, 1999).

#### IV. Sonuç

İktisat yazınında enflasyon ve büyüme arasındaki ilişki konusunda gerek teorik ve gerekse ampirik çalışmalarda genel bir eğilim ortaya çıkmamıştır. Günümüzde kabul gören görüş, kısa dönemde enflasyon ve büyümenin aynı yönde hareket ettikleri, orta ve uzun dönemde ise bu ilişkinin ters yönde olduğudur. Türkiye örneği incelendiğinde, enflasyonun büyümeyi olumsuz yönde etkilediği gözlenmektedir. Özellikle 1970’li yıllardan itibaren enflasyonun hızla artması ekonomik ve sosyal yaşamda belirsizliklerin ortaya çıkmasında etkili olmuş ve bu süreç potansiyel büyüme eğilimini geriye çekmiştir. Gerek 1970-1999 dönemine ait enflasyon ve büyüme seyri, gerekse yapılan ekonometrik çalışmalar bu görüşü doğrulamaktadır.

Dünyada küreselleşmeyle birlikte sermaye hareketleri daha da önem kazanmış ve ülkelerin dünyayı tek pazar olarak görmelerine neden olmuştur. Türkiye’nin bu süreci iyi değerlendirmesi istikrarlı bir makroekonomik ortam oluşturması ve rekabet gücünü ön plana çıkartan bir ekonomi politikası uygulanmasına bağlıdır. Bu bağlamda, Türkiye’de makro ekonomik istikrarın tesis edilmesinin yanı sıra, orta ve uzun dönemli bakış çerçevesinde gelişme stratejisi ve politikalarının uygulanması gerekir. Ekonominin gelişme potansiyelinin artırılması ekonomik birimlerin kısa dönem politikaları yanı sıra sağlıklı orta ve uzun dönem stratejileri geliştirmelerine bağlıdır. Bu çerçevede, başta yüksek enflasyonun neden oldu-

ğu belirsizliklerin ortadan kaldırılması, etkin işleyen bir kamu yönetiminin tesisi ve diğer makroekonomik dengesizliklerin giderilmesi gerekmektedir.

Yukarıda değindiğimiz temel makroekonomik sorunların yıllar boyu devam etmesinin neden olduğu sosyal sorunlar, gelişmiş ülkeler ile ülkemiz arasındaki refah farkının kapanmasında engel teşkil etmektedir. Etkin işleyen bir kamu kesimi, ve makul enflasyon oranı özel kesimde oluşan olumsuz beklentileri ve belirsizlikleri gidererek, toplumun üretim dinamiklerini ortaya çıkarabilir.

### Kaynakça

- Andres, J ve I. Hernando (1997), "Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence from the OECD", *NBER Working Paper*, No:6062.
- Barro, R. J. (1995), "Inflation and Economic Growth", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 35 (2), 407-443.
- Barro, R. J. (1996), "Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study", *NBER Working Paper*, No: 5698, Ağustos.
- Boratav, K (1987) *Türkiye İktisat Tarihi:1908-1985*, İstanbul:Gerçek Yayınevi
- Boratav,K., Türkcan, E. (1993) *Türkiye'de Sanayileşmenin Yeni Boyutları ve KİT'ler* (İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yayınları)
- Bruno, M. ve W. Easterly (1995), "Inflation Crises and Long-run Growth", *World Bank Policy Research Working Paper*, No.1517
- De Gregorio, J. (1992), "The Effects of Inflation on Economic Growth: Lessons from Latin America", *European Economic Review (EER)*, 36, Nisan, 417-425.
- Fischer, S. (1993a), "The Role of Macroeconomic Factors in Growth", *Journal of Monetary Economics (JME)*, 32, 485-512.
- Fischer, S. (1993b), "Growth, Macroeconomics and Development", *NBER Macroeconomics Annual*, 329-379.
- Fischer, S.(1981), "Relative Shocks, Relative Price Variability and Inflation", *Brookings Papers on Economic Activity*, 381-431
- Frenkel, M. ve G. Mehrez (1998), "Inflation and Endogenous Technological Growth", *Yayınlanmamış çalışma*, Haziran.
- Friedman, M. (1977), "Nobel Lecture: Inflation and Unemployment", *Journal of Political Economy*, Haziran, 451-472.
- Ghosh, A. ve S. Phillips (1998), "Inflation, Disinflation and Growth", *IMF Working Paper*, No: 98/68, Mayıs.
- Grimes, A. (1991), "The Effects of Inflation on Growth: Some International Evidence", *Weltwirtschaftliches Archiv*, 127, 631-44.
- Kalkan, M.(1999), "Uzun Dönemde Enflasyonun Büyüme Maliyeti", Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Bitirme Tezi
- Kunter, K. ve Ulaşan, B. (1999) "Dünyada İş çevrimleri ve Türkiye:1963-1998" TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü yayımlanmamış çalışma.
- Levine, R. ve S. J. Zervos (1993), "What We Have Learned About Policy and Growth from Cross-Country Regressions", *American Economic Review (AER), Papers and Proceedings*, 83, 426-430

- Mundell, R.(1963), "Inflation and Real Interest", *Journal of Political Economy*, 71, Şubat, 280-283
- Pyndick, R. and A. Solimano (1993), "Economic Instability and Aggregate Investment", *NBER Macroeconomics Annual*, 259-303.
- Yalçın C. (1999), "Price-Cost Margins in the Turkish Manufacturing Industry", TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü yayımlanmamış çalışma.



## **TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ GELİŞMELER; 2000 YILINA İLİŞKİN EKONOMİ POLİTİKALARI VE BUNLARIN MALİ PİYASALAR ÜZERİNE ETKİLERİ**

Selçuk DEMİRALP\*

### **Özet**

Türkiye 2000 yılına, temel amacı enflasyonu düşürmeye yönelik iddialı bir ekonomik programla girmektedir. IMF ile imzalanan stand-by anlaşmasıyla desteklenen program, kamu açığının azaltılması, yapısal reformların tamamlanması, özelleştirme, yeni para ve döviz kuru politikalarını içermektedir.

1980'li yılların başından itibaren yeni küresel ekonomik düzene uyumlu politikalar uygulayan Türkiye, kendi dinamizmi ve ekonomik gelişme düzeyiyle başarılı bir geçiş süreci tamamlamıştır. Türkiye, 1994 yılı hariç ciddi şoklara maruz kalmazken, geçtiğimiz iki yıl içerisinde bütün dünyayı etkileyen mali krizden kaçınılmaz olarak olumsuz yönde etkilenmiştir. Özellikle 1998 yılının ikinci yarısından bu yana uluslararası piyasalarda ki belirsizlik ve Rusya'nın moratoryum ilan ederek Ruble'yi devalüe etmesinin ortaya çıkardığı ortam Türkiye ekonomisi üzerinde belli bir baskı yaratmıştır. Ayrıca, reel faizlerin yüksek düzeyde seyretmesi, enflasyonla mücadele programı çerçevesinde uygulanan sıkı para politikası ve ekonomik birimlerin harcanabilir gelirindeki azalma ekonomik faaliyetlerin daralmasına neden olmuştur. Hal böyle iken, 17 Ağustos ve 12 Kasım tarihlerinde meydana gelen elim depremler küresel kriz ve ekonominin iç dinamiklerinden kaynaklanan daralmanın etkisinden sıyrılarak canlanmaya çalışan ülke ekonomisi açısından olumsuz sonuçlar doğurmuştur.

Türkiye'nin küresel krizi izleyen dönemde karşı karşıya kaldığı talep daralması nedeniyle Hükümet, 1999 yılı Temmuz ayında bir dizi önlem almıştır. Söz konusu önlemler, öncelikle ihracat kesimine yeni finansman olanaklarının, özellikle Eximbank kanalıyla yeni kaynakların sağlanmasını içermiştir.

\* T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarı,

Tel: (0312) 212 80 56 (4 hat) Fax: (0312) 212 87 64 E-Posta: selcuk.demiralp@hazine.gov.tr

Ekonomik durgunluk ve likidite sıkıntısı nedeniyle darboğaza girmiş olan firmalara, Temmuz 1999 önlem paketi ile pek çok ödeme kolaylığı getirilmiştir. Küçük ve Orta Boy işletmelerin (KOBİ) desteklenmesine yönelik olarak Türkiye Halk Bankası'nca sağlanan dış kaynaklı krediler ile de ihracat ve istihdamdaki düşüşün engellenmesi amaçlanmıştır.

Bu önlemlerin uygulamaya konulup, ekonomik canlanmaya katkısının beklendiği bir dönemde Türkiye 17 Ağustos felaketini yaşamıştır. Sanayimizin candamarı olan Marmara bölgesinin depremde etkilenmesi sonucunda, 1999 yılı üçüncü çeyreğinde GSMH yüzde 6,6 oranında daralmıştır.

Tüm bu olumsuzluklara rağmen, makroekonomik dengesizlikleri ortadan kaldırmak ve ekonomideki fiyat istikrarını sağlamak üzere 1998 yılının Haziran ayında yürürlüğe konulan ekonomik program, geride bıraktığımız dönemde ödün verilmeksizin uygulanmaya çalışılmış, program hedeflerinin önemli bir bölümüne ulaşılmıştır.

Bugün Türkiye ekonomisinin karşı karşıya olduğu en büyük problemlerin, kronik enflasyon olduğu hususunda bir görüş birliği mevcuttur. Kamu giderlerini kısmakta arzulanan başarıya ulaşılamamasının yanında devletin iç borçlanmada ödediği yüksek reel faiz kamu açıklarını artırmıştır. Yüksek düzeyde seyreden kamu açıklarının iç borçlanma ile finanse edilmesi, özel sektöre aktarılacak kaynakların azalmasına ve reel faiz oranlarının artmasına neden olmuştur. Artan faiz oranları özel sektör yatırımlarını olumsuz yönde etkilemiş ve ekonominin büyüme potansiyelinin altında bir performans göstermesine neden olmuştur. Kamu açıklarının borçlanma yöntemiyle sürdürülebilir olmadığı açıktır. Bu nedenle ekonomik istikrarı sağlamaya yönelik yeni bir çaba başlatılmıştır.

Bu bağlamda yürürlüğe konulan, Uluslararası Para Fonu destekli ve üç yıllık bir dönemi kapsayacak olan makroekonomik istikrar programı kamu açıklarının azaltılmasını, enflasyon ve faiz oranlarının düşürülmesini ve özel sektöre kullanılan kredilerin artmasını sağlayacak; dış dünyada gözlenen canlanma sonucunda dış talebin de artması ile ekonomik büyüme hızlanacaktır. Programın ödün verilmeden uygulanması ve sağlanacak kredibilite ile birlikte, 2000 yılından itibaren dış kaynak girişinin artması ve kurda temin edilen istikrarla birlikte ekonomik faaliyetlerde canlanma tesis edilecektir.

Türkiye 2000 yılına iddialı bir ekonomik programla girmiştir. Temel amacı enflasyonu kalıcı bir biçimde düşürmeye yönelik bu program, bildiği gibi IMF ile imzalanan stand-by anlaşmasıyla da desteklenmektedir. Söz konusu program çerçevesinde oluşturulan ve kamuoyuna duyuru- lan ekonomi politikaları, kamu açığının azaltılması, başlanmış bulunan



yapısal reformların tamamlanması, uzun yıllardır ülkemizin gündeminde bulunan özelleştirme uygulamalarında önemli bir mesafe katedilmesi, uygun gelir politikalarıyla desteklenmiş ve enflasyon hedefiyle uyumlu döviz kuru politikaları üzerine oturtulmuştur. Bu politikaların kararlı bir şekilde izlenmesiyle enflasyonun önümüzdeki üç yıllık dönem içerisinde tek haneli düzeylere inmesi ve istikrarlı bir büyüme trendinin yakalanması hedeflenmektedir. Bu politikaların önümüzdeki dönemde finansal piyasaları ne şekilde etkileyeceğini değerlendirebilmek için, açıklanan para ve maliye politikaları ile yapısal reformların ana hatlarına göz atmakta yarar vardır.

#### **a) Para ve Kur Politikaları**

Merkez Bankası, 2000 yılı için günlük bazda 1 ABD Doları ve 0,77 Euro'dan oluşan kur sepetinin değerini günlük bazda açıklamış ve bu değerler üzerinden talep edilen kadar döviz satmayı ve/veya kendisine getirilecek tüm döviz satın almayı taahhüt etmiştir. Açıklanan kur artış oranları 2000 yılı için hedeflenen enflasyona paraleldir. Merkez Bankası ayrıca döviz alışlarını/satışlarını sterilize etmeyecektir.

Buna ek olarak Merkez Bankası Net İç Varlıkları ve Net Uluslararası Rezervleri performans kriterleri olarak ilan edilmiştir. Değerleme Hesabı bakiyesinde 1999 yıl sonu düzeyine göre değişiklikler hariç tutulmak üzere Net İç Varlıklar için belirlenen azami değer hedefi -1,2 katrilyon TL'dir. Net İç Varlıklar kalemi genel olarak sabit tutulmaya çalışılmakla birlikte, Parasal Taban büyüklüğünün bir önceki dönem sonu değerinin artışı - eksi yüzde 5'i kadarlık bir bant içerisinde kısa dönemli dalgalanma göstermesine müsaade edilecektir.

Net Uluslararası Rezervler için ise yeni bir tanımlama getirilerek 1999 yıl sonundan başlayarak üçer aylık dönemler itibariyle alt limitler tespit edilmiştir. Buna göre Net Uluslararası Rezervlerin 1999 yıl sonu ve 2000 yılının ilk çeyreği sonunda 12 milyar dolar, 2000 yılının ikinci ve üçüncü çeyreği sonunda 12,75 milyar dolar ve 2000 yılı sonunda da 13,5 milyar dolar düzeyinin altına düşmemesi hedeflenmiştir.

Bu çerçevede kısa süreli dalgalanmalar dışında parasal tabandaki değişiklikler ödemeler dengesi gelişmeleri sonucu oluşacak, iç faiz hadleri tamamen piyasa tarafından belirlenecektir. Yabancı sermaye girişleri, piyasaya TL çıkartılması sonucu faiz oranlarının düşmesine yol açacak, düşen faizler ise sermaye girişlerinin yavaşlamasını sağlayacaktır. Benzer şekilde ülkeden sermaye çıkışı olması durumunda, piyasadaki TL miktarı azalacak ve faizler yükselerek, sermayenin çıkış eğilimini yavaşlatacaktır.

### b) Maliye Politikası

2000 yılında izlenecek maliye politikasının temel hedefi, 1999 yılında GSMH'nın yüzde -2,8'i olan kamu kesimi faiz dışı fazlasının, bu yılda GSMH'nın yüzde 3,7'sine (deprem maliyeti dahil %2,2) yükseltilmesidir. Bu hedefe ulaşılması ilan edilen performans kriterleri aracılığıyla üçer aylık dönemler itibariyle izlenecektir. Bu çerçevede özelleştirme gelirleri hariç kamu kesimi faiz dışı fazlası ve temel açığı ile özelleştirme gelirleri dahil kamu kesimi faiz dışı fazlası performans kriterleri olarak belirlenmiştir.

Yukarıda sözü edilen hedefe ulaşmak yönünde bir takım tedbirler halihazırda alınmıştır ve önümüzdeki dönemde de alınmaya devam edilecektir. Bunlar arasında ülkemizin yaşadığı deprem felaketlerinin yaralarının sarılmasının kamu finansmanı üzerindeki yükünü aşariye indirmek için 26 Kasım 1999 tarihinde çıkarılan Ek Vergi Yasası, KDV oranının yüzde 2 artırılması gibi gelir artırıcı tedbirlerin yanı sıra gider azaltıcı bir takım önlemler de sayılabilir. Söz konusu politikalar ayrıca oldukça iddali bir özelleştirme programını da içermektedir.

### c) Yapısal Reformlar

Son dönemde Türkiye'nin uzun yıllardır uygulamaya çalıştığı, ancak hayata geçirmekte başarıya ulaşamadığı pek çok yapısal reform gerçekleştirilmiştir. Bunlardan başlıcaları sosyal güvenlik ve vergi alanlarındaki düzenlemeler, Bankalar Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve Türkiye Akreditasyon Konseyi Kuruluş Kanunu'nun çıkarılması ile uluslararası tahkimle ilgili yasal düzenlemedir. Önümüzdeki dönemde de reform niteliğindeki düzenlemelere devam edilecektir. Öncelikli olarak ele alınacak reformlar tarım politikalarına, sosyal güvenlik reformunun tamamlayıcısı niteliğindeki emekliliğe ilişkin düzenlemeler, mali yönetim ve şeffaflık, vergi politikaları ve idaresi, özelleştirme ile bankacılık sisteminin güçlendirilmesine ilişkin olanlardır.

### İlan Edilen Politikaların Mali Piyasalara Etkileri

Kurların günlük bazda ilan edilmesi ve kur artışının da hedeflenen enflasyona paralel olarak tespit edilmesi sonucu önümüzdeki dönemde TL reel değerini koruyacaktır. Bu döviz kuru politikasıyla, döviz piyasalarındaki belirsizlik giderilmiş, izlenecek politika ekonomik ajanların kararları açısından oldukça şeffaf hale getirilmiştir. Böylece dövizin, özellikle de yastık altında tutulan dövizin bir yatırım aracı olmaktan çıkması beklenmektedir. Artık yatırımcıların, özellikle de küçük yatırımcıların tasarruflarını

para piyasalarında değil, finansal piyasalarda değerlendirme yolunu seçeceklerini beklemek yanlış olmayacaktır. Finansal piyasalara girecek bu kaynak piyasaların derinleşmesi açısından önem arz etmektedir.

Öte yandan, Merkez Bankası aynı zamanda döviz satışları ile piyasaya çıkacak likiditeyi sterilize etmeyeceğini de açıklamıştır. Bir başka deyişle, Merkez Bankası piyasadaki TL miktarına müdahale etmeyecek, faiz oranlarının oluşumu bütünüyle piyasa dengelerine bırakılacaktır.

Açıklanan maliye politikalarının disiplinli bir şekilde izlenmesi ve ekonomiye dış kaynak girişi ile kamu kesiminin mali piyasalar üzerindeki yükü de azalacaktır. Bu sayede faizlerde halihazırda başlamış bulunan düşme eğilimi önümüzdeki dönemde de devam edecektir. Hazine'nin iç piyasadan borçlanma açısından rahatlaması ile borç yönetiminin daha etkin bir hale getirilme imkanı da doğacaktır. Enflasyonun düşmekte olduğu bir dönemde aşırı yüksek ex-post reel faizler oluşmasına yol açılmasının önüne geçmek açısından, ihalelerde değişken getirili kağıtların ihraçıyla faiz ödemelerinde yığılma yaratmayacak bir borçlanma politikası izlenecektir. Tüm bunların sonucunda hem borçlanma vadelelerinin hem de iç borç stokunun vade yapısının zaman içinde uzaması beklenmektedir. Ayrıca borç geri ödemelerinin dönemler itibariyle daha dengeli bir dağılımının sağlanması önümüzdeki yıllarda, borç yönetimi, mali piyasalardaki dengeler ve faiz davranışları açılarından da olumlu sonuçlar doğuracaktır.

Hem azalan borçlanma ihtiyacı hem de düşen faizlerle, kamu kağıtlarının bir yatırım aracı olarak cazibesinin azalması ile bankacılık kesiminin asli faaliyetlerine daha fazla ağırlık vermelerini ve özel kesim ile tüketicileri finanse etmelerini beklemek yanlış olmayacaktır. Kısa bir süre içerisinde devreye sokulacak "primary dealer" uygulaması ile ikinci el piyasanın daha da gelişmesi ve aktif bir yatırım piyasası haline gelmesi beklenmektedir.

1999 yılının son döneminde faiz oranlarında görülen düşüş eğilimini geride bıraktığımız dönemde gerçekleştirilen yapısal reformlara ve ilan edilen enflasyonla mücadele programına olan inancın bir göstergesi olarak yorumlamak gerekir. Bu inancın bir başka göstergesi de uluslararası derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunun durağandan olumluya çevirmeleridir. Önümüzdeki dönem içerisinde ilan edilen politikaların kararlılıkla uygulanması ve olumlu sonuçlarının alınmaya başlamasıyla kredi değerliliği notumuzun daha da yükselmesini beklemek yanlış olmayacaktır.

1999 yılı içerisinde çıkarılan bankacılık kanunu, sermaye piyasası kanunu, uluslararası tahkimin kabulü ve benzeri diğer yapısal reformlar ne-

ticesinde yabancı yatırımcıların ÷lkemize bakışlarında olumlu yönde önemli bir gelişme gör÷lmektedir. Söz konusu reformlar sonucunda ÷lke-miz mali piyasaları uluslararası standartlara ulaşmıştır. Bu reformların yanı sıra ekonomimizde istikrarın artması, ÷lke riskinin düşmesi ile önümüzdeki dönemde spekülative kazançlar peşindeki kısa vadeli sermaye girişlerinden çok, daha uzun vadeli yabancı yatırımlar ÷lkemize çekilebilecektir.

Kısaca özetlemek gerekirse, son yıllarda gözlemlemekte olduğumuz ekonomideki ağırlığı gittikçe artmış bulunan para piyasaları, şeffaflaşan ekonomi politikaları, artan istikrar, belirsizliklerin asgariye inmesi ve düşen faizler nedeniyle yerini finans piyasalarına bırakacaktır. Bu çerçevede kamu kağıtlarında ikinci el piyasası ile sermaye piyasasının hızlı bir gelişme göstermesini, bankacılık sektörünün özel kesimin finansmanında daha etkin hale gelmesini ve finans piyasalarımızın derinleşmesini beklemekteyiz.

## SERMAYE PİYASASI KANUNU'NA GETİRİLEN YENİLİKLER

Muhsin MENGÜTÜRK\*

### Özet

Türkiye sermaye piyasasının gelişmiş ülkeler sermaye piyasaları arasında yer almasını sağlayacak düzenlemeler Sermaye Piyasası Kanunu'nda değişiklik yapan 4487 sayılı kanun ile yapılmıştır. Yeni kanun, halka açıklık ölçütünün değiştirilmesi, azınlık hakları, kaydi sisteme geçiş, vadeli işlemler borsası, aracı kuruluşlar birliği, yatırımcı koruma v.d. konulara ilişkin yeni düzenlemeleri içermektedir.

### I. Giriş

Türkiye sermaye piyasasında hukuksal alt yapının oluşturulması, temel kurumlar ve araçların uygulamaya geçirilmesi 1981 yılında yürürlüğe giren 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile sağlanmıştır. Dünya finansal piyasalarındaki gelişme ve değişim hızı, globalleşme eğilimi ve buna bağlı olarak piyasaların bilgisayar teknolojisine dayalı entegrasyonu, Türk sermaye piyasasını da hızlı bir değişim sürecine sokmuştur. Hızla büyüyen piyasanın ihtiyaçları doğrultusunda, 1992 yılında 3794 sayılı Kanun ile köklü bir değişikliğe uğrayan Sermaye Piyasası Kanunu'nda, ülkemizdeki ekonomik koşullara ve özellikle 1994 yılındaki krize bağlı olarak piyasada meydana gelen olumsuz olayların tekrarlanmasını önleyecek düzenlemelere duyulan ihtiyaçlara cevap verebilmek amacıyla, 4113 sayılı yetki kanununa dayanılarak 1995 yılında 558 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile bir dizi önemli değişiklik yapılmıştır. Söz konusu KHK'nin, yetki kanununun iptaline bağlı olarak Anayasa Mahkemesi'nce iptali ile ortaya çıkan boşluğu doldurmak, diğer taraftan gelişen piyasanın ihtiyaçlarına cevap vermek amacıyla yasal düzenleme yapılması gereği belirgin biçimde ortaya çıkmıştır.

TBMM'de 15.12.1999 tarihinde kabul edilen ve Sermaye Piyasası Kanunu'nda değişiklik yapan 4487 sayılı Kanun, ülkemiz sermaye piyasası-

---

\* Prof. Dr. Muhsin Mengütürk, Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı.  
Tel: (90 312) 212 64 92 Fax: (90 312) 213 81 90

nı kısa sürede gelişmiş ülkeler sermaye piyasaları düzeyine çıkartacak yeni oluşumlara imkan vermesi bakımından Türk ekonomi tarihine geçecek önemli bir gelişme olup, getirdiği yenilikler itibariyle Türk sermaye piyasasında önemli bir kilometre taşını oluşturmaktadır.

## II. Halka Açıklık Ölçütü Değiştirilmiştir

1981 yılında yürürlüğe giren 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca ortak sayısı 100'ü aşan ortaklıklar hisse senetlerini halka arzetmiş sayılmaktaydı. Ancak geçen 18 yılda Türk sermaye piyasasının geçirdiği evrim anılan ölçüte esas alınan ortak sayısının artırılmasını gerekli kılmıştır. Bu kapsamda halka açıklık ölçütüne esas alınan 100 ortak sayısı 250'ye çıkarılmıştır.

Öte yandan Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi olmakla beraber menkul kıymet borsalarında alım satımı yapılmayan bazı şirketlerin menkul kıymetlerinin doğrudan veya dolaylı biçimde satılmasını önlemeye ve bunların borsalarda işlem görmesini sağlamaya yönelik olarak Kurulca menkul kıymetlerinin ikinci el piyasasının oluştuğu anlaşılacak ortaklıkların menkul kıymetlerine borsada işlem görme zorunluluğu getirilebileceği hükmüne bağlanmıştır.

## III. Azınlık Haklarına İlişkin Yeni Düzenlemeler

Hisse senedi satın alarak, yatırım yapan bir kişinin temelde parasının kontrolünü şirketin yöneticilerine bıraktığı; Türk Hukuk sistemi uyarınca da şirket yöneticilerinin çoğunluğu elinde bulunduran gruplar tarafından seçildiği hususları dikkate alındığında, halka açık şirketlerde "azınlık hakkı" kavramı ön plana çıkmaktadır. Yönetimin parçası olmayan azınlık ile yönetim arasında çatışmaların yoğunlaşması, özellikle günlük alım satımlardan ziyade, uzun vadede kalıcı ortak olmak isteyen bir azınlık grubun, şirketin durumu hakkında bilgi akışını sağlamak ve kendi çıkarlarını korumak amacıyla, yönetime karşı bazı haklara sahip olmak istemesinden kaynaklanmaktadır.

### 3.1. Azınlığın Kapsamının Genişletilmesi

Halka açık şirketlerde, basına da yansıyan yönetim-azınlık çatışmasının, Türk Ticaret Kanunu'nda Şirket sermayesinin yüzde onuna sahip ortaklara tanınan, yönetim kurulu üyeleri ve denetçiler aleyhinde dava açılmasını talep hakkı, bilanço müzakerelerinin ertelenmesi talebi, özel denetçi atanması İstemi, genel kurulu toplantıya çağırma ve gündeme madde eklenmesini isteme hakkı gibi haklarla bertaraf edilmesini beklemenin ger-

çekici bir yaklaşım olmadığı, azınlık durumundaki yatırımcıların seslerini duyurma çabaları ile açıkça ortaya çıkmıştır. İşte tam bu noktada, modern sermaye piyasası hukukunun temel taşlarından olan düzenlemelere uyumlu, azınlıktaki ortakları koruyucu hükümler içeren bir Sermaye Piyasası Kanunu'nun yasallaşması, yabancı sermaye ve kısa vadeli yatırımlar yerine, yönetimlerine de katılabildikleri Şirket hisselerine yatırıma yönelen kurumsal yatırımcılar açısından oldukça büyük öneme sahiptir ve bunların sermaye piyasalarına çekilmesinde anahtar rolü oynayacak niteliktedir.

Şirketlerin halka açıklık oranı artıkça, hisse senedi sahiplerinin "ortak" sıfatından uzaklaşarak "yatırımcı" niteliğine bürünmeleri nedeniyle, şirket işleri ile ilgilenmemeleri problemi ortaya çıkmakta; bu problem "güç boşluğu" olarak ifade edilen Şirket genel kurullarının işlememesine sebebiyet vermektedir. Yeni Sermaye Piyasası Kanunu, bu sorunun kaldırılabilmesi veya nisbeten hafifletilebilmesi için halka açık şirketler açısından toplandı yeter sayılarını hafifletmiş; şirketler açısından yapılan bu düzenleme ile ortakların haklarını herhangi bir şekilde zarara uğratılmasının önüne geçebilmek ve Şirket menfati ile ortakların menfaati arasında bir denge kurabilmek için, TTK sisteminde öngörülen azınlık haklarının kullanılabilmesi için gerekli olan "sermayenin yüzde 10"u oranının da azaltılması şeklinde ortaklar lehine bir düzenlemeyi de beraberinde getirmiştir. Azınlık hakları açısından yapılan bu düzenleme ile halka açık şirketlerde sermayenin yüzde 5'ine sahip ortaklar tarafından kullanılabilmesi imkanı getirilerek, azınlıkta bulunan yatırımcıların kendilerine verilen bu hakka sahip çıkmaları ile mümkün olacaktır.

### **3.2. Kayıtlı Sermaye Sisteminde Azınlığın Dava Açma Hakkının Genişletilmesi**

Halka açık şirketlerin "güç boşluğu" sorunu, kayıtlı sermaye sisteminin özelliği nedeniyle, farklı bir boyuta taşınmakta ve Şirket yönetim kurulu-na önemli yetkiler verilmesi nedeniyle, yönetim ile azınlıktaki ortaklar arasındaki denge yönetim lehine bozulmakta ve azınlık-yönetim çatışması, azınlığın kazanamayacağı bir savaş görünümüne sahip olmaktadır. Yeni Sermaye Piyasası Kanunu, azınlığın, yönetim kurulu kararları aleyhine yargı yoluna başvurma haklarını kullanma nedenlerini genişleterek bu dengesizliği bertaraf etmiştir. Azınlığın genişletilen dava açma hakkı, Şirket yönetim kurullarının temsilcisi oldukları grupların çıkarlarına hizmet eden, tek yanlı kararlar almalarını engelleyecek, Şirketin ve buna bağlı olarak tüm ortakların menfaatlerine uygun bir yönetim politikası takip etmelerine zemin hazırlayacak nitelikte bir haktır.

### 3.3. Zorunlu Pay Alım Teklifi Düzenlenmesi

Halka açık şirketlerdeki yönetim-azınlık dengesinin sağlanmasında bir diğer önemli nokta da, vekaleten oy toplama ya da pay iktisabı suretiyle şirket ele geçirmelerinde ve şirketlerdeki kontrol değişikliklerinde azınlıkta bulunan ortakların durumudur. Başta İngiltere'deki "City Code on Takeovers and Mergers" düzenlemesi olmak üzere, gelişmiş sermaye piyasasına sahip Avrupa ülkelerinin hukuklarında ve konuyla ilgili Avrupa Birliği direktif tasarısında yer alan kontrol değişikliği halinde azınlıktaki ortakların payları için zorunlu satın alma teklifi yapılmasına ve hâkimiyet oranı belli bir oranın üstüne çıktığında da, azınlığın, paylarının satın alınmasını hâkim gruptan talep etmek hakkına ilişkin hükümlere paralel düzenleme yapma yetkisini içeren bir maddeye yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer verilmesi, özellikle Avrupa Birliği mevzuatıyla uyum çalışmalarında atılmış önemli bir adım olmasının yanısıra, henüz yeterli derinliğe ulaşmamış bir Borsaya sahip olmamız dolayısıyla, Şirketin yeni yönetimden memnun olmayan yatırımcıların ellerindeki hisse senetlerini değerlerinden aşağıya elden çıkarmalarının önüne geçecek ve ortaklıktan ayrılma fırsatı verecektir.

### 3.4. Birikimli Oy Yönetimi Getirilmesi

Halka açık şirketlerdeki yönetim-azınlık dengesinin sağlanması açısından, yukarıda ele alınan sorunları çözüme kavuşturacak nitelikte azınlığı korumaya yönelik açık hükümlerin yanısıra, Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan değişikliklerle Türk Hukuk sistemine getirilen yeni bir oy kullanma yöntemine ilişkin olarak Kurul'a düzenleme yapma yetkisi verilmesinin de azınlık hakları açısından değerlendirilmesi gerekmektedir. Özellikle Amerika Birleşik Devletlerinin eyalet yasalarının bir çoğunda küçük yatırımcıları korumak amacıyla öngörülen bir oy kullanma yöntemi olan "cumulative voting" müessesesine benzer düzenlemeler yapmak hususunda Kurula yetki verilmiştir. Genel kurullarda yönetim ve denetim organlarına yapılan seçimlerde kullanılabilen bu yöntemde, oy sayısı, kontrol edilen hisse sayısı ile doldurulmak istenen yönetim/denetim kurulu üye sayısı çarpılmak suretiyle bulunmakta, bu suretle ulaşılan toplam oy sayısını ortak, ister bir adaya total olarak, isterse belirlediği adaylara bölerek kullanabilmektedir. Başka bir ifadeyle, ortak, seçim yapılan üyeliklerin tamamı için oy kullanmayarak katılmadığı üyelik seçiminde sahip olduğu oy hakkını, katıldığı bir veya birkaç üyeliğin seçiminde toplu olarak kullanabilmektedir. Mevcut hukuk sistemimizde çoğunluğu elinde bulundu-



ran ortakların tüm şirket yöneticilerini seçebilme imkanına sahip olduğu dikkate alınrsa, azınlığın yönetim/denetim kurulunda temsil edilmesini güvence altına alan bir sistem olan birikimli oy yönteminin, azınlık hakları açısından oldukça önemli bir adım olduğu açıktır. Şirket yönetiminde en azından bir temsilcilerinin bulunması ise, Şirket yönetimine hakim grupların keyfi işlemlerine bir subap etkisi yaratacak ve azınlığın daha etkili bir kontrol mekanizması oluşturmasını sağlayacaktır.

Öte yandan, SPKn'nun amacı ve buna bağlı olarak SPKr'na verilen görev ve yetkiler dikkate alındığında, Sermaye Piyasası Kanunu ile sadece azınlık haklarının korunmasının amaçlanmadığı, Kanun'un bütün hükümlerinin temelde azınlığın da içinde bulunduğu tüm yatırımcıları korumaya yönelik olduğu gözardı edilmemesi gereken bir noktadır.

#### **IV. Türkiye Aracı Kuruluşlar Birliği Oluşumu**

Türk sermaye piyasasının ve aracılık faaliyetlerinin gelişmesini, aracı kuruluşların sermaye piyasasının gerektirdiği özen ve disiplin içerisinde çalışmalarını, mesleki etik kurallarının oluşturulmasını ve aracı kuruluşlar arasında haksız rekabetin önlenmesini sağlamak amacıyla Aracı Kuruluşlar Birliği oluşturulması öngörülmüş ve bu çerçevede Bankalar Birliği esas alınarak, 4487 sayılı Kanun ile "Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği" düzenlenmiştir.

Kanundaki düzenlemeye göre, aracılık faaliyetinde bulunmaya yetkili kılınmış kuruluşlar, tüzel kişiliği haiz kamu kurumu niteliğinde bir meslek kuruluşu olan Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği'ne üye olmak zorundadır. Birliğe üye olmayan aracı kuruluşun, faaliyette bulunması mümkün değildir. Üyeler Birlik statüsüne ve Birlikçe alınacak kararlara uymak zorunda olup, Kurul Birliğin gözetim merciidir.

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, sermaye piyasasının ve aracılık faaliyetlerinin gelişmesini sağlamak ve Birlik üyeleriyle ilgili meslek kuralları oluşturulmasını sağlamak ve uygulamak üzere yetki-lerle donatılmıştır.

Birliğin çalışma esasları, üyeliğe kabul ve üyelikten çıkarma, Birliğin gelir ve giderleri Kurul'un önerisi, ilgili Bakanlığın uygun görüşü üzerine Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe konulan statüsünde düzenlenecektir.

Kanunda getirilen düzenleme ile, yurtdışı mevzuatında yer alan bir kurum, Türk mevzuatına da kazandırılmıştır. Böylece, aracılık faaliyeti, bir mesleki faaliyet olarak örgütlenmiş ve Birliğe dahil üyelerin, kendi meslek kurallarını koymaları ve üyelerini denetlemeleri imkanı getirilmiştir.

## V. Kaydi Sisteme Geçiş

Kanuna reform damgasını vuran en önemli yeniliklerden birisi, kuşkusuz kaydi sistemdir. Uzun bir süreçten geçtikten sonra 2000’li yılların eşiğinde Türk hukukunda yasa hükmüyle düzenleme alanı bulan kaydi sistem, sermaye piyasasında olduğu kadar, ticaret hukukunda da çığır açacaktır.

Bilgisayar teknolojisindeki hızlı gelişim, sistemlerin yapısal özelliklerini yeknesaklaştırmakta, birbirleriyle entegrasyonunu kolaylaştırmaktadır. Hukuk düzenleri de bu olguya kayıtsız kalamamakta, bilgisayar teknolojisine dayalı sisteme özgü düzenlemeler yapılmakta ve farklı yapıya sahip hukuk düzenlerinde ortak çözümlere ulaşılmaktadır.

Sistemler arasında milli sınırları tanımaksızın bütünleşmeyi hızlandıran bu süreç, sermaye piyasalarına, özellikle borsaların, takas ve saklama kurumlarının birleşmesi, sınır ötesi halka arzların artması şeklinde yansımış; buna bağlı olarak başta AB olmak üzere ekonomik ve siyasi birlik oluşturan ülkeler arasında tek tip yasal düzenlemelere doğru gidişi hızlandırmıştır. İşte bu tablo içerisinde, Türk sermaye piyasasıyla yabancı piyasalar arasında köprü görevi görecek ve 2000’li yıllardaki globalleşme sürecinin temel taşlarından birisini oluşturacak kurumlar arasında kaydi sistem özel bir konuma sahiptir.

Fiziki olarak senet ihracından beklenen fayda, seri halde çıkarılan ve yığın halinde saklanan sermaye piyasası araçlarında geçerliliğini yitirmiştir. Borsada işlem gören hisse senetlerinde ve yatırım fonu katılma belgelerinde işlemler tamamen kaydi bazda yürütülmekte, senetler fiziken el değiştirmemektedir. Yeni yasayla hukuki durum, fiili duruma uyum sağlamıştır.

### 5.1. Avantajları

Kaydi sisteme geçilmesiyle; maliyet unsuru oluşturan senet basımının önüne geçilmesi; fiziki senet varlığından kaynaklanan sahtecilik, kaybolma, yanma vb risklerin önlenmesi olanağı yaratıldığı gibi, kaydi sistem sermaye piyasası hukukundan, vergi mevzuatından, kara parayla mücadele mevzuatından kaynaklanan suçlarla mücadele konusunda önemli bir araç olarak kullanılabilir.

Fiziki dolaşımın ve buna bağlı olarak saklamann ortadan kalkması, yabancı sermaye piyasası araçlarının işlem görebilmesi için depo sertifikaları çıkarılması gibi maliyetli ve karmaşık yöntemlere başvurulmasına gerek bırakmayacağı gibi, yabancı yatırımcılara özgü takas ve saklama sorunlarını da konusuz bırakacaktır. Böylece Türk sermaye piyasası ile yabancı piyasalar arasındaki sermaye hareketini çift yönlü olarak hızlandıracaktır.

Buna karşılık kaydi sistem, tüm mülkiyet haklarının herkese açık olduğu bir sistem olarak da algılanmamalıdır. Bu sistemde de, hamilinelik kendi kuralları içerisinde korunmakta; hakları tutmakla görevli olan merkez, yatırımcının isteğine bağlı olarak, gerçek hak sahiplerini bilmeyebilmekte, gerçek hak sahipliği yetkili aracı kuruluşların kayıtlarında kalabilmektedir. Böylece sistem içerisinde denge kurularak, amaca uygun bir şeffaflık sağlanmaktadır.

Takas merkezine fiziki teslim ve çekişlerin ortadan kalkması, takas işlemlerine etkinlik ve hız kazandıracaktır. Bu sayede, yabancı yatırımcıların işlemlerinde zaman zaman rastlanan takas sorunları da aşılabilecektir.

Kanunla öngörülen sistemde kurulması öngörülen özel hukuk tüzel kişiliğini haiz Merkezi Kayıt Kuruluşu'nun tedrici tasfiyeyi yürütmesi de düzenlendiğinden, gerek kayıtların tutulması gerekse aracı kurumların tasfiyesi bir bütün içerisinde ele alındığından, yatırımcıların korunmasında, tasfiye sürecinde de etkinlik sağlanması beklenmektedir.

Her şeyden önce, kaydi sisteme geçiş, çeşitli ülkelerin borsalarının, takas ve saklama kurumlarının bilgisayar ağıyla birbirlerine bağlanarak, ortak işlem yapılması sürecine katılma bakımından Türk sermaye piyasasına üstünlük kazandıracaktır.

Kaydi sistemin, kendisinden beklenen büyük faydalarına karşılık, radikal bir reform olduğu da gözetilerek kademeli geçiş aşamaları öngörülmüş, böylece sosyolojik faktörler de dikkate alınarak, toplumun kaydi sistemi tam anlamıyla özümsemesine olanak tanınmıştır.

## **VI. Kar Payı Avansı Dağıtım Olanğı**

Gelişmiş piyasalarda örnekleri görülen çok yararlı düzenlemeleri içeren 4487 sayılı Kanunla değişik yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nun kar payı ve bedelsiz payların dağıtım esaslarına ilişkin hükümleri kapsayan 15. inci maddesi ile çok önemli bir ek yapılmıştır.

Getirilen düzenlemeye göre, halka açık anonim ortaklıklar, sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak düzenlenmiş ve bağımsız denetimden geçmiş üçer aylık ara mali tablolarında yer alan karlarından, yasada öngörülen sınırlar içerisinde kalmak koşuluyla, kar payı avansı dağıtabileceklerdir. En yalın ifadesi ile, Türk Ticaret Kanunu uyarınca önceden yılda yalnızca sene sonu bilançolarında oluşan kara göre bir kez kar payı dağıtabilen halka açık anonim ortaklıkların, bu düzenleme ile üç aylık mali tablolarında oluşan kara bağlı olarak yılda dört kez kar payı dağıtımaları mümkün olabilecektir.

TTK'ye göre anonim ortaklıklar, ancak "işyılı" sonunda düzenlenen bilanço'ya göre ve herhalde genel kurulun bilanço, kar ve zarar hesabının kabulüne ve karın dağıtımına ilişkin kararına dayanarak kar dağıtabilmektedirler. Bunun dışında ortaklara yapılan her ödeme ve bu arada kar payı avansı verilmesi sermayenin ortaklara iadesi anlamını taşır ve TTK'nin emedici hükümleri ile men edilmiştir. Ülkemizde genel olarak işyılı'nın 12 ay olarak benimsenmiş olması karşısında, tasarruflarını halka açık anonim ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış olan kimseler yılda yalnızca bir kere kar payı alabilecekken, diğer menkul kıymetlere yatırım yapanlar veya banka mevduat sahipleri yılda birçok kere faiz ve sair gelirler elde edebilmektedirler. Yeni getirilen bu düzenleme ile tasarruflarını halka açık anonim ortaklıkların hisse senetlerine yatıran kişiler de, bu yatırımlarında yılda birden çok gelir elde edebileceklerdir.

Bu yenilik halka açık anonim ortaklıkların ihtiyarına bırakılmış olup, ortaklık ana sözleşmesinde hüküm bulunması ve genel kurul kararıyla ilgili yılla sınırlı olmak üzere yönetim kuruluna yetki verilmesi halinde yararlanılabilecektir.

Kar payı avansı dağıtımının sağlıklı bir şekilde yapılabilmesi için yasa, halka açık anonim ortaklıkların üçer ay itibarıyla bağımsız denetim görme şartı getirilirken; bu ortaklıkların yönetim kurulu üyeleri ve temsilcisi oldukları tüzel kişiler, ortaklık denetçileri, bağımsız denetim yapanlar ve bunların bağlı oldukları gerçek ve tüzel kişiler de, ara dönem bilanço ve gelir tablolarının gerçeği aksettirmemesinden müteselsil sorumlu kılınmışlar.

Başta Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere olmak üzere, sermaye piyasaları gelişmiş olan ve hisse senetlerine yatırımı teşvik eden ülkelerde kar payı avansı uygulaması uzun süredir mevcut olup, bu uygulamanın hukukumuzda getirilmesi de yerinde ve gereklidir.

## VII. Vadeli İşlemler Borsasının Kurulması

Dünya sermaye piyasalarında, itici gücünü bilgisayar ve iletişim teknolojilerinin oluşturduğu önemli gelişmeler neticesinde, geleneksel borsalar kendileriyle işlevsel olarak eşdeğerde ve internet üzerinden faaliyet gösteren alternatif alım satım sistemlerinin rekabeti ile karşılaşmakta, bu rekabet borsaları birleşme ve stratejik işbirliklerine gitmeye zorlamakta ve mevcut statülerini gözden geçirerek kar amaçlı bir yapıyı benimsemeye yöneltmektedir.

Benzer gelişmeler Avrupa'da da görülmekte ve Euro'nun kullanılmaya başlanmasının da yarattığı etki ile yoğun bir entegrasyon süreci yaşan-

maktadır. Londra-Frankfurt-Paris sermaye piyasaları ve özellikle vadeli işlem borsaları arasındaki rekabette, Frankfurt'ta bulunan EUREX vadeli işlem borsası, doğru seçilen ve uygulanan stratejilerle Londra ve Paris vadeli işlem borsaları karşısında üstünlüğü ele geçirmiştir. İsviçre'nin SOF-FEX ve Finlandiya'nın HEX borsaları ile entegrasyona giden EUREX, ABD'nin en eski ve en büyük borsası CBOT ile de ittifak anlaşması imzalamış bulunmaktadır.

Günümüzde vadeli işlem borsalarında elektronik ve uzaktan erişimli platformlar bir standart haline gelmiştir. Elektronik ortam, maliyet avantajının yanında, zaman ve mekan unsurlarının sınırlayıcı etkilerini ortadan kaldırarak hız ve coğrafi yayılmayı da sağlamaktadır. Nitekim EUREX'in büyümesi artık Almanya dışından kaynaklanmaktadır.

Ülkemizde makro ekonomik dengelerin sağlanmaya başlanması, G-20 organizasyonu içerisinde yer alınması ve Avrupa Birliği'ne aday ülke olarak tam üyelik sürecinin başlaması Türk ekonomisinde önemli etkiler meydana getirecek gelişmelerdir. Bu çerçevede, kamunun ekonomiye ve temel girdilerin fiyatlarına müdahalesi azalacak, fiyat riskini yönetmenin önemi artacaktır.

Dünyanın ve ülkemizin içinde bulunduğu bu ortamda Yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nun vadeli işlemler borsası kurulmasına imkan vermesi, Türkiye'de vadeli işlemler borsasının oluşturulması ve dünya borsaları ile rekabet edebilir hale gelmesi bakımından önemli bulunmaktadır.

Bilindiği üzere, İzmir'de bir vadeli işlemler borsası kurulması için uzun süredir çalışmalar yapılmaktadır. Çalışmalarını son birkaç yıldır CBOT ve EUREX ile yürüten bu girişim, halen dünyanın en büyük vadeli işlemler borsası EUREX ve ABD'nin en büyük vadeli işlemler borsası CBOT'nin oluşturduğu ortak platforma resmen davet edilmiş bulunmaktadır. Hong Kong'un da ittifaka dahil olması ile 24 saat faaliyet gösterecek olan bu oluşumda Türkiye, tamamen elektronik ortamda dünyanın en önemli finans merkezleri ile entegrasyona gideceği gibi, içinde bulunduğu hinterlandda konumunu güçlendirecek ve bir çekim alanı oluşturacaktır. Türkiye'nin, dünyanın en gelişmiş ekonomilerinin oluşturduğu bu platformda kuruluş aşamasında yer alması, karar ve uygulama süreçlerine katılarak vadeli işlem piyasalarının gelecekteki yapısının belirlenmesinde önemli bir konuma gelmesini sağlayacaktır.

Sermaye piyasasında meslekî eğitim yapmaya ve meslekî yeterliliği gösterir sertifika vermeye yetkili olmak üzere anonim ortaklık veya vakıf niteliğini haiz merkezlerin oluşturulma esaslarını düzenleme konusunda Sermaye Piyasası Kurulu'na yetki verilmiştir.

### **VIII. Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu Oluşturulmuştur**

Kanun'a eklenen bir madde ile Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu'nun oluşumuna ilişkin yasal düzenleme getirilmiştir.

### **IX. Aynı Sermaye Koyabilme İmkânı**

Kayıtlı sermaye sisteminde bulunmaları yasal zorunluluk olan gayrimenkul yatırım ortaklıklarına, faaliyet konuları gözönüne alınarak, aynı sermaye koyabilmeleri yönünde istisna tanınmıştır.

### **X. Yatırımcıları Korumaya ve Zararlarını Karşılamaya Yönelik Düzenleme**

Faaliyetleri durdurulan aracı kurumların müşterilerine belirli limitler içerisinde koruma sağlayarak, piyasada güven unsurunu temin etmek için Avrupa Birliği direktifine ve gelişmiş piyasalara sahip ülkelerdeki örneklerine uygun olarak Yatırımcıları Koruma Fonu kurulmuştur. Fonla bağlantılı olarak aracı kurumlar ve diğer sermaye piyasası kurumlarının hızlı biçimde tasfiye edilerek, yatırımcıların haklarına kavuşabilmelerini sağlamak için özel bir tasfiye yöntemi olan tedrici tasfiye düzenlenmiştir.

Ayrıca Taslağın geçici maddesi ile, halen iflas davası ve tasfiyeleri süren aracı kurum yatırımcılarının zararlarının da ödenmesi amacıyla geçici bir fon oluşturulmuştur.

Ortaklıkların hukuka aykırı işlemlerine karşı yatırımcıları koruma amacıyla Kurul'un dava açma esasları yeniden belirlenmiş ve Kanun'un suç saydığı bazı fiillere iştirak eden kişilere, borsada işlem yasağı getirilmesinin sağlanması da değişiklik ile getirilen önemli yenilikler arasındadır.

Sermaye piyasası kurumlarının tedrici tasfiyeye girmesinde ve iflasında sorumluluğu bulunan ortak ve yetkililerinin şahsi iflaslarının istenebilmesine ve Kanun'da öngörülen hallerde yargılama sonuçlanıncaya kadar, sermaye piyasası kurumlarının ilgililerinin imza yetkilerinin sınırlandırılması ve kaldırılmasına ilişkin hükümler getirilmektedir.

### **XI. Ceza Hükümlerinin Yeniden Düzenlenmesi**

Suç oluşturan fiillerin kapsamı, amaca uygun biçimde genişletilmiş ve bazı fiiller yeniden tanımlanmıştır. Para ve hapis cezaları güncelleştirilerek, caydırıcılığı sağlayacak seviyelerde belirlenmiştir. Öte yandan bazı hafif ihlalleri suç kapsamından çıkarmak ve yargının yükünü hafifletmek için Kurul tarafından verilecek ve Yatırımcıları Koruma Fonu'na gelir kaydolunacak idari para cezaları düzenlenmiştir.

## 2000 YILI VE ÖTESİNDE İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI ÜZERİNE DÜŞÜNCELER

Osman BİRSEN\*

### Özet

2000 yılına onbeşinci yılını kutlayarak giren İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kaydettiği hızlı gelişim ile bir dünya borsası olma yolunda emin adımlarla ilerlemektedir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), kuruluşunun onbeşinci yılını kutladığı 2000 yılında, emsalsiz bir gelişim sürecini geride bırakmıştır. Cağaloğlu'nda küçük bir binada başladığı faaliyetlerini bugün son derece modern bir binada sürdüren İMKB, güçlü hukuki ve teknik alt yapısıyla da dünyanın önde gelen borsalarıyla rekabet etmektedir. Ben bu yazıda, önce kısaca İMKB'nin gelişim sürecini ele almak, ancak ağırlıklı olarak İMKB'nin gelecekteki yerinden bahsetmek istiyorum.

İMKB'nin gelişim sürecine bakıldığında, son derece hızlı bir ilerlemenin söz konusu olduğu görülür; öyle ki, bugünkü rakamsal büyüklüklerle İMKB'nin faaliyete geçtiği 1986 yılı rakamları arasında dağlar olduğunu söyleyebiliriz. Örneğin 1989 yılında 3 milyon Dolar seviyesinde olan İMKB Hisse Senetleri Piyasası günlük ortalama işlem hacmi, hızlı bir artış trendi izleyerek 1995 yılında 209 milyon Dolara, geçtiğimiz yıl da 356 milyon Dolara ulaşmıştır. İşlem hacmi, özellikle ekonomik ve siyasi alanlardaki olumlu gelişmeler paralelinde, yılın son aylarında üst üste rekorlar kırmış, bu yılın başında günlük işlem hacmi rekoru 2.3 milyar ABD Doları seviyesine ulaşmıştır. Dünya borsalarının 1999 yılı sonu itibariyle işlem hacmi bakımından sıralamasında İMKB, Kopenhag, Lizbon, Varşova gibi borsaları geride bırakarak 26. sırada yer almıştır. 1986 yılında 80 şirketin işlem gördüğü Hisse Senetleri Piyasamız, yılda ortalama 25 yeni şirketin katılımıyla, 1999 sonu

---

\* Osman Birsen, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Başkanı.

Tel: (90 212) 298 23 15 Fax: (90 212) 298 22 00 E-Posta: ozelkalem@imkb.gov.tr

itibariyle toplam 285 şirketin işlem gördüğü bir piyasa haline gelmiş, bu paralelde, toplam piyasa değeri 114 milyar Dolara ulaşmıştır. Piyasa değeri açısından, İMKB dünya borsaları arasında 30. sıraya yerleşmiştir. Bu veriler, İMKB'nin dünya sıralamasında ortalarda yeraldığını göstermektedir. Ancak bu karşılaştırmaları yaparken unutulmaması gereken en önemli nokta, İMKB'nin ve sermaye piyasası kültürünün ülkemizde görece yeni olduğu, İMKB'nin onbeş yıllık geçmişine karşılık, özellikle ABD ve Avrupa borsalarının tarihlerinin yüzyıl, hatta daha da geriye gittiğidir.

### **I. Yurtdışı İlişkiler**

Günümüzde, liberalleşme, globalleşme ve son derece ileri teknolojilerin kullanılması olguları, dünyanın bir yüzyıl öncesine göre çok hızlı değişmesine neden olmaktadır. İnternet gibi şebekelerle sağlanan kolay erişim sayesinde dünyanın küçülmesi, zorlu rekabet şartlarını da beraberinde getirmiş, kaçınılmaz olarak borsalar da bundan nasibini almıştır. Bugün dünya borsaları birleşmek, böylece büyümek ve daha rahat şartlarda rekabet edebilmek için çalışmalarını sürdürmektedir. Bunun sonucu olarak, çeşitli coğrafyaların borsaları bir araya gelerek güçbirliği yapmakta, ortak işlem sistemlerine geçmektedir. İMKB yurtdışı ilişkilerini dünyadaki trendleri dikkate alarak yürütmektedir. 19 ülkeden 22 borsayı bir araya getiren Avrasya Borsalar Federasyonu (FEAS) Başkanı ve 8 Doğu Avrupa ülkesinin borsalarından oluşan Güneydoğu Avrupa İşbirliği Girişimi'nin (SECI) proje lideri olarak, İMKB'nin bu borsaların gelişimine katkıda bulunması ve dolayısıyla, hiç şüphesiz parlak bir geleceğin beklediği bölgede daha fazla söz sahibi olması yönünde çalışmalarımız devam etmektedir. Özellikle Avrasya bölgesindeki çalışmalarımız OECD şemsiyesi altında ve proje finansmanı, sermaye piyasaları gelişimi ve KOBİ'lerin geliştirilmesi konularında oluşturulan üç komite nezdinde yürütülmektedir. Bu komitelerin çalışmaları sonucunda hazırlayacağı raporlar, katılımcı ülkelerin karar verici organlarına iletilecektir.

### **II. Kurumsal İlerleme: Uzaktan Erişim Projesi**

İMKB'nin bir süredir devam eden uzaktan erişim projesinin bu yıl tamamlanması hedeflenmektedir. Uzaktan erişim sistemi, İMKB işlem sistemlerine mutlaka İMKB binasından değil, üyelerimizin merkez veya diğer ofislerinden erişilmesini sağlayacak; en önemlisi de, işlem sistemi-



nin daha verimli kullanılmasını temin edecek bir sistemdir. Daha büyük hacimli bir piyasa olması nedeniyle önce Tahvil ve Bono Piyasası'nda devreye sokulması öngörülen sistemin yazılımla ilgili hazırlıkları sona ermiş olup, iletişim altyapısının Türk Telekom tarafından tamamlanmasını takiben Tahvil ve Bono Piyasamız tümü itibariyle uzaktan erişim ağında çalışmaya başlayacaktır. Başlangıç olarak, iki aracı kurumun uzaktan erişimi sağlanmış bulunmaktadır. Bunun önümüzdeki günlerde hızla artması için çabalarımız sürmektedir. Öte yandan, iletişim altyapısının tamamlanması, Hisse Senetleri Piyasamızın uzaktan erişime geçmesi için de altyapıyı sağlayacaktır. Uzaktan erişim ağı, Piyasaya erişimi kolaylaştırmak suretiyle, Hisse Senetleri Piyasamızın büyüüp yaygınlaşmasını temin edecektir.

### III. Geleceğin Borsası: İMKB'nin Potansiyeli

İMKB'nin esas gücü, ne bugüne kadar göstermiş olduğu hızlı gelişimden, ne de mevcut durumundan kaynaklanmaktadır. İMKB asıl gücünü, Türk ekonomisinin dinamik karakterinden ve sermaye piyasasının henüz kullanılmayan çok büyük potansiyelinden almaktadır. Bu potansiyeli iki ana başlık altında, arz ve talep yönleri olarak ele almak istiyorum.

Parlamento'nun güçlü desteğine sahip hükümetin yapısal reformları kararlılıkla ele alması, Helsinki zirvesinde Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne adaylığının kabul edilmesi, IMF'nin stand-by anlaşmasıyla desteklediği enflasyonla mücadele programı önümüzdeki dönem için son derece olumlu ve umut verici gelişmelerdir. Bu gelişmeler ışığında, arz yönünden bakıldığında, İMKB'de mevcut durumda 286 olan işlem gören şirket sayısının hızlı bir şekilde artması beklenmektedir. Gerçekten de bugün, İstanbul Sanayi Odası'nın (İSO) açıkladığı en büyük 500 sanayi şirketinin ancak 126'sı, yani yaklaşık dörtte biri Borsa'da işlem görmektedir. Kalan şirketlerin gerek büyüklük, gerek karlılık olarak İMKB kotasyon şartlarını rahatlıkla karşılayabileceği söylenebilir. Basit bir simülasyon, bu şirketlerin de İMKB'de işlem görmeye başlaması halinde, piyasa değerinin iki katına çıkacağını ve işlem hacminin mevcut artış trendini koruyacağını göstermektedir. Bu şirketleri Borsamıza kazandırma çalışmalarımız, yaklaşık 8,000 üyesi olan İSO ile Haziran 1999'da imzaladığımız Protokol çerçevesinde hızla devam etmektedir. Ayrıca özelleştirme programı çerçevesinde yer alan Türk Telekom, POAŞ, TÜPRAŞ, Türk Havayolları gibi büyük çaplı işletmelerin özelleştirilmesi, hiç şüphesiz, arz yönündeki önemli gelişmeyi katlayacaktır.

Öte yandan, özelleştirme faaliyetlerinin bir ülkede “sermaye piyasasına yatırım kültürü” oluşturma ve çok sayıda bireysel yatırımcıyı borsaya çekmek suretiyle sermayenin tabana yayılması açısından katkı sağlayarak talep cephesini güçlendireceği bir gerçektir. Bu gerçek, yabancı ülkelerdeki özelleştirme uygulamalarıyla sabittir. Örneğin, Telekom özelleştirmeleri Fransa’da 3.9 milyon, Almanya’da 3 milyon, İtalya’da 2 milyon yeni yatırımcının borsaya gelmesini sağlamıştır.

Piyananın talep potansiyeli ile ilgili çok önemli bir başka husus da, piyasalarda istikrarı sağlayan bir unsur olan ve bütün gelişmiş borsaların yararlandığı kurumsal yatırımcılardır. İMKB’de faaliyet gösteren özellikle yerli kurumsal yatırımcı sayısı yok denecek kadar azdır. Bunun en önemli nedeni, sosyal güvenlik sisteminin fon yaratamamasıdır. Hükümetin sosyal güvenlik reformu ile birlikte, orta-uzun vadede sosyal sigortalar sisteminde oluşacak fonların en azından bir bölümünün sermaye piyasalarına yönelmesi gündeme gelecektir. Ancak uzun süredir üstünde ısrarla durduğum, Batı örneklerinde olduğu gibi özel emeklilik fonlarının yaratılması ve bu amaçla vergi teşvikleri dahil, her türlü teşviğin sağlanması yoluyla uzun vadeli tasarrufları kısa süre içinde artıran bir yapıya kavuşturulması yalnız sermaye piyasalarının derinleşmesi için değil, aynı zamanda makroekonomik dengeler açısından da son derece faydalı olacaktır.

Siyasi ve ekonomik istikrarın her alanda tekrar kazanıldığı günümüzde tanımladığımız en önemli amaç, Türkiye ekonomisinin ve sermaye piyasasının müthiş potansiyelinin daha büyük ölçüde kullanılabilmesidir.

## **DÜNYA ALTIN PİYASALARI, İSTANBUL ALTIN BORSASI VE RISK YÖNETİMİNDE ALTIN**

Serdar ÇITAK\*

### **Özet**

Türkiye altın sektöründeki yeniden yapılanma çalışmalarında en önemli adım İstanbul Altın Borsası'nın (İAB) kurulmasıdır. İAB'nin kurulması, rekabetçi fiyat oluşumunu sağlamış ve yerel altın fiyatlarıyla dünya altın fiyatları arasındaki farklılık yok edilmiştir. Bugün Türk halkı, yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları; İAB Kıymetli Madenler Piyasasında dünya fiyatlarından altın almak ya da satmak imkanına sahiptir. Bir kıymetli maden olan altın, tüm dünyada enflasyona karşı korunma aracı ve kriz dönemlerinde istikrarlı bir liman olarak görülmektedir. Altın hemen hemen diğer tüm yatırım enstrümanları ile negatif korelasyona sahip tek yatırım aracıdır. Bu durum altın içeren bir portföyün altın içermeyen bir portföye oranla daha az fiyat değişim riskine sahip olmasını sağlamaktadır. Fiyat değişim riskinin önemli derecede azalması portföy kazancının artmasına neden olur.

### **I. Giriş**

Bir kıymetli maden olan altın, tüm dünyada enflasyona karşı bir korunma aracı ve kriz dönemlerinde istikrarlı bir liman olarak görülmektedir. Altının fiyatı, tüketici fiyat endeksinde bağlı olarak değişim göstermektedir. Altın kimi zaman bir yatırım aracı olarak, kimi zaman mücevher şeklinde bir mal olarak, kimi zaman da bir harcama aracı olarak (özellikle madeni para şeklini aldığı anda) kullanılmaktadır. Yer üstüne çıkarılmış 134,800 ton altının 1997 yılı sonu itibarıyla yüzde olarak kullanım alanları Grafik 1'de gösterilmiştir.

1980-1999 yılları arasında gerek dünya, gerekse Türkiye ekonomisinde birçok önemli gelişme olmuş ve altın da bu gelişmelerden etkilenmiştir. Altın piyasasının temelleri 1968 yılında atılmıştır. Bretton Woods sabit kur sisteminde 1934 yılından 1968 yılına kadar fiyatı 35 ABD Dola-

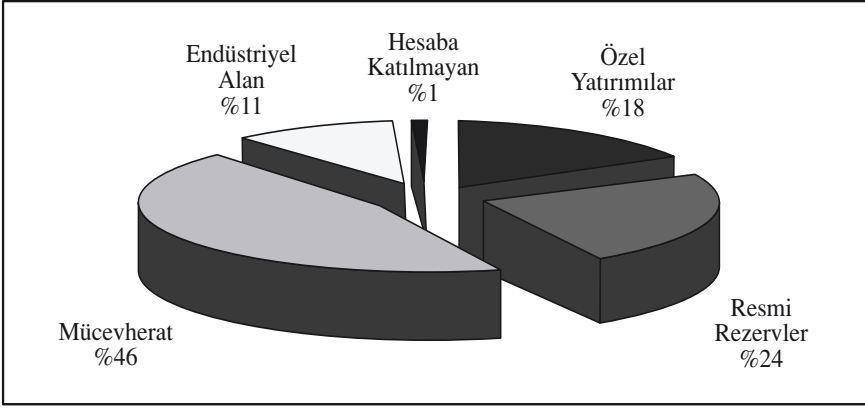
---

\* Serdar Çıtak, İstanbul Altın Borsası Başkanı

Tel: (0212) 292 66 00 Fax: (0212) 292 66 13 E-posta: iab@iab.gov.tr

rı/ons olarak belirlenmiş olan altın, 1968 yılında endüstrileşmiş Batı ülkelerinin finansal yetkililerinin uluslararası altın piyasasını ikiye bölmeleri ile, bu fiyatın dışında işlem görme olanağına kavuşmuştur. Bu piyasalardan ilki altının resmi kurumlar arasında 35 ABD Doları/ons'dan işlem gördüğü resmi piyasa, ikincisi ise özel teşebbüsün yer aldığı ve altın fiyatının serbestçe arz ve talebe göre belirlendiği serbest piyasadır. 1972 yılında altın serbest piyasada 70 ABD Doları/ons'a yükselmiştir. 1973 yılında Bretton Woods sabit kur sisteminden vazgeçilmesiyle dünyada tamamen serbest bir altın piyasası doğmuştur.

**Grafik 1: Altının Kullanım Alanları**



Kaynak: Gold Fields Mineral Services: Gold Survey 1998

Altın fiyatını temel olarak arz, talep ve piyasa şartları etkilemektedir. Altın arzı her yıl gerçekleştirilen maden üretiminin yanında kimi zaman yer üstü stoklardan da karşılanmaktadır.

Madencilik şirketlerinin altın üretiminde bulunmaları için karşılamak zorunda oldukları maliyetler aynı zamanda altın fiyatları için de bir taban seviyesi oluşturmaktadır. Altın üretim maliyetleri; nakit maliyetler ve toplam maliyetler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Nakit maliyetler amortisman gibi nakit olmayan kalemleri içermeyen maliyetler, toplam maliyetler ise üretim için gerekli bütün maliyetleri içeren maliyetlerdir. Nakit maliyetler göz önüne alındığında dünyanın en masraflı altın çıkaran ülkesi konumunda olan Güney Afrika, toplam maliyetler göz önüne alındığında ise dünyanın en ucuz altın çıkaran ülkesi konumundadır. Dünyanın en büyük altın üreticisi ülkeleri incelendiği zaman Güney Afrika'nın 248 ABD Doları/ons'luk, Kanada'nın 258 ABD Doları/ons'luk, Amerika'nın 252

ABD Doları/ons'luk ve Avustralya'nın da 277 ABD Doları/ons'luk bir toplam üretim maliyeti olduğu görülmektedir.

Yer üstü stoklardan yapılan altın arzı ise hurda altın arzı, Merkez Bankalarının altın arzı ve özel stoklardan yapılan arzdan oluşmaktadır. Hurda altın arzı halkın elinde bulundurduğu başta mücevher olmak üzere hatıra para, madalyon ve benzeri altın eşyaları kimi zaman nakit ihtiyacından satması, kimi zaman da değiştirme saikiyle yenisini almak üzere satmasıyla sağlanmaktadır .

Paranın istikrarını sağlamak, portföylerini çeşitlendirmek ve enflasyonla mücadele etmek amacıyla rezervlerinde altın bulunduran merkez bankaları da parasal sistemde yaşanan değişikliklere (para biriminin altına olan konvertibilitesinin kaldırılması gibi), likidite sıkışıklığına ya da kamu sektörü borçlarına bağlı olarak zaman zaman altın satışlarına gitmektedirler. Ticari amaçlarla ellerinde altın bulunduran yatırımcılar, enflasyondaki değişime, alternatif yatırım araçlarının getirisine ya da politik gelişmelere bağlı olarak altın arzına gitmektedirler.

Altına en fazla talep kuyumculuk sektöründen gelmekte, bunun yanında üstün teknik özellikleri nedeniyle başta elektronik olmak üzere diğer endüstrilerden de altın talebi gelmektedir. Mücevher talebi halkın yaşam seviyesine, ekonominin içinde bulunduğu duruma göre yıldan yıla farklılıklar göstermektedir. Endüstriyel altın talebi ise halkın altın kullanılarak üretilen mala olan talebinin yanında teknolojik gelişmelerden etkilenmektedir.

Tüm bu faktörlerin yanında piyasa koşulları olarak adlandırılan faktörler altın fiyatını doğrudan etkilemektedir. Tüm piyasalarda olduğu gibi altın piyasasında da arz ve talep gibi temel faktörlerin yanında teknik faktörler de etkili olmakta, piyasada işlem yapanların psikolojisi fiyatlara yansımaktadır. Altın dünyada spot, vadeli ve ödünç piyasalarda işlem görmektedir. Bu üç piyasa arasında sürekli karşılıklı bir etkileşim yaşanmaktadır, bir piyasadaki fiyat ya da ödünç oranının değişimi belli bir süre içinde diğer piyasalardaki fiyatlara da yansımaktadır. Bu piyasalara ait olarak yayınlanan istatistik bilgiler yatırımcılar tarafından izlenmekte ve bu bilgiler yatırım stratejilerinin saptanmasında önemli bir rol oynamaktadır.

Altın piyasasında etkili olan faktörlerden biri de mevsimsel faktörlerdir. Her ülkenin kendine göre altın talebinin az ya da fazla olduğu zamanlar bulunmaktadır. Yılın ilk çeyreğinde Çin'de kutlanan Yeni Yıl zamanında talep artışı, gelişmiş ülkelerde yılbaşı nedeniyle yılın son çeyreğinde mücevher satışlarında görülen patlamalar altın fiyatını desteklerken Ra-

mazan ayında Müslüman ülkelerde altın talebi düşmektedir.

Uluslararası piyasalarda işlem gören altın da, diğer enstrümanlar gibi, özellikleri birbirinden farklı piyasalarda işlem görmektedir.

## II. Altının Başlıca İşlem Gördüğü Piyasalar

### 2.1. Spot Piyasalar

Altının fiziki olarak alınıp satıldığı piyasalardır. Çeşitli amaçlarla altını fiziki olarak ellerinde bulundurmak isteyen yatırımcılar, imalatlarında kullanılmak üzere altına ihtiyaç duyan kuyumcular ve sahibi bulunduğu altını sattığı anda parasını almak isteyen maden şirketleri ve bankalar bu piyasanın başlıca katılımcılarından. Dünyada genelde spot altın piyasasında teslimat, alım-satım işleminin gerçekleştiği günden sonra iki gün içinde yapılmaktadır. Teslimat tarihinde satıcı parasını, alıcı ise altını işlem yapılan borsanın takas merkezinden almaktadır. Spot piyasalar dünyada ilk olarak faaliyete geçen piyasalardır.

### 2.2. Vadeli Piyasalar

Vadeli piyasa sigorta, spekülasyon ve arbitraj gibi birçok işleve sahiptir. Vadeli piyasalar fiyat riskini ortadan kaldırmaya ve spekülasyon yapmaya yöneliktir. Vadeli piyasalarda işlem yapanlar gelecekteki bir vade için alım ya da satım yaparak pozisyon alırlar. Vadeli piyasalarda işlem yapan kuyumcular altın fiyatlarının değişiminden kaynaklanan riskleri ortadan kaldırarak mamullerinin fiyatını belli bir dönem için sabitleme olanağına kavuşurlar. Yine madencilik şirketleri üretimlerini gelecekteki fiyat düşüşlerine karşı korumak amacıyla vadeli piyasalarda satış yaparlar. Vadeli piyasalar 1970'li yıllarda yaşanan petrol krizi ve yüksek enflasyondan sonra gündeme gelmiş ve 1980'li yıllardan itibaren de işlerlik kazanmıştır. Günümüzde vadeli altın piyasalarında spot altın piyasalarına oranla çok daha fazla işlem yapılmakta olup altının fiyatı bu piyasalarda belirlenmektedir. Satın alınan altının %2-5'i arasında bir teminat yatıran yatırımcıların işlem yaptığı organize borsalarda gerçekleşen vadeli işlemlerin sadece %2-5'inin fiziki teslimatı gerçekleştirilmektedir. Bunun yanında büyük kurumlar arasında karşılıklı anlaşmaya dayanarak yapılan gelecekteki bir tarih için altının tamamının teslimatını öngören forward anlaşmalar da vadeli işlemlerden sayılmaktadır.

### 2.3. Ödünç Piyasaları

Altının belli bir faiz karşılığında belli bir vade için ödünç alınıp verildiği piyasalardır. Altın ödünç oranları piyasadaki altın miktarına ve ödünç talebine göre değişim göstermektedir. Rezervlerindeki atıl altın stoklarından gelir elde etmek isteyen merkez bankaları, gelir sağlamak amacıyla bu altınlarını ödünç vermekte ve daha az sermaye ile imalat yapmak isteyen çeşitli kuyumculuk şirketleri ile ödünç aldıkları altınları spot piyasada satarak üretim maliyetlerini karşılayan sonra da ürettikleri altınlarla borçlarını ödeyen bazı üreticiler ve bazı fonlar ödünç altın almaktadırlar.

Belirsizlik ve savaş dönemlerinde bazı mallara altından daha çok ihtiyaç duyulduğundan altın değerini koruyamamıştır. Bununla beraber yabancı güçler tarafından işgal durumunda, parasal sistemin çöküşünde, ekonomik çöküntü veya enflasyon dönemlerinde altın diğer varlıklara göre daha üstün bir yatırım olmuştur. Altın fiyatı dalgalansa da uzun dönemde tarihi satın alma gücüne erişmiştir.

Hisse senetlerinin düştüğü ve piyasada kriz yaşandığı dönemlerde portföyün bir kısmının en azından değerini koruyabilen bir varlığa, altına, yatırılması gereklidir. Tarihten de görüleceği gibi uzun dönemde ekonomik çalkantıların yaşanması kaçınılmazdır.

### III. Dünya Altın Piyasaları (1980-1998)

1979 yılında yaşanan ikinci petrol şoku, beraberinde yüksek enflasyonu da getirmiş, 1980 yılında Amerika'da tüketici fiyatları % 14 oranında artmıştır. Finansal piyasalarda enflasyon nedeniyle çalkantılar yaşanmış, reel faiz oranları negatife dönmüştür. Bu yıl içinde altına alternatif olan yatırım araçları satın alma gücünün azalmasına karşı yeterince korunma sağlayamamışlardır. Bütün bu etkenlere bir de politik gerginlikler eklenmiş, Amerika'nın İran'la yaşadığı rehine krizi, Sovyetlerin Afganistan'ı işgali ve İran ile Irak savaşının başlaması altına olan talebi arttırmıştır. Diğer yandan IMF ve Amerikan Hazinesi tarafından yapılması planlanan altın satışların durdurulması arzı azaltmıştır. Tüm bu faktörlerin etkisinde 1980 yılında hızlı bir yükseliş trendinde olan altın gümüş piyasasında Hunt Kardeşler tarafından yaratılan spekülasyon fiyat artışından da destek almış ve 21 Ocak 1980 tarihinde 855 ABD Doları/ons seviyesindeki tarihi zirvesine ulaşmıştır. 1980 yılının başından itibaren altın fiyatlarında ılımlı bir düşme görülmüştür. Faiz oranlarının yükselmesi ile beraber altın fiyatlarında görülen düşüş 1980'in ortalarına kadar sürmüş, Haziran ayından sonra altın tekrar "sığınma değeri" olarak görülerek talebi artmış, fiyatlar ise yeniden yükselmeye başlamıştır. 1980 Eylül ayında 1 ons altın 676

ABD Doları'na kadar çıkmıştır. Altın fiyatları 1980 yılının son ayından itibaren sürekli bir düşüş trendine girmiştir. Bunun başlıca nedeni sanayileşmiş ülkelerin ekonomilerine çeki düzen vermelerinden ve altına alternatif piyasalardaki olumlu gelişmelerden kaynaklanmaktadır. Altının 1 ons 1981 başında 540 ABD Doları iken 1981 sonunda 410 ABD Doları'na düşmüştür. 1982 Mayıs ayında ise altın Londra piyasasında 332 ABD Doları/ons'tan işlem görmüştür. Petrol fiyatları da 1981 ve 1982 yılında zayıflamıştır. Altın fiyatları 1980 Ekim ayından 1982 Mart ayına kadar Amerikan Doları bazında % 50 oranında gerilemiştir.

1982 yılının sonlarına doğru ekonomik şartlara bağlı olarak tekrar 400 ABD Doları/ons seviyesinin üzerine çıkan altın piyasadaki volatilitenin yükselmesinin de etkisiyle 1983 yılı Şubat ayında 490 ABD Doları/ons'a yükseldikten sonra Mart ayında tekrar 420 ABD Doları/ons'a gerilemiş ve yıl boyunca 400 ABD Doları/ons seviyesi civarında seyretmiştir.

1984 yılında ortalama 360 ABD Doları/ons'a gerileyen altın, 1985 yılında keskin bir düşüş gerçekleştirerek yıllık ortalama 317 ABD Doları/ons'a düşmüştür. 1985 yılında maliyet seviyesine yaklaşarak 300 ABD Doları/ons'un aşığına gerileyen altın fiyatı Amerikan Doları'nın iki yıl boyunca zayıflamasına bağlı olarak 1987 yılı sonunda 500 ABD Doları/ons'un üzerine çıkmıştır. Bu iki yıllık dönem içinde altının İsviçre Frankı ve Japon Yeni cinsinden değerindeki düşüş devam etmiştir. 1987 yılında patlak veren hisse senedi piyasalarındaki düşüş ve 1990 yılı sonunda Irak'ın Kuveyt'i işgal etmesi sonucu ortaya çıkan kriz altını fazla etkilememiş, piyasa 1987 yılı sonundan itibaren 1993 yılına kadar devam eden bir düşüş trendine girmiş, bu dönem içinde bazen 350 ABD Doları/ons seviyesinin aşığına işlem görmüştür. Bu gerileyişin temel sebepleri 1980'li yılların başlarındaki yüksek fiyat seviyelerinin madencilik şirketlerini üretimlerini artırmaya teşvik etmesi ve dolayısıyla altın arzının 1980'den sonra artmaya başlaması, madencilik şirketlerinin yaptıkları forward satışlarla arzı daha da artırarak altının yükselişini engellemeleri, başta Sovyetler Birliği olmak üzere diğer Merkez Bankalarının da piyasada satışlar yapmaları, enflasyona karşı korunmak amacı taşıyan batılı yatırımcıların getirileri altına göre yüksek olan diğer enstrümanları kullanarak bunda daha başarılı olmalarıdır. Altın; bireysel yatırımcılar için bonolar, hisse senetleri ve gayri menkuller gibi sürekli bir gelir sağlamayıp sadece değerlenmesine bağlı bir çekiciliğe sahiptir ve fiyatı yeterince yükselmediği takdirde bireysel yatırımcılar altından vazgeçebilir. Ancak merkez bankaları gibi kurumlar rezervlerindeki altını ödünç olarak kullandırarak buradan kendilerine bir gelir elde etme olanağına sahiptir.



Altın, 1994 ve 1995 yılları arasında 370-400 ABD Doları/ons arasında yatay bir seyir izlemiş, 1995 yılının Kasım ayında piyasada spot fiyatların vadeli fiyatların üzerine çıkması demek olan “backwardation” adı verilen durum yaşanmıştır. Son yirmi yılda ilk defa yaşanan bu olay basının, yatırımcıların ve fon yöneticilerinin ilgisini çekmiştir. Aynı zamanlarda bono piyasaları zayıf bir performans gösterirken, hisse senedi piyasalarında da bir düzeltme hareketi olasılığı bulunmaktaydı. Tüm bu gelişmeler dikkatlerin altına çevrilmesine sebep vermiş, altına 1996 yılının başından itibaren önce Amerikan yatırım fonlarından sonra diğer yatırımcılardan talep gelmiştir. Bu talep sonucunda fiyat 400 ABD Doları/ons'taki psikolojik direnç seviyesine kadar yükselmiş ve aynı yılın 5 Şubat'ında 418 ABD Doları/ons'a tırmanmıştır. 27 Mart 1996 tarihinde Belçika Merkez Bankası rezervlerinden 203 ton altın satışına gittiğini açıklayarak bu yükselişin önünü kesmiştir. 1994, 1995 ve 1996 yılları arasında yıllık ortalama altın fiyatları 384-388 ABD Doları/ons arasında 4 ABD Doları/ons'luk bir aralıkta seyretmiştir.

1997 yılında piyasada son yıllarda yaşanan en büyük düşüş gerçekleşmiş, ancak aynı yıl Doğu Asya ülkelerinin bazılarının para birimlerinin aşırı değer kaybına uğraması altın fiyatının bu ülkelerin yerel para birimleriyle % 100'ün üzerinde artmasına sebep olmuştur. 1997 yılının ortalama fiyatı olan 331.29 ABD Doları/ons, 1985 yılındaki ortalama fiyat 317.26 ABD Doları/ons'tan beri görülen en düşük fiyattır. Yine 1997 yılında kaydedilen önceki yıla göre % 14.6'lık düşüş de 1984 yılından beri görülen en keskin düşüştür. 1997 yılının ilk üç çeyreğinde düzenli bir şekilde gerileyen altın fiyatları son çeyrekte hızlı bir düşüş kaydetmiş, 12 Aralık 1997 tarihinde son 18 yılın en düşük seviyesi olan 283 ABD Doları/ons seviyesi görülmüştür. 1997 yılında piyasada yaşanan düşüşün temel sebepleri Merkez Bankalarının rezervlerinden sattıkları altını arttırmaları ve piyasanın gelecekte satışların devam edeceği endişesini taşımasıdır. 13 Ocak 1997'de Hollanda rezervlerinden 300 ton satışa gittiğini açıklamış, 3 Temmuz 1997'de Avustralya 167 tonluk altın rezervini sattığını açıklamış, 24 Ekim 1997 tarihinde İsviçre'de uzmanlar ülkenin altın rezervlerinden 1,400 ton kadar satışa gitmesini önermişler ve 18 Mart 1998 tarihinde Belçika Merkez Bankası 1997 yılının ikinci yarısında 299 tonluk altın satışı gerçekleştirdiğini açıklamıştır. 1997 yılında güçlenen Amerikan Doları altındaki düşüşe destek vermiş, aynı yıl yatırımcıların altına ilgisi azalırken spekülörler yaptıkları açığa satışlarla piyasada olumsuz bir hava yaratmışlardır. 1997 yılının son çeyreğinde fiyatların maliyet seviyelerine ulaşması ile maden üreticilerinin vadeli piyasalarda korunma (hedge)

amaçlı satışlar yaptığı görülmüştür.

1997 yılının sonlarında Asya'da başlayıp Rusya'da ve gelişmekte olan ülkelerde görülen 1998 yılında da devam eden ekonomik kriz altın piyasasını olumsuz yönde etkilemiş, 1998 yılında ortalama yıllık altın fiyatı 294 ABD Doları/ons'a kadar gerileyerek son 20 yılın en düşük seviyesine ulaşmıştır. Altın fiyatları için 300 ABD Doları/ons seviyesinde bir taban oluşturan Doğu Asya talebinin 1998 yılı içinde kaybolması, bu bölge halkının ekonomik krizle mücadele etmek için ellerindeki altınları piyasada satmaları piyasadaki arzı arttırmış ve altının yıl boyunca negatif bir trend izlemesine sebep vermiştir. Altın 1998 yılının Ağustos ayında 272 ABD Doları/ons ile yılın en düşük seviyesine ulaşmıştır.

Yıl boyunca devam eden ekonomik kriz, Dow Jones endeksinin bir günde kaydettiği rekor düşüş ve buna bağlı olarak Amerikan Doları'nın ani gerilemesi, büyük bir hedge fonu olan Long Term Capital Management 'ın çöküşü finansal sistemi büyük bir baskı altında bırakmış ancak bütün bunlar altına sadece geçici destek sağlamıştır. 1998 yılının Eylül ve Ekim ayında altında başlayan yükseliş hareketi altını 301 ABD Doları/ons'a çıkarmış, ancak sadece spekülörlerin açığa satışlarını kapatmalarından kaynaklandığı için kısa ömürlü olmuştur. 1998 yılında altının git-tikçe daha çok bir mal olarak kabul edildiği, diğer malların fiyatlarını aşağı çeken deflasyonist ortam altını da olumsuz etkilemiştir.

#### IV. 1999 Yılında Altın Piyasası

1999 yılının başlarında 290 ABD Doları/ons seviyesinde olan altın fiyatları Nisan ayına kadar 280-290 ABD Doları/ons'luk dar bir aralıkta seyretilmiştir. Dünya altın talebinin 1999 yılının ilk çeyreğinde, ekonomik krizin etkilerini hissettirdiği 1998 yılının aynı döneminde kaydedilen rakama göre % 62 oranında artarak 787 tona ulaşması piyasa için olumlu bir gelişme olarak görülmüştür. Ancak 1999 yılının Mart ayında IMF'in fakir ülkelerin üzerindeki borç yükünü azaltmak amacıyla altın rezervlerinden satışlara gitme olasılığının belirmesi, Nisan ayı içinde de İsviçre'de yapılan referandumda İsviçre Frankının altınla bağının kaldırılması yönünde çıkan kararlar arzda bir artış olacağına işaret etmiş ve piyasanın yükselişine engel olmuştur. 7 Mayıs 1999 günü İngiltere'nin 715 tonluk altın rezervlerinin 415 tonunu satacağını ve satışın 125 tonluk bölümünün iki ayda bir düzenlenecek 25 tonluk ihalelerle 1999 ve 2000 yılı içinde gerçekleştirileceğini açıklaması altın piyasasında şoka yol açmış ve 6 Mayıs günü Amerika piyasalarında 289 ABD Doları/ons'tan kapanan altın bu tarihten itibaren düşüş trendine girmiş, 10 Mayıs günü 278 ABD Doları/ons'a Ma-

yıs ayı sonunda ise 270 ABD Doları/ons'un aşağısına gerilemiştir. Piyasada beliren olumsuz hava vadeli piyasalarda da açığa satırlara yol açmış, Haziran ayı ortasında Commodity Futures Trading Commission tarafından açıklanan Commitments of Traders raporunda Comex Borsası'nda fonların net short pozisyonlarının 264 tonla son yılların en yüksek seviyesine ulaştığı açıklanırken aynı tarih itibarıyla fiyatlar da 260 ABD Doları/ons seviyesinin aşağısına inmiştir. Temmuz ayının ilk günlerinde 260 ABD Doları/ons seviyesinin üzerinde seyreden altın 6 Temmuz günü gerçekleşen İngiltere'nin 25 tonluk altın satış ihalesi sonrasında son 20 yılın en düşük seviyelerine ulaşmıştır. 21 Temmuz günü sabah fiksingi 252.90 ABD Doları/ons olarak açıklanmıştır. 1999 yılının ikinci çeyreğine ait dünya altın talebinin 810 tonla rekor seviyeye eriştiğinin açıklandığı Ağustos ayında da piyasada bir toparlanma görülmemiş, 25 Ağustos günü öğleden sonra fiksinginde 252.85 ABD Doları/ons ile son 20 yılın en düşük fiyatına ulaşan altın İngiltere Merkez Bankasının 21 Eylül tarihinde gerçekleştirdiği ikinci ihaleye kadar son 20 yılın en düşük seviyelerinde seyretmiştir. Eylül ayı ortalarında IMF'in rezervlerinden doğrudan altın satışına gitmek yerine altınlarını yeniden değerlendirme yoluna gideceğini açıklaması piyasa için olumlu bir gelişmedir.

Madencilik endüstrisinin IMF'in doğrudan satışlara gitmesinin endüstriye zarar vereceği, piyasayı krize sokacağı ve binlerce madenciye işsiz bırakacağı gerekçesi ile başta Amerika olmak üzere tüm dünyada gerçekleştirdiği protesto sonuç vermiş ve IMF piyasada satışa gitmek yerine yeniden değerlendirme yolunu seçmiştir. IMF'in altın rezervleri muhasebe kayıtlarında halen SDR35 (48 ABD Doları/ons'tan) değerlendirilmekte olup bu miktar mevcut piyasa fiyatlarının oldukça altındadır. IMF'in geçmişte verdiği borçlardan dolayı fona ödeme yapacak olan üye ülkeler borcu tutarındaki altın piyasa fiyatlarından (Special Drawing Right veya geçerli kurlardan) satın alacaktır. Üye ülkeler bu işlemde hemen sonra borçlarını altın olarak IMF'e ödeyecekler ve bu altınlar fonun hesaplarına piyasa fiyatlarından işlenecektir. Fon piyasa dışında gerçekleştireceği bu işlemlerde 14 milyon onsa kadar altın kullanarak, fakir ülkelerin borç yükünün azaltılmasında kullanılmak üzere 1.6 milyar ABD Dolar'lık gelir sağlamayı hedeflemektedir. Bu geliri elde etmek için kullanılacak altın miktarı, satış işleminin gerçekleşeceği andaki piyasa fiyatına bağlı olacaktır. Altının defter değeri genel kaynaklar hesabına yatırılacak ve elde edilen kar (piyasa değeri - şimdiki IMF değerlendirmesi) yatırımlara aktararak yatırımlardan sağlanacak gelir ağır borç yükü altındaki fakir ülkelerin borç yükünün azaltılmasında kullanılacaktır.

IMF ve Dünya Bankası programlarına uyan ağır borç yükü altındaki fakir ülkelerin borç yükünün azaltılmasını öngören bir program hazırlamışlardır. Çoğunluğu Afrika'da bulunan bu ülkeler için geleneksel borç indirimi mekanizmaları yeterli gelmemekte, bu ülkeler makul süreler için dışarıdan ek yardım almaksızın istenen dış borç seviyelerini bir türlü tutturamamaktadırlar. 41 ülkeden oluşan bu grup içinde belli kriterlere uyan ülkeler yer almaktadır. 1993 yılı kişi başı Gayri Safi Milli Hasılları (GNP) 695 ABD Doları'nın altında ve 1993 yılında borçlarının ihracatlarına oranı % 220'nin üzerinde olan ya da borçlarının mevcut değerinin Gayri Safi Milli Hasılaya olan oranı % 80'in üzerinde olan 32 ülke bu gruba girmekte ve bu ülkelere Paris Kulübü Kreditörlerinin yeniden borç programı yapılmasını uygun bulduğu dokuz ülke daha eklenmiştir. Bu ülkeler şunlardır:

Angola, Benin, Bolivya, Burkina Faso, Burundi, Kamerun, Orta Afrika Cumhuriyeti, Çad, Kongo, Cote d'Ivoire, Kongo Demokratik Cumhuriyeti, Ekvator Gine, Etopya, Gana, Gine, Gine-bissau, Guyana, Honduras, Kenya, Lao PDR, Liberya, Madagaskar, Mali, Moritanya, Mozambik, Myanmar, Nikaragua, Nijer, Nijerya, Rwanda, Sao Tome ve Principe, Senegal, Sierra Leone, Somali, Sudan, Tanzanya, Togo, Uganda, Vietnam, Yemen, Zambia.

21 Eylül günü gerçekleşen ihaleye beklenenin üzerinde talep gelmesi sonucu ihalede kabul edilen ortalama fiyat o andaki piyasa fiyatının üzerinde 255.75 ABD Doları/ons olmuş ve aynı gün altın Amerika'da yapılan açığa satışların kapatılması işlemleri sonucu 260 ABD Doları/ons seviyesinden kapanmıştır. Açığa satışların kapatılması işlemlerinin devam etmesine bağlı olarak 24 Eylül Cuma günü 270 ABD Doları/ons'a ulaşılmıştır.

#### **V. Altın Piyasasında Yaşanan Gelişmeler (26 Eylül 1999-8 Ekim 1999)**

26 Eylül tarihinde 15 Avrupa Merkez Bankası'nın altın satışlarını yılda 400 tonu geçmeyecek şekilde önümüzdeki beş yıl boyunca toplam 2,000 ton ile sınırlandıracaklarını ve piyasaya ödünç verecekleri altını miktarını ve vadeli işlemler ile opsiyonlar piyasalarındaki faaliyetlerini arttırmayacaklarını açıklamaları son yıllarda devam eden Merkez Bankaları satışları nedeniyle tedirgin olan altın piyasasında rahatlamaya ve son yılların en hızlı fiyat artışına yol açmıştır. 15 Avrupa Merkez Bankasının açıklaması IMF'in 14 milyonluk altın rezervlerinin yeniden değerlendirilmesi ile ilgili olarak IMF üyelerinin karar birliğine varmalarından birkaç dakika sonra gelmiştir. IMF, piyasa dışında üye ülkelere yapılacak olan satışlar-

dan elde edilecek gelirlerin dünyanın en fakir ve en çok borçlu ülkelerinin 27.4 milyar ABD Doları tutarındaki borç yükünün finansmanına yardımcı olarak kullanılacağını açıklamıştır.

Anlaşmaya imza atan 15 Avrupa ülkesi ve Merkez Bankalarının rezervlerindeki altın stokları Tablo 1’de yer almaktadır:

**Tablo 1: 15 Avrupa Ülkesinin Merkez Bankalarının Rezervlerindeki Altın Stokları (1999)**

Ülkeler	Rezerv Altın (Ton)	Dünya Toplamına Oranı
Almanya	3,469	10.4 %
Fransa	3,024	9.0 %
İsviçre	2,590	7.7 %
İtalya	2,452	7.3 %
Hollanda	1,012	3.0 %
Avrupa Merkez Bankası	747	2.2 %
İngiltere	665	2.0 %
Portekiz	607	1.8 %
İspanya	523	1.6 %
Avusturya	410	1.2 %
Belçika	258	0.8 %
İsveç	185	0.6 %
Finlandiya	49	0.1 %
İrlanda	6	0.0 %
Lüksembourg	2	0.0 %
<b>TOPLAM</b>	<b>15,998</b>	<b>47.7 %</b>

Kaynak: Dünya Altın Konseyi (World Gold Council), 1999

Bu 15 Merkez Bankası dışında kalan ancak anlaşmaya uyması beklenen Merkez Bankaları Tablo 2’de gösterilmektedir:

**Tablo 2: 15 Merkez Bankası Dışında Kalan Ancak Anlaşmaya Uyması Beklenen Merkez Bankaları**

Kurumlar / Ülkeler	Rezerv Altın (Ton)	Dünya Toplamına Oranı
Amerika	8,139	24.3 %
Japonya	754	2.2 %
IMF	3,217	9,6 %
Uluslararası Uzlaşma Bankası (BIS)	199	0.6 %
<b>TOPLAM</b>	<b>12,309</b>	<b>36.7 %</b>

Kaynak: Dünya Altın Konseyi (World Gold Council), 1999

Böylece anlaşma 33,500 ton tutarındaki Dünya Resmi altın stoklarının 28,514 tonunu ya da % 85.1'ini içermektedir. Dünya Resmi altın rezervlerinin sadece % 13.2'lik bir kısmı anlaşma kapsamının dışında kalmıştır.

27 Eylül Pazartesi günü Amerika piyasalarının kapanışında 284 ABD Doları/ons'a yükselen altın 28 Eylül günü Amerika piyasalarının kapanışında 310 ABD Doları/ons'a ulaşmıştır. Avrupa Merkez Bankalarının aldığı bu kararın maden şirketlerinin hedge amacı ile yaptıkları satış işlemlerini kapatmalarına ve üreticilerin fiyatların düşeceği beklentisi ile yaptıkları satışları azaltmasına yol açmış, diğer yandan fonların da bu kararı bir dönüm noktası olarak algılamasına ve açığa satışlarını kapatmalarına sebep olmuştur. Halen rezervlerinden altın satışı yapmakta olan İngiltere Merkez Bankasının yanı sıra 2000 yılından başlamak üzere uzun bir vadede 1,300 tonluk altın satışı gerçekleştireceğini açıklayan İsviçre'nin piyasada yarattığı olumsuz etkinin kaybolduğu gözlenmiştir. 29 Eylül günü altın en yüksek değerine Avrupa piyasalarında ulaşmıştır. Altın Londra'da 29 Eylül günü sabah 317.25 ABD Doları/ons'tan sabitlenmiş, piyasada hayli yüksek sayıdaki açığa satışların kapatılmakta olduğu görülmüştür. Diğer yandan altın ödünç oranlarının Salı günü % 4.25 seviyelerinden Çarşamba günü % 9.7 seviyesine çıkmasının kısa pozisyonların ileri vadeye devredilmesini (roll edilmesini) kapatılmasından da pahalı hale getirdiği bunun da piyasada açığa satışların kapatılması işlemlerini arttırdığı gözlenmiştir. Altın Avrupa piyasalarında 29 Eylül günü 320 ABD Doları/ons'un üzerine de çıktıysa da tekrar 310 ABD Doları/ons'lu seviyelere dönmüştür. Piyasada 30 Eylül tarihinde 300 ABD Doları/ons seviyesine kadar bir düzeltme hareketi görülmüştür.

27 Eylül-1 Ekim tarihleri arasındaki hafta boyunca altın işlemleri yatı-

rımcıların altının daha da değerlenmeden açığa satışlarını kapatmaya çalışmaları sonucu rekor düzeyde artmış, aynı hafta açığa satışlarını kapatmak isteyen fonların altın almak için ellerindeki diğer enstrümanları satmaları sonucu bono ve hisse senedi piyasalarında hissedilir düşüşler kaydedilmiştir. Yine aynı hafta içinde Amerika'da Comex Borsası'nda rekor düzeyde vadeli ve opsiyon altın kontratları işlem görmüş, Borsa'da yaşanan bu yoğunluk emirlerin bazılarının gerçekleştirilememesine kadar varmıştır. 300 ABD Doları/ons seviyesinden destek bulan altın Ekim ayının başından itibaren 330 ABD Doları/ons seviyesindeki direncine doğru yönelmiştir. 300 ABD Doları/ons seviyenin üzerinde tutunan altın Ekim ayının ilk haftasında önce 310 ABD Doları/ons seviyesinin üstüne çıkmış ve aynı hafta içinde 315- 330 ABD Doları/ons aralığında seyretmiştir.

15 Avrupa Merkez Bankasının önümüzdeki 5 yıl için altın satışlarını ve piyasaya ödünç verdikleri altın miktarını sınırlandırmalarının altında yatan sebebin sadece açıklandığı gibi, uzun süredir rezerv satışları nedeniyle dengesiz durumda bulunan altın piyasasında stabilizasyonu sağlamak değil aynı zamanda bilançolarını da düzeltmek olduğu anlaşılmıştır. Günümüzde bağımsız olan Merkez Bankalarının gittikçe ticari bankalar gibi çalışmakta olduğu varlıklarını devam ettirmek için devlet yardımları olmadan kar elde etmeleri gerektiği ortaya çıkmaktadır. Altın fiyatlarında son iki yıldır devam eden gerileyiş rezervlerinin bir kısmını altın olarak tutan merkez bankalarını zor durumda bırakmaktadır. 1999 yılının Temmuz ayında altın son 20 yılın en düşük seviyelerine ulaştığı anda, bazı büyük hedge fonları tarafından yürütülmekte olan Gold Carry Trade'in farkına varan Merkez Bankaları olayın boyutunu daha iyi kavramışlardır. Ellerinde bulundurdukları altından gelir elde etmek için % 1- 2 faizle ödünç altın veren Merkez Bankalarından ödünç alan ticari bankalar ve hedge fonları bu altınları forward piyasalarda satmakta ve kazandıkları paralarla 2 yıllık hazine bonoları satın almakta, bu bonolardan altına göre daha yüksek gelir elde ettikten sonra ödünç aldıkları altınları vade sonunda daha düşük fiyattan satın alarak yerine koymakta, bu işlemler sonucunda aradaki farktan kar sağlamaktaydılar. Yıllardır hedge fonlarını desteklemekte olan büyük finansal kurumlar altının her yükselişinde satışa geçerek fiyatları baskı altında tutmuşlardır. Bu durumdan memnun olmayan Merkez Bankaları, yaptıkları son açıklamayla hedge fonları için sorun yaratırken bilançolarını düzeltmişlerdir. Hedge fonları düşük fiyatlardan yaptıkları açığa satışları altının fiyatının daha da yukarı gitmeden kapatmak amacıyla alışı geçmişlerdir. Bu yükselişte düşük fiyatlardan vadeli piyasalarda satış gerçekleştiren bazı altın üretici şirketler de zor durumda kalmışlardır.

## VI. Türkiye Altın Piyasası ve İstanbul Altın Borsası

Ülkemizde altın kültürü, hem ziyet eşyası üretimi hem de Türk halkının geleneksel saklama ve yatırım aracı olması bakımından çok gelişmiştir.

Türk halkı için altının ne kadar önemli olduğu, yapılan araştırma çalışmalarında da görülmektedir. Ülkemizde 1996 yılında yapılan bir araştırma, Türk halkının tasarruflarının değerlendirmek için kullandığı yatırım araçlarını ve bu yatırım araçlarının toplam tasarruf içindeki paylarını incelemiştir. Bu araştırmaya göre; altın ziyet eşyası, Cumhuriyet altını ve külçe altın toplam tasarrufun %25'ini oluşturmaktadır. Aynı araştırmada banka mevduatının ve gayrimenkulun toplam tasarruf içindeki payı sırasıyla %27 ve %20 olarak açıklanmıştır<sup>1</sup>.

Ülkemizde 1980 yılında başlatılan liberalleşme ve globalleşme çalışmaları çerçevesinde döviz ve emtia piyasalarındaki sınırlayıcı düzenlemeler azaltılmıştır. Bu değişim, Türk altın sektörünü de olumlu yönde etkilemiştir. Altın ticaretini kısıtlayan düzenlemelerin azaltılması, Türkiye altın sektörünü kayıt dışı ve kaçak yollarla arz sağlayan bir yapıdan kurtararak, sektörü rekabet gücü yüksek, dünya ölçeğinde modern ve gelişen bir sektör konumuna getirmiştir. Sektör İstanbul Altın Borsasının kurulması ile dünya altın piyasalarına tamamen entegre hale gelmiştir.

Altın sektörünün 1980 yılı öncesi durumundan başlayarak günümüze kadar geçirdiği süreçteki önemli kilometre taşlarını hatırlatmak sektörün daha iyi anlaşılabilmesi ve İstanbul Altın Borsasının sektöre katkılarını belirtmek açısından yararlı olacaktır.

1980 yılından önce Türkiye'de altın ithalatı yapmak yasaktı. Bu dönemde yasal olmayan yollardan ülkeye giren altın miktarının yıllık 80 ton civarında olduğu tahmin edilmektedir. Kaçak yollardan ülkeye sokulan altın, döviz rezervlerinin çok az olduğu ve döviz krizlerinin yaşandığı dönem Türkiye'sinde hammadde ve diğer malların ithalinin yapılabilmesi için çok önemli bir kaynak olarak görülebilir. 1985 yılında Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasına, altın ithal etme ve altının piyasa fiyatlarının Türk Lirası bazında belirlenmesi yetkisi verilmiştir. Bu yetki ile Türkiye'de ilk defa resmi bir altın piyasasının oluştuğu görülmektedir. Ancak bu piyasanın tek ithalatçı ve arzcu yapıda oluşu, dünya altın fiyatları ile yerel altın fiyatları arasındaki farkın kaybolmasını engellemiş ve altının sadece Türk Lirası üzerinden alınıp satılabilir olması döviz kuru riskinin doğmasına neden olmuştur. Resmi altın piyasasına rağmen yasa dışı yollardan ülkeye altın girişi önlenememiştir. 1989 yılında, yetkili bankaların,

<sup>1</sup> "Kıymetli Madenler ve Piyasaları", İstanbul Altın Borsası Yayınları-2, ss.70



finansal kuruluşların ve yetkili müesseselerin katılımlarıyla, altının dövizle de alınıp satılabildiği iki-yönlü toptan altın piyasası oluşturulmuştur. Merkez Bankası tek ithalatçı olma özelliği korunmakla birlikte, pozisyon almayarak sadece aracı olma rolünü üstlenmiştir. 1989 yılında yaşanan bu gelişmeyle Türkiye altın piyasasının dünya altın piyasasına bağlandığı söylenebilir. Ancak bu piyasada sadece fiziki teslimat sözleşmelerinin yapılmasına izin verilmiştir.

1993 yılında yapılan yeni düzenlemelerle birlikte Merkez Bankasının tek ithalatçı olma özelliğine son verilerek, yetkili piyasa katılımcılarına, beyan şartına bağlı olarak, altın külçe ithal ve ihraç etme hakkı verilmiştir. Bu yeni düzenlemeler, İstanbul Altın Borsasının (İAB) 26 Temmuz 1995 tarihinde kurulması ile hayata geçmiştir.

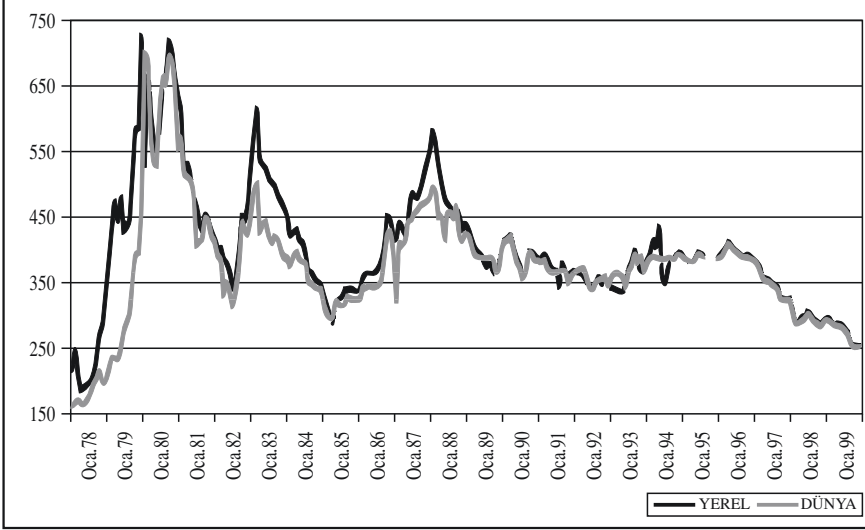
Altın sektöründeki yeniden yapılanma çalışmalarında en önemli adım İstanbul Altın Borsasının (İAB) kurulmasıdır. İAB kurulduğu günden itibaren, Türkiye altın sektörünün kurumsallaşması ve uluslararası bir boyut kazanması yönünde çok önemli gelişmelere imza atmıştır. İAB bünyesinde kurulan ilk piyasa olan Altın Piyasası'nda rekabetçi fiyat oluşumu sağlanmış ve yurt içi altın fiyatlarıyla dünya altın fiyatları arasındaki farklılık yok edilerek altın sektöründeki maliyetler makul bir seviyeye çekilmiş ve kuyumculuk sektörünün yurt dışı rekabet gücü artırılmıştır, ayrıca altın yatırımlarının da rasyonel bir çerçeve içinde yapılı hale gelmesi sağlanmıştır. İAB, günümüzde ülkemiz reel ekonomisi açısından gittikçe artan bir öneme sahip olan altın sektörü ile finans sektörü arasında bir köprü olma görevini üstlenmiştir. İAB üstlenmiş olduğu bu görevinin bilincinde olarak, altın ve finans sektörleri için ilk sayılabilecek bir çok yeniliği hayata geçirmiştir.

İstanbul Altın Borsasının kurulması ile büyük oranda sadece ziyet eşyası formunda bir saklama ve değer koruma aracı olarak görülen altın, Türk halkına külçe formunda da bir yatırım aracı olarak sunulmaktadır. Ayrıca Sermaye Piyasası Mevzuatında yapılan değişiklikler yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları dünya fiyatlarından altını portföylerine alabilme imkanı tanımıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yayınlanan Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde, yatırım ortaklıklarının çıkarılmış sermaye ve yedek akçe toplamalarının %10'unu altın ve diğer kıymetli maddelere yatırma imkanı verilmiştir. Yine SPK tarafından yayınlanan Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde, fon türleri arasında Altın ve Diğer Kıymetli Fonu bulunmaktadır. Aynı tebliğde Karma Fon da tanımlanmaktadır. Hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli maddelerle, bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden olu-

şan ve her birinin değeri fon portföy değerinin %20'sinden az olmayan fonlar Karma Fonlardır.

**Grafik 2: Dünya ve Yerel (Türkiye) Altın Fiyatları (1978-1999)**



Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Verileri

Bugün Türk halkı, yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları, Ekim 1999 itibariyle 60 üyesi bulunan İAB Kıymetli Madenler Piyasasından, herhangi bir üye aracılığıyla dünya fiyatlarından altın almak ya da satmak imkânına sahiptir.

İAB, platin ve altının yanı sıra, gümüşün de kıymetli maden olarak tanımlanmasının ardından, Kıymetli Madenler Piyasası bünyesinde 9 Temmuz 1999 tarihinde Gümüş ve Platin Piyasasını açmıştır. Böylece Gümüş ve Platin Piyasasında rekabetçi fiyat oluşumları sağlanarak dünya fiyatları ile yerel fiyatlar arasındaki fark elimine edilmiştir.

İAB yıllık altın arzının %30'unu sağlayan standart dışı altın işlemlerinin kurumsal bir yapı içinde güvenli bir ortamda yapılabilmesini sağlamak amacıyla 1 Ekim 1999 tarihinde Kıymetli Madenler Piyasasında standart dışı altın işlemlerine başlamıştır. İAB standart altın işlemlerinin Borsa çatısı altına alınmasıyla, standart dışı altın işlemlerinde en büyük problem olarak görülen ayar ve güven sorunlarının ortadan kaldırılmasını amaçlamaktadır.

Diğer yandan, Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası ve Kıymetli Maden-

lere Dayalı Menkul Kıymetlere ilişkin çalışmalara öncelik verilmiş bulunmaktadır.

Bu çalışmada altın ile sermaye piyasalarının diğer en önemli iki yatırım aracı olan hisse senetleri ve devlet iç borçlanma senetleri birbirleriyle karşılaştırılarak, altının bir yatırım portföyünde bulunmasının risk yönetimi açısından yararları incelenmeye çalışılmıştır.

Ekte detayları sunulan çalışmadan ortaya çıkan sonuçlar aşağıdaki gibidir;

- a) Altın ve ABD Doları bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi standart sapma/ortalama değerleri karşılaştırıldığı zaman altının fiyat hareketliliğinin göreceli olarak fazla olmadığı buna karşın İMKB-100 Endeksinin getirisine göre aşırı fiyat dalgalanmaları-yüksek fiyat hareketliliği riski- gösterdiği görülmektedir. İncelenen dönemlerdeki standart sapma değerlerinin ortalaması alındığında altın için ortalama standart sapma değeri %35,83; İMKB-100 Endeksinin ortalama standart sapma değeri ise %113,90'dır.
- b) Yapılan analiz, kriz zamanlarında İMKB Ulusal-100 Endeksinin ABD Doları bazında büyük miktarda zarar ettirdiğini buna karşın, altının kriz zamanlarında 'güvenli bir liman' olma özelliğine sahip olduğunu göstermektedir. Bu durumun daha iyi görülebilmesi için 94-95 dönemi özel olarak incelenmiştir.

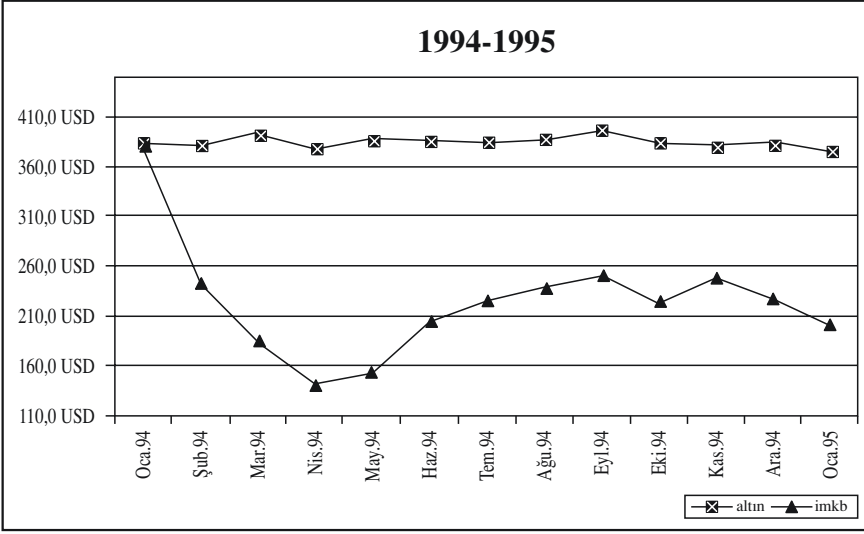
Rakamlarla ifade edildiğinde 1994-1995 periyodunda altının %2,1 değer kaybettiği buna karşın, ABD Doları bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksinin %47,3 oranında gerilediği görülmektedir.

Sonuç olarak bir yatırım portföyünde altın bulundurmanın risk yönetimi açısından önemi aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

- a) Altın, hisse senetleri ve sabit getirili (DİBS) yatırım araçlarıyla negatif ya da sifıra yakın korelasyona sahip bir yatırım aracıdır. Bunun anlamı altın fiyatlarının hareketinin, hisse senetleri ve DİBS fiyat hareketleriyle ters yönde olmasıdır. Altın içeren bir portföy, altın içermeyen bir portföye oranla daha az fiyat değişim riskine (volatility risk) sahiptir. Fiyat değişim riskinin önemli derecede azalması portföy kazancının artmasına neden olur.
- b- Nakit para olarak değerlendirilmesi ve göreceli olarak daha likit olması nedeni ile diğer alternatif yatırım araçları ile karşılaştırıldığında altın bir üstünlüğe sahiptir. Altın özellikle kriz zamanlarında, hisse senetleri büyük miktarlarda değer kaybetmesine rağmen yatay bir seyir izleyerek zarar ettirmemiştir.

- c- Altının likidite ihtiyacı riski göreceli olarak oldukça düşüktür. Örneğin incelenen bazı periyotlarda sadece İMKB Ulusal-100 Endeksinden oluşan bir portföyde, zararı realize etmeden likidite sağlayabilmek için 6-7 yıl (90-99, 91-99 periyotları gibi) beklemek gerekmektedir.

**Grafik 3: Altın Fiyatları ve ABD\$ Bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi (1994-1995)**

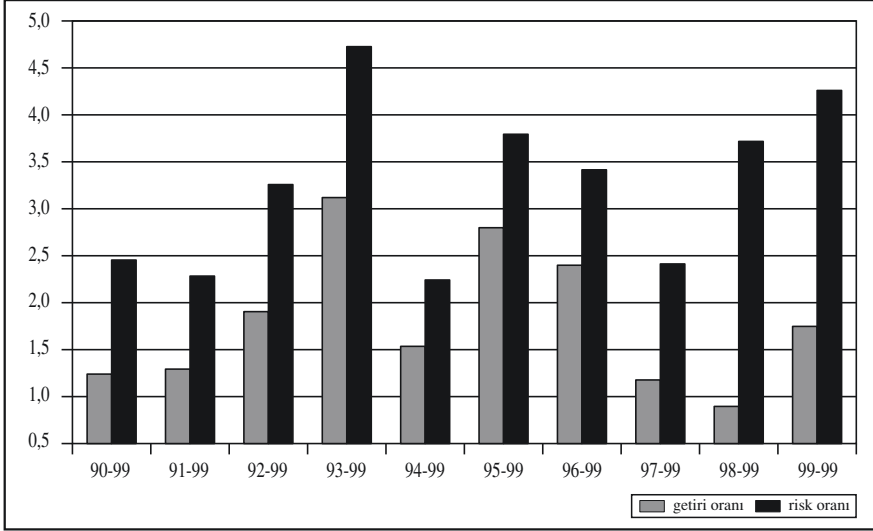


## VII. Kantitatif Çalışmanın Metodolojisi

### 7.1. Analizin Amacı

Yapılan çalışmanın amacı aylık altın fiyatları ile ABD Doları bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksinin getiri ve risklerinin karşılaştırılarak; bu iki verinin, makro-ekonomik dengelerdeki değişmelere (kriz dönemleri ve sonrası) tepkileri, getirilerinin hesaplanması ve standart sapmalarının hesaplanması ile risk analizlerinin yapılmasıdır. Ayrıca bu analizlere ek olarak 30 gün vadeli Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ABD Doları bazında Performans Endeksi kullanılarak çalışmanın kapsamı genişletilmiştir. Ancak, DİBS Performans Endeksi İMKB tarafından 1996 yılından bu yana yayımlandığı için altın, ABD Doları bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi ve 30 gün vadeli İMKB DİBS Performans Endeksi çalışmada ayrı bir bölüm olarak ele alınmıştır.

**Grafik 4: Altın ve ABD\$ Bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi Getiri-Risk Oranları Karşılaştırması**



### 7.2. Zaman Aralığı

Karşılaştırma yapılan zaman aralığı 31 Ocak 1990-28 Ekim 1999'dur. Karşılaştırmalar 1,2,3,4,5,6,7,8,9 yıllık periyotlarda, aylık veriler kullanılarak yapılmıştır.

### 7.3. Kullanılan Veriler

Çalışmada kullanılan veriler organize piyasalardan elde edilen verilerdir. Karşılaştırma aylık bazda ve Altın LBMA ay sonu kapanış fiyatları ile ABD Doları bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi aylık kapanışları arasında yapılmıştır. İstanbul Altın Borsası'nın (İAB) kurulması ve altın ithalatının sadece Borsa üyeleri tarafından yapılmasına izin verilmesine değin dünya altın fiyatları ile yerel altın fiyatları arasında büyük dalgalanmalar görülmektedir. İAB'nin kurulması ile dünya altın fiyatları ile yerel altın fiyatları arasındaki fark elimine edilmiş olsa da analizin bütünlüğünün bozulmaması ve analiz kapsamının mümkün olduğunca geniş tutulabilmesi için bu uygulamaya gidilmiştir.

### 7.4. Analizin Yöntemi

İncelenen periyotlarla ilgili fiyat hareketlerinin eğrileri oluşturularak görsel karşılaştırmalar yapılmıştır.

Analizde altın ve İMKB-100 Endeksi korelasyon ilişkisi incelenmiştir.

Birbirinden farklı verilerin karşılaştırılabilir hale getirilebilmesi için ABD Doları bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksinin ve daha sonra da DİBS performans endeksinin, altın fiyatlarına çevrimi yapılarak, grafiklerin dönem başında aynı noktadan başlamaları sağlanmış ve sonrasında da birbirlerine göreli olarak değişimleri incelenmiştir.

Örnek: 1990-1999 periyodu için:

31 Ocak 1990 tarihinde

ABD Doları bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi = 1,566810 ABD Doları

31 Ocak 1990 tarihindeki altının

LBMA kapanış fiyatı = 411,45 ABD Doları / ons

Sabit çarpan =  $411,45 / 1,566810 = 262,603634$

Bu sabit çarpan her ay için ayrı ayrı ABD Doları bazlı İMKB

Ulusal-100 Endeksi ile çarpılır;

31 Ocak 1990 ABD Doları bazlı İMKB Ulusal-100 ABD Doları

endeksi\*262,603634 = 411,45 ABD Doları.

Daha sonra, incelenen iki yatırım aracı arasındaki korelasyon ilişkisi, Sonuçlar başlığı altında ayrı bir madde olarak incelenmiştir.

Analizde “standart sapma/ortalama” verileri fiyat hareketliliği riskinin ölçülmesinde kullanılmıştır.

$$\sigma^2 = \frac{\sum X_i^2}{N} - \bar{X}^2$$

Standart sapma, yukarıdaki varyans formülünün kareköküne eşittir. Standart sapma; risk ölçümünde yaygın olarak kullanılan bir araç olup, olasılık dağılımının yayılımını gösterir. Küçük değerli bir standart sapma, olasılık dağılımının daralmasını ve yatırımın daha küçük bir riske sahip olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte bir çevrim işlemi yapıldığı için standart sapma verilerinin herhangi bir işleme tabi tutulmaksızın incelenmesi çevrim etkisinin yanlış yorumlamaya yol açmasına neden olacaktır. Bu nedenle fiyat hareketliliği riski standart sapma/ortalama ( $\sigma/\mu$ ) verisi kullanılarak yapılmıştır.

## 7.5. Varsayımlar

Analizde yatırımcının incelenen periyodun sonuna kadar portföyünü elde tuttuğu varsayılmaktadır.

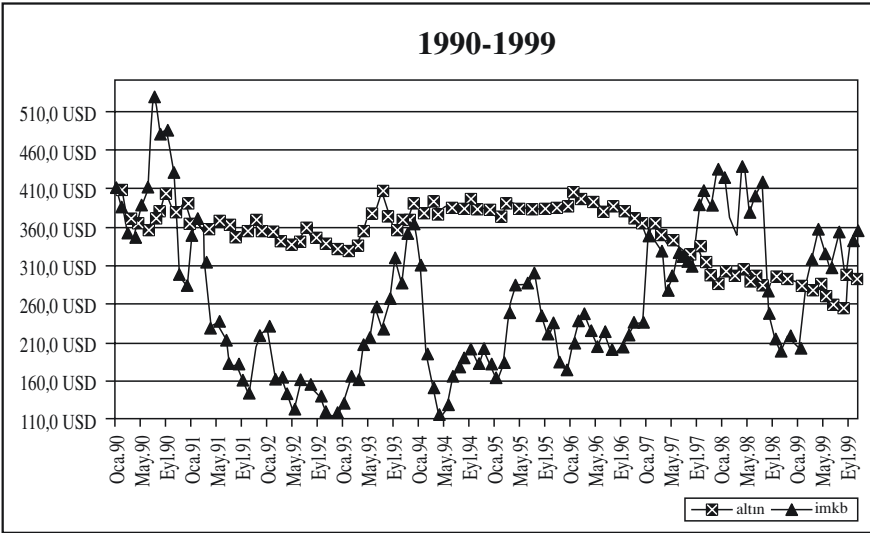
### VIII. Grafik Analizleri

Değişik zaman dilimlerinde İMKB Ulusal-100 endeksine ve altına aynı miktarlarda ve aynı tarihten itibaren yatırım yapan bir yatırımcının ne kadar kazanç sağladığını gösteren ekteki grafikler incelendiğinde değerlendirilen periyotlar bazında farklı sonuçlarla karşılaşılmaktadır;

#### a) 90-99 Periyodu

Bu periyot incelendiğinde ABD Doları bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksinin 31 Ocak 1990 tarihinden Eylül 1997 tarihine, kadar altının getirisinin altında bir getiri sağladığı görülmektedir. 90-99 periyodunun sonunda İMKB-100 Endeksinin getirisi (-%12,76), altının getirisinin (-%28,67) yaklaşık olarak 15 puan üstünde olmasına rağmen, standart sapma / ortalama verileri karşılaştırıldığında, İMKB-100 Endeksinin riskinin, altınının riskinden %291 yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

**Grafik 5: Altın Fiyatları ve ABD\$ Bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi Hareketleri (1990-1999)**



Analizde yatırımcının 1990-1999 periyodu boyunca yatırımını bozmadığı varsayılmakla birlikte, likidite ihtiyacı riskinin de göz ardı edilmemesi gerekmektedir. Likidite ihtiyacı riski yatırımcının zorunluluk halinde o andaki cari fiyatlardan yatırımını realize etmesi durumunda kalması riskidir. Örneğin bir fon yöneticisi, yatırımcıların fon katılım belgelerinin geri dönüşünü nakit olarak anında gerçekleştirmek zorundadır. Bu durum, fon

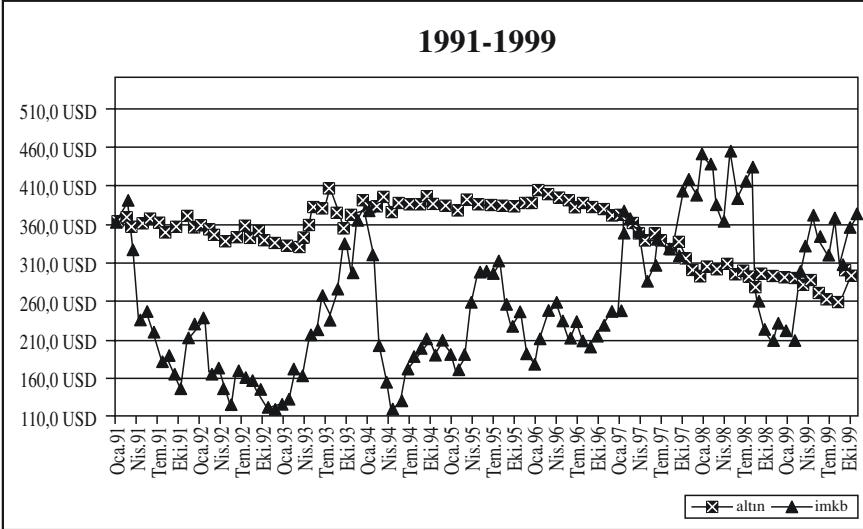
yöneticisinin o anda pozisyondan zarar ediyor olması durumunda dahi, portföyündeki varlıklardan bazılarını satmak zorunda kalacağı anlamına gelir. İMKB Ulusal-100 Endeksinin fiyat hareketliliği riskine ek olarak alının ile kıyaslandığında çok büyük bir likidite riski içerdiği görülmektedir. 1990 başlarında İMKB Ulusal-100 Endeksine yatırım yapan bir fon yöneticisi çok uzun bir süre (8 seneden fazla) likidite ihtiyacını karşılamak için portföyündeki varlıkları oldukça büyük bir zararla satmayı kabullenmek zorunda kalmıştır.

### b) 91-99 Periyodu

Bu periyotta, 90-99 periyodu ile benzer sonuçlara ulaşılmıştır.

91-99	Altın	İMKB-100
$\sigma$ (%)	38,97	87,55
Getiri (%)	-19,83	1,54
$\sigma/\mu$	0,11	0,32

**Grafik 6: Altın Fiyatları ve ABD\$ Bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi Hareketleri (1991-1999)**



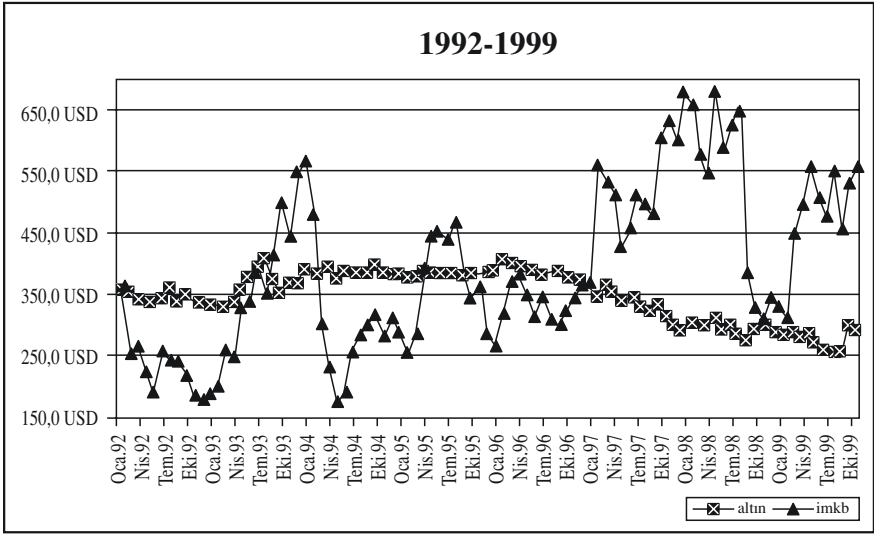
### c) 92-99 Periyodu

İMKB-100 Endeksi altın fiyatları eğrisine göre dalgalı bir seyir izlemiş bazı dönemlerde, altın fiyatları eğrisinin üstüne çıkmış bazı dönemler ise



altında kalmıştır. Söz konusu periyotta, İMKB Ulusal-100 Endeksinin daha önce izlenen dönemlere göre likidite ihtiyacı riskinin azaldığı söylenebilir. 92-99 döneminde İMKB-100 Endeksinin getiri oranı artmış olmasına rağmen riski de artmıştır.

**Grafik 7: Altın Fiyatları ve ABD\$ Bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi Hareketleri (1992-1999)**



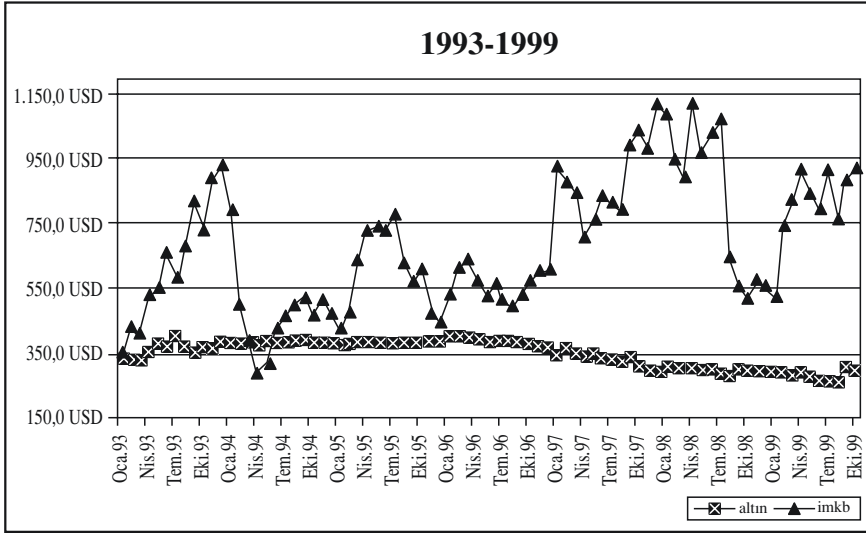
Yüksek riskin yüksek kazanç sağlaması zaten tüm yatırım kararlarının alınması sırasında yapılan bir öngördür. Önemli olan getiri/risk oranının belirlenmesi ve realize edilen getirinin alınan riski karşılayabiliyor olmasıdır. Katlanılabilir risk seviyesi her yatırımcı için farklılık gösteriyor olsa da, yatırımcının rasyonel karar alabilme yeteneğine sahip olduğu varsayımıyla hareket edildiğinde İMKB Ulusal-100 Endeksi için alınan riskin realize edilen getiriyi karşılayamadığı söylenebilir. (İMKB Ulusal-100 Endeksi için alınan risk, altına yatırım için alınan riskin %309 üstünde iken getiri oranı sadece %190'dır).

92-99	Altın	İMKB-100
$\sigma$ (%)	41,11	133,55
Getiri (%)	-17,73	6,25
$\sigma/\mu$	0,11	0,34

#### d) 93-99 Periyodu

İMKB Ulusal-100 Endeksi periyodu olduğunu söylemek mümkündür. Bu dönemde İMKB Ulusal-100 Endeksi likidite ihtiyacı riskinin daha az olduğu görülmektedir.

**Grafik 8: Altın Fiyatları ve ABD\$ Bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi Hareketleri (1993-1999)**

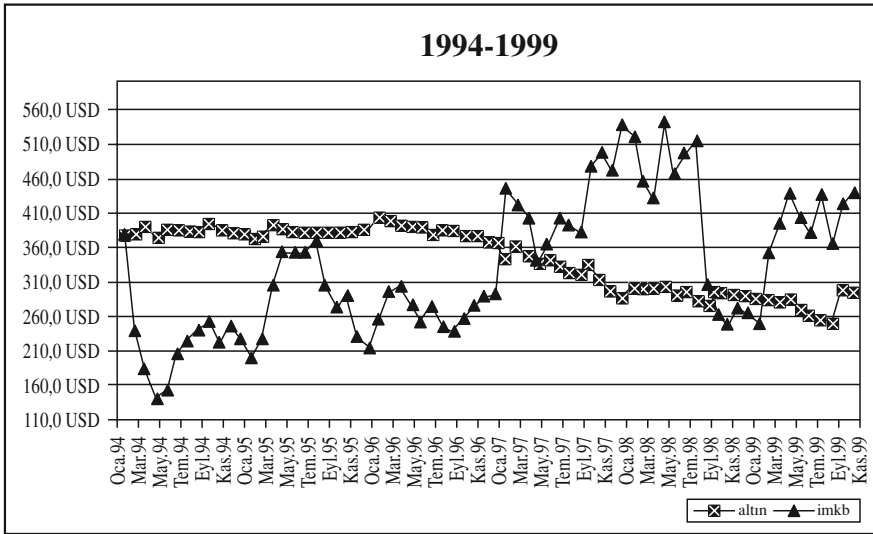


93-99	Altın	İMKB-100
$\sigma$ (%)	43,92	207,603
Getiri (%)	-10,98	178,03
$\sigma/\mu$	0,12	0,34

### e) 94-99 Periyodu

1994 yılında yaşanan krizin İMKB Ulusal-100 Endeksini çok önemli oranda etkilediği görülmektedir. İMKB Ulusal-100 Endeksi 31 Ocak 1994 tarihindeki seviyesine ancak 1997 yılının Ocak ayında ulaşabilmiştir. Bununla birlikte altın 1994 krizinden hemen hemen hiç etkilenmemiştir. Bu durum altının kriz dönemlerinde güvenli bir liman olma özelliğini göstermektedir.

**Grafik 9: Altın Fiyatları ve ABD\$ Bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi Hareketleri (1994-1999)**

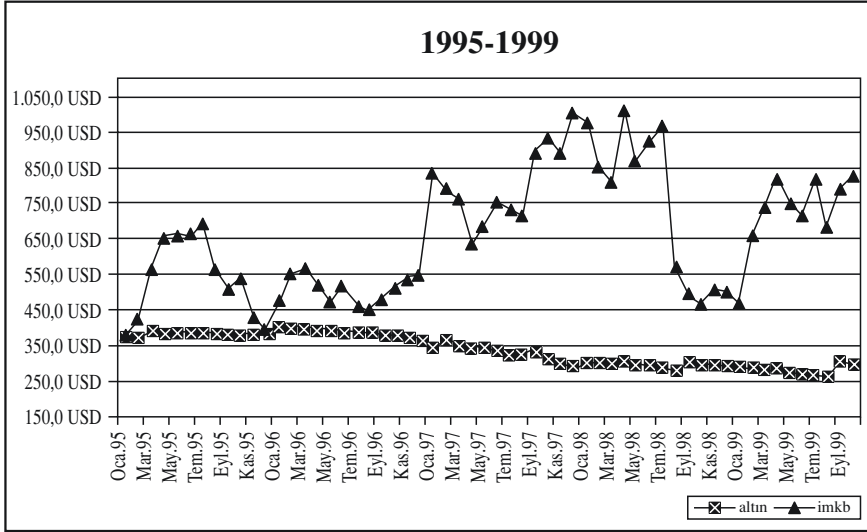


94-99	Altın	İMKB-100
$\sigma$ (%)	45,97	101,12
Getiri (%)	-23,17	15,58
$\sigma/\mu$	0,14	0,30

### f) 95-99 Periyodu

95-99 periyodunda, 93-99 periyodunda söylenenleri tekrar etmek mümkündür. Ek olarak yaklaşık 2 kat daha riskli olmasına karşılık, İMKB Ulusal-100 Endeksi sürekli olarak altının üstünde bir getiri sağlamıştır.

**Grafik 10: Altın Fiyatları ve ABD\$ Bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi Hareketleri (1995-1999)**

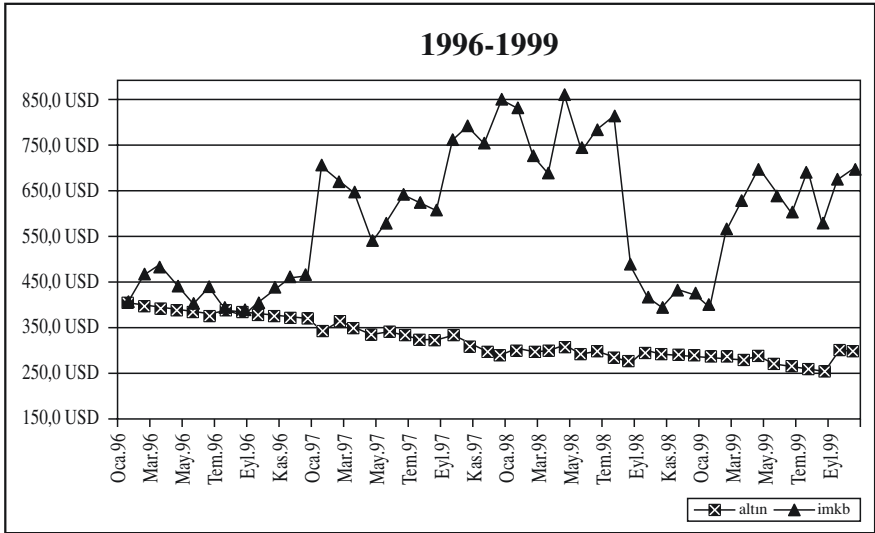


95-99	Altın	İMKB-100
$\sigma$ (%)	46,31	178,08
Getiri (%)	-21,70	19,43
$\sigma/\mu$	0,15	0,26

**g) 96-99 Periyodu**

96-99 periyodunda, 93-99 periyodunda söylenenleri tekrar etmek mümkündür. Bununla birlikte 93-99 ve 95-99 periyotları ile karşılaştırıldığında, İMKB Ulusal-100 Endeksi fiyat hareketliliği riskinin 96-99 periyodunda hemen hemen aynı seviyelerde olduğu ancak getiri seviyesinin oldukça azaldığı görülmektedir.

**Grafik 11: Altın Fiyatları ve ABD\$ Bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi Hareketleri (1996-1999)**

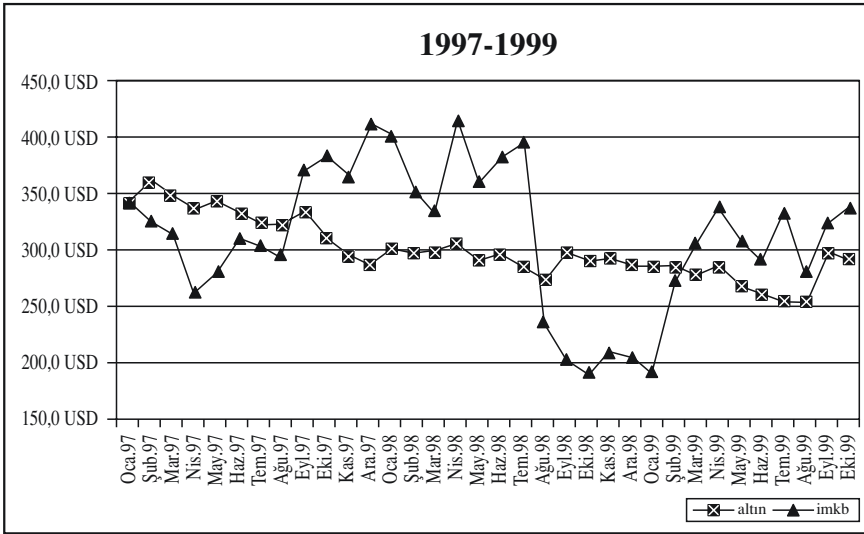


96-99	Altın	İMKB-100
$\sigma$ (%)	44,27	150,39
Getiri (%)	-27,74	73,4
$\sigma/\mu$	0,14	0,25

### h) 97-99 Periyodu

97-99 periyodunda İMKB Ulusal-100 Endeksinin altın karşısında oldukça dalgalı bir seyir izlediği gözlenmektedir. Son üç dönemde göreceli olarak az olan likidite ihtiyacı riski, bu dönemde artış göstermiştir ve İMKB Ulusal-100 Endeksi bu riske rağmen dönem sonunda pozitif getiri bile sağlayamamıştır.

**Grafik 12: Altın Fiyatları ve ABD\$ Bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi Hareketleri (1997-1999)**

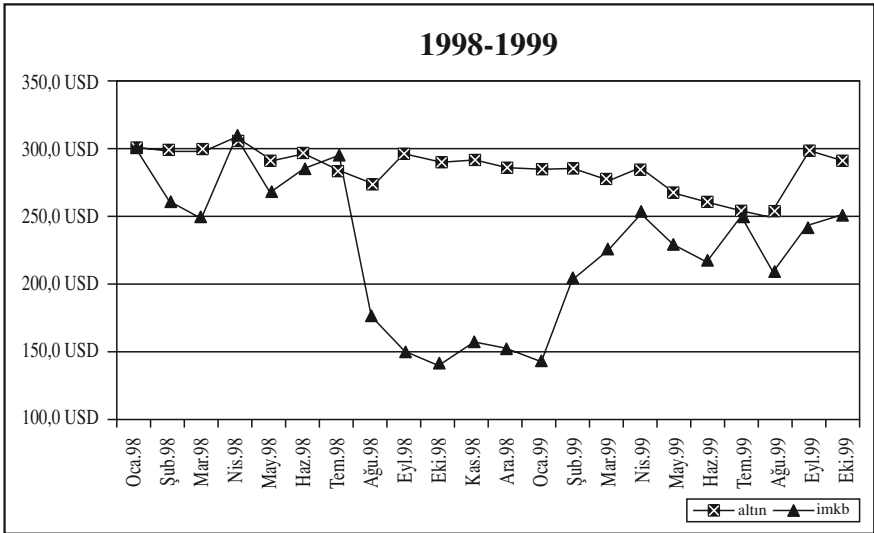


97-99	Altın	İMKB-100
$\sigma$ (%)	26,94	64,53
Getiri (%)	-14,71	-1,08
$\sigma/\mu$	0,09	0,32

### i) 98-99 Periyodu

98-99 periyodu, İMKB Ulusal-100 Endeksinin kriz zamanlarından ne kadar olumsuz etkilendiğini gösteren bir diğer periyot olarak değerlendirilebilir. İMKB Ulusal-100 Endeksinin likidite ihtiyacı riski çok yüksek seviyelerdedir. Bununla birlikte altının fiyat hareketliliği riski ve kayıp oranı oldukça azalmış, İMKB Ulusal-100 Endeksi hem fiyat hareketliliği riski hem de getiri bakımından oldukça düşük bir performans sergilemiştir.

**Grafik 13: Altın Fiyatları ve ABD\$ Bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi Hareketleri (1998-1999)**

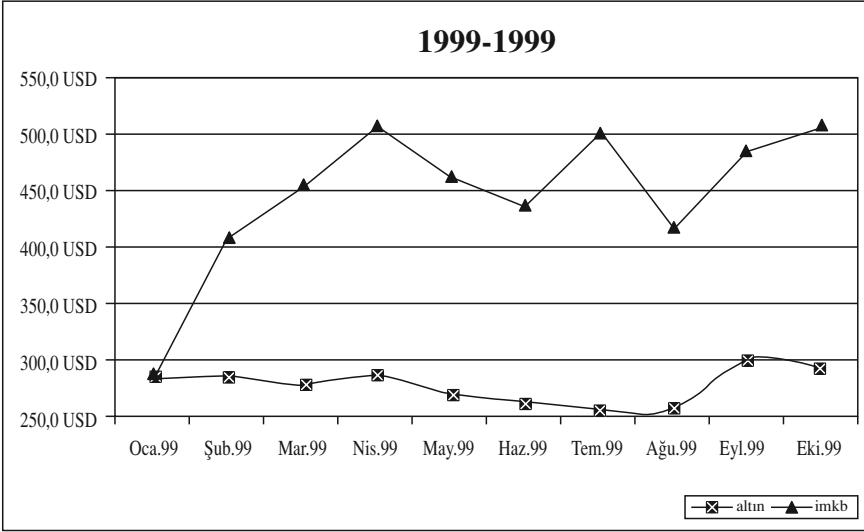


98-99	Altın	İMKB-100
$\sigma$ (%)	14,2	53,82
Getiri (%)	-2,8	-15,76
$\sigma/\mu$	0,05	0,24

### j) 99-99 Periyodu

99-99 periyodunda ilk 10 aylık dönem incelenmiştir. Bu dönemde İMKB Ulusal-100 Endeksinin bir önceki dönemde gösterdiği kötü performanstan tamamen kurtulduğu görülmektedir. Likidite ihtiyacı riski tamamen elimine olmuştur.

**Grafik 14: Altın Fiyatları ve ABD\$ Bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi Hareketleri (1999)**



99-99	Altın	İMKB-100
$\sigma$ (%)	15,55	67,25
Getiri (%)	2,59	77,45
$\sigma/\mu$	0,06	0,15

### IX. Altın-İMKB Ulusal-100 Endeksi Korelasyon Analizi

Korelasyon analizi, iki ya da daha fazla değişken arasında ilişki olup olmadığını kantitatif olarak saptamaya yarayan bir analizdir. Korelasyon analizi sadece değişkenler arasındaki ilişkinin büyüklüğünü ve yönünü saptar, buna karşın sebep ve sonuç problemi hakkında bir bilgi vermez.

Korelasyon katsayısı aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanır;



$$r_{x,y} = \frac{n\Sigma XY - (\Sigma X)(\Sigma Y)}{\sqrt{[n\Sigma X^2 - (\Sigma X)^2][n\Sigma Y^2 - (\Sigma Y)^2]}}$$

Korelasyon katsayısı (-1,+1) arasında bir değer alır.

Modern portföy kuramının kurucusu olarak bilinen Harry Markowitz, portföy yönetiminde, portföyü oluşturan enstrümanların tek başlarına risk düzeylerinin önemli olmadığını- portföy çeşitlendirmesi yapılması koşuluyla- belirli koşullar sağlandığında portföy riskinin önemli düzeyde azaltılabileceğini teorik olarak ispat etmiştir. Markowitz tarafından oluşturulan teorinin temel amacı, yatırımcıların servetlerini tek bir yatırım enstrümanına yatırmak yerine, neden çeşitlendirilmiş portföy tuttuklarını araştırmaktır. Markowitz, riskin azaltılabilmesi için portföyün içerdiği yatırım enstrümanları arasında tam pozitif korelasyon katsayısı ilişkisinin bulunmaması gerektiğini öngörmektedir.

Yatırım enstrümanları arasında tam pozitif korelasyonun bulunması durumunda, her bir yatırım enstrümanından yapılan alımlar risk düzeyinde bir azalma meydana getirmeyecektir. Çünkü yatırım enstrümanlarının riski ve beklenen getirileri aynı yönde bir gelişme gösterecektir.

Altın ve İMKB Ulusal-100 Endeksi arasındaki korelasyon ilişkisi incelenen dönemler bazında aşağıdaki Tablo'da görülmektedir.

**Tablo 11: İncelenen Dönemlerdeki Altın ve ABD\$ Bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi Korelasyon İlişkisi**

	90-99	91-99	92-99	93-99	94-99	95-99	96-99	97-99	98-99	99-99
$\rho$	-0,22	-0,43	-0,45	-0,53	-0,62	-0,55	-0,49	-0,12	0,22	0,02

Görüldüğü gibi altın ve İMKB-100 Endeksi arasındaki korelasyon katsayısı- 98-99 periyodu hariç- ya sıfır ya da sıfırın altındadır. Korelasyon katsayısının sıfır olması, altın ve İMKB Ulusal-100 Endeksinin getirileri arasında ilişki olmadığını, korelasyon katsayısının negatif olması ise; altın ve İMKB Ulusal-100 Endeksinin getirileri arasında ters bir ilişki olduğunu göstermektedir. Yani birinin değeri artarken diğeri belli ölçüde değer kaybetmekte veya tam tersi olmaktadır. Sadece altın ve İMKB Ulusal-100 Endeksini oluşturan hisse senetlerinden oluşan bir portföyde, portföy riski tamamen elimine edilemese dahi-iki yatırım enstrümanı arasında tam negatif korelasyon ( $\rho=-1$ ) olmadığı için (pratikte birbirleri ile tam negatif korelasyon ilişkisi bulunan yatırım araçları bulmak pek mümkün değildir.

Sıfıra yakın bir korelasyon katsayısının portföy riskini azaltılmasında yeterli olacağı kabul edilmektedir)- toplam portföy riski, her bir yatırım aracının tek tek sahip olduğu riskten çok daha düşük bir düzeye indirilebilir. Bu öngörüyü matematiksel formüller kullanarak aşağıdaki şekilde ifade edebiliriz;

$$\sigma_{ij} = \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j$$

$\rho_{ij}$  : korelasyon katsayısı

$\sigma_{ij}$  : kovaryans

$\sigma_i$  ve  $\sigma_j$  : yatırım enstrümanlarının standart sapma değerleri

Portföyün standart sapma değerinin bulunması için ise;

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n X_i X_j \sigma_{ij}$$

Korelasyon katsayısının sıfıra yakın olması veya negatif bir değerde portföyün toplam riskinin azalmasına neden olmaktadır.

#### **X. Altın, ABD\$ İMKB Ulusal-100 Endeksi ve 30 Gün Vadeli İMKB DİBS Performans Endeksi**

Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) Fiyat ve Performans endeksleri 2 Ocak 1996 tarihinden itibaren hesaplanmaya ve yayımlanmaya başlanmıştır. Bu nedenle altın, İMKB Ulusal-100 Endeksi ve DİBS performans Endeksi karşılaştırmalarının yapılabilmesi ancak bu tarihten itibaren mümkün olabilmektedir.

Fiyat Endeksi piyasada faizlerin değişmesi sonucunda oluşan fiyat dalgalanmalarını yansıtır. Performans Endeksi ise, tahvil ya da bononun vadeye yaklaşması nedeniyle oluşan fiyat artışları ile piyasadaki faiz oranlarında meydana gelen değişimleri yansıtmaktadır. Performans Endeksi, yatırımcı için belli bir dönemde elde edilen getirinin bir göstergesidir. Bu nedenle analizde Performans Endeksinin kullanılması analizin kapsamı açısından daha yararlıdır. Analizde ABD Doları bazında 1 aylık (30 gün) vadeli tahvil/bonoların Performans Endeksi kullanılmıştır.

ABD Doları bazında Performans Endeksinin hesaplanmasında ilk adım Türk Lirası bazında Performans Endeksinin hesaplanmasıdır. Bu endeks aşağıdaki formüle göre hesaplanır;

$P_{v,b}$  : “v” gün vadeli tahvil/bononun baz günündeki piyasa fiyatı

$P_{v,t}$  : “v” gün vadeli tahvil/bononun “t” günündeki piyasa fiyatı

$P_{v-i,t+i}$  : “t+1” gününde, itfa tarihine kadar “v-i” gün kalmış bononun fiyatı

$IP_{v,t}$  : “t” gününde “v” günlük performans endeksi

“t” gününde;

$$IP_{v,t} = \frac{P_{v,t}}{P_{v,b}} \times IP_{v,b}$$

“t+1” gününde;

$$IP_{v,t+i} = \frac{P_{v-i,t+i}}{P_{v,b}} \times IP_{v,b}$$

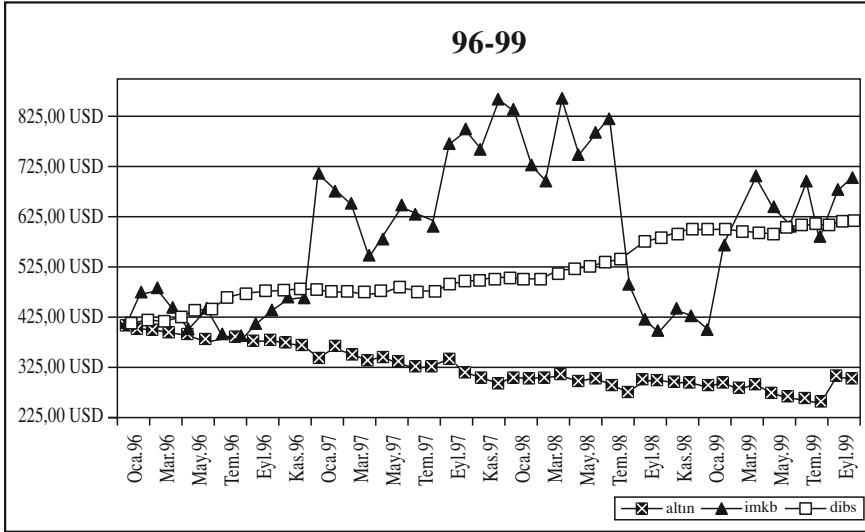
Türk Lirası bazlı endeks hesaplandıktan sonra, ABD Doları bazlı Performans Endeksi= (Türk Lirası bazlı endeks x baz tarihi Dolar kuru)/ cari ABD Doları kuru formülüyle hesaplanmaktadır. Baz tarihi 25-29 Aralık 1995 ve baz tarihi Dolar kuru 1\$=59,167.40 TL.’dir

Yapılan hesaplamalar sonunda 30 gün vadeli tahvil/bono Performans Endeksi-altın korelasyonu, 30 gün vadeli tahvil/bono Performans Endeksi-İMKB Ulusal-100 Endeksi korelasyonu, incelenen enstrümanların getiri düzeyleri; incelenen enstrümanların standart sapma, standart sapma/ortalama değerleri her periyot için ayrı ayrı olmak üzere belirlenmiştir.

#### a) 96-99 Periyodu

96-99 periyodunda en fazla getiri sağlayan yatırım aracı İMKB Ulusal-100 Endeksidir. Fiyat hareketliliği risklerine baktığımızda ise altın ve DİBS’in düşük risk seviyesine sahip olduğu görülmektedir. Risk ve getiri düzeylerine baktığımızda ise DİBS’in bu dönemde en iyi yatırım aracı olduğu söylenebilir. DİBS’in getirisi, İMKB Ulusal-100 Endeksinin getirisinin yaklaşık olarak 21 puan altında olmasına rağmen, İMKB Ulusal-100 Endeksinin riski altın ve DİBS Performans Endeksinin 2 katıdır.

**Grafik 15: Altın Fiyatları, ABD\$ Bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi ve 30 Gün Vadeli DİBS Performans Endeksi Hareketleri (1996-1999)**

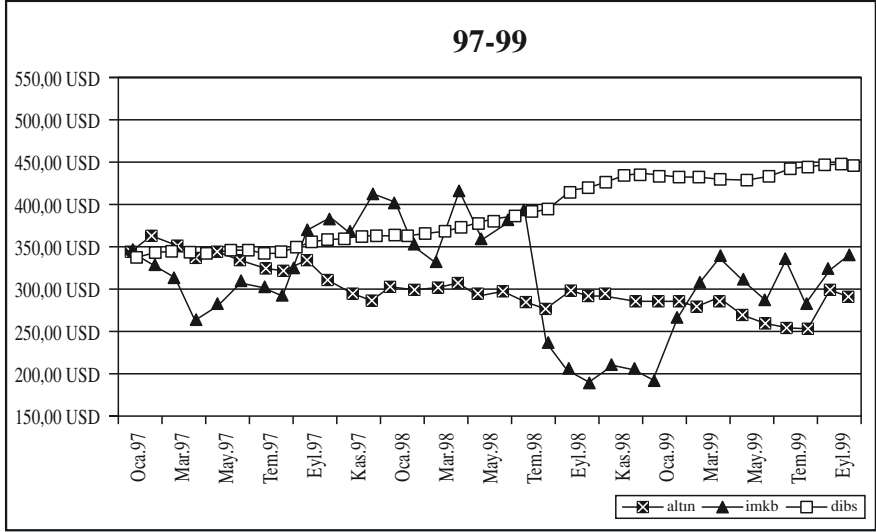


<b>96-99</b>	<b>Altın</b>	<b>İMKB-100</b>	<b>DİBS</b>
$\sigma$ (%)	44,27	150,39	63,56
Getiri (%)	-27,74	73,54	51,83
$\sigma/\mu$	0,14	0,25	0,12

**b) 97-99 Periyodu**

97-99 periyodu DİBS için çok başarılı bir dönem olarak değerlendirilebilir. DİBS'in getirisi hem altının hem de İMKB Ulusal-100 Endeksinin getirisinin çok üstünde hem de risk düzeyi çok düşüktür.

**Grafik 16: Altın Fiyatları, ABD\$ Bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi ve 30 Gün Vadeli DİBS Performans Endeksi Hareketleri (1997-1999)**

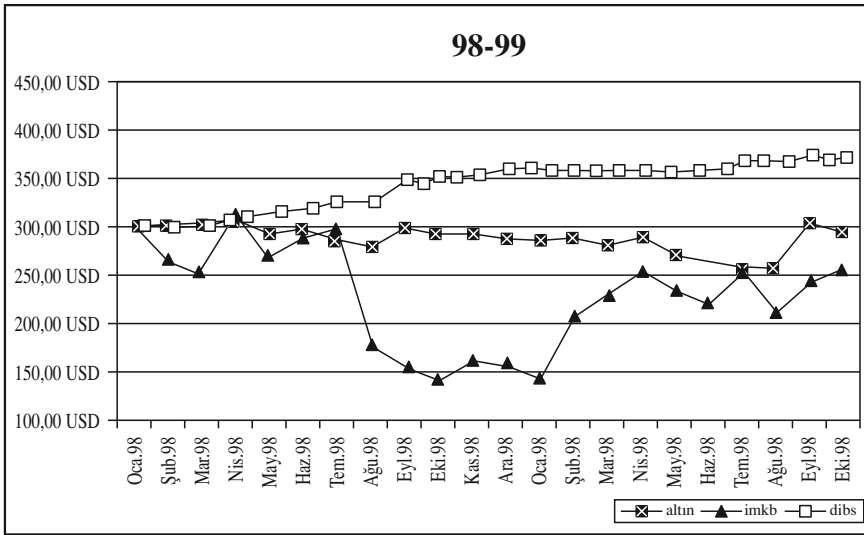


96-99	Altın	İMKB-100	DİBS
$\sigma$ (%)	26,94	64,53	39,84
Getiri (%)	-14,71	-1,08	31,35
$\sigma/\mu$	0,09	0,21	0,10

### c) 98-99 Periyodu

98-99 periyodunda İMKB Ulusal-100 Endeksi hem getiri açısından hem de risk açısından en kötü performans gösteren yatırım aracı olarak görülmektedir. DİBS en fazla getiri sağlayan yatırım aracı, altın ise en az riske sahip yatırım aracı olmuştur. DİBS'in fiyat hareketliliği riskinin getiri düzeyine rağmen altının fiyat hareketliliği riskinin çok az üstünde olması, DİBS'in hem risksiz hem de getirisi yüksek bir yatırım aracı olduğunu kanıtlamaktadır.

**Grafik 17: Altın Fiyatları, ABD\$ Bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi ve 30 Gün Vadeli DİBS Performans Endeksi Hareketleri (1998-1999)**

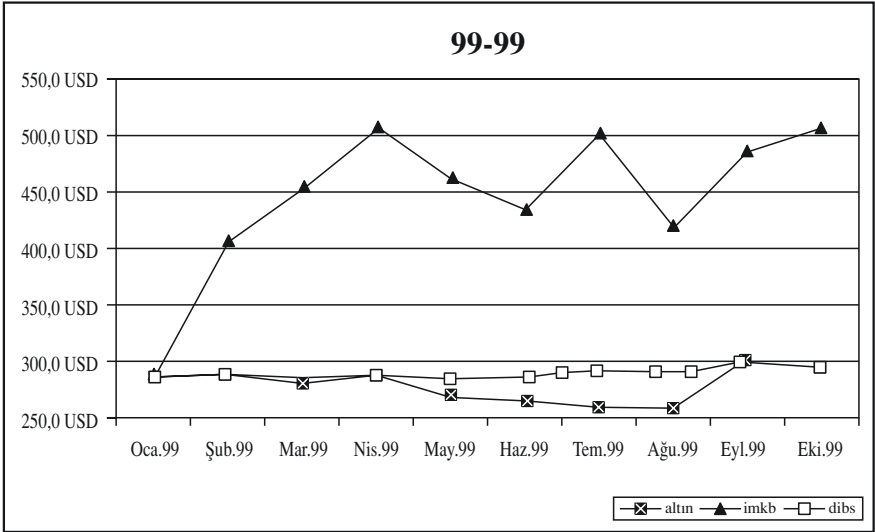


96-99	Altın	İMKB-100	DİBS
$\sigma$ (%)	14,52	53,82	24,95
Getiri (%)	-2,88	-15,76	22,02
$\sigma/\mu$	0,05	0,24	0,07

**d) 99-99 Periyodu**

99 yılının ilk 10 aylık döneminde getiri şampiyonu İMKB Ulusal-100 Endeksidir. Bununla birlikte tüm yatırım araçları pozitif getir sağlamışlardır. DİBS fiyat hareketliliği riski rekor bir düşük seviyeye gerilemiştir.

**Grafik 18: Altın Fiyatları, ABD\$ Bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi ve 30 Gün Vadeli DİBS Performans Endeksi Hareketleri (1999)**



96-99	Altın	İMKB-100	DİBS
$\sigma$ (%)	15,55	67,25	5,05
Getiri (%)	2,59	77,45	2,90
$\sigma/\mu$	0,06	0,15	0,02

30 gün vadeli DİBS performans endeksinin altın ve İMKB Ulusal-100 Endeksi ile korelasyon katsayıları aşağıdaki tabloda verilmiştir. Bu korelasyon katsayılarından anlaşıldığı üzere altın ve DİBS büyük oranda negatif korelasyon ilişkisi içindedir. Bu durum bize özellikle kriz zamanlarında altın ve DİBS yatırım enstrümanlarının portföyün toplam riskinin azaltılmasında çok önemli yatırım enstrümanları olduğunu göstermektedir.

**Tablo 16: 30 Gün Vadeli İSE DİBS Performans Endeksinin Altın ve ABD\$ Bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi ile Korelasyon İlişkisi**

DİBS-ALTIN	96-99	97-99	98-99	99-99	DİBS-İMKB-100	96-99	97-99	98-99	99-99
$\rho$	-0,87	-0,79	-0,53	0,17	$\rho$	0,18	-0,40	-0,51	0,34

## XI. Sonuç

Bu çalışmada altın ve sermaye piyasalarının diğer en önemli iki yatırım aracı olan hisse senetleri devlet iç borçlanma senetleri birbirleri ile karşılaştırılarak, altının bir yatırım portföyünde bulunmasının risk yönetimi açısından yararları incelenmeye çalışılmıştır.

Ortaya çıkan sonuçlar aşağıdaki gibidir;

- 1- Altın ve İMKB Ulusal-100 Endeksi standart sapma/ortalama değerleri karşılaştırıldığı zaman, altının fiyat hareketliliğinin göreceli olarak fazla olmadığı buna karşın İMKB Ulusal-100 Endeksinin getirisine göre aşırı fiyat dalgalanmaları-yüksek fiyat hareketliliği riski- gösterdiği görülmektedir. İncelenen dönemlerdeki standart sapma değerlerinin ortalaması alındığında altın için ortalama standart sapma değeri %35,83; İMKB-100 endeksinin ortalama standart sapma değeri ise %113,90'dır.
- 2- Yapılan analiz, kriz zamanlarında İMKB Ulusal-100 Endeksinin ABD Doları bazında büyük miktarda zarar ettirdiğini buna karşın, altının kriz zamanlarında 'güvenli bir liman' olma özelliğine sahip olduğunu göstermektedir. Bu durumun daha iyi görülebilmesi için 94-95 dönemi özel olarak incelenmiştir Rakamlarla ifade edildiğinde 1994-1995 periyodunda altının -%2,1 değer kaybettiği buna karşın, ABD Doları bazlı İMKB-100 endeksinin -%47,3 oranında gerilediği görülmektedir. Sonuç olarak bir yatırım portföyünde altın bulundurmanın risk yönetimi açısından önemi aşağıdaki şekilde sıralanabilir:
  - a- Altın, hisse senetleri ve sabit getirili (DİBS) yatırım araçlarıyla negatif ya da sifıra yakın korelasyona sahip bir yatırım aracıdır. Bunun anlamı altın fiyatlarının hareketinin hisse senetleri ve DİBS fiyat hareketleriyle ters yönünde olmasıdır. Altın içeren bir portföy, altın içermeyen bir portföye oranla daha az fiyat değişim riskine (volatility) sahiptir. Fiyat değişim riskinin önemli derecede azalması portföy kazancının artmasına neden olur.
  - b- Nakit para olarak değerlendirilmesi ve göreceli olarak daha likit olma-



sı nedeni ile diğer alternatif yatırım araçları ile karşılaştırıldığında altın bir üstünlüğe sahiptir. Altın özellikle kriz zamanlarında hisse senetleri büyük miktarlarda değer kaybetmesine rağmen yatay bir seyir izleyerek zarar ettirmemiştir.

- c- Altının likidite ihtiyacı riski göreceli olarak oldukça düşüktür. Örneğin incelenen bazı periyotlarda sadece İMKB-100 endeksinden oluşan bir portföyde, zararlı realize etmeden likidite sağlayabilmek için 6-7 yıl (90-99, 91-99 periyodu gibi) beklemek gerekmektedir.

### **Kaynakça**

- Scott-Ram, Richard, “*Gold in Today’s Investment*,” Alchemist, June 1998
- Mason, Robert D., Lind, Douglas A., Marchal, William G., Statistics, 1988
- Çıtak, Serdar, “*Geleneksel Risk Yönetiminden Programlanmış Menkul Kıymet İşlemlerine*” İstanbul, 1999.
- Kayra, Cahit, “*Türkiye’de Serbest Piyasada Altın Ticareti*,” Maliye Tetkik Kurulu. 1979
- Kılıç, Ali, “*Dünya’da ve Türkiye’de Altın*,” Maliye Bakanlığı Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Yayını, 1985
- Gold Fields Mineral Services, Gold 1993, Gold 1997, Gold 1998.
- Harmston, Stephen, “*Gold as a Store of Value*,” Dünya Altın Konseyi Yayınları, No:22
- “Kıymetli Madenler ve Piyasaları”, İstanbul Altın Borsası Yayınları-2, 1999
- TCBM web sitesi
- İMKB web sitesi
- Uluslararası Para Fonu web sitesi



## TÜRKİYE EKONOMİSİNDE GÜNEYDOĞU ANADOLU PROJESİNİN ÖNEMİ

Kenan MORTAN\*

### I. Bölge kalkınmasına Teorik Yaklaşım

V. Thünen'in (1826) "alan kullanımı teorisi" bu alanda ilktir. "Ekonomik yasalar, etkin alan kullanımına götürür mü?" sorusu, tarımsal alanların farklı konumu olayı dengeye götürür görüşüyle bir ilk yaklaşım örneğidir.

Christaller'in (1933) "Merkezi Alanlar Teorisi" kamusal teşviklerin ekonomik faaliyetlerin farklı alan kullanımı davranışına yöneldiği açıklar. Teoride poli-polistik davranışlar olarak anılan bu görüşler, ekonomik davranışlarda farklılıkları anlatması bakımından önemli bir bakıştır.

Lösch'ün (1940) "Pazar Ağları Teorisi" ürün ihtisaslaşması/yer seçimi/çekim alanı üçlüsünü birlikte yorumlayan bir ilk teori olarak anılır. Lösch yerinde teşvikler ve rasyonel davranışlar altında, heksagonal kent sel ağ oluşabileceğini göstermiştir. Bu rasyonel kullanım Isaard (1956) tarafından geliştirilerek, günümüzde modern kentin anlatımında bir bakış açısı haline gelmiştir.

M.E. Eliot Hurst ise kentsel alan seçimindeki yanlışları "ekonomik adam"ın "ekonomi-dışı-tavırlı adam"a dönüşmesi olarak tanımlar.

Bölgesel gelişime teorilerine bakışı açısından neoklasik teori; üretim faktörü hareketlerinin, otomatik pazar mekanizmalarıyla, uluslararası faktör dağılımındaki dengesizliklerin giderilebileceği görüşündedir. Ancak bu tür otomatik mekanizmaların kentleşme ve alan kullanımında hiçbir biçimde geçerli olmadığı ve hayat bulmadığı görülmektedir.

Bölgesel gelişimde post-keynezyen görüş örneği olarak Herbert Schmidt (1966) yatırımlarda alansal dağılımı incelemiştir. Buna göre, ülke az gelişmiş olduğu oranda (6000 \$ k.b. gelirin altı düzey) yatırımlarda uçlaşma hali (polirizasyon etkisi) yaşamaktadır. Çekirdek bölgede yapılan yatırımların tamamlayıcı etkisi yine bu bölgede görülmektedir. Bu ampi-

---

\* Prof. Dr. Kenan Mortan.

Fax: (0212) 225 27 76 E-posta: mortank@ibm.net

rik bulgu Schmidt'i kentsel alanları "büyüyen", boşalan ve dengesiz/kayıtsız" şeklinde üçlü bir ayırımına götürmüştür. Bu yaklaşım, GAP'ı çekirdek bölge (primat alan) olarak anlatılmasında bir ölçüt özelliği taşımaktadır.

J.S. Duesenbery (1950) bir kentsel (bölgesel) alanların gelişmesini ihracat sektörünün gelişmesi ve dış ticaretin talep genişlemesiyle ilintili olduğunu ileri süren bir "İhracat Bazlı Teori" geliştirir. Buna göre "temel etkinlikler" olarak tanımlanan ihracat faaliyeti "temel-olmayan-etkinlikler" tüm türev faaliyetleri ortaya çıkarır. Bu yaklaşım, GAP'da muhtemel gelişmeleri kısmen açıklayabilmektedir.

Endojen Gelişme Tercihleri kentsel alanda temel gelişme biçiminin dışsal değil, içsel dinamikten kaynaklandığını anlatır. Bu teori; GAP'ın merkez alanlar dışında kalan diğer bölgelerin özel teşviki halinde bile, bunun otomatik kalkınma sağlamayacağı görüşündedir.

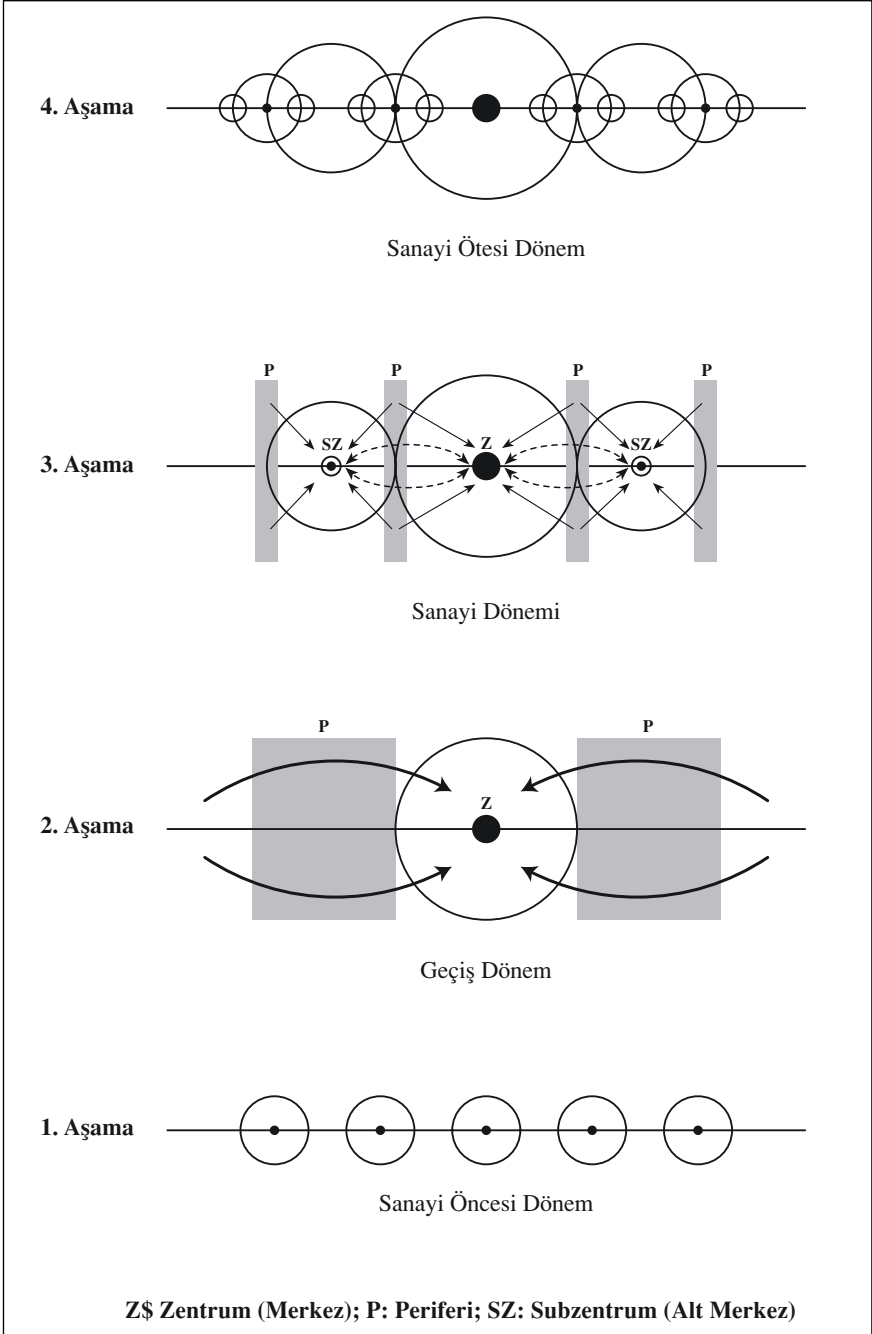
Polarizasyon (Uç) Teorisi J. Schumpeter'e (1911) ait olup,, G. Myrdal (1957) tarafından geliştirilmiştir. Büyümenin sektörel dengesizlik yarattığını gösteren Schumpeter'i, Myrdal merkez bölgedeki yatırım/büyümenin yayma etkisinden çok toplama etkisi görüşüyle tamamlar. Bununla; 1) Üretim faktörleri serbestisinin sadece bölgesel dengesizlik yarattığını, 2) Ülkenin fakir olduğu oranda etkinin yoğun olduğunu gösterir.

Bölgesel/alansal gelişmenin büyük ismi J. Friedman, 4 aşamadan oluşan gelişme aşamalarında (sanayi öncesi dönem, geçiş dönemi, sanayi dönemi, sanayi ötesi dönem) her birinin kendine uygun bir iklim yarattığını ortaya koyar. Her aşama ayrıca uygun bir yerleşim prototipi (konumlanması) verir. Kalkışa geçiş döneminde olan yörede yatırımlar ve fiziki yerleşim bir tek merkezde yoğunlaşır.

Bu aşamada bu bölge diğer bölgelerin üretim faktörlerini buraya taşır. Yer dağılımı (düzeni) istikrarsız olur, her şey periferi'den (taşra) (P) bu merkeze (Z) akar.

GAP şimdi bir sonraki aşamaya geçerek çok çekirdekli (sub-merkezler) (SZ) oluşum noktasına gelmiştir. Ancak bu noktada bile GAP'da dengeli bir bölgesel dağılım yaratmaktan çok, bir yığılma (aglomerasyon) hali yaşanmaktadır.

"Coğrafi Sanayileşme" teziyle Starper ve Walker (1989) "sanayiler bölgeleri yaratır (üretir)" görüşüne varırlar. Bununla, bölgesel dinamiklerin ve yaratıcılığın yerleşim yeri avantaj ve ekonomi-dışı-etkilerle mümkün olduğu teziyle, merkez alanlar görüşü haklı çıkarılır.



## II. Dünya Uygulaması Işığında Bölgesel Kalkınma Deneyi Dersleri

Nobel Ekonomi Ödülü'nün sahibi Gunnar Myrdal kendisine bu alandaki ödülün verilmesini sağlayan "Ekonomi Teorisi ve Az Gelişmiş Yörelere" başlıklı çalışmasında "Miras aldığımız teorinin yetersizliğini" vurgular. "İstikrar içinde dengeli büyümeden bir yanlış analogi" olarak sözeder "Ekonomi-dışı faktörlerin gözetilmesi" gerektiğinden hareketle, "İktisat teorisinde yeni düşüncelerin üretilmesinin zorunluluğunu" dileğiyle eserini tamamlar<sup>1</sup>.

Myrdal'a göre yanlış nelerdir? Ona göre, homojen alanlar arasında oluşan eşitsiz gelişmenin yasaları vardır. Gelir ve harcama devreleri yayılışları sırasında "circulus vitiosus" şeklinde karşılıklı denge esaslarından çok, karşılıklı zıt etkiler altında kalmakta ve bu püskürtme etkisinden (backwash effect) çok yayılma etkisini (spread effect) geçerli kılmaktadır.

Kastedilen, bölgesel kalkınmada üretim faktörlerinin optimal dağılımını öngören; büyüme, istikrar ve bölgelerarası denge hedeflerinin ayrı ayrı, ya da birarada yürütülmesini öngören bölgesel entegre sosyo ekonomik gelişme stratejisinin<sup>2</sup> mümkün olmadığıdır. Öngörülen büyüme kutbu ve bu kutbun belli bir zaman diliminde yığılma merkezi olarak sürükleyici fonksiyon kazanması pratikte hiç bir dünya deneyinde yaşanmamıştır. Zira burada "emredici" bölgesel politika araçları" uygulaması ve "kuruluş yerine ilişkin yasal düzenlemelerin getirdiği yasaklar ve zorunluluklar bu politikadaki temel araçlardır<sup>3</sup>. "GAP Master Planı'nda önerdiği bölgesel kalkınmanın bir kalkınma senaryosuna dayalı olarak, senaryo seçeneklerinin ortaya konulması, stratejik sektörlerin belirlenmesi ve yüksek potansiyelli yatırım alanlarının öngörülerek, yapısal ve mekansal dönüşümün sağlanması, uygulamada hiç bir şekilde geçerli olmamakta, olay merkezi kamu fonlarının harcanmasıyla kalmaktadır. Bu gelişme senaryosu, dokuz aşamada; önce sosyo ekonomik faaliyetin bütünleşmesi, ikinci aşamada nüfus ve ekonomik faaliyetin belli merkezlerde yoğunlaşmasını sağlayan yığılma (agglomeration) ekonomilerinin ortaya çıkması, bunu diğer az gelişmiş bölgelere yayılma ve genişleme aşamasının yaşanması, sosyo ekonomik gelişmede yoğunlaşma olması, dikey ve yatay sanayileşmenin görülmesi, bilginin yayılımı, yeniden yatırım süreci ve en sonunda bu alt süreçlerde tamamlayıcılığın yaşanması,

1 Myrdal, Gunnar, "Ekononische Theorie und unterentwickelte Regionen, RoRoRo", 1974.

2 Prescott, James ve Lewis, Cris, "Urban Regional Economic Growth and Policy", Ann Arbor Science Pub, 1975  
Uygulama için bkz: GAP Master Plan Çalışması, Master Plan Nihai Raporu, DPT, Ankara 1990.

3 Erkan, Hüsnü, "Entegre Bölge Gelişme Yaklaşımı İçinde Şanlıurfa-Harran İçin Kalkınma Stratejisi", 1. Şanlıurfa-Harran Kalkınma Sempozyumu içinde, Ankara 1987 ve Erkan, Hüsnü, "Güneydoğu Sorunu nasıl Çözülür?", İzmir, 1993.

bir bölgesel gelişmenin aşamaları olmaktan çok, olsa olsa lisans döneminde bir iktisat öğrencisine öğretilebilecek bir şematik sosyo-ekonomik gelişim şablonu özelliği taşımaktadır.

Zira, “gelişmenin eşitsiz yasası” bir bölgenin farksızlık ve boşalma bölgeleri özelliğini çoğu zaman doğadan kaynaklanan “değiştirilemeyen dezavantajlar”<sup>4</sup> ile sürüp-giden özellik kazandırmaktadır. Bu durum sadece Türkiye’nin Doğu ve Güneydoğu bölgesi için geçerli olmayıp, İspanya-Pirene, Kanada’da 50. Enlemin üst bölümü, Sibiryaya, Kuzey Norveç, Sicilya, bölgesi için de insanoğlunun tüm özelemlerine rağmen aşamadığı bir olgudur. Esasen bin önemli olgu daha vardır: O da, DPT’nin “Dış Ticaret dengesi gibi ülkesel ana değişkenlerin kararlılığa kavuşturulmadığı durumlarda çok kapsamlı ve ayrıntılı bölgesel planlar yapmak da boyuna bir gayret ve zaman kaybı olarak görülmektedir” değerlendirmesinde saklıdır<sup>5</sup>.

Yine teoriden hareketle; bir bölge büyük tüketim merkezlerine yakın ise, gelir elastikiyeti yüksek mallar üretiyorsa, ulaşım haberleşme olanaklarının yüksek olduğu oranda (...) yığımlı büyüme sürecine girmektedir. Bu koşullara sahip olmayan bölgeler ise ancak yayılma tesiri ölçüsünde pay almaktadır<sup>6</sup>. Bunu aşmak için İtalya’nın Sicilya bölgesinde 40 yıl, ABD’de orta bölgesinde 8 eyalette 60 yıl uygulanan TVA, bölgesel entegre kalkınma planı sadece kamu fonlarını kemirmiş, bu bölgelerin ülkenin gelişmiş bölgelerine %50-100 arasında değişen gelir farklılığı hiç bir şekilde kapatılamamıştır. Ancak bu bölgelere dönük insani vecibeyi yerine getirmek, bambaşka bir toplumsal sorumluluk olmakta, Kanada’da 50 enlemin üstünde Kızıldereli ve Eskimo’lara tanınan her türlü vergi bağışıklığı ve yanı sıra nakdi yardım ile boşalma bölgelerinde göç baskısının durdurulması, daha az fonla, daha etkin sonuç sağlamaktadır<sup>7</sup>. Buysa, bir entegre bölgesel plan uygulaması yerine, yerel yönetimler aracılığıyla etkin bir toplum kalkınması uygulaması mümkün olabilmektedir.

Bu insani sorumluluk yerine getirilirken, bu bölgedeki insan yapısının çoğu kez %80’a yakın oranda okur yazar olmadığı, düşük çocuk sayısının 4’ü bulduğu, %90’a yakın bir akraba evliliği olduğu gözlerden uzak tutulmamalıdır<sup>8</sup>. Dünya bölgesel kalkınma pratiğinde; yatırım havzaları dışındaki kalan elverişsiz konumuyla, bir merkezi yerleşim merkezi biriminin dış

4 Erzurum Valiliği, “Erzurum İli Yatırımları Hakkında Not”, Ankara 1992.

5 Tunbul, Mete, “6. BYKP Döneminde Bölge planlama Faaliyetleri Üzerine Düşünceler”, DPT, Nisan 1991, s. 13.

6 Mortan, Kenan, “Bölgesel Planlama, 1. Toplum Hekimliği Sempozyumu”, Bursa 1979.

7 Tan, Apdullan, Kanada Notu, Eylül 1993.

8 Mortan, Kenan, “Doğu ve Güney Doğu Anadolu Bölgesi’nde Sosyo-Ekonomik Davranışlar”, GAP Bilim Ekibi Teknik Yazılar, BİAR, Ankara 1987, s. 122-3.

yatırımlar için cazibe odağı olarak çekim merkezi yarattığı, aynı zamanda sosyal bütünleşmeyi sağladığı yine tek bir örnek yoktur.

Bölgesel gelişme teorisinin son 50 yıllık dönemde uyguladığı yedi araç vardır<sup>9</sup>:

- 1) Şirketlerin gelişmeyi yaratcağını varsayan kuruluş yeri teorisi (Location theory).
- 2) Bölge büyümesini öngören birikimli avantajlar teorisi (Cumulative advantage).
- 3) Üst sistem etkisi teorisi.
- 4) İhraç ürünlerinin ortaya çıkarılmasını amaçlayan (Resource endowment theory).
- 5) Göç hareketini önlemeye dönük (Labour mobility theory).
- 6) Merkez çevre kontrolü öngören ve bu yolla bağımlılığa göre büyüme amaçlayan merkez periferi teorisi (Centre periphery theory).
- 7) Bir merkez yerleşim üssünde, bölgede sürükleyici etki yapan kuruluşlarla sanayileşme sürecinin başlatılmasını öngören, kalkınma kutbu büyümesi teorisi (Regional polarisation growth theory).

Bu yaklaşımlar içinde son iki önlem, Türkiye’de planlı kalkınma döneminde, kalkınmada öncelikli yöreler uygulaması içinde, 1965 yılından bu yana uygulanmaktadır. Ancak sonuçta 2. Derecede KÖY bölgesi içinde kalan illerin tamamının, aradan geçen yaklaşık 30 yıl sonra, Türkiye’de il gelişmişlik indeksine göre, sonda yeralan 20 il arasında gelmesi, düşündürücü, ve bu iki önlemin yetersizliğini gösteren açık ve tartışma götürmeyen bir kanıtı olmaktadır.

Sıraladıklarımızın tümü, olmazları anlatmaya çalışmakta, Myrdal’ın iktisadi gelişmede yeni düşünceler geliştirilmesi dileğini yerine getirmektedir. Yedi adet beş yıllık kalkınma planı uygulaması sonrası, DPT’de bir “model ihtiyacından” söz etmekte ve “ bölgeleri tek tek ele alan ve çok yönlü planlama çalışmaları yapan bir planlama yöntemi izlenmesi gerçekçi bir yaklaşım” olarak nitelemektedir<sup>10</sup>.

Adı entegre olan tüm yaklaşımların bir yana bırakılması durumunda, kamu ekonomisinin sorumluluğu ne olacaktır?<sup>11</sup>

9 Ak, İnci, “Metropolleşme Sürecinde Türkiye ve İzmir Örneğinde Çözüm Araştırması”, DPT, Ankara 1981.

10 Tunbul, Mete, a.g.e., s. 10-2 (Yazarın ayrıca aynı yıl DPT yayını olan “Türkiye’de Bölgesel Planlama Çalışmaları” ve “Türkiye’de Bölge Planlama Çalışmaları için Geçerli Olabilecek Bir Bölge Ayırımı Önerisi” başlığını taşıyan iki kaynak çalışması mevcuttur).



- 1) Az gelişmiş bölgedeki genel yatırımların maliyetinin düşük tutulmasını sağlamak.
- 2) Uygun yatırım alanlarını araştırıp açıklamak.
- 3) Genel ekonomik gelişme karşısında riski azaltacak şekilde sektör çeşitlemesi yapmak.
- 4) Dar program tesbitleri ve hedefleri yerine uygun genel şartları belirlemek ve Jack Wiseman'ın deyişiyle, bölgenin "Stratejik Program"ını yapmak.
- 5) Bölgenin rekabet özelliğini kaybetmiş kilit sektörlerinde selektif bir tavır içinde kaynak seferberliği ve özel bütçeleme yaparak, belli kritik girdilerin üretilmesini sağlamak.
- 6) Bölgedeki eğitime dönük kamu yatırımlarını artırmak ve kamu yatırımları paleti içinde birinci sıraya yükseltmek.
- 7) Bölge içi ve dışı hareketliliği temin edecek ulaştırma altyapısını geliştirerek, bölgeyi bir kılcak damar anlayışıyla örmek.
- 8) Bölgeyi dinamik kılmak için varolan bürokratik ve idari güçlükleri bertaraf etmek.
- 9) Gelişme süreci içinde ortaya çıkacak sorunlarda hakem (tahkim) rolünü oynamak.
- 10) Bölgenin ulusal ve uluslararası anlamda kamuoyuna ve odaklara takdimi sırasında öncülük etmek.

Bir iyi örnek olarak ABD'de ise eyaletlerin kalkınmasında bir eyaletten diğerine ekonomik gelişmişlik indeksine göre farklılaşan teşvik araçları ise şu ana başlıkları kapsamaktadır<sup>12</sup> :

- 1) Finansal teşvikler
  - Hibe
  - Kredi
  - Faiz Subvansiyonu (Doğrudan sübvansiyon, kredi kefaleti, endüstriyel gelir ve tahvilleri, şemsiye tahviller)
- 2) Temel yatırım vergileri ve vergisel teşvikler
- 3) Finansal olmayan teşvikler
  - Yatırım danışmanlığı
  - İşletme eğitimi
  - Pazar arama çalışmaları
  - Yer seçimi

11 Mortan, Kenan, "Gerice yöreler Üzerine", Finans Dergisi, Kasım 1992 ve Mortan, Kenan, "The Southeastern Anatolia Project", IMAGE, 1992, s. 54-6'deki değerlendirmelerden kısaltılarak aktarılmıştır.

12 Sindel, Bahar, "ABD'de Eyaletlerin Kalkınması ve Yatırımlar için Kullanılan Teşvik Araçları", DPT, Ankara 1991.

- Lisans, düzenleme ve izinler
  - İşgücü eğitimi
  - Araştırma ve geliştirme
  - Yatırım üretim yardımı
  - Uzmanlık servisleri
- 4) Yatırım Çevresinin Geliştirilmesi
- Fiziki çevre
  - Altyapı ve arazi sunumu

ABD'nin en geri kalmış eyaletlerinden olan Missiori'de, en etkin teşvik aracının vergisel teşvikler olduğu ve bu teşviğin üretmeye dayalı bir sürekli motivasyon özelliği taşıdığı görülmektedir. Bu nedenle "Kurumlar vergisinden sürekli bağışık kılan, insana dayalı her türlü yatırımı vergilendirme kapsamında görmeyen bir teşvik" anlayışı olmalıdır<sup>13</sup>. Bu teşvik herşeyden önce sosyal piyasa ekonomisinin temel kavramı olan "yaşama alanları cazibesi ve yaşam kalitesi" yaratmayı amaçlamaktadır<sup>14</sup>.

Bölgesel ekonomik kalkınmanın pratiğinin iki önemli dersi vardır<sup>15</sup>:

- 1) Merkezden insiyatifli, güdümlü bölgesel kalkınma uygulamaları, hiç bir şekilde sonuç sağlamadığı gibi, kamu harcamalarının sürekli tahsisi zorunluluğu karşısında bir sübvansiyon özelliği kazanmaktadır. Esasen yerel yönetimlerin TVA türü merkezi organizasyonlara katılmayı reddettikleri, yerine yerel insiyatifli organizasyon oluşturdukları görülmektedir. ABD Georgia/Chattahoochee River Corridor of Alabama, TVA'dan ayrılarak, göller bölgesinde ayrı bir kalkınma insiyatifini organize etmiştir. Türkiye'de, GAP çekim alanı içindeki illerde, GAP Bölge Kalkınma İdaresi vesayetinde kurulması tasarlanan GAP Belediyeler Birliği oluşumuna söz konusu il belediyeleri karşı çıkmışlardır.
- 2) Bölgesel kalkınma hareketini yönlendirici olan İdare'lerin 10 yılı aşan görev süresinin olmaması, aksi durumda ortaya bürokratik bir kemikleşmiş yapının çıktığı anlaşılmaktadır. TVA 60 yıllık ömür süresinde 22 yasal değişiklik yaşamış olup, halen bu bölgesel kalkınma hareketi için 33 bin insan çalışmaktadır. Bu organizasyon yapısının genel amaçlı değil özel görev misyonu olması ve kadrolarının sabit olmak yerine

13 Erzincan Vilayeti, Erzincan Stratejik Planı (1001-2006) Proje Koordinatörü Kenan Mortan, Erzincan, Aralık 1991, s.15.

14 Mortan, Kenan, "Sosyal Piyasa Ekonomisi Tarihi Çerçeve ve Dersler", "İnsan-İşletme-Toplum ve Sosyal Piyasa Ekonomisi" içinde, BİAR, Ankara 1987, s. 1-7.

15 Mortan, Kenan, İzmir İş Geliştirme Merkezi, İzmir 1993.

olay için atanması ve ABD Federal Çevre Ajansı EPA'da olduğu gibi, benzer görevi olan kuruluşlar arasında eşgüdümü gerçekleştirmekle yetinmesi gerekmektedir.

Bu durumda el'an cevaplandırmamız gereken altı soru vardır:

- 1) Yoğun göç gerçeği karşısında kamu hizmetlerinin en rasyonel ve asgari maliyetle sunulabileceği ve yanı sıra nüfusun en yoğun faydalanmasına imkan tanıyan yerleşme yerleri nasıl tesbit edilir?
- 2) Organizasyonda koordinasyon sorununu yok edecek yerel otorite esaslı mekansal desen ne olmalıdır?
- 3) Sanayi için en uygun yer seçimi nasıl yapılır? Bu dışsal ekonomi getirisini azamileştirecek odaklar yer seçimiyle nasıl uyumlaştırılır? Yine özel sektör yatırımlarının bölge-içi gelir dağılımı dengesizliğini azaltabilmesi için yerleşme sistemi nasıl olmalıdır?
- 4) Kendisini azınlık kategorisi olarak niteleyen nüfus topluluklarının varlığı karşısında onları bu bölgelerin kalkınma hareketiyle bütünleştirmek, hangi amaç-araç matrisi ile mümkün olmaktadır? Bu yaklaşımda dikkat edilmesi gereken parametreler nelerdir?
- 5) Karşılıklı mal, hizmet, insan ve haber akımlarından kaynaklanan fonksiyonel bölgeler arasında ilişki nasıl korunur ve geliştirilir? Bölgenin dışsal faktörlerden yararlanması ve bir cazibe çekim alanı olabilmesi için teşvik sisteminin genel çerçevesi ne olmalıdır?
- 6) ABD'de büyümeye, istikrara ve eşitliğe dayalı bölgesel gelişme stratejilerinden hangisinin en etkin sonuç yaratmıştır? Hedef, yaklaşımı planlama tipolojisi, kuvvet ilişkisi konu ve fiziksel yapı seçimi ne olmalıdır?

### III. GAP'ta Yeni Perspektifler

Uluslararası sular konusunda dünyanın sayılı uzmanlarından biri olan Asit K. Biswas, GAP konusunda şu ifadeleri kullanmaktadır<sup>16</sup>: “Şu anda 17 hükümete danışmanlık yapmaktayım, böyle bir proje dünyanın hiçbir yerinde yok, GAP dünyanın en ilginç projesidir.”

Projenin, sadece 1.6 milyon hektar arazinin sulanması ve 7.500 megavatlık bir enerji üretimiyle yetinmesi, Türkçe deyimle onu astarı yüzünden pahalı getirecektir. Kanımca, bu resmi amaçların ardında ayrıca “zımni” iki parametre bulunmaktadır:

- 1) Ortadoğu krizi öncesi Türkiye'nin bu bölgeye özellikle yağ bitkileri ve

<sup>16</sup> Milliyet, 12.08.1996.

hayvan ürünlerinde gerçekleştirdiği büyük ihracat.

- 2) Orta doğunun büyük su sıkıntısı gözlenerek, Türkiye'nin adına daha sonra "barış suyu" dediği projeyle temiz suyunu orta doğuyu aşarak Yemen'e kadar bir pipe-line ile akıtması. Gerçi bu proje, bölgeyle hiç ilgisi olmayan ve Akdeniz çıkışlı iki nehir olan Seyhan ve Ceyhan'ı kapsamaktadır. Ancak unutmamak gerekir ki, su olayının gündemde tutulması için ülkenin önce su kaynaklarını nasıl değerlendirdiğini diğer ülkelere kanıtlaması gerekmektedir. Bu projenin fizibilitesi US Army Corps of Engineers tarafından yapılmış ve 21 milyar ABD Dolar'lık bir kabul edilebilir maliyet ortaya çıkmıştır. Şimdilik bu projenin tek engeli finansal olmaktan çok, Golan tepelerinin İsrail ile Suriye arasındaki tartışmalı konumudur.

Sıraladığım iki faktör için şimdilik bir uluslararası işbirliği olanağı görülmemektedir. Ancak zamanımızda çok büyük değişimlerin çok kısa sürede yaşandığı bir içinde olduğumuzda unutulmamalıdır.

GAP projesini Türkiye için olanaklı kılan bir diğer etken, bunun ülke içi kaynaklarla finanse edilebileceğinin mümkün olduğunun anlaşılmasıdır. Gerek olayın 2015 yılına yayılan uzun periyodu, gerekse Türkiye'nin fikri alt yapısının böylesi bir projeyi dizayn edecek kıvamda gözükmemesi, adeta Türkiye'nin özgüvenini tazelemesi olanağını vermiştir. Gerçekten, Türkiye'nin Cumhuriyetin kuruluş döneminde şeker üretimi sırasında duyulan heyecandan sonra ilk kez böyle bir proje, ortalama insan yapısı üzerinde bu denli etkili olabilmıştır.

Peki 2005 yılı sonrasında "istikrarlı ve kendi başına büyüme" tanımıyla ifadesini bulan bu projenin, bugün yüzde 35'ler düzeyinde olan kalan harcama boyutu ile değerlendirme yaparak bununla yetinmek mümkün müdür? Değilse, gerçekleşmenin ya da umutların önünde "manej engelleri" oluşmuş mudur?

Göründüğü kadarıyla, bu projeyi engellemese bile geciktirici on faktör vardır:

- 1) Türkiye'nin çift rakamlı enflasyonda resmen 25 yılı bitirmiş olması kamu kaynaklarını kemirir hale getirmiştir. Bütçe kısıtlamaları, uygulanan istikrar programlarında ilk madde olmuştur. Kamu kaynaklarının TVA ve Güney İtalya örneklerinde olduğu gibi süresiz olarak böylesi bir projeyi sırtlayamayacağı anlaşılmıştır. En azından, Türkiye'nin iki diğer nisbi geri kalmış bölgesi olan Doğu Anadolu ve Orta Anadolu Bölgeleri'nin benzeri bölgesel kalkınma idareleri kurarak, daha fazla

kamu bütçesi kaynağı talep etmeleri, bölgeler arasında kamu kaynak dengesi kurulması zorunluluğunu gündeme getirmiştir.

- 2) Birleşmiş Milletler 21 Mayıs 1997 tarihinde “Uluslararası Su Yollarının Ulaşım Dışı Amaçlarla Kullanımı” hakkında Sözleşme’yi 3 red oyuna karşı, 103 oyla kabul etmiştir. Burada kabul edilen ve nehirlerin “hakça ve makul kullanımı” uygulamada Fırat ve Dicle sularının makul kullanımını değil, olsa olsa 100 yıl öncesinde olduğu gibi kötü kullanımına yol açsa bile “planlanan projeler için bir uluslararası mekanizma” öngörülmesi, Türkiye’yi Fırat üzerindeki projelerinde geciktirici bir etki yapacaktır.
- 3) Bölgede oluşan terör kuşkusuz istikrar isteyen ekonomik yaşamı olumsuz yönde etkilediği gibi, kırdan kente yaşanan apansız ve sonu gelmez göç, sorun önceliğini yatırımları genişletmek yerine, bu türden gündelik sorunlara yöneltmiştir.
- 4) Sulama amaçlı projelerin yapımında nedeni bilinmemekle birlikte, akıl almaz gecikmeler yaşanmıştır. Odalar Birliği’nin (TOBB) yaptığı araştırmada, dolar cinsinden sulama amaçlı projelerde gerçekleştirme yüzdesinin yüzde 10’lar düzeyinde kaldığı, buna karşılık enerji amaçlı projeler gerçekleşmenin yüzde 90’lara çıktığı görülmüştür.
- 5) Su dağıtım yönetiminin bilinmemesi, devamında projeler arasındaki koordinasyon yetersizliği nedeniyle, arazi yapısında tuzlanma yaşanmaya başlanmıştır. Tarımsal rehberlik ve yayım hizmetlerinin Türkiye’de’rayına oturmamış olması , katma değeri yüksek ürünler yerine, yüzyılların alışkanlığıyla tahıl ekme davranışını devam ettirmektedir.
- 6) Alt yapı projelerinde hayati önem taşıyan karayolu arterleriyle, demiryolu takviyesinin yapılamaması, ayrıca uluslararası kargo ve konteyner kapasitesi olan hava limanı eksikliği, bunların bir gündem içinde planlanmamış olması, sanayi ve tarım sektörlerini kendiliğince bir gelişmeye sevk etmiştir.
- 7) Parasal teşvikler büyük iniş-çıkışlar göstermiştir. Teşviklerin yatırımları uyarma etkisi yaratması zayıftır. Parasal teşviğin ödenmesinde yaşanan büyük gecikmeler, bölgesel girişimci üzerinde olumsuz bir etki motivasyon yaptığı kesindir. Türkiye Kalkınma Bankası tarafından yapılan bir envanter, işletme sermayesi nedeniyle bölgede kapalı olan fabrika sayısının 280 olduğunu ortaya çıkarmıştır.
- 8) Bir Japon proje kuruluşunun hazırladığı 1. GAP Master Planı input-output hesaplamasındaki teknik hataları bir yana, GAP projesini sadece bir tarımsal proje olarak öngörmesi, projenin vizyon boyutunu çok küçültmüştür. Yanlış olan bu kalkınma stratejisi, sanayi sektörü gibi

spontan gelişmeye çok açık bir sektör bir yana bırakılırsa, hizmet sektörü ve sosyo-kültürel derin değişimleri dışlamış ve adeta yok olarak kabul etmiştir. Yeni planda yapılması gereken, yenilikçi özü olan ve yerinde katılımı sağlayan bir değişim stratejisidir. Arthur Lewis'in Nobel İktisat Ödülünü alırken yaptığı konuşmada vurguladığı gibi, insanların moralini gözetken, şevk ve niyetlerini harekete geçiren bir değişim programının eksikliği, çok açık olarak hissedilmektedir.

- 9) Körfez krizi başta ihracat olmak üzere destek hizmet kollarını çok yakından etkilemiş ve adeta insanları ekonomik faaliyetten fizyolojik günlük yaşama dönüştürmüştür. Buna ek olarak ABD'nin körfez tazminatı vaat etmekle birlikte, daha sonra bundan kaçınması, yörenin körfez krizinden etkilenen insanının rehabilitasyonunu önlemiştir.
- 10) Bölgede ÇATOM adı verilen kültürel değişim ve üst yapıyı oluşturacak kurumların azlığı, yeni insanı biçimleyecek araçların zayıflığına yolaçmıştır. Bunun yanında, katılımcı bir ekonomik faaliyet yerine, güdümlenici bir ekonomik faaliyeti ön plana çıkarmıştır. İnsanları planlama ve birlikte düşünme sürecine sokacak olan kalkınma ajansı türü organizasyonların yokluğu, gelişmeyi öngörülür olmaktan çıkararak, kendiliğince bir zemine oturtmuştur.

İçtenlikle söylemek gerekir ki “olumsuzlukların artması sürecinden olumlulara doğru bir dönüşüm sürecine” henüz girilmemiştir. Bundan son 100 yıldır ülkenin batı bölgeleri lehine seyreden kalkınma kutupları, Nobel sahibi İsveçli Myrdal'ın bölgelerarasındaki eşitsiz gelişmenin yasasını doğrularcasına, bölgeyi “boşalma bölgesi” haline getirmiş olmasının da etkisi büyüktür<sup>17</sup>.

Bütün bunlara rağmen, Diyarbakır'da kültür balıkçılığı yapanlar, ya da robotla tekstil fabrikası yönetenler, Urfa'da ürettiği su pompası fiyatıyla İstanbul'da bu alanda tekel durumda olanlarla yarışabilenler, Mardin'den gümüş işleme örneklerini ABD'ye ihraç edenler, Mardin serbest bölgede Rolce Royce yatırımı gerçekleştirebilen örnekler, kuşkusuz tekil örneklerdir ama ufku ve bir projenin yarınını anlatmaktadır. Nitekim TÜSİAD'ın da bir dönem yönetim kurulu başkanlığını yürüten işadamı Sakıp Sabancı Kasım 1995'de yayınladığı ve bu bölgeye yönelik raporunda, olayı “özel sektör ağırlıklı ekonomik ve sosyal kalkınma atılımını başlatıp yürütecek bir teşkilatlanma önerisi” olarak sınıması, küresel sermayeye açık bir davetiye sayılmalıdır.

17 Mortan, Kenan, “GAP: Intentions, Hopes, Results”, Private View, Autumn 1998, Vol. 2 No.6.

Bu ortamda GAP yönetiminden sorumlu olan GAP Bölge Kalkınma İdaresi Başkanlığı, Haziran 1999'da "GAP Master Planı'nın Güncelleştirilmesi Projesi"ni uluslararası ihaleye açmıştır<sup>18</sup>.

Çalışmanın amaçları şu başlıklarda yoğunlaşmaktadır:

- 1) GAP bölgesinde kalkınmanın potansiyellerini ve tıkanıklık noktalarını, bölgede, ülkede ve dünyada ortaya çıkan gelişmeler ışığında belirlemek.
- 2) Kalkınmada özel sektörün yerini ve rolünü bütün yönleriyle tanımlamak ve özel finansman kaynaklarını sürdürülebilir insani kalkınma amaçları için kullanmak.
- 3) Sürdürülebilirlik kalkınmada eşitlik ve hakkaniyet, katılım ve yönetim ve insan kaynaklarının geliştirilmesi ilkeleri çerçevesinden sürdürülebilir insani kalkınmayı hedefleyen bir sosyal kalkınma programını şekillendirmek.
- 4) Gündem yirmibir ölçütlerine uygun olarak, çevreyle ilgili konuların kalkınma sürecine nasıl uyarlanabileceğini belirlemek.

Kanımızca bu Proje beraberinde iki yeni boyut getirmektedir:

- 1) GAP ulusal boyutlardan Orta-Doğu bölgesinin ihtiyaçlarına doğru bir açılım göstermektedir.
- 2) Ajanda 21 (Rio Sözleşmesi) ve sürdürülebilir kalkınma ilkesiyle proje hem demokratikleşmekte, hem de insanileştirilmektedir.

Bu hedeflerle GAP "Su sorunu; istemimizde ısrarlı, sabrımızla ısrarlı, aklımızla ısrarlı" çözümler diyen National Geographic dergisine belki de bir ilk-sözdür<sup>19</sup>. Ya da bu yeni master plan, Steven Heydemann'ın "Su politikasını karmaşıklaştırmaktansa basitleştirmeyi denemek, kendi başına iyi sonuçlar alınacağını garantilemez, ancak hiç değilse su meselerinin çözümü çok daha güç olan çapraşık sorunların pençesinden kurtarır"<sup>20</sup> ifadesini de hayata geçirmektedir.

Dileyelim ki yeni GAP Master Planı, 26 Ekim 1994 tarihli Ürdün Barış anlaşmasının "Su" konulu maddesinde yer alan su arzının artırılması özellikle bölgesel ve uluslararası projelerle mümkündür ifadesinin de bir

17 Mortan, Kenan, "GAP: Intentions, Hopes, Results", Private View, Autumn 1998, Vol. 2 No.6.

18 GAP Master Planı Projesi Teklif Verme ve Değerlendirme Şartnamesi, Ankara, Haziran 1999.

19 National Geographic, Middle East Water, Critical Resource, May 1993, s. 38-70.

20 Su Sorunu: Yeni Umutlar, Yeni Umutsuzluklar, TÜSİAD, Görüş Dergisi, 1993.

denemesi olacaktır<sup>21</sup>.

2000 yılından sonra üç yıl geçerli bir Türkiye-IMF Stand-by anlaşması ülkenin ekonomik istikrarı için gayretinin hem belgesi olabilmeli, hem de Dünya Bankası (DB) Başkanı James Wolfensohn'un 1999 DB Genel Kurul öncesinde belirttiği "Kalkınma büyümenin ötesinde bir olgudur"<sup>22</sup> sözünü de hayata geçirmelidir.

Genel kalkınma hareketinde olduğu gibi, bölgesel kalkınmanın insanoğlunun ürünü olduğunu bilerek ve bu gerçeği hiç unutmayarak, yeni teşvik yumağına her şeyden önce gelişmemiş bölgeden çıkmış insanların (girişimcilerin) girmesini beklemek gerekir<sup>23</sup>.

Bir Alman atasözünde denildiği gibi, "Teori işlerin yürüdüğü bir ortamda işlerin nasıl gittiğini bilmektir. Pratik ise bir takım gelişmelerin olduğu, ancak kimsenin bunun nasıl oluştuğunu bilmediği durumdur."

---

21 The New York Times, 27 Oct. 1994.

22 World Development Report 1999/2000, The World Bank, August, 1999.

23 Mortan, Kenan, Etnische Minderheiten in der Türkei und ihr Beitrag zur Türkischen Wirtschaft, 8.02.1993'de Zentrum Für Türkeistudien'den verilen konferans, Bonn/Almanya.



## GLOBAL SERMAYE PİYASALARI

Dünya genelinde ve OECD bölgesinde 1999 yılının son aylarında ekonomik canlanmayla birlikte büyüme hızında artış görülmektedir. ABD ekonomisinin performansının beklenenin üzerinde gerçekleşmesi, Japonya ve Kore'de büyümenin yeniden hız kazanması, Avrupa Birliği ülkelerinde nispeten daha az olmakla birlikte bir canlanma yaşanması 1999 yılının son dönemindeki olumlu gelişmelerdir. IMF ve OECD tahminlerine göre, dünya genelinde büyüme hızının 1999 için %3, 2000 ve 2001 yılları için ise %3,5 olması beklenmektedir (OECD, 2000). OECD bölgesinde ise ortalama büyüme hızının 1999 ve 2000 yılları için %3, 2001 yılı için ise %2,6 olacağı tahmin edilmektedir. Kasım sonu itibariyle OECD bölgesinde işsizlik oranı bir önceki yılın aynı dönemine göre %0,4 düşerek %6,6 oranına gerilemiştir. OECD bölgesi dışındaki Asya ekonomilerinde beklenenin üzerinde bir iyileşme görülmekle birlikte bu durum Rusya ve Güney Amerika bölgesi için geçerli değildir. Gelişmiş ekonomilerden ABD'nin 1999 için %3,7 olarak tahmin edilen büyüme hızının 2000 yılında azalarak %2,6 olması beklenirken, GSMH'nın %3,5 olan ABD cari açığının 2000 yılında da aynı seviyede gerçekleşmesi tahmin edilmektedir. 1998 yılında %-2,8 oranında küçülen Japon ekonomisinin 1999 yılında %1, 2000 yılında ise %2,7, Euro bölgesinin güçlü ekonomilerinden Almanya'nın ise sırasıyla %1,4 ve % 2,5 oranlarında büyüyeceği tahmin edilmektedir. Genel olarak Euro bölgesi için tahminler ise %2,1 ve %2,8'dir. Tüketici fiyatları enflasyonunun gelişmiş ekonomilerde 1999 tahmini olan %1,4'ten, 2000 yılında 0,4 puan artarak %1,8'e çıkması, buna karşılık gelişmekte olan ülkelerde %6,7'den %5,8'e, geçiş dönemindeki ekonomilerde de %39,3'ten %18,1'e düşeceği beklenmektedir (IMF, 2000).

Bu olumlu gelişmelere karşın, Japon Yeni'nin ABD Dolar'ı karşısında değer kazanacağına açıklanması, Japon ekonomisindeki iyileşmeyi yavaşlatacağı gibi bölgedeki diğer ekonomileri de olumsuz etkileyecektir. Bunun yanı sıra Amerika'nın yüksek seviyedeki, artan dış ticaret açığı, hisse senetlerinin aşırı değerlendirildiği düşüncesi, ABD'de enflasyon oranında muhtemel bir artış yatırımcı güveninin azalmasıyla birlikte tüm dünyayı olumsuz etkileyebilecek gelişmelerdir. Güney doğu ekonomilerinde yaşanan iyileşmeye karşın Kore ve diğer bir çok ülkede finansal alandaki re-

form gerçekleştirilememiştir ve artan aktiviteyle birlikte hükümetlerin bu reformları erteleme riski bulunmaktadır. Bu nedenle, yeniden bölgeye yönelen sermaye akımlarının ileride benzer bir kriz yaratma potansiyeli devam etmektedir.

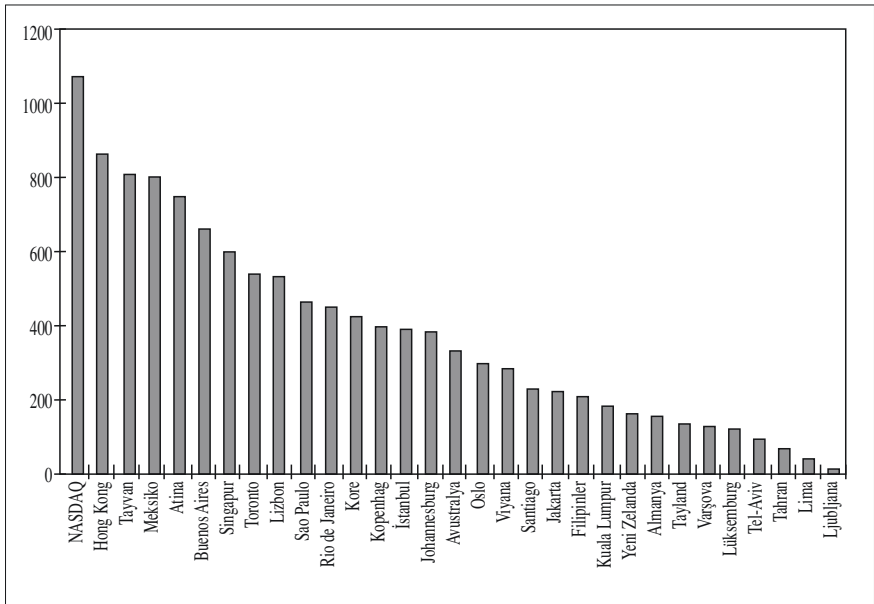
Hisse senedi piyasalarının performansları incelendiğinde; gelişmiş piyasa endekslerinden D.J. Industrial Endeksi 1999 yılının son işlem gününden bir önceki yılın son işlem gününe göre %22,5 oranında artarken, FTSE-100 %13,3, Nikkei-225 ise %37,3 oranında artmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarının 1999 yılı ABD Doları bazlı getirileri karşılaştırıldığında %283'le Türkiye ilk sırada, %203,8'le Rusya ikinci sırada yer almaktadır. Bu dönemde yatırımcısına %-25,8 ve %-2,7 oranında zarar ettiren Kolombiya ve Venezüella borsalarından sonra en düşük getiriye %2,1 Filipinler ve %5,2 Çek Cumhuriyeti sağlamıştır. Piyasa performansları F/K oranı açısından karşılaştırıldığında en yüksek oranlar, Yunanistan (55,6), Tayvan, Çin (49,2), Arjantin (39), Şili (37,7), Türkiye (33,8) piyasalarında gerçekleşmiştir. En düşük oranlar ise Kore (-27,7), Malezya (-19,1), Çek Cum. (-14,8), Tayland (-14,5), Endonezya (-10,5) piyasalarında gerçekleşmiştir.

Gelişmekte olan piyasalarda Kasım ayı sonu itibariyle işlem gören şirket sayısı önceki yılın aynı ayına göre %1 gibi düşük bir artışla 17.298 olmuştur. İşlem gören şirketlerin piyasa değeri ise aynı dönemde %44 oranında artarak 2,7 trilyon dolara yükselmiştir. Bölgesel olarak incelendiğinde en yüksek oranlı artış %65,3 ile Avrupa bölgesinde gerçekleşmiştir. Asya bölgesinde artış %54,3, Ortadoğu-Afrika'da %30,6, Latin Amerika'da %19,5 seviyesindedir.

**Piyasa Değerleri (ABD \$ Milyon, 1986-1998)**

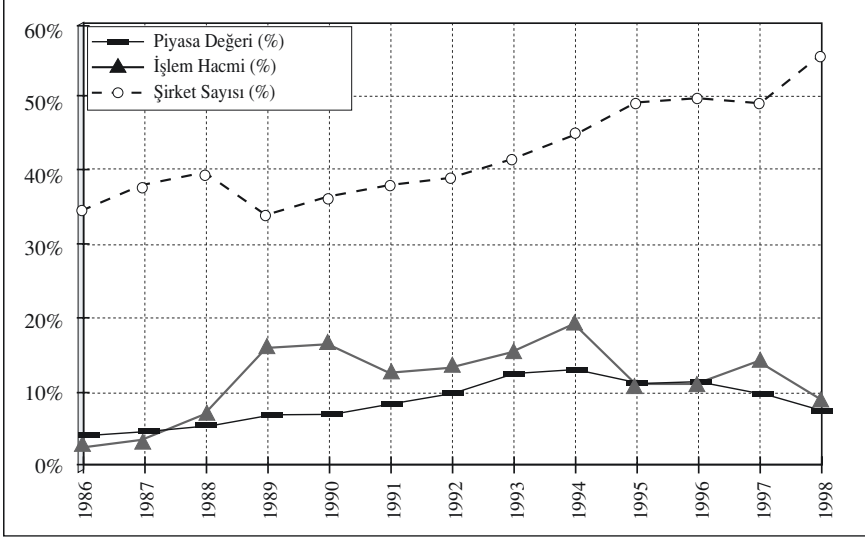
	Global	Gelişmiş Piyasalar	Gelişen Piyasalar	İMKB
<b>1986</b>	6.514.199	6.275.582	238.617	938
<b>1987</b>	7.830.778	7.511.072	319.706	3.125
<b>1988</b>	9.728.493	9.245.358	483.135	1.128
<b>1989</b>	11.712.673	10.967.395	745.278	6.756
<b>1990</b>	9.398.391	8.784.770	613.621	18.737
<b>1991</b>	11.342.089	10.434.218	907.871	15.564
<b>1992</b>	10.923.343	9.923.024	1.000.319	9.922
<b>1993</b>	14.016.023	12.327.242	1.688.781	37.824
<b>1994</b>	15.124.051	13.210.778	1.913.273	21.785
<b>1995</b>	17.788.071	15.859.021	1.929.050	20.782
<b>1996</b>	20.412.135	18.139.951	2.272.184	30.797
<b>1997</b>	23.518.520	21.317.929	2.200.591	61.348
<b>1998</b>	27.462.113	25.553.855	1.908.258	33.473

Kaynak: IFC Factbook 1999.

**Ortalama Piyasa Değeri Karşılaştırması (Milyon ABD \$, Aralık-99)**

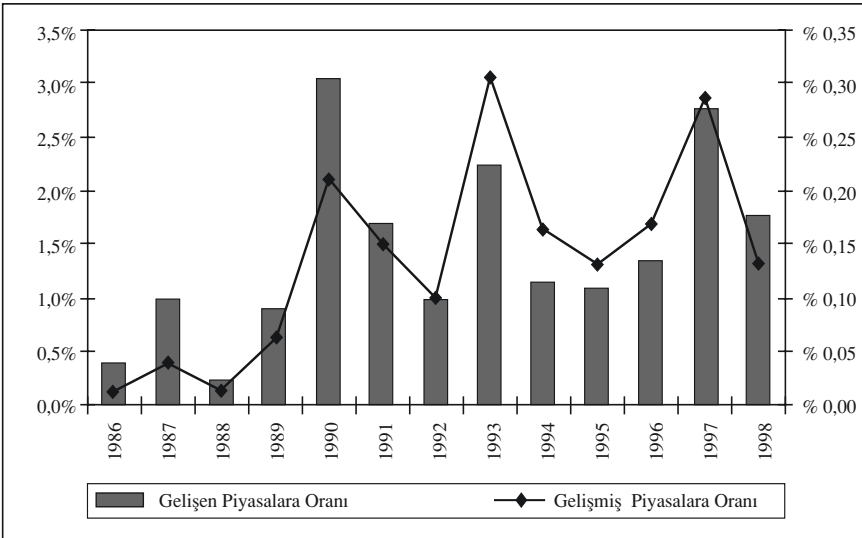
Kaynak: FIBV, Focus, Aralık 1999.

### Gelişen Hisse Senetleri Piyasalarının Global Toplam İçinde Payı (1985-1998)



Kaynak: IFC Factbook 1999.

### İMKB'nin Piyasa Değeri Açısından Global Piyasadaki Payı (1986-1998)



Kaynak: IFC Factbook 1999; İMKB Verileri.

**Piyasa Göstergelerine Göre Ülkelerin Sıralaması (Aralık 1999)**

	Piyasa	İşlem Görme Oranı	Piyasa	İşlem Hacmi (Milyon ABD\$)	Piyasa	Piyasa Değeri (Milyon ABD\$)
1	NASDAQ	%335,2	NASDAQ	1.453.802,5	NYSE	11.440.766,8
2	Kore	%315,3	NYSE	718.659,0	NASDAQ	5.204.620,4
3	Tayvan	%295,9	Paris	298.136,7	Tokyo	4.455.348,1
4	Paris	%238,0	Tokyo	212.465,9	Londra	2.954.881,9
5	Madrid	%197,6	Almanya	148.739,1	Osaka	2.919.850,1
6	İstanbul	%197,2	Londra	110.060,2	Paris	1.502.951,8
7	Almanya	%124,6	Tayvan	92.724,7	Almanya	1.432.167,0
8	Brüksel	%123,9	Kore	80.422,9	Toronto	789.154,6
9	Oslo	%106,2	Madrid	70.960,1	İtalya	728.241,0
10	İtalya	%104,7	İtalya	63.523,6	Amsterdam	694.055,3
11	Atina	%103,6	İsviçre	45.004,4	İsviçre	678.232,1
12	Stokholm	%84,3	Amsterdam	41.048,4	Montreal	659.123,5
13	Lizbon	%80,9	Toronto	36.906,5	Hong Kong	608.159,4
14	İsviçre	%79,6	Hong Kong	30.808,1	Madrid	430.900,0
15	NYSE	%75,4	Stokholm	26.216,3	Avustralya	427.835,4
16	Barselona	%72,6	Barselona	22.782,7	Barselona	376.665,3
17	Amsterdam	%71,0	Bilbao	19.426,8	Tayvan	375.991,4
18	Tel-Aviv	%63,3	Brüksel	19.257,1	Stokholm	373.277,7
19	Ljubljana	%63,3	Osaka	18.825,7	Bilbao	371.908,0
20	Bilbao	%62,7	İstanbul	18.524,0	Helsinki	349.393,6
21	Kopenhag	%61,9	Helsinki	17.730,5	Kore	306.127,5
22	Helsinki	%60,9	Atina	17.639,0	Johannesburg	259.739,4
23	Hong Kong	%60,8	Avustralya	16.553,8	Rio de Janerio	233.010,5
24	Tokyo	%57,2	Sao Paulo	10.721,9	Sao Paulo	227.962,4
25	Sao Paulo	%56,4	Singapur	7.842,6	Atina	204.275,4
26	Toronto	%56,1	Johannesburg	6.049,4	Singapur	192.983,3
27	İrlanda	%51,7	Oslo	5.637,8	Brüksel	186.568,1
28	Varşova	%51,0	Kopenhag	5.428,5	Meksika	154.043,8
29	Tayland	%49,4	Lizbon	4.594,7	K.Lumpur	139.907,9
30	Singapur	%48,8	Tel-Aviv	3.445,1	İstanbul	112.715,8
31	Avustralya	%46,4	Meksika	3.383,1	Kopenhag	105.298,2
32	Londra	%44,7	İrlanda	2.964,7	B.Aires	83.887,4
33	Jakarta	%43,0	K.Lumpur	2.890,7	İrlanda	68.773,2
34	Filipinler	%41,5	Tayland	2.353,5	Santiago	68.227,5
35	Viyana	%32,1	Jakarta	2.294,5	Lizbon	68.147,7
36	Y.Zellanda	%29,4	Filipinler	1.665,2	Tel-Aviv	65.261,1
37	Johannesburg	%27,9	Varşova	1.256,5	Jakarta	64.044,7
38	Meksika	%26,4	Viyana	884,0	Oslo	63.699,9
39	K.Lumpur	%24,8	B.Aires	776,5	Tayland	57.176,6
40	Tahrán	%17,9	Y.Zellanda	694,5	Filipinler	48.105,2
41	Lima	%16,2	Rio de Janerio	681,4	Lüksemburg	34.073,4
42	B.Aires	%11,1	Santiago	412,3	Viyana	33.023,0
43	Osaka	%7,7	Tahrán	327,1	Varşova	29.576,7
44	Santiago	%7,3	Montreal	315,1	Y.Zellanda	28.351,7
45	Rio de Janerio	%3,5	Lima	163,0	Tahrán	21.889,5
46	Lüksemburg	%3,3	Lüksemburg	95,0	Lima	12.091,9

### İşlem Hacmi (Milyon ABD\$, 1986-1998)

	Global	Gelişmiş	Gelişen	İMKB	Gelişen /Global (%)	İMKB /Gelişen (%)
1986	3.573.570	3.490.718	82.852	13	2,32	0,02
1987	5.846.864	5.682.143	164.721	118	2,82	0,07
1988	5.997.321	5.588.694	408.627	115	6,81	0,03
1989	7.467.997	6.298.778	1.169.219	773	15,66	0,07
1990	5.514.706	4.614.786	899.920	5.854	16,32	0,65
1991	5.019.596	4.403.631	615.965	8.502	12,27	1,38
1992	4.782.850	4.151.662	631.188	8.567	13,20	1,36
1993	7.194.675	6.090.929	1.103.746	21.770	15,34	1,97
1994	8.821.845	7.156.704	1.665.141	23.203	18,88	1,39
1995	10.218.748	9.176.451	1.042.297	52.357	10,20	5,02
1996	13.616.070	12.105.541	1.510.529	37.737	11,09	2,50
1997	19.484.814	16.818.167	2.666.647	58.104	13,69	2,18
1998	22.874.320	20.917.462	1.956.858	70.396	8,55	3,60

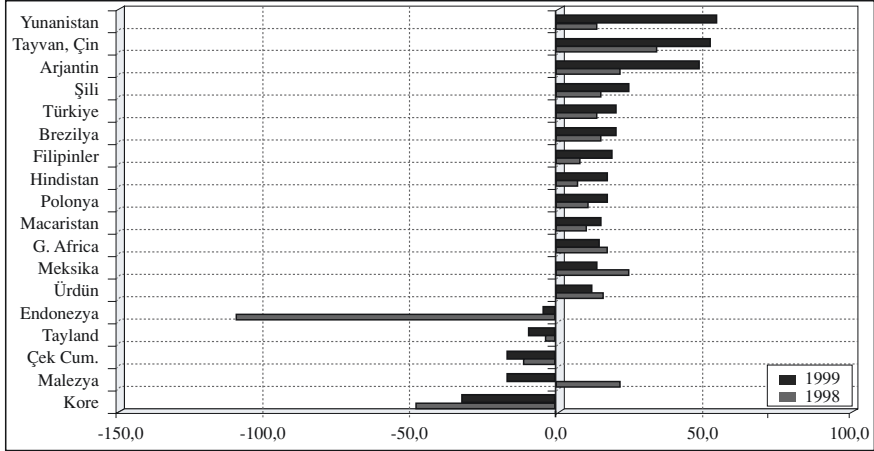
Kaynak: IFC Factbook 1999.

### İşlem Gören Şirket Sayısı (1986-1998)

	Global	Gelişmiş	Gelişen	İMKB	Gelişen /Global (%)	İMKB /Gelişen (%)
1986	28.173	18.555	9.618	80	34,14	0,83
1987	29.278	18.265	11.013	82	37,62	0,74
1988	29.270	17.805	11.465	79	39,17	0,69
1989	25.925	17.216	8.709	76	33,59	0,87
1990	25.424	16.323	9.101	110	35,80	1,21
1991	26.093	16.239	9.854	134	37,76	1,36
1992	27.706	16.976	10.730	145	38,73	1,35
1993	28.895	17.012	11.883	160	41,12	1,35
1994	33.473	18.505	14.968	176	44,72	1,18
1995	36.602	18.648	17.954	205	49,05	1,14
1996	40.191	20.242	19.949	228	49,64	1,14
1997	40.880	20.805	20.075	258	49,11	1,29
1998	47.465	21.111	26.354	277	55,52	1,05

Kaynak: IFC Factbook 1999.

## Fiyat Kazanç Oranı Karşılaştırması (1998/12-1999/12)



Kaynak: IFC Factbook 1999, IFC, Monthly Review, December, 1999.

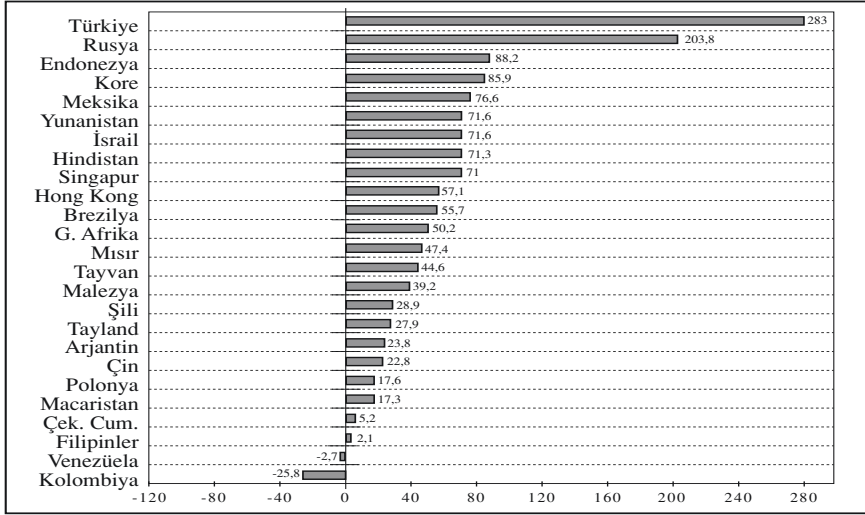
## Gelişen Piyasalar Fiyat/Kazanç Oranı (1993-1999)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Yunanistan</b>	10,2	10,4	10,5	10,5	13,1	33,7	55,6
<b>Tayvan, Çin</b>	34,7	36,8	21,4	28,2	32,4	21,7	49,2
<b>Arjantin</b>	41,9	17,7	15,0	38,2	17,1	13,4	39,0
<b>Şili</b>	20,0	21,4	17,1	27,8	15,9	15,1	37,7
<b>Türkiye</b>	36,3	31,0	8,4	10,7	18,9	7,8	33,8
<b>Brezilya</b>	12,6	13,1	36,3	14,5	15,4	7,0	25,1
<b>Filipinler</b>	38,8	30,8	19,0	20,0	12,5	15,0	24,0
<b>Hindistan</b>	39,7	26,7	14,2	12,3	16,8	13,5	22,0
<b>Polonya</b>	31,5	12,9	7,0	14,3	10,3	10,7	22,0
<b>Macaristan</b>	52,4	-55,3	12,0	17,5	25,2	17,0	18,2
<b>G.Afrika</b>	17,3	21,3	18,8	16,3	12,1	10,1	17,4
<b>Meksika</b>	19,4	17,1	28,4	16,8	22,2	23,9	14,2
<b>Ürdün</b>	17,9	20,8	18,2	16,9	12,8	15,9	13,6
<b>Endonezya</b>	28,9	20,2	19,8	21,6	11,2	-106,2	-10,5
<b>Tayland</b>	27,5	21,2	21,7	13,1	4,8	-3,7	-14,5
<b>Çek Cum.</b>	18,8	16,3	11,2	17,6	8,8	-11,3	-14,8
<b>Malezya</b>	43,5	29,0	25,1	27,1	13,5	21,1	-19,1
<b>Kore</b>	25,1	34,5	19,8	11,7	11,6	-47,1	-27,7

Kaynak: IFC Factbook 1999; IFC, Monthly Review, December, 1999.

Not :IFCG Global Endeksi'ne dahil hisse senetlerine ait rakamlardır.

### Hisse Senetleri Piyasası Getirileri (ABD \$ Bazlı, 1998- 1999)



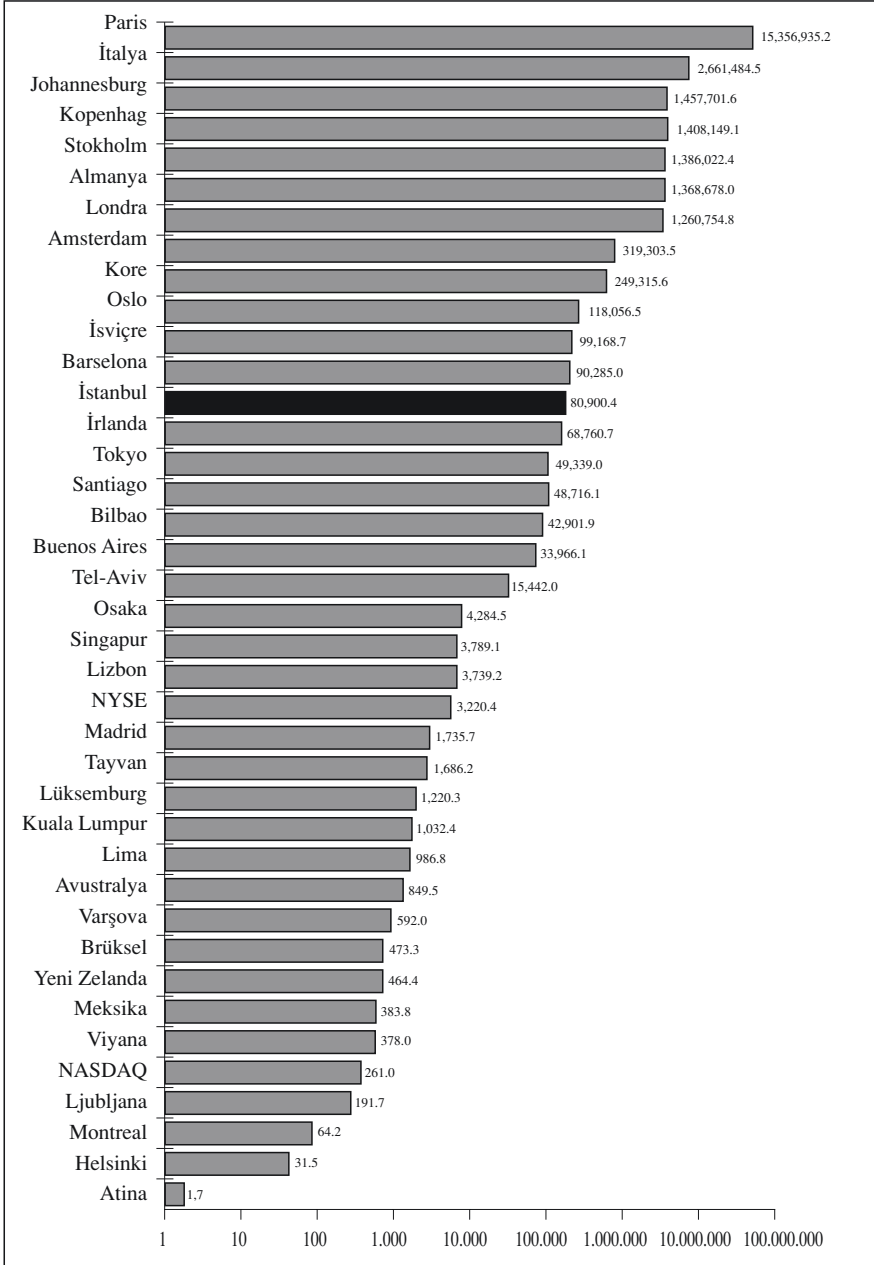
Kaynak: The Economist, January 2000, p.114.

### Piyasa Değeri / Defter Değeri (1993-Ekim 1999)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	99/10
<b>Yunanistan</b>	1,9	1,9	1,8	2,0	2,9	4,9	9,4
<b>Türkiye</b>	7,2	6,3	2,7	4,0	9,2	2,7	8,8
<b>Macaristan</b>	1,6	1,7	1,2	2,0	3,7	3,2	3,6
<b>Tayvan, Çin</b>	3,9	4,4	2,7	3,3	3,8	2,6	3,3
<b>Hindistan</b>	4,9	4,2	2,3	2,1	2,7	1,9	3,1
<b>Endonezya</b>	3,1	2,4	2,3	2,7	1,5	1,6	2,9
<b>G.Afrika</b>	1,8	2,6	2,5	2,3	1,9	1,5	2,7
<b>Tayland</b>	4,7	3,7	3,3	1,8	0,8	1,2	2,6
<b>Meksika</b>	2,6	2,2	1,7	1,7	2,5	1,4	2,2
<b>Kore</b>	1,4	1,6	1,3	0,8	0,6	0,9	2,0
<b>Polonya</b>	5,7	2,3	1,3	2,6	1,6	1,5	2,0
<b>Malezya</b>	5,4	3,8	3,3	3,8	1,8	1,3	1,9
<b>Şili</b>	2,1	2,5	2,1	1,6	1,6	1,1	1,8
<b>Brezilya</b>	0,5	0,6	0,5	0,7	1,1	0,6	1,6
<b>Arjantin</b>	1,9	1,4	1,3	1,6	1,8	1,3	1,5
<b>Ürdün</b>	2,0	1,7	1,9	1,7	1,6	1,8	1,5
<b>Filipinler</b>	5,2	4,5	3,2	3,1	1,7	1,3	1,5
<b>Çek Cum.</b>	1,3	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	1,2

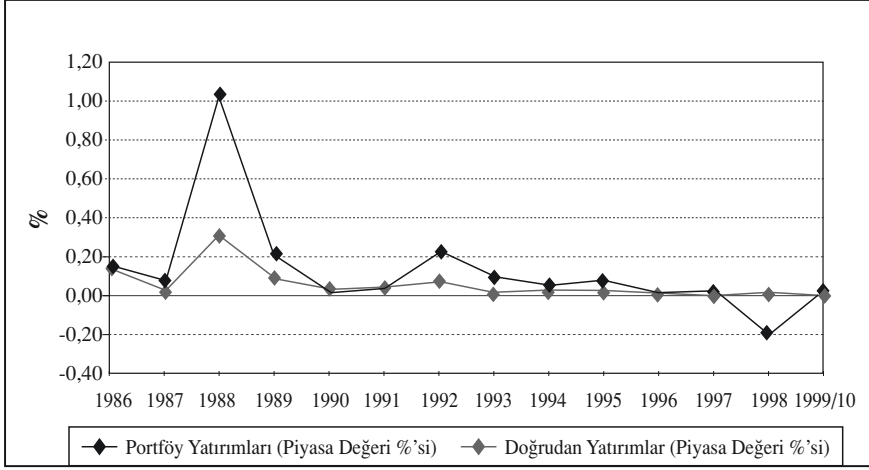
Kaynak: IFC Factbook 1996-1999; IFC Monthly Review, December, 1999.



**Tahvil Piyasası Kapitalizasyonu (Milyon ABD\$, Ocak-Eylül 1999)**

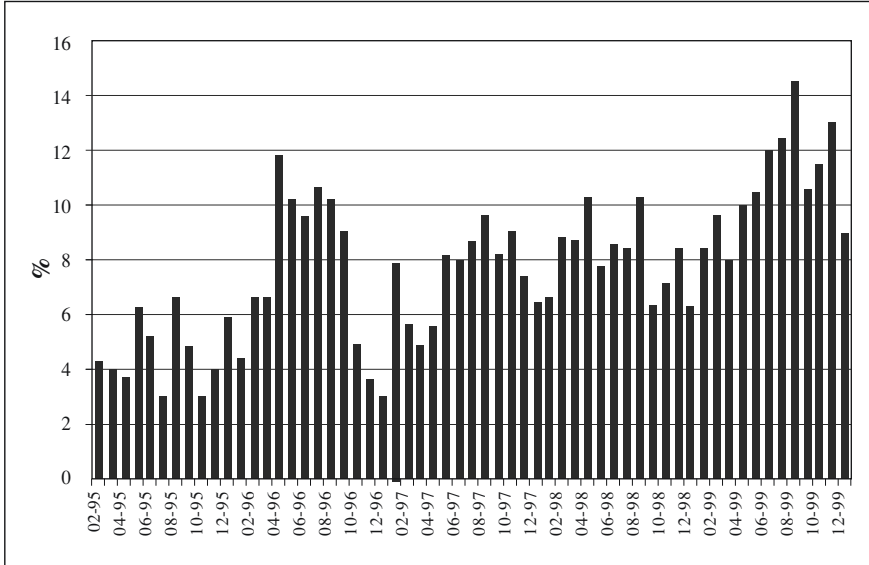
Kaynak: FIBV, Focus, Monthly Statistics, December, 1999.

### Türkiye’de Yabancı Yatırımların Hisse Senetleri Piyasa Değeri Oranı (1986-1999/10)



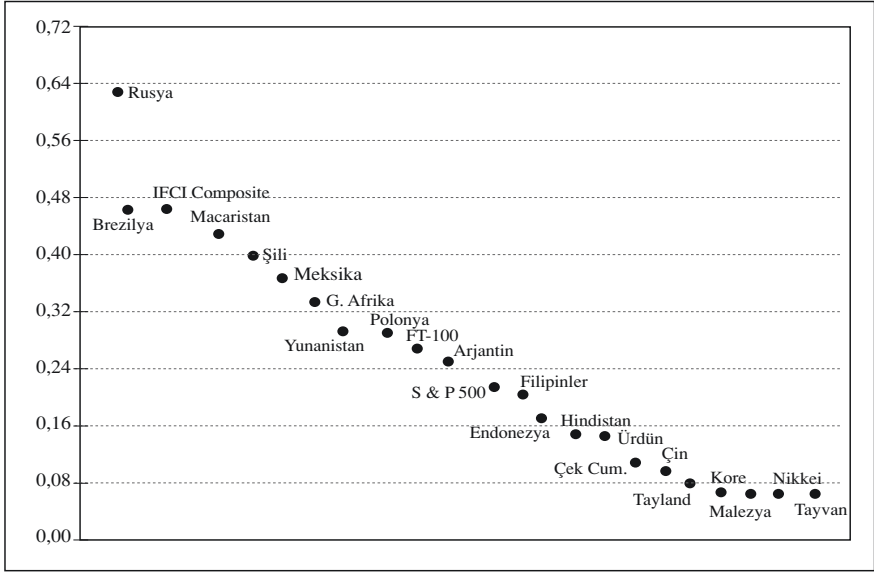
Kaynak : TCMB Veri Bankası; İMKB Verileri.

### İMKB’de Yabancıların İşlem Payı (Aralık 1994-Aralık 1999)



Kaynak: İMKB Verileri.

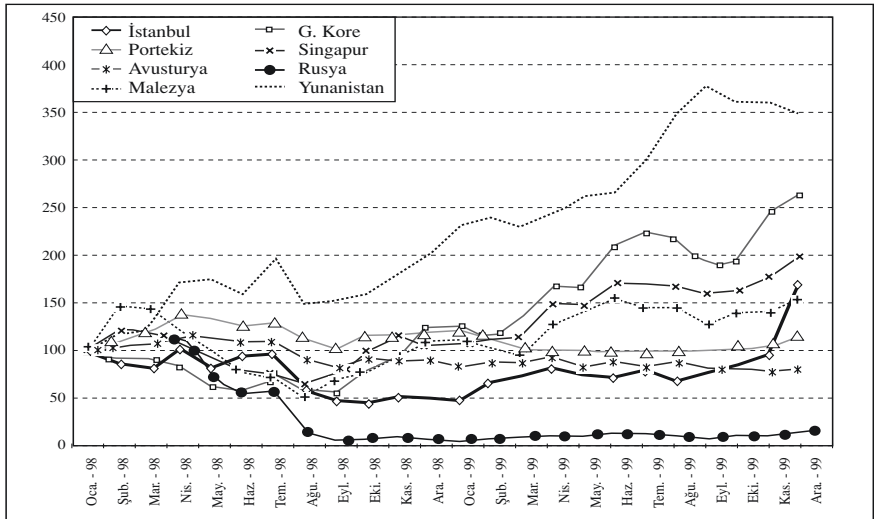
### İMKB ile Bazı Piyasaların Fiyat Korelasyonları (Aralık 1994- Aralık 1999)



Kaynak: IFC Monthly Review, December, 1999.

Açıklama: İlişki katsayısı -1 ile +1 arasında değişir; ilişki katsayısı (korelasyon) 0 ise fiyatlar arasında ele alınan dönem itibarıyla ilişki olmadığı belirtilir.

### Bazı Hisse Senedi Piyasa Endekslerinin Karşılaştırılması



Kaynak: Reuters

Not: Karşılaştırmalar ABD Doları bazındadır.



## İMKB Piyasa İstatistikleri

HİSSE SENETLERİ PİYASASI											
		İşlem Hacmi				Piyasa Değeri		“Temettü Verimi”	Fiyat Kazanç Oranı		
	Şirket Sayısı	Toplam		Günlük Ortalama				(%)	TL(1)	TL(2)	ABD\$
		(Milyar TL)	(Milyon ABD\$)	(Milyar TL)	(Milyon ABD\$)	(Milyar TL)	(Milyon ABD\$)				
1986	80	9	13	—	—	709	938	9.15	5.07	—	—
1987	82	105	118	—	—	3,182	3,125	2.82	15.86	—	—
1988	79	149	115	1	—	2,048	1,128	10.48	4.97	—	—
1989	76	1,736	773	7	3	15,553	6,756	3.44	15.74	—	—
1990	110	15,313	5,854	62	24	55,238	18,737	2.62	23.9	—	—
1991	134	35,487	8,502	144	34	78,907	15,564	3.95	15.88	—	—
1992	145	56,339	8,567	224	34	84,809	9,922	6.43	11.39	—	—
1993	160	255,222	21,770	1,037	89	546,316	37,824	1.65	25.75	20.72	14.86
1994	176	650,864	23,203	2,573	92	836,118	21,785	2.78	24.83	16.70	10.97
1995	205	2,374,055	52,357	9,458	209	1,264,998	20,782	3.56	9.23	7.67	5.48
1996	228	3,031,185	37,737	12,272	153	3,275,038	30,797	2.87	12.15	10.86	7.72
1997	258	9,048,721	58,104	35,908	231	12,654,308	61,879	1.56	24.39	19.45	13.28
1998	277	18,029,967	70,396	72,701	284	10,611,820	33,975	3.37	8.84	8.11	6.36
1999	285	36,877,335	84,034	156,260	356	61,137,073	114,271	0.72	37.52	34.08	24.95
1999/Ç1	278	5,183,056	15,059	94,237	274	18,347,576	50,223	2.42	13.76	13.81	10.26
1999/Ç2	280	7,813,412	19,890	128,089	326	19,818,579	47,425	2.20	14.70	13.84	9.98
1999/Ç3	279	6,111,926	14,042	105,378	242	25,638,363	55,801	1.71	15.77	15.75	11.84
1999/Ç4	285	17,768,941	35,044	286,596	565	61,137,073	114,271	0.72	37.52	34.08	24.95

Ç: 3 aylık dönem

NOT:

- Fiyat Kazanç Oranları, 1986-1992 yılları arasında şirketlerin bir önceki yılın net dönem karları üzerinden hesaplanmıştır. 1993 yılı ve sonrası için;

TL(1) = Toplam Piyasa Değeri / Son iki 6'şar Aylık Dönemin Karlar Toplamı

TL(2) = Toplam Piyasa Değeri / Son dört 3'er Aylık Dönemin Karlar Toplamı

ABD \$ = \$ Bazında Toplam Piyasa Değeri / Son dört 3'er Aylık Dönem \$ Olarak Karlar Toplamı 'nı ifade etmektedir.

## İMKB Fiyat Endekslerinin Kapanış Değerleri

	TL Bazlı			
	ULUSAL-100 (Ocak 1986=1)	ULUSAL-SINAI (31.12.90=33)	ULUSAL-HİZMETLER (27.12.96=1046)	ULUSAL-MALİ (31.12.90=33)
1986	1.71	—	—	—
1987	6.73	—	—	—
1988	3.74	—	—	—
1989	22.18	—	—	—
1990	32.56	32.56	—	32.56
1991	43.69	49.63	—	33.55
1992	40.04	49.15	—	24.34
1993	206.83	222.88	—	191.90
1994	272.57	304.74	—	229.64
1995	400.25	462.47	—	300.04
1996	975.89	1,045.91	1,045.91	914.47
1997	3,451.26	2,660.—	3,593.—	4,522.—
1998	2,597.91	1,943.67	3,697.10	3,269.58
1999	15,208.78	9,945.75	13,194.40	21,180.77
1999/Ç1	4,554.07	3,059.33	5,718.38	6,073.84
1999/Ç2	4,950.21	3,208.09	5,564.37	6,781.44
1999/Ç3	6,071.12	4,513.72	6,622.36	7,755.94
1999/Ç4	15,208.78	9,945.75	13,194.40	21,180.77

	ABD \$ Bazlı				EURO Bazlı
	ULUSAL-100 (Ocak 1986=100)	ULUSAL-SINAI (31.12.90=643)	ULUSAL-HİZMETLER (27.12.96=572)	ULUSAL-MALİ (31.12.90=643)	ULUSAL-100 (31.12.98=484)
1986	131.53	—	—	—	—
1987	384.57	—	—	—	—
1988	119.82	—	—	—	—
1989	560.57	—	—	—	—
1990	642.63	642.63	—	642.63	—
1991	501.50	569.63	—	385.14	—
1992	272.61	334.59	—	165.68	—
1993	833.28	897.96	—	773.13	—
1994	413.27	462.03	—	348.18	—
1995	382.62	442.11	—	286.83	—
1996	534.01	572.33	572.00	500.40	—
1997	982.—	757.—	1,022.—	1,287.—	—
1998	484.01	362.12	688.79	609.14	484.01
1999	1,654.17	1,081.74	1,435.08	2,303.71	1,912.46
1999/Ç1	725.40	487.31	910.86	967.48	779.07
1999/Ç2	689.30	446.72	774.82	944.30	778.79
1999/Ç3	768.92	571.67	838.73	982.30	852.94
1999/Ç4	1,654.17	1,081.74	1,435.08	2,303.71	1,912.46

Ç : 3 aylık dönem

(\*) : 4. Çeyrek 30.12.1999 tarihi itibarıyla.

**TAHVİL VE BONO PİYASASI****İşlem Hacmi****Kesin Alım-Satım Pazarı**

	Toplam		Günlük ortalama	
	Milyar TL	Milyon ABD \$	Milyar TL	Milyon ABD\$
1991	1,476	312	11	2
1992	17,977	2,406	72	10
1993	122,858	10,728	499	44
1994	269,992	8,832	1,067	35
1995	739,942	16,509	2,936	66
1996	2,710,973	32,737	10,758	130
1997	5,503,632	35,472	21,840	141
1998	17,995,993	68,399	71,984	274
1999	35,430,078	83,842	142,863	338
1999/Ç1	6,397,011	18,758	112,228	329
1999/Ç2	7,082,684	17,885	112,424	284
1999/Ç3	9,750,390	22,260	152,350	348
1999/Ç4	12,199,992	24,939	190,625	390

**Repo-Ters Repo Pazarı****Repo-Ters Repo İşlem Hacmi**

	Toplam		Günlük ortalama	
	Milyar TL	Milyon ABD \$	Milyar TL	Milyon ABD\$
1993	59,009	4,794	276	22
1994	756,683	23,704	2,991	94
1995	5,781,776	123,254	22,944	489
1996	18,340,459	221,405	72,780	879
1997	58,192,071	374,384	230,921	1,486
1998	97,278,476	372,201	389,114	1,489
1999	250,723,656	589,267	1,010,982	2,376
1999/Ç1	37,784,689	110,178	662,889	1,933
1999/Ç2	62,817,700	158,848	997,106	2,521
1999/Ç3	67,235,872	153,917	1,050,561	2,405
1999/Ç4	82,885,395	166,324	1,295,084	2,599

Ç : 3 aylık dönem

**DİBS Fiyat Endeksleri (25-29 Aralık 1995=100)**

TL Bazlı				
	30 Gün	91 Gün	182 Gün	Genel
1996	103.41	110.73	121.71	110.52
1997	102.68	108.76	118.48	110.77
1998	103.57	110.54	119.64	110.26
1999	107.70	123.26	144.12	125.47
1999/Ç1	104.68	114.73	129.98	115.44
1999/Ç2	104.59	113.83	126.44	115.82
1999/Ç3	105.50	116.38	130.68	117.68
1999/Ç4	107.70	123.26	144.12	125.47

**DİBS Performans Endeksleri (25-29 Aralık 1995=100)**

TL Bazlı			
	30 Gün	91 Gün	182 Gün
1996	222.52	240.92	262.20
1997	441.25	474.75	525.17
1998	812.81	897.19	983.16
1999	1,372.71	1,576.80	1,928.63
1999/Ç1	948.76	1,051.40	1,226.50
1999/Ç2	1,079.76	1,211.21	1,412.93
1999/Ç3	1,232.98	1,397.68	1,712.20
1999/Ç4	1,372.71	1,576.80	1,928.63
ABD \$ Bazlı			
1996	122.84	132.99	144.74
1997	127.67	137.36	151.95
1998	153.97	169.96	186.24
1999	151.02	173.47	212.18
1999/Ç1	153.66	170.28	198.64
1999/Ç2	152.88	171.49	200.05
1999/Ç3	158.78	179.99	220.49
1999/Ç4	151.02	173.47	212.18

Ç : 3 aylık dönem

(\*) : 4. Çeyrek 30.12.1999 tarihi itibarıyla.



<b>İ.M.K.B. YAYINLARI</b>		
<b>I- SÜRELİ YAYINLAR</b>	<b>ISSN/ISBN</b>	<b>ÇIKIŞ TARİHİ</b>
Haftalık Bülten	ISSN 1300-9311	
Türkçe Aylık Bülten	ISSN 1300-9303	
İngilizce Aylık Bülten	ISSN 1300-9834	
Yıllık Rapor -Annual Factbook 1998 (Türkçe ve İngilizce)	ISSN 1300-9281 ISBN 975-8027-57-3	1999
Halka Açılan Şirketler 1998	ISSN 1301-2584 ISBN 975-8027-54-9	1999
Şirketler Yıllığı -Yearbook of Companies 1998 (Genel Bilgiler ve Mali Tablolar)(Türkçe ve İngilizce)	ISSN 1301-1057 (Takım N: ISBN 975-8027-48-4) (1.Cilt N: ISBN 975-8027-49-2) (2.Cilt N: ISBN 975-8027-50-6)	1998
İMKB Şirketleri 1986-1998 (Sermaye, Temettü ve Aylık Fiyat Verileri) (Türkçe ve İngilizce)	ISSN 1300-929-X ISBN 975-8027-59-X	1999
Avrasya Ekonomi Bülteni 2. sayı (Nisan-Haziran 1999)	ISSN 1302-3330	1999
<b>II- ARAŞTIRMA YAYINLARI</b>		
<b>- ARAŞTIRMA YAYINLARI SERİSİ</b>		
Türkiye' de Sermaye Piyasası Araçlarının Vergilendirilmesi-Sibel Kumbasar Bayraktar		1994
Uluslararası Portföy Yatırımları Analizi ve Fiyatlama Modeli-Oral Erdoğan		1994
Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye-Araştırma Müdürlüğü		1994
Uluslararası Piyasalara Erişim (ADR-GDR) ve Türk Sermaye Piyasasına Alternatif Öneriler-Kudret Vurgun		1994
Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler ve İ.M.K.B.'da Bazı Değerlendirme ve Gözlemler-Dr. Berna Ç. Kocaman		1995
Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye-Doç. Dr. Sadi Uzunoğlu, Yrd. Doç. Dr. Kerem Alkin, Dr. Can Fuat Gürlelel		1995
Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar: Türkiye Örneği, Sorunlar ve Çözüm Önerileri-Doç. Dr.Targan Ünal		1995
Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları Entegrasyonu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası -Dr. Meral Varış Tezcanlı, Dr.Oral Erdoğan	ISBN 975-8027-05-0	1996
Personel Yönetimi-Şebnem Ergül	ISBN 975-8027-07-7	1996
Avrupa Sermaye Piyasaları Bütünleşme ve Türk Sermaye Piyasası -Doç. Dr. Sadi Uzunoğlu, Yrd. Doç. Dr. Kerem Alkin, Dr. Can Fuat Gürlelel	ISBN 975-8027-24-7	1997
Avrupa Birliği ve Türkiye-Prof. Dr. Rıdvan Karlık	ISBN 975-8027-04-2	1996
İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar-Dr. Meral Varış Tezcanlı	ISBN 975-8027-17-4	1996
İnsider Trading and Market Manipulation-Dr. Meral Varış Tezcanlı	ISBN 975-8027-18-2	1996
Stratejik Ortaklıklar : Türk Şirketleri İçin Büyüme ve Global Pazarı Açılma Teknikleri-Ömer Esener	ISBN 975-8027-28-X	1997
Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar	ISBN 975-7869-04-X	1996

<b>İ.M.K.B. YAYINLARI</b>		
Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar) -Vural Günal	ISBN 975-8027-34-4	1997
KOBİ'lerin Finansman Sorununun Sermaye Piyasası Yoluyla Çözümü - R. Ali Küçükçolak	ISBN 975-8027-39-5	1998
Hisse Senedi Opsiyonları ve İMKB'de Uygulanabilirliği (Dr.Mustafa Kemal Yılmaz)	ISBN 975-8027-45-X	1998
Özel Emeklilik Fonları : Şili Örneğinden Alınacak Dersler (Çağatay Ergenekon)	ISBN 975-8027-43-3	1998
İMKB Getiri Volatilitésinin Makro Ekonomik Konjonktür Bağlamında İrdelenmesi (Prof.Dr. Hurşit Güneş - Yrd.Doç.Dr. Burak Saltoğlu)	ISBN 975-8027-32-8	1998
Nasıl Bir Para Sistemi ? Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar İçin Alternatif Öneriler (Prof.Dr. Coşkun Can Aktan-Yrd. Doç.Dr. Utku Utkulu- Dr. Selahattin Togay)	ISBN 975-8027-47-6	1998
Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar (Dr. Oral Erdoğan - Levent Özer)	ISBN 975-8027-51-4	1998
Turkish Bond Market	ISBN 975-8027-53-0	1999
Repo ve Ters Repo İşlemleri - Muhasebesi, Esaslar ve Uygulama- Yrd. Doç. Dr. Nuran Cömert Doyrangöl	ISBN 975-8027-12-3	1996
Güneydoğu Asya Krizi: Türkiye Ekonomisi ve İMKB'ye Etkileri-Araştırma Müdürlüğü	ISBN 975-8027-44-1	1998
<b>- TÜREV PİYASA ARAŞTIRMALARI SERİSİ</b>		
Menkul Kıymetler Piyasasında Vadeli İşlemler ve Opsiyonlar Kullanılarak Oluşturulan Bazı Temel Stratejiler-Mustafa Kemal Yılmaz		1996
Vadeli İşlem Piyasaları - Teori ve Pratik (Prof. Dr. Ümit Erol)	ISBN 975-8027-58-1	1999
<b>- SEKTÖR ARAŞTIRMALARI SERİSİ</b>		
Otomotiv Sektörü		1995
Tekstil Sektörü (Pamuklu)		1995
Gıda Sektörü		1995
Cam Sektörü		1995
Sigorta Sektörü		1995
Turizm Sektörü		1995
Kağıt Sektörü	ISBN 975-8027-09-3	1996
Tekstil Sektörü (Suni-Sentetik,Yünlü, Hazır Giyim, Deri ve Deri Mamulleri)	ISBN 975-8027-10-7	1996
Gıda Sektörü (Bitkisel Yağ, Et ve Et Ürünleri, Meyve Sebze İşleme Süt ve Süt Ürünleri, Şeker ve Şekerli Mam., Un ve Unlu Mam., Yem)	ISBN 975-8027-19-0	1997
<b>- EĞİTİM SERİSİ</b>		
Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu (Mayıs 1998)	ISBN 975-8027-41-7	1999
<b>III- TANITIM YAYINLARI</b>		
Sorularla Borsa ve Sermaye Piyasası	ISBN 975-8027-31-X	1997
Hisse Senedi Alım Satım Kılavuzu	ISBN 975-8027-35-2	1997
Yatırım Danışma Merkezi		1997
Global Kriz ve Etkileri	ISBN 975-8027-63-8	1999