

Makroekonomik İstikrar Programlarının Sermaye Piyasasına Yansımaları

PANEL
08 HAZİRAN 2004,
Saat 14.00
İMKB Konferans Salonu

TSPAKB

**TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI
ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ**

**MAKROEKONOMİK İSTİKRAR
PROGRAMLARININ
SERMAYE PİYASASINA YANSIMALARI**

İSTANBUL, 08 HAZİRAN 2004

Yayın No. 17

ISBN: 975-6483-12-1

graphis

MATBAA SANAYİ VE TİCARET LTD. ŞTİ.
Yüzyıl Mahallesi Matbaacılar Sitesi 1. Cadde Numara 139 Bağcılar 34560 İstanbul
T: 0212 629 06 07 PBX **F:** 0212 629 03 85 **E:** info@graphis.com.tr

ÖNSÖZ



Saygıdeğer Okuyucular;

Ülkemizde 2001 yılından itibaren uygulanan makroekonomik istikrar programının olumlu sonuçları gözlemlenmektedir. Türk Lirasına olan güven artarken, reel faizler gerilemekte ve enflasyonda önemli bir düşüş görmekteyiz. Yıllardır ülkemizin en “önemli sorunu olan yüksek enflasyon dönemi artık sona ermektedir.

Yıllardır şikayetçi olduğumuz yüksek enflasyon – yüksek faiz sarmalından yavaş yavaş çıkılmaktadır. Bu ortamda yakalanan büyüme trendi tasarruf edilebilir gelir düzeyini artıracaktır. Artan gelirle beraber toplam tasarruflar da artacak ve tasarrufların yapısında önemli değişimler olabilecektir. Böylece sermaye piyasası öne çıkacak, sermaye piyasası ürünlerine olan talep artışı piyasanın derinliğini ve ürün çeşitliliğini geliştirecektir.

Ancak, sermaye piyasası ürünlerine olan talepteki artışın, piyasanın derinliğini ve ürün çeşitliliğini etkileyebilmesi için bir takım kararların da alınması gerekmektedir.

Bu sürece katkıda bulunabilmek için hazırladığımız “Makroekonomik İstikrar Programlarının Sermaye Piyasasına Etkileri-Türkiye İçin Öneriler” raporunda; sermaye piyasamızın ve yatırım araçlarının gelişimi hakkında öngöründe bulunabilmek amacıyla, ülkemize benzer ekonomik krizlerin ardından uyguladıkları istikrar programları başarıya ulaşmış ülke örnekleri değerlendirilmiş ve öneriler sunulmuştur.

Düşük enflasyon seviyelerinin sermaye piyasalarında yaratabileceği fırsatların ve oluşturabileceği sorunların tartışılmasını sağlamak amacıyla; “Makroekonomik İstikrar Programlarının Sermaye Piyasasına Yansımaları” paneli düzenlenmiştir. Panelimiz, söz konusu sorunların köklü biçimde çözümü için sermaye piyasalarının sağlayabileceği olanakların ortaya konulmasına ve bunların devreye girebilmesi için gereken adımların tartışılmasına zemin hazırlamıştır.

Panelimizde, makroekonomik istikrar programlarının sermaye piyasasına yansımaları konularını farklı bakış açılarından ele alan ve konuyu ayrıntılı bir şekilde değerlendiren çok değerli konuşmacılarımıza ve panelimizi katılımlarıyla onurlandıran tüm yetkililere, üyelerimize, izleyicilere ve ekonomi basın mensuplarına teşekkür ederiz.

Müslüm DEMİRBILEK

Türkiye Sermaye Piyasası
Aracı Kuruluşları Birliği Başkanı

İÇİNDEKİLER

AÇILIŞ KONUŞMALARI

Dr.Doğan CANSIZLAR / Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı.....	9
Osman BİRSEN / İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Başkanı	13
Müslüm DEMİRBİLEK / Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Başkanı	17

KONUŞMACILAR

Yabancı Yatırımcıların Sermaye Piyasamızdaki Beklentileri	
Erda GERÇEK / Citigroup -Varlık Yönetimi Stratejisti	21
Türev Ürünlerin Gelişimi Konusunda Beklentiler	
Kubilay CİNEMRE / T. Garanti Bankası A.Ş. Genel Müdür Yardımcısı	27
Reel Sektörün Beklentileri	
Mustafa UYSAL / Anadolu Grubu Mali İşler Başkanı / Vergi Konseyi Başkanı.....	44
Kamu Borçları Üzerindeki Etkilere İlişkin Beklentiler	
Prof. Dr. Güven SAK / T.C. Merkez Bankası Para Politikası Kurulu Üyesi.....	50
SORU - CEVAP	61
PANELDEN GÖRÜNÜMLER	73



Dr. DOĞAN CANSIZLAR

Sermaye Piyasaları Kurumu Başkanı

Öncelikle Sayın Bakanımızın mesajını ileterek sözlerime başlamak istiyorum. Sayın Bakanımız yurtdışından yeni döndüğü için katılamadılar. O bakımdan panelin başarılı geçmesini dilediler. Sizlere sevgi ve selamlarını iletiler. Bende, Aracı Kuruluşlar Birliği bu paneli düzenlediği için teşekkür etmek istiyorum.

Gerçekten makro ekonomik dengelerin oturmaya yavaş yavaş başladığı günlerde, bu olumlu gelişmelerin sermaye piyasalarımıza olan etkisinin çok detaylı bir şekilde inceleneyeceğini, tartışılacağını biliyoruz. Buradan çıkacak sonuçların da bizlere ve bu piyasalara yol gösterici olacağından şüphemiz yok. Hepimizin bildiği gibi, sermaye piyasalarının gelişiminde en temel faktör, şüphesiz istikrarlı ve güçlü bir ekonomidir. Ancak diğer yandan sağlıklı bir mali sektörde güçlü bir ekonomi istikrar için bir nevi sigorta niteliğindedir. Bunu birbirinden ayırmak mümkün değil. İstikrar ortamı oldukça önemli diyoruz. İstikrardan bahsederken de hem siyasi istikrar hem de ekonomik istikrarı düşünmek gerekir. Çünkü, özellikle gelişmekte olan ülkelerde hem siyasi istikrar hem de ekonomik istikrar neredeyse birlikte ele alınır. Ekonomik istikrarın olmadığı, siyasi istikrarın olmadığı dönemlerde - Türkiye bunu 25 yıldır yaşıyor- özellikle kamunun borçlanma gereğinin çok yüksek olduğu, buna paralel enflasyonun, reel faizin çok yüksek olduğu, vadelerin kısa olduğu, buna paralel enflasyonun, reel faizin çok yüksek olduğu, vadelerin kısa olduğu, döviz kurlarında dalgalanmaların çok şiddetli olduğu, spekülatif amaçlı işlemlerin çoğaldığı, doğrudan yatırımların azaldığı ve halka açılmalar açısından da baktığımızda bunların sayılarının azaldığını ve piyasaların sığ olduğunu görüyoruz. Özellikle kamu borçlanma gereğinin yüksek seviyelerde seyretmesi ve mevcut piyasalardaki tasarrufların dışlama etkisi nedeniyle reel sektörü finanse edecek yerde kamunun açıklarını finanse eder boyutlara gelmesi sermaye piyasalarımızın gelişmesinin önünde en büyük engellerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır.

Özellikle bu dönemlerde reel sektör kaynak bulmakta zorlanmaktadır. Yine reel sektördeki şirketlerimizin faaliyet dışı gelirleri bu dönemlerde oldukça yüksek seyretmektedir. Bildiğiniz gibi mali sektör reel sektör yerine kamunun açıklarını finanse eder hale gelmiş diyebiliriz. Biz yakın geçmişte, 2000 ve 2001 yılı krizlerinde hiç fark etmediğimiz şekilde yaşayan bir ülkede bulunuyoruz. Gerçekten o dönemleri yaşayan birisi olarak, bu kriz dönemlerinde ekonominin potansiyeli, mevcut kaynaklarımızın potansiyeli dikkate alındığında hiç hak etmediğimiz halde nakit sıkışıklığını, nakit krizini ekonomik krize, maalesef ekonomik krizi de kaosa çevirdik. Fakat uygulamaya konulan ekonomik programların, IMF destekli programların oldukça önemli, olumlu sonuçlarını bugünlerde almaya başlıyoruz. Güven ortamı yeniden tesis edilmeye başlandı. Enflasyon tek haneli hale gelmeye başladı. Herşeyden önemlisi güven ortamı piyasalara gelmeye başladı. Özellikle makro ekonomik etkilerin yavaş yavaş oturduğu bu dönemlerde sermaye piyasalarımız açısından da bu gelişmelerin çok olumlu olduğunu ifade etmek istiyorum. Özellikle halka arzlarda bir artış gözlenmektedir. Bu anlamda talepler sermaye piyasasına ve İMKB'ye gelmektedir. Bu sene içerisinde bu sayıların oldukça yüksek rakamlara geleceğini tahmin ediyorum.

İstikrarlı bir dönemde bulunmanın sermaye piyasalarının gelişmesi açısından önemli olduğunu söyledik. Fakat istikrarın olduğu bir ülkede, hem siyasi hem de makro ekonomik istikrarın olduğu bir ülkede, eğer sermaye piyasalarımızın alt yapısı, hem teknik hem de yasal alt yapısı uluslararası standartlarda değilse yine ekonominin bir yönü eksik sayılır diye düşünüyorum. Biz Sermaye Piyasası Kurulu olarak, özellikle kriz dönemlerinde hiç boş durmadık ve bu krizin çok çabuk ve hızlı bir şekilde atlatılacağını düşünerek sermaye piyasalarımızın çok daha istikrarlı bir ortamda yer alacağı ortamı hazırlamaya çalıştık. Bizim hedefimiz yine Avrupa Birliği direktifleri olmuştur. Üyesi olduğumuz Uluslararası bir kuruluş olan IOSCO olmuştur, prensipler olmuştur. Sağlanan makro ekonomik istikrarın, siyasi istikrarın yanısıra bizim de sermaye piyasalarımızın uluslararası standartlar seviyesine çekilmesine yönelik çalışmalarımız yaklaşık 3 yıldır devam etmektedir. Bu çerçevede şunu çok rahat bir şekilde ifade etmek isterim ki, bizim sermaye piyasalarımız, sadece Sermaye Piyasası Kurulu değil, sadece İMKB değil, sadece Aracı Kuruluşlarımız değil ama sektör olarak şunu çok rahat bir şekilde ifade edeyim ki, Avrupa Birliği'ne uyum açısından en yakın sektörlerden birtanesi sermaye piyasasıdır. Özellikle yapılan son düzenlemeler, hem teknik hem de yapısal düzenlemeler açısından olaya bakalım. Uluslararası standartlarda düzenlemeler yaptık ve uygulamaya koyduk. Bunların en önemlisi "Uluslararası Raporlama Standartları"nı biz geçen sene yayınlayıp yürürlüğe koyduk. Özellikle bu çok önemliydi. Çünkü, sermaye piyasalarında şeffaflık çok önemli, raporlanabilir olmak çok önemli ve bu raporlanabilir olmak, uluslararası standartlarda olması çok önemli. Artık hepimizin bildiği

gibi yabancı yatırımcılar, buna yerli yatırımcıları da katabiliriz, iyi yönetim var mı diye bakıyor. İkincisi, şeffaflık var mı? Yani mali bilançolar açısından şeffaf mı? Uluslararası seviyede mukayese edilebilir mi, değil mi? Bir de istikrara bakıyor. Bu anlamda bizim yaptığımız düzenlemeler; hem uluslararası raporlama standartları olsun hem de uluslararası anlamda OECD'nin yayınladığı ve geçenlerde de revize ettiği kurumsal yönetim ilkelerini uygulamaya koyduk. Uluslararası raporlama standartlarımız bildiğiniz gibi önümüzdeki sene zorunlu hale gelecek. Bu sene ihtiyaridir. Kurumsal yönetim ilkeleri şu anda zorunlu değil. Biz onu ihtiyari bıraktık. Fakat bunu önümüzdeki dönemden itibaren yavaş yavaş hem izahnamelere hem de kanunlara yansıtmaya başlayacağız. Çünkü artık dünyadaki gelişmelerden küresel bir dünyanın parçası olmak sebebiyle bu gelişmelerden kendimizi soyutlamamız mümkün değil.

Yine uluslararası denetim standartları konusunda ilgili düzenlemeleri yaptık ama yeterli değil. Bunu, bu sene sonunda uluslararası seviyeye çekeceğiz. Arkasından yine bu sene sonu itibarıyla uluslararası değerlendirme standartlarını, gayrimenkul değerlendirme ve şirket aktifinin değerlendirilmesi ile ilgili önemli bir konu olan değerlendirme standartlarını da yürürlüğe koyacağız. Bu arada bizim yaptığımız işlerden birtanesi de, Avrupa Birliği'nden alınan karşılıksız yardım çerçevesinde Sermaye Piyasası Kurulu olarak başlattığımız bir çalışma. 3 aylık bir eksiklik analizi yaptırarak ve Avrupa Birliği komisyonundan geçecek rapor çerçevesinde mali yardım alacağız. Bize bir eş ülke olacak. İngiltere olabilir, Almanya olabilir. Bunu Avrupa Birliği komisyonu belirleyecek. Eş ülke ile birlikte sermaye piyasalarımızın artık 1,5 - 2 yıl içerisinde tam anlamıyla Avrupa Birliği'ne uyumunu gerçekleştirmiş olacağız. Zaten yaptığımız düzenlemeler % 60 - 65 civarında Avrupa Birliği'ne uyum anlamında yapılan düzenlemelerdi. Bu anlamda uygulamaya koymak istediğimiz ipotek bankacılığı sistemi var. Makro ekonomik dengelerin oturduğu ortamlarda zaten bu sistemin yaygınlaştırılmasında büyük yarar var. Yine KOBİ piyasaları dediğimiz NASDAQ benzeri yapılaşmaya gideceğiz. Vadeli işlemler borsamız bir iki ay içerisinde İzmir'de açılacak. Onun alt yapı çalışmaları da bitti. Yine makro ekonomik dengelerdeki iyileşmelere paralel artık tasarrufların yavaş yavaş sermaye piyasalarına yönlendiğini göreceğiz. Sebebi de reel faizlerdeki düşüşleri dikkate aldığımızda bu çok daha rahat olacaktır diye düşünüyorum. Özellikle özelleştirmelerde son zamanlarda görülen tıkanıklık özelleştirilecek KİT'lerin sermaye piyasalarında değerlendirilmesiyle aşılabileceğini umuyorum. Burada da bizim her zaman öne sürdüğümüz gibi, hisse senedine çevrilebilir tahvil ve yatırım fonu, yatırım ortaklığı gibi yine özelleştirme kapsamındaki KİT'lerin hisselerinden oluşan bir yapıda özelleştirmeyi çok rahat bir şekilde yapmak mümkün olabilecektir. Hem bu şekilde sermayenin tabana yaygınlaştırılmasını sağlamış olacağız. Hem de toplumsal

tansiyonunun biraz olsun azaltılmasını sağlamış oluruz diye düşünüyorum.

Özel sektörün borçlanma senetleri ile ilgili vergiler konusunda mutlak suretle eşitliğin sağlanması gerekir. Çünkü mali varlık stokuna baktığımızda Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS)'nin payı % 51.7 ve özel kesim borçlanma senedi zaten sıfır. Hisse senedi olarak olaya baktığımızda mali varlıklar içerisinde % 7.1 ve toplam menkul değerler içerisinde olaya baktığımızda % 8 özel sektörün, % 92'de kamu sektörünün. Bu biraz önce belirttiğimiz dışlama etkisinin literatürdeki etkisini ortaya koyan bir gelişme. Sermaye piyasaları ile ilgili yaptığımız bu çalışmalar ve makro ekonomik dengelerdeki oturmuşluk ve olumlu sonuçlar bir ülke içerisinde sermaye piyasasının gelişmesine çok olumlu katkılar sağlıyor. Fakat artık küreselleşen dünya diyoruz. Bazı gelişmelerden kendimizi de soyutlamamız mümkün değil. İç politikada ülke içerisinde yapmış olduğumuz düzenlemeler çok önemli. Sermaye piyasalarının teknik alt yapısı, yasal alt yapısını düzenlemek çok önemli. Fakat bazı faktörler var ki, dışsal faktörler diyoruz, onları da yeni yapacağımız düzenlemelerde, aldığımız tedbirlerde mutlak suretle dikkate almak gerekir. Bunlardan bir tanesi, bu gelişmekte olan piyasalarla ilgili, gelişmekte olan piyasalar tahvil endeksi, artı plus dedikleri artı bölümü de var. Gelişmekte olan piyasalar tek bir kategoride dikkate alınıyor. Küreselleşen dünyada, gelişmekte olan bir piyasada ortaya çıkan sorunlar öbür tarafa çok rahat bir şekilde yayılır. Özellikle tahvil ve bono piyasasında, olaya eurobondlar olarak baktığımızda bu gelişmekte olan tahvil-bono endeksini biz çok yakından takip etmek zorundayız. Daha sonra bakıyoruz, piyasalarda hiçbir şey yokken acaba ne oldu da bizim piyasalarda bu şekilde bir dalgalanma oluyor diye sormamak lazım. Artık yatırımcılar bir ülkeyi tek başına dikkate almıyorlar, gelişmekte olan ülkeler kategorisinde olan ülkemizi bu kategoride dikkate alarak yatırımlarını yönlendirmeye çalışıyorlar.

Bir diğer husus FED'in faiz artırım beklentileri konusu. Bu da dışsal bir faktör ve oldukça yüklü miktardaki fonların bir yerden başka bir yere nakledilmesini ve transfer edilmesini sağlayan gelişmeler var. Yaptığımız tüm çalışmalar, sermaye piyasası ile ilgili olsun ve aldığımız tüm ekonomik tedbirler bunlar yeterlidir demiyorum. Ancak bunları yaparken dışsal faktörleri de mutlaka dikkate almamız gerekir diye düşünüyorum. Bunlar bu panelde enine boyuna tartışılacaktır. Ben, tekrar panelistlere başarılar diliyorum. Düzenleyen arkadaşımıza Müslüm Bey'e Başkan sıfatıyla şahsında Aracı Kuruluşlar Birliği'ne teşekkür ediyorum. Hepinize saygılar sunuyorum.



OSMAN BİRSEN

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Başkanı

Sayın SPK Başkanı, Değerli Konuklar, Değerli Basın Mensupları;
Hepinizi saygı ve sevgi ile selamlıyorum.

İMKB çatısı altında böyle güzel ve manalı bir toplantıyı düzenlemiş oldukları için Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği'ne teşekkürlerimi ifade etmek istiyorum.

Borsalar denizde hareket eden gemilere benzetilebilir. Netice itibarıyla hareket eden, dinamik bir yapıya sahip kurumlardır ve işlemleri de devamlılık arz eder. Çünkü devamlı bir seyir hali bahis konusudur. Bu bakımdan, bu seyrin takibi, hızı gibi unsurlar önem taşır. Ama geminin kendi performansı yine önemli bir konudur. Yani geminin sağlamlığı, tahliye sandallarının yerinde bulunması, yük dağılımının belli kurallar içinde dengede bulunması gibi keyfiyetler tabii ki önemlidir. Fakat hepsinden daha önemli olan, içinde seyredilen denizin mevcut durumudur. Sakin bir denizde seyretmek, gerçekten hazırlıksız olan gemiler için bile göze alınabilir bir keyfiyettir. Eğer seyrettiğiniz deniz dalgalı bir denizse, o zaman tüm gücünüze ve hazırlığınıza rağmen gemide bazı şeylerin ters gitmesi kaçınılmazdır. Nitekim, hep öyle olmuştur. Fakat sonunda esas olarak böyle bir durumu kontrol etmek elimizde olmadığına göre, buradaki başarı, gemide meydana gelen sarsıntı sonucunda ortaya çıkanlardan ziyade, sonunda deniz düzeldiği zaman geminin seyrine devam edecek şekilde kurtarılmasıdır. Öyle bakıldığı zaman, başlangıcından itibaren İMKB'nin içinde bulunduğu deniz, dalgalı bir denizdir. Hatta bu denizde büyük dalgalar olduğunu bilmiş olmamız gerekiyor. Gerçekten de, son 17 - 18 seneye baktığım zaman, görüyorum ki böyle fırtınalar, çok da hazırlıklı olmayan tekneimizi bir ölçüde sarstı. Bu sarsıntı dolayısıyla bu gemi içerisinde bazı sorunlar ortaya çıktı. Ben şu açıdan şükrediyorum ki, bu gemi istikrarlı bir denize kavuşabilecek bir şekilde batmadan getirilebildi. Bu bakımdan da başarılı bir uygulama olduğunu burada kabul etmemiz lazım.

İstikrar programlarının bizim mali sisteme veya sermaye piyasasına etkileri açısından, sanki programla ilişkilendirilmiş gibi bir anlayış ortaya çıkıyor. Aslında istikrar programlarının ortak özellikleri açısından birçok şey sayılabilir. Her istikrar programında şunlar vardır, bunlar olmayabilir. Fakat bir makro ekonomik istikrar programının olmazsa olmaz koşulu, daha önce bir istikrarsızlığın olmuş olması keyfiyetidir. Eğer istikrar programı yapmışsanız, daha önce bir istikrarsızlığa uğramışsınız demektir. İstikrar programı, istikrarsızlığın düzeltilme programıdır. İstikrar programlarını, böyle kendine has birtakım kurumları geliştirecek veya onlara bir yapı kazandıracak şekilde görmemek lazım. Bu bir yanılgıdır. Benim tecrübelerim, zaman zaman böyle bir yanılgıya düştüğümüzü gösteriyor. İkincisi, istikrar programlarının, program olarak uzun vadeli ve yeterli olması keyfiyeti. Çok istikrar programı uygulamış olmamız, bizim istikrar programlarını çok iyi uyguladığımız anlamına gelmiyor. Bilakis tam tersini gösteriyor. Demek ki, istikrar programlarını iyi uygulamıyoruz ki, yeni istikrar programları hazırlamak noktasına geliyoruz. Bu da önemli bir ders. Bu itibarla, istikrar programlarının içeriğine kafa yoracağımıza, her istikrar programının iyi tarafının olduğunu kabul etmemiz ve bu istikrar programının sonucu alınincaya kadar devam etmemiz gerekir. Benim tüm tecrübelerim acı şekilde gösteriyor ki, biz istikrar programlarının sonuçlarını alma konusunda yeterli derecede dirençli ve takipçi olamıyoruz ve devamlılık sağlayamıyoruz. En büyük sorunumuz burada. Bizim ilk başta onu çözmemiz lazım. Hep benzetmeyle anlatıyorum; istikrarsızlığı hep bir hastaya benzetiyorum. Hastanın ateşi var, bayağı ciddi bir hasta, yüksek ateşi var. Bir müddet sonra ilaç alıyor, şu oluyor, bu oluyor. Hastanın ateşi düşüyor, kendini biraz daha iyi hissediyor. Bakıyorsunuz, bu hasta ben iyiyim diyor ve hastanenin bahçesinde koşmaya başlıyor. Bir müddet sonra, “bahçede az geldi, ben dışarıya çıkıp dışarıda da koşarım” diyor. Koştuktan sonra gelip bir de soğuk duş alıyor. Sonra bir bakıyorsunuz, istikrar programından elde ettiğiniz sonuçları tam konsolide etmeden, sağlamlaştırmadan, özellikle yapısal konulardaki temeli oluşturmadan, yalnız ilk sonuçlarından aldığınız müspet sinyallerle davranış biçiminizi kötü yönde değiştiriyorsunuz. Kaçınılması gereken ikinci nokta, zannediyorum bu. İstikrar programları ancak eğer bunlar yapılmazsa başarıya ulaşabilir. Yani bu, istikrar programlarının uygulanmaması anlamına geliyor, çünkü istikrara kavuşmuş oluyorsunuz. İstikrar demek, makroekonomik denge demek. Dengeye ulaştıktan sonra da her işiniz daha kolay oluyor. O bakımdan, sayın SPK Başkanının da ifade ettiği gibi, sermaye piyasamız gerçekten, her standart içinde karşılaştırıldığında üstün standartları sağlayabilen ve üstelik de bu standartların gelişmiş piyasalardaki standart artışına paralel olarak geliştirilmesini sağlayan dinamik ve müspet bir yapı içinde kurulmuştur. Bunun için de, İMKB'nin hem kuruluşu hem de yönetimi ve tüm kötü şartlara rağmen gelmiş olduğu seviye bunu

göstermektedir. Bizim Borsa açısından bakıldığı zaman gerçekten bu sıkıntılı dönemlerde, gemiyi kurtarmak dışında geleceğin sermaye piyasası ya da borsası için geçmişten ders alacağımız konuları iyi çalıştık. Bunların dışında, bizim borsamızın güven ortamı açısından, denizin dalgalanmasını bizim önlememiz mümkün değil.

Fakat, sakın bir denizde gemimizi hafif harekete geçirebilecek başka sıkıntılar olur mu diye baktığımız noktalardan bir tanesi, gemiye olan güven. Yani borsaya olan güven açısından, makroekonomik istikrarsızlığın getirdiği güvensizlik dışında özellikle piyasanın sığılığınan kaynaklanan şartların önümüzdeki dönemde bir şekilde ortadan kaldırılması ihtiyacını gördük. Bu yüzden de, önümüzdeki dönemin istikrarlı bir dönem olmasını sağlama açısından, borsaya açılacak, borsada işlem görecektir şirketlerin hisse senetlerinin piyasada yer alan ve el değiştirecek kısmının belli bir büyüklükte olmasını şart koşmanın kaçınılmaz olduğuna inandık. Bununla ilgili tedbirler de alındı. Aksi takdirde, mevcut olarak gelen sığ kısmın, özellikle hem manipülatif yapısı ve fiyat oluşumu açısından dengesizlikler oluşturan bir bölüm olarak, devamlı sakın denizlerde seyretse bile, Borsamızı rahatsız edebilecek bir yapısı vardı. Bu yapıdan hızla uzaklaşmayı öngörüyoruz. Bu, bir günde olabilecek şey değil, zamanla olabilecek bir şey. Risk yaratan yeni hisse senetlerini Borsanıza alma konusunda titiz davranacaksınız, yani almayacaksınız. Öte yandan, mevcutları da belli bir şekilde bu standarda yükselteceksiniz. Bu, zamana ihtiyaç gösteren bir keyfiyettir. Zannediyorum ki, önümüzdeki dönemde bu şekilde bir transformasyon yaşanacak Borsamızda. Ama “siz borsanın kalitesini yükseltiyorsunuz, daha az kaliteli olanı bu sisteme almıyorsunuz, o halde aracı ne olacak” şeklinde bir düşünce olabilir. Bildiğiniz gibi, İkinci Ulusal Pazar düzenlemesi çerçevesinde, özellikle bu yüksek kaliteyi tutturamayan işletme hisse senetlerinin ikinci Ulusal Pazarda yine likit olabilecek bir pazarda ve daha çoğunlukla yer alabileceği, küçük ve orta ölçekli işletmeler açısından cazip olabilecek bir piyasanın yaratılması için de gerekli düzenlemeyi yapmış oluyoruz. Zannediyorum ki, bu dönüşüm zaman içinde, hem Avrupa Birliği’ne paralel bir yapı içinde bulunmamızın getireceği mali sonuçları bize makul şekilde kazandıracak, yani yabancı yatırımcı bu ayrıma göre piyasamızda daha rahat yer alabilecek, hem de yerli yatırımcılarımızın tercihleri, eğer İkinci Ulusal Pazarda tercihleri oluşuyor ise -yakınlık ve bilgi açısından- orada da daha büyük bir piyasanın doğmasına imkan sağlayacak.

Bütün bunlar zamanımızın global dünyasında nasıl olabiliyor? Ancak, yüksek elektronik hizmeti ile yapılabiliyor. Yani, “bunu ben bilirim, birkaç tane adam veririm yaparım” şeklinde bir organizasyonla yapılabilecek işler değil. Bunlar daha önceki dönemden bilgi ile planlanan ve elektronik sistemle hassas bir şekilde uygulanması gereken, özel ihtisas işi.

Adam bazen diyor ki, ben de borsacılık yaparım. Hayır yapamazsınız. Niye yapamazsınız? Çünkü bu, ciddi bir elektronik servis. Hisse senedinin fiyatının artmasını, azalmasını bilmek veya onun dışında bir iki kuralı bilmek borsacılık anlamına gelmiyor. Tam aksine teknik, yüksek kalitede hizmet ve dünyaya açık bilgi, hızın hakim olduğu, teknolojik takibin hakim olduğu bir hizmeti her gün yapmak noktasında olduğumuz bir kuruluş noktasına geliyor. Bu itibarla borsaları, artık eski borsalar gibi anlamak veya onun gibi görüp o şekilde davranmak zannediyorum çok büyük yanlış olur. Çünkü, o zaman o şekilde borsalar olur. Biz Borsamızın mevcut karakterinin, iyi karakterinin farkına varıp, bunu muhafaza etmek ve hatta geliştirmek durumundayız. O bakımdan da, teknolojik gelişimimizi hızlandırdık. Uzaktan erişim sayesinde, emirlerin % 70'ini Internetle ulaştırma imkanına sahip olduğunuz bir borsaya sahibiz. Bunun % 100 olmaması teknik eksiklikten değil, arzunun % 30'unun bu şekilde olması nedeniyle. Biz isteklere ve taleplere paralel hareket ettiğimiz için bunu böyle muhafaza ediyoruz. Bunu zaman içinde, işlem salonu olmadan çalışan bir yapıya dönüştürebilecek durumda olduğumuzu bilmekte yarar var. Bunun önemi, tüm dünyaya aynı anda açılmak demektir. Bir talep geldiği zaman, borsanın veya buna hizmet veren kurumun bir darboğazla karşılaşmadığı anlamına gelir. Bu da çok önemlidir. Çünkü, birçok olayda fırsatları bu darboğazlar nedeniyle kaybetmişizdir. Bu bakımdan da, böyle bir darboğazın yaşanmadığı bir yapıyı oluşturduğumuza inanıyorum.

Hepinize saygı ve sevgilerimi sunuyorum.



MÜSLÜM DEMİRBİLEK

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı
Kuruluşlar Birliği Başkanı

Sayın Başkanlar,

Saygıdeğer Katılımcılar,

Değerli Konuklar,

Hepinize hoş geldiniz diyorum. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği adına en içten saygılarımı sunuyorum. Ayrıca toplantımıza katılarak bizleri onurlandırdığınız için sizlere ayrı ayrı teşekkürlerimi sunmak istiyorum.

Bugün burada, Makroekonomik İstikrar Programlarının Sermaye Piyasasına Yansımaları konulu panelimiz dolayısıyla bir araya gelmiş bulunuyoruz. Neden bu konu üzerine bir panel düzenleme ihtiyacı hissettiğimizi, bu toplantıda neler kazanmayı hedeflediğimizi izin verirseniz özetlemek istiyorum.

Biliyorsunuz sermaye piyasamızın geçmişi 1980'li yıllara dayanmaktadır. Temelleri o yıllarda piyasa ekonomisine geçişi öngören ekonomik yaklaşımlar çerçevesinde atılmıştır. Piyasamız, kısa bir geçmişi olmasına rağmen 2000'li yıllara kadar çok hızlı bir gelişim göstermiştir. Fakat, makroekonomik alandaki olumsuz gelişmelerin etkisiyle, 2000 yılından itibaren bir daralma sürecine girdiğimiz de bilinmektedir. Geçen yıl yaşanan canlanmaya rağmen, pek çok kritere göre ne yazık ki halen 2000 yılından önceki seviyelere tam olarak ulaşabilmiş değiliz.

Özellikle uluslararası kıyaslamalar temel alındığında, Türkiye sermaye piyasasının derinliğinin, var olan potansiyelinin bir hayli altında olduğunu söyleyebiliriz. Borsada işlem gören halka açık şirket sayısı ve bu şirketlerin piyasa değerinin milli gelirdeki payı kriterleri esas alındığında, ülkemizin AB ülkeleri veya gelişmekte olan benzer ülkelere kıyasla daha

iyi bir noktada olması gerektiğini düşünüyoruz. Özel sektör borçlanma senetlerinin bizim piyasamızda mevcut olmaması da çok önemli bir eksiklik olarak dikkatimizi çekiyor.

Değerli Konuklar,

Hepimizin bildiği gibi, 2001 krizinden sonra dalgalı kur rejimi altında sürdürülen IMF destekli makroekonomik istikrar programı ve ekonomide alınan yapısal tedbirlerle beraber yeni bir ortam yaratıldı. Türk Lirasına olan güven artarken, enflasyon önemli bir düşüş sergiledi, reel faizler hızla geriledi. Özellikle de enflasyonla mücadelede önemli kazanımlar elde edildi. Mayıs 2004 itibariyle yıllık enflasyon rakamları tek haneli rakamlara indi. 2003 yılındaki %6'lık reel artışın ardından, bu yıl milli gelirimizin %5 dolayında daha büyümesi hedefleniyor.

Artık çok daha farklı bir ortamdayız. Yıllardır şikayetçi olduğumuz yüksek enflasyon-yüksek faiz sarmalından yavaş yavaş kurtulmak üzereyiz. Bu ortamda pek çok konuda ciddi dönüşümler olmasını bekliyoruz.

Öncelikle, yakalanan büyüme trendinin sürdürülmesinin, tasarruf edilebilir gelir düzeyini arttırmasını bekliyoruz. Artan gelirle beraber toplam tasarrufların artacağını öngörüyoruz. Bununla beraber, tasarrufların yapısında önemli değişimler olması gerektiğini de düşünüyoruz. Bu ortamda, sermaye piyasasının rolünün artması kaçınılmaz. Sonuç olarak da sermaye piyasası ürünlerine olan bu talep artışının piyasanın derinliğini ve ürün çeşitliliğini arttıracağını bekliyoruz. Fakat, bu gelişim tabii ki tamamen kendiliğinden olan bir süreç değil. Yapılması gereken işler, alınması gereken kararlar var.

Bu noktada, önümüzü daha net olarak görebilmek için çalışmalarımızı başlattık ve çeşitli raporlar hazırladık. Birliğimizin son yayınlarından biri, ve bu panelin oluşmasına da vesile olan raporumuz "Makroekonomik İstikrar Programlarının Sermaye Piyasasına Etkisi-Türkiye İçin Öneriler" adını taşımakta.

Sermaye piyasamızın ne yönde gelişeceği ve hangi yatırım araçlarının öne çıkacağı konusunda bir öngöründe bulunabilmek için hazırlanan bu raporda, Türkiye'dekine benzer ekonomik krizlerin ardından uyguladıkları istikrar programları belirli bir başarıya ulaşmış ülke örneklerini değerlendirdik. İstikrar programlarının sonucu olarak ortaya çıkan olumlu koşulların sermaye piyasasına ne ölçüde yansıdığını bu süreçte hangi yatırım araçlarının geliştiğini araştırdık.

İncelenen ülke uygulamaları gösteriyor ki, enflasyondaki düşüş ve makroekonomik istikrar sermaye piyasasını iki ana konuda etkiliyor. Özel sektör borçlanma araçları ve türev

piyasalar. Öncelikle istikrar programlarının ardından oluşan düşük enflasyon ortamında özel sektör borçlanma piyasası oluşmakta veya canlanmaktadır. Öte yandan, şirketlerin borçlanma vadeleri uzamaktadır. Örneğin, Brezilya'da 90'lı yılların ortasında uygulanan Real planının sermaye piyasaları açısından en belirgin sonucu, özel sektör borçlanma senedi ihraçlarının hızla artması olmuştur.

İkinci olarak, türev piyasalara olan ilgi artmaktadır. Brezilya ve Meksika örneklerinde, bu piyasalarda öncelikle faize dayalı enstrümanların geliştiği gözlenmektedir.

Ayrıca, istikrar programlarının bir parçası olarak, veya programın sermaye piyasası ile ilgili kısmını güçlü tutabilmek için kurumsal yönetim ilkelerinin yaygınlaşmasına dönük düzenlemeler yapılmaktadır. Kurumsal yönetim ilkelerinin yaygınlaşması yabancı yatırımcıların olduğu kadar o ülkenin vatandaşlarının da sermaye piyasasına olan güvenini pekiştirmektedir. Örneğin, Brezilya kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketlere yönelik olarak Novo Mercado diye ayrı bir pazar kurmuştur. Bizim piyasamızda da Sermaye Piyasası Kurulu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın bu konuda çalışmaları olduğunu sevinerek görüyoruz.

Yine, incelediğimiz ülkelerde istikrar ortamının oluşmasının ardından, uzun vadeli enstrümanlara olan talebin de arttığını gördük. Bu durum, uzun vadeli kamu borçlanma senetlerine olduğu kadar özel sektör borçlanma senetlerine de olumlu yansımaktadır. Bununla beraber, sigorta şirketleri ve emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcıların büyümesi de uzun vadeli enstrümanların gelişmesinde çok önemli bir rol oynamaktadır.

Öte yandan, istikrar ortamı hisse senedi piyasası faaliyetlerini de olumlu etkilemektedir. Örneğin, İsrail'de enflasyonun tek haneli rakamlara inmesinin ardından halka açık şirket sayısının üç misline çıktığı gözlenmiştir.

Ülkemizde de başarılı sonuçları görülmeye başlanan ekonomik istikrar programının sermaye piyasasına, diğer ülkelerdekine benzer şekilde yansımaları beklenebilir.

Nitekim, hızla gerileyen reel faizlerin, şirketleri özel sektör borçlanma enstrümanları aracılığıyla borçlanma arayışına itmesi beklenmektedir. Yatırımcılar ise mevcut yatırım araçlarının düşen reel getirileri karşısında alternatif yatırım alanları aramaya başlamıştır. Kısaca, özel sektörün sermaye piyasasından borçlanmasına yönelik makroekonomik koşulların gayet olumlu olduğunu düşünüyoruz.

Fakat, gelişimin sağlıklı bir şekilde sürdürülebilmesi için bazı düzenlemelerin yapılması da zorunludur. Öncelikle, özel sektör borçlanma araçları üzerindeki vergi yükleri kamu

menkul kıymetleri ile aynı seviyeye getirilmelidir. Buna ek olarak özel sektör borçlanma enstrümanlarının ihracını kolaylaştırmak için ihraç limitleri gözden geçirilmeli ve özel sektör borçlanma aracı çeşitliliğini engelleyen mevzuat hükümleri kaldırılmalıdır. Şirketlerimiz diledikleri vadede, sabit veya değişken olmak üzere çeşitli faiz yapılarında, Türk Lirası veya döviz cinsinden borçlanma senedi ihraç edebilmelidirler.

Benzer şekilde, türev piyasaların canlanması için, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'nin bir an önce faaliyete geçebilmesine yönelik gerekli teşvik tedbirlerine devam edilmelidir.

Öte yandan, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çerçevesi çizilen kurumsal yönetim ilkelerinin zaman içerisinde çok daha geniş bir çevre tarafından benimsenmesi için çalışmalar sürdürülmelidir.

Yukarıda değinilen önlemler ve düzenlemelerin, ülkemizde düşük enflasyon-düşük reel faiz ortamında hem menkul kıymet arzı hem de talebi yönünde hızlı bir gelişime olanak sağlayacağı açıktır.

Değerli Konuklar,

Bu çerçevede, panelimizde değerli katılımcılardan Sayın Erda Gerçek sermaye piyasamızda yön belirlemede etkili olan yabancı yatırımcıların yeni ekonomik ortam hakkındaki görüşlerini belirtecektir. Sayın Kubilay Cinemre, ülkemizde yeni yeni benimsenen türev araçların gelişimi hakkındaki beklentileri ortaya koyacaktır. Düşen enflasyon ve risk primleri çerçevesinde, Sayın Mustafa Uysal fon kullanan reel sektör açısından konuya yaklaşacaktır. Öte taraftan, Sayın Prof. Dr. Güven Sak bu tablonun kamu tarafında, borç stoku üzerindeki etkilerini tartışacaktır.

Panelimize katılarak bizleri onurlandıran tüm yetkililere, panelistlere, izleyicilere, basın mensuplarına, bizlere her tür desteği sağlayan Sermaye Piyasası Kurulu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na teşekkür eder, panelin başarılı geçmesi dileğiyle şahsım ve Birliğimizin yetkili kurulları, üyeleri ve çalışanları adına hepinize saygılarımı sunarım.

YABANCI YATIRIMCILARIN SERMAYE PİYASAMIZDAKİ BEKLENTİLERİ



ERDA GERÇEK

Citigroup-Varlık Yönetim Stratejisti

Daha önceki konuşmalar sonucunda bütün yabancı yatırımcıları temsilen burada olmanın ağırlığını omuzlarımda hissediyorum.

Bana ilk bu sunuş başlığı verildiği zaman şaşırdım. Ben 1991 yılından beri global gelişen ülkelerde para yönetiyorum. Bunların bir parçası da Türkiye. Bu zaman zarfında Türkiye'deki arkadaşlardan ve yatırımcılardan en çok duyduğum soru şu: Türkiye dışarıdan nasıl görünüyor? Onun için konu başlığını da bu şekilde attım. Sonuçta iki nedenden dolayı cevaplaması çok zor bir soru. Birincisi, biz yabancılar her ne kadar Türkiye'yi çok iyi tanıyor gibi görünsek de, bunun en büyük nedeni sizlersiniz. Gerçekten yabancı yatırımcılar bilgilerini, Türkiye hakkındaki tecrübelerini büyük ölçüde siz stratejistlere, Türkiye'deki ekonomistlere borçlu. Gerçekten bu konuda değerli arkadaşlar var. Biz açıkçası hep onların sırtından geçiniyoruz. O yüzden biraz zor bir soru. İkincisi ise, Türkiye'ye global gelişen ülkelere olarak baktığımız zaman şöyle bir tablo ortaya çıkıyor. Ender bir ülke Türkiye, neden ender bir ülke? Çünkü global olarak gelişen ülkelerde yabancı sermaye, yabancı yatırımcılar fiyat oluşumlarına sebep olabiliyor. Türkiye'de bu böyle değil. Türkiye'de yerli yatırımcılar fiyatları harekete geçiriyor. Biz yabancılar aslında sizleri izliyoruz. Bana dışarıdan nasıl görünüyor diye sorduğunuz zaman ben de size içeriden nasıl görünüyor diye cevap veriyorum. Benim de başka bir biçimde bilgi almama imkan yok. Yabancı yatırımcı olarak konuşuyorum.

Konu başlığımız yabancı yatırımcıların Türkiye'den beklentisi. Bu da enteresan bir konu.

Yabancı yatırımcı, yerli yatırımcı, kurumsal yatırımcı, bireysel yatırımcı hepimiz aynı şeyi istiyoruz. Düşük riskle yüksek getiri istiyoruz. Onun için orada bir farklılık olmaması lazım. Bizim beklentilerimiz, sizin beklentilerinizle çakışıyor. O yüzden çok farklı değil. Nerede farklılıklar var? Birincisi vade olayı. Bizim yabancı yatırımcı olarak yatırım ufkumuz yatırım vademiz biraz daha uzun. Yerli yatırımcılar olaya biraz daha kısa bakıyorlar. İkinci olay ise nakit akışı. Biz yabancı, kurumsal yatırımcı olarak gidip portföyümü, servisimi bir emekli sandığına, bir sigorta şirketine sattığım zaman şöyle satıyorum. Gelişen ülkeler hızlı büyüyecek, bunun karşılığında hızlı bir nakit akışı yaratılacak. Burada nakit akışı olayı çok önemli. Türkiye’de bu çok üzerinde durulan bir olay değil. Ama bizim için bu gerçekten önemli. Çünkü o emekli sandığı, o sigorta şirketinin de bazı giderleri var. Onlar aktüeryal hesaplar sonucunda bu giderlerini gelirleri ile eşitleme durumuna gidiyorlar. Bunun için nakit akışları çok önemli. Bu ikisini bir araya koyduğumuz zaman şöyle bir tablo ortaya çıkıyor. Uzun vadeli nakit akışları. Peki biz kurumsal yatırımcılara nasıl servis satıyoruz. Biz diyoruz ki, ben falanca portföy yöneticisinden daha iyiyim. Çünkü benim yatırım portföyüm şu şekilde, ben bu portföyü şu şekilde yönetiyorum. Bir prosedür, bir sistem satıyoruz. Ben Meksika’yı Brezilya’dan daha çok seviyorum. Arjantin Türkiye’den çok daha kötü diye satmıyorum, bir strateji satmıyorum. Ben bir yatırım prosedürü satıyorum. Bu çok önemli, üzerinde durmakta yarar görüyorum. Çünkü, bir değerlendirme olayı ortaya çıkıyor. Sattığınız sistemin en önemli parçası değerlendirme. Finansal varlıkları nasıl değerlendiriyoruz. Bu panelde özellikle üzerinde durmak istediğim konu değerlendirme olayı. Nasıl değerlendiriyor ve bunu ortaya çıkaran faktörler neler. Bunları sizlerle tartışmak istiyorum. Her konu başlığı altında da benim subjektif görüşlerimden çok, daha önce danışmanlık şirketlerinden birinin yaptığı bir araştırmayı sizlerle paylaşmak istiyorum. Hepimizin bildiği fakat sık sık unuttuğumuz, belki de yatırımda kafamızın, zihnimizin geri planına düşen olaylardan bir tanesi şu. Bir finansal varlığın değeri yarattığı nakit akışının günümüze iskonto edilmiş halidir. Burada iki tane önemli konu var. Birincisi, nakit akışı. İkincisi ise iskonto oranı. Örneğin ev mi alsam, yoksa kiraya mı çıksam diye düşündüğünüz zaman aslında yaptığınız bu kirayı uzun vadede ne kadar veririm, bunu iskonto edeyim, evin fiyatıyla karşılaştırayım. Evet evin fiyatından daha iyiymiş, daha kötümüş. Yaptığımız olay bu. Benim bundan sonraki slaytlarda yapmak istediğim bu nakit akışı ve iskonto oranlarını yabancıların Türkiye’den olan dilekleriyle bağlantısını kurmak.

Yabancı yatırımcı da, yerli yatırımcı da aynı şeyleri istiyor. Neler istiyoruz? İstikrar, güvenlik ve adil paylaşım. Genel anlamda, ana hatlarıyla istikrar ve güvenlik bize iskonto oranlarının belirlenmesinde yardımcı olan faktörler. Paylaşım ise, nakit akışını belirleyen faktörler içerisinde. Burada her ülkenin, her şirketin, her devletin yapmak istediği şu. Riski azaltıp,

iskonto oranlarını düşürürken, nakit artışını yükseltmek. Böylece finansal varlıkların değeri daha yüksek bir seviyeye çıkmış olacak. Şimdi bu üç konuyu; istikrar, güvenlik ve paylaşımı tek tek incelemek istiyorum.

Nedir bu istikrarı belirleyen faktörler. Biraz önce de dinledik. İstikrar konusunda Türkiye’de gerçekten çok önemli adımlar atıldı. Biz yabancı fon yöneticileri olarak, yabancı yatırımcılar olarak gerçekten pozitif sürprizle karşılaştık. Özellikle 2001 yılı krizinden sonra. Baktığımız faktörler, sizlerin baktığı faktörlerden farklı değil. Neye bakıyoruz? Büyüme, enflasyon, faizler. Burada iki tane önemli olay var. Sadece seviye değil dalgalanmalarda önemli. Çünkü konumuz risk. Riski, iskonto oranına eşitlemiş durumundayız. Bir A ülkesi var, bir sene % 5 büyüyor, ertesi yıl % 2 küçülüyor, ertesi sene tekrar % 3 büyüyor. Bir B ülkesi düşünün, her sene % 2,5 - 3 büyüyor. Hangisi daha riskli. Tabii ki A ülkesi daha riskli. A’nın iskonto oranı çok daha fazla. Bu aynı şekilde enflasyon ve faiz oranlarına da uygulanabilir. Kur rejimini biliyoruz. Genelde hepimizin sevdiği serbest kurlar. Fakat burada para kurullarını da göz ardı etmemek lazım. İyi finansal politikalar, ekonomik politikalar ve çok iyi tanımlanmış bir para kurulu da aslında iyi olarak algılanabilir. Örneğin; Hongkong bunu halen devam ettirmekte. Borç dinamikleri, ödemeler dengesi, cari işlemler bunlar hepimizin hergün konuştuğu faktörler. Politik istikrara gelince, bizde politik dendiği anda ilk düşündüğümüz politika. Ama bizim, yabancılar olarak bu kadar Türkiye’de günlük politikayı izleme şansımız yok. Zaten ihtiyacımız da yok. Çünkü bizi ilgilendiren o değil. Bizi ilgilendiren politika ikiye ayrılmış durumda. Doğru sosyo-ekonomik kararların verilmesi ve uygulanması. Hem yönü doğru olacak hem de uygulanacak. Bu anlamda gelişen ülkelerde hem doğru politikaları bulmak hem de bunları uygulamak güç olduğu için tek partili hükümetler gerçekten çok iyi prim yapıyorlar. Şu anda AKP’nin tek parti hükümeti olması Türkiye’ye çok şeyler kazandırmış gibi gözüküyor. Zaten IMF çerçevesinde iyi politikalar yapılıyor ve sürdürülüyor. Sürdürülebilirlik neden bu kadar önemli? Sonuçta biz riskten rahatsız olduğumuz için politikalarda devamlılık öngörüyoruz. Bunu biz yabancı yatırımcı olarak, ekonomiyi yöneten birimler ne kadar bağımsız ne kadarı özerk buna bağlıyoruz. Politik irade, Hükümet, Meclis değişse bile politikanın yönü ve uygulanışı değişmeyecek. Bizi ilgilendiren olay bu. Bundan sonraki slaytta bir araştırma şirketinin Türkiye üzerine yaptığı makro ekonomik stabiliteyle ilgili, istikrarla ilgili çalışmayı sizlerle paylaşmak istiyorum. Yaklaşık bu araştırma şirketi 7 trilyon dolarlık bir yatırım grubunu temsil etmekte. Ben çok objektif, çok nötr olduğuna inandığım bir çalışmayı sizlerle paylaşmak istedim. Bu çalışmada, Türkiye artık makro ekonomik göstergeler açısından kırmızı alandan çıkmış durumda. Bu çok büyük bir gelişme. 3 sene önce kırmızı alanın tam ortasındaydık. Şu andaki trend net şekilde pozitif, ilerleme var.

Yatırımcıların memnuniyetlerine bakıyoruz. Borç dinamiklerinde iyileşme, faiz dışı fazlanın tutturulması, enflasyon hedeflerine ulaşılması ve düşen faizler. Yani dinamik açıdan bir ilerleme var. Fakat endişelerine baktığımız zaman hala bu verilerin, bu faktörlerin düşülenden daha yüksek seviyelerde olduğu görülüyor. Bir de hepimizin son zamanlarda üzerinde durduğu ve üzüldüğü cari işlemler açığı var. O şu anda global yatırımcıların endişeleri arasında. Net bir şekilde trendin pozitif olduğu ve uygulamanın giderek daha iyiye gittiği görülmekte.

İkinci konumuz güvenlik. Burada en önemli faktör, yabancı yatırımcıların çok sık dile getirdiği olay Avrupa Birliği ve IMF olayı. Avrupa Birliği'nde bir harmonizasyon, bir kurumsallaşma olayı var. IMF'de bu çerçevede çok önemli. Sonuçta bu kurumların, kuruluşların kendi oluşumlarından çok, getirdikleri dinamizm ön plana çıkmakta. Getirdikleri reform ön plana çıkmakta. Bu converge dediğimiz olay aslında bundan farklı bir şey değil. Converge eden ülkeler Avrupa Birliği ilkeleri dahilinde hareket etmeye başlıyorlar ve güvenlik riski giderek azalıyor. Tekrar hatırlatalım bizim burada konumuz iskonto oranları. Yani ülke riski. Kanunlar ve uygulamalarına geçtiğimiz zaman hepimizin bildiği kanunlar. Geniş kapsamlı olsun, fikir haklarının korunması, ulusal hakların korunması, kurumsal yasama, yabancılara eşit muamele gibi kanunlar ortaya çıkmakta. Bu gibi faktörler, genelde hukuk ve düzeni belirleyen faktörler. Bunlar gayet açık. Vergi sistemi aslında benim çok iyi bildiğim bir konu değil. Fakat benim gibi Türkiye'ye gelip şirketlerle görüşen her yatırımcı bu vergi rahatsızlığını duymakta. Herhangi bir şirkete gidiyorsunuz, diyorsunuz ki, nedir sorunun? Vergi sistemi belirsiz, ne kadar olacağı belli değil, nereye kadar gideceği belli değil, ne kadar vergi olduğu belli değil. Bu çok açık bizim gözümüze çarpan bir olay ve bu araştırmada sık sık hem makroekonomik stabilite bölümünde hem de hukuk ve kanun düzeninde ortaya çıkmakta. Şöyle bir rahatsızlık doğuyor. Şirketler diyor ki, artık biz yatırımlarımızı başka bir ülkede yapmak istiyoruz. Çünkü vergi ortamı uygun değil. Marjinal yatırımlarımızı, ekstra yatırımlarımızı ülke dışına çıkartmak istiyoruz. Bu aslında gayet endişe verici bir olay. Neden, yatırımlar Türkiye'de olmadığı zaman uzun vade büyümede sorun çıkıyor ve bir bakıma ülkeye biz bir taraftan uzun süreli, kalıcı sermaye çekmeye çalışırken aslında Türk sermayesi dışarıya sızmaya başlıyor?

Yabancı yatırımcıların algılamalarına bakalım: hukuk ve düzen açısından yine güzel bir ortamdayız, trend yukarıya doğru. Yatırımcıların başlıca memnuniyetleri Avrupa Birliği harmanizasyonu olayı. Genelde hukuk düzenini Türkiye'de diğer gelişen ülkelere göre çok daha iyi görmektedirler. Aslında Türkiye bu merkezde giderek gelişen ülkeler içerisinde çok daha iyiye doğru gidiyor. Fakat makro ekonomik istikrara göre biraz daha az pozitif bir trend

görüyoruz. Statik diye düşünen yatırımcıların da sayıları biraz fazla.

Şu ana kadar biz iskonto oranını belirleyen faktörlere değindik, istikrar ve güvenlik olayına değindik. Maalesef şu safhada Türkiye'deki finansal varlıklar ülke riskindeki hareketlerle değerklenmekte. Bundan sonraki konuşacağımız paylaşım, temettü, kupon onlar biraz daha geri plana itilmiş durumda. Fakat Türkiye kurumsallaştıkça ve AB yolunda harmanizasyona gittikçe bunun hızla değişeceğine inanıyorum. Macaristan, Polonya ve Çek Cumhuriyeti şu anda bu ülkelere de baktığım için söylüyorum. Çek Cumhuriyetine bakarken ya da Macaristan'ı incelerken herhangi bir şekilde ülke riski bu kadarmış diye düşünmüyorum. Artık onları geçtik. Yatırım yaparken acaba OTP Bankası, Deutsche Bank ile nasıl karşılaştırılır. Hangisi enteresan, hangisi bizim için daha çekici?

Paylaşım olayı, ben ona adil paylaşım olayı diyorum. Önümüzdeki yıllarda, borsa kurumsallaştıkça daha da ön plana çıkacağına inanıyorum. Neden? Biz kendi servismizi emekli sandıklarına, kurumsal yatırımcılara, sigortalara satıyoruz. Bir nakit akışı gerekiyor. Bu nakit akışı da paylaşımından ileri geliyor. Neden ben buna paylaşım diyorum? Çünkü ben bir şirketin hisse senedini aldığım zaman, aslında şirkete sermaye koyuyorum. Ben sermaye koyduğum zaman, sermayenin de bir riski var. Onun karşılığında doğal olarak bir getiri istiyorum. Bu paylaşımından başka bir şey değil. Orada benim risk alarak yaptığım yatırımın getirisini de ortak olarak büyük hissedarlarla, aile hissedarlarıyla bölüşmek istiyorum. Paylaşım dediğimiz zaman, yönetim olayı ortaya çıkmakta. Yönetişimin OECD'nin standartları altında ana başlıkları, azınlık hissedarlarının korunması, uluslar arası muhasebe kuralları, finansal açıklamalar, etkin yönetim, şeffaflık, anlaşmazlık ve çözüm yabancı yatırımcıların eşdeğer tutulması. Bunlara baktığım zaman, hepsini bir meyve sıkacağına koyayım. Ortaya ne çıkıyor, temettü ve kupon. Ben bir yatırımcı olarak ne istiyorum? Biraz önce söylediğim gibi nakit akışı istiyorum. Nasıl bir nakit akışı istiyorum? Kalıcı, artan ve tahmin edilebilir olsun istiyorum. Yani bir sene olacak, bir sene olmayacak, böyle olmaz. Belli bir düzeyde yavaş yavaş artan. Önemli olan bunun uzun vadede devam etmesi.

Kapitale getirinin, kapital maliyetinden yüksek olması lazım. Bu Türkiye'de yatırım yapan fon yöneticilerinin sık sık dışarıda konuştuğu olaylardan bir tanesi. Aslında Türkiye'deki şirketler yatırım maliyetlerini fazla düşünmedikleri için yaptıkları yatırım, özellikle operasyonlar sonucunda biriken nakitleri kullanım şekilleri çok doğru olmayabiliyor. Özellikle yatırıma getiri, yatırım maliyetinin altında kalıyorsa o yapılacak yatırımın yerine bunun hissedarlara nakit olarak, temettü olarak döndürmek en doğru karar. Microsoft bile geçen seneden beri temettü vermeye başladı. Bu temettü de giderek artıyor. Şu andaki

nakit artışı o kadar yüksek ki, ekstra bir temettüyle bunu hissedarlara geri döndürecek gibi. Zaten o para hissedarların. Türkiye temettü getirisi açısından 39. sırada yer almakta. Bu çalışma 2002 yılı Ağustos ayında yapılmıştı. Yatırımcılara katma değer yaratmayan ülkeler, şirketler genelde yatay bir seyir izliyorlar. Dalgalanmalar iskonto oranındaki değişimler sayesinde oluyor.

Yabancı yatırımcıların Türkiye’de yönetim algılaması nasıl? Yönetişimin dönüp dolaşıp geldiği yer nakit akışı. Burada çok pozitif bir ortam yok, trend biraz statik. Memnuniyetlere baktığımız zaman, 2001 krizinden beri bir ilerleme var. Ben bunu kişisel olarak da tecrübe ediyorum. 1994 krizinden sonra Meksika, 1997 - 1998 krizinden sonra Asya ülkelerinde aynı şeylerle karşılaştık. Kriz yedikten sonra şirketlerde yönetim konusunda bir düzelme oluyor. Bunun bazı kalıcı oluyor, bazı olmuyor. Fakat ileriye doğru bir momentum olduğunu söylemek lazım.

Az önce tartışıldı, enflasyon muhasebesi ve konsolidasyon. Artık bir şirkete baktığımız zaman değerinin ne olduğunu anlayabilecek duruma geliyoruz. Bundan önce daha güçlü bu analizi yapmak. Yatırımcıların başlıca endişesi, holdinglerin borsaya hakim olması. Bir rahatsızlık duyuluyor. Genelde yatırımcıların söyledikleri, holding çerçevesi altında yatırıma getiri ve yatırımın maliyet arasındaki bağ tamamen gözardı ediliyor. Azınlık haklarının korunması zaten sık sık konuşuluyor. Yönetim kurulu yapısı ve şeffaflık bildiğimiz kurallar. Pozitif bir trend var ama olayın statik olduğunu düşünenlerin sayısı daha fazla. Onun için net olarak şu anda trendin statik olduğunu görüyoruz.

Konumuz yabancı yatırımcıların Türkiye’den beklentileri. Yabancı, yerli, kurumsal, bireysel yatırımcının beklentisi aynı. Hepimizin beklentisi düşük riske, yüksek getiri. Bence Türkiye’de bu konuda gerçekten aradaki vade farkını ve akışı isteğini ciddi bir şekilde değiştirecek olan faktör, kurumsal yatırımcının piyasaya daha çok hakim olması. Çünkü, kurumsal yatırımcıların bu nakit akışına ihtiyacı var ve aktüeryal çalışma yaptıkları için uzun vadede bu nakit akışlarını istiyorlar. Sonuçta bizim yapmak istediğimiz iki olay vardı. İskonto oranını düşürmek. Bunu nasıl yapıyorduk? Ekonomide iyi ve sürdürülebilir politikalar ortaya koyuyorduk. Güvenlik ve şeffaflığı artırıyorduk. Nakit akışı kısmında ise, artan, kalıcı ve tahmin edilebilir nakit akışını gerçekleştiriyorduk. Son olarak bir kez daha üzerinde durmak istiyorum. Herhangi bir finansal varlığın değerindeki değişme ya nakit akışından ya da iskonto oranındaki değişimle meydana gelmekte. Hepinize teşekkür ediyorum.

TÜREV ÜRÜNLERİN GELİŞİMİ KONUSUNDA BEKLENTİLER



KUBILAY CİNEMRE

T.Garanti Bankası A.Ş. Genel Müdür Yardımcısı

Aslında türev işlemler bu salondakilere yabancı bir şey değil. Çünkü Merkez Bankası piyasalarının ilk açıldığı 1987 yılından bu yana Türkiye’de vadeli işlem yapılıyor. Hatta 1988 - 1992 arasındaki tezgah üstündeki vadeli işlem hacmi bugünkünden daha iyiydi. Spot piyasa işlem hacminde 1998 - 1999 yıllarını bugünle karşılaştırsak o zaman spot piyasanın işlem hacmi de daha iyiydi. Zaten bu piyasalar birbirine bağlantılı. Likit katılımcı olmayan bir piyasanın vadeli veya türev ürünlere dayalı bir ürün ortaya çıkartması da zor gözüküyor. Ayrıca finansal teoride hisse senedinin kendisini de Call opsiyon olarak tanımlamak mümkün olduğuna göre vadeli piyasalar ve türev enstrümanlar bize pek yabancı değil. Ben fazla rakamlara girmeden, kısaca dünyada neler olduğunu söylemek istiyorum. Gerçek anlamda piyasalarda yaygın kullanımı 80’lerin ikinci yarısından itibaren ortaya çıkmış. Hepinizin bildiği gibi müthiş bir gelişme var. 60 - 70 milyar dolarlardan başlayıp, bir trilyon dolara ulaşmış durumda. İçerisinde hem gelişmekte olan ülkeler hem de gelişmiş ülkelerdeki kontrat adetleri üzerinden organize piyasaların hacmi üzerine bir rakam bu. Dünya ekonomisinin büyüdüğü, faiz ortamının düşük olduğu dönemlerde de dünyadaki kontratlarda da önemli bir artış var. Körfez krizinden sonra 1991’den 1994’de FED’in faiz artırmaya başlaması ve sabit getirili piyasalardaki krizin başlamasına kadar hızlı bir artış var. 1994’de düz bir çizgiye giriyoruz. Hatta işlem hacmi biraz daha yavaşlıyor. Sonra 1996 yılından itibaren tekrar artıyor. Fakat 1997 - 1998 ilk önce Asya, sonra Rusya krizi. 2000 yılına kadar hemen hemen aynı düzlemde gidiyor, 400 milyar dolara yaklaşıyor. 2001 yılından bu yana çok hızlı bir artış var. Bu da bizi ana temalarımızdan birine getiriyor. Ortalık ne kadar istikrarlıysa, enflasyon

oranı ve faizler ne kadar düşükse bu piyasaları iki amaçlı kullanan yatırımcılarda daha fazla kullanıyorlar. Yani, hem bu piyasaları kaldıraç olarak kullanmak isteyen, bu piyasalarda risk almak isteyen insanlar, hem de finansal sistemin büyümesinden ötürü yatırımcı veya HEDGER olarak da bu piyasanın içine girenler işlem hacimlerinin buralara gelmesine sebebiyet veriyor.

FED'in ne yapacağına ve ne kadar hızlı yapacağına bağlı olarak belki burada 1998 - 2000 yılları arasında gördüğümüz gibi bir düzgün plato görsek bile, uzun dönemli artış trendi devam ediyor. Burada göze çarpan bir diğer unsur, vadeli piyasaların, faiz piyasalarında döviz piyasalarından daha yaygın olarak kullanıldığı. Faiz kontratlarında açık kontrat miktarı 142 milyar dolar. Dövizde ise 25 milyar dolar civarında. Açık kontrat miktarı 118 milyar dolar, diğeri ise 34 milyar dolar civarında. Dünyada bunlar olurken bizim ülkemizde de son iki yılda piyasa hareketlenmeye başladı. Piyasa ile ilgili açık bilgiler veremiyorum. Çünkü piyasanın % 99'u tezgah üstü piyasa. İMKB'de açılmış bir piyasamız vardı. Bunu talihsiz bir zamanlama ile başlattığımızdan ötürü çok fazla işlem hacmi görmedik. Özellikle son bir yıl içerisinde vadeli ve türev işlemlerde, kurun üzerine dayalı işlemlerde önemli bir artış var. Forward işlemleri, vadeli işlemleri daha çok Türkiye'de varlığı bulunan uluslar arası şirketler ve aynı zamanda dış ticaret ile alakalı olarak bir takım riskler alan şirketler kullanıyor. Opsiyonlar ise, çok fazla gerek kurum düzeyinde gerekse bireysel düzeyde katılım sağlayamamış durumda.

Birtakım bankalar işlerinde zimni olarak opsiyon barındıran mevduat veya yatırım ürünleri pazarlıyorlar. Böylece tasarrufların da piyasa yaklaşımı sağlanmış oluyor. Ama bunların çok yaygın olduğunu söyleyemeyiz. Vadeli işlemler euro ile Amerikan doları arasında dengeli dağılıyor. Opsiyonlar ise daha çok Amerikan doları cinsinden. İşlemlerin büyük bir kısmı 1 yıldan kısa vadeli. Bizim borcumuzun yapısına bakarsak, şu anda 1 yıldan uzun vadeli 2 seneli enstrümanlar olmakla beraber ağırlıklı olarak hala benchmark faiz 1 yıl civarında. Dolayısıyla bu vadeli işlemleri yapısına da yansıyor. Bu arada iyi bir gelişme, finansal kurumlar bu işe önemli ölçüde ilgi göstermeye başladılar. Hemen hemen her finansal kurumda bir takım var. Ya da özellikle bu işleri takip eden insanlar var. Bu da piyasanın sofistikasyonuna katkıda bulunuyor. Piyasanın ürün çeşitliliği açısından önemli bir gelişme son 2 senede var. Söylediklerimin % 90'ını döviz ile ilgili kurla alakalı enstrümanlar için geçerli. Faizle ilgili çok fazla faaliyet yok. Dünyadaki gelişime baktığımız zaman faizde daha çok olmasını isteriz. Bizde döviz üzerine. Bunun neden böyle olduğunu da daha sonra anlatacağım.

Vadeli işlemlerle ilgili elimde ulaşabildiğim, bağımsız yerden edindiğim tek data. Bu da Merkez Bankası'nın bankaların yaptığı döviz işlemleri ile ilgili yayınladığı datanın içerisinde. Burada sadece söyleyebildiğimiz 2002 yılının 4'üncü çeyreğinde tüm yapılan döviz işlemleri

içerisinde vadeli işlemlerin payı % 1'den azken, şu anda 2'inci çeyrek itibarıyla % 2 - 2,5'i geçmiş durumda. Tabii bunların bir kısmını görebiliyoruz. Özellikle yurtdışı bankaların yapmış olduğu işlemlerin hiçbirisi burada gözüküyor. Henüz raporlamaları tam anlamıyla oturmadığı için, aslında gerçek rakamların bundan biraz daha fazla olduğunu söylemek mümkün. Düşen enflasyon ve makroekonomik istikrarın artması; vadeli piyasalar ve türev piyasalar tamamıyla rakamlar üzerine dayandığı için ; genelde tüm piyasalar için söyleyebileceğimiz enflasyon miyopluğunun etkisi burada da var. İnsanlar eskiden TL bonolarda 60 - 65 aralığında bir faize baktıkları zaman 5 puan onlara çok önemli gelmiyordu. Çünkü piyasanın günde 5 puan oynadığı günlerin sayısı bir yıl içerisinde önemli bir yer işgal ediyordu. Fakat şimdi durum farklı. Bunun vadeli piyasanın gelişmesine önemli bir etkisi var. Çünkü müşterilerle ilgili temaslarımızda da biliyoruz. Genellikle ilk önce vadeli işlem sormakla başlıyorlar. Daha sonra acaba pozisyonumuzu kapatsak mı, acaba bu riski ortadan kaldırsak mı deyince o zaman opsiyona ve hatta onunla ilgili stratejilere bakmaya başlıyorlar. Gördüğünüz gibi spot kur 1.500.000-TL, Amerikan dolarının faizi % 3'ken faiz % 50 ise dolar kuru 1.678.000-TL ediyor. Bu piyasaların likidite kazanmasında ve işler hale gelmesinde olmazsa olmaz faktör. Doğal olarak bilançolarında, kişisel veya kurumsal bilançolarında bu riski taşıyan insanların piyasaya katılması şart. Onlar olmadan hem piyasanın likiditesini hem de volatilitésini istenilen düzeylere getirmek açıkçası mümkün değil. Gördüğünüz gibi dolar kuru 1.500.000 TL. iken 1.678.000-TL. Faiz % 10'a düştüğü zaman -inşallah 2005 içerisinde oraları da göreceğiz- 1.528.000 TL'ye geliyor. İşte enflasyon miyopluğu bu. 1.500.000- TL alış kuru, 1.510.000- TL. satış kuru. Vadeli kura 1.528.000- TL. dersiniz insanların bu piyasaya katılımı 1.678.000-TL'ye göre çok farklı oluyor. Piyasaya katılımın artmasında doğal bir eğilim var.

Diğer bir olumlu gelişme, Vadeli İşlemler Borsası (VOB)'ın kurulması ve bunun uzaktan erişim özelliğine sahip bir borsa olması. Böyle bir alt yapının da çok önemli bir fırsat olduğunu düşünüyorum. Bu yine değişen makroekonomik parametrelerle alakalı. Özellikle TL faizlerde verim eğrisinin uzaması ve daha uzun vadeli Türk Lirası cinsinden kredi piyasasının gelişmesi. Bankaların bilançolarına bakarsanız kredilerin çok önemli bir kısmı döviz cinsinden kredilerdir. Tüm bankacılık sistemi için konuşuyorum. TL krediler, ya tüketici kredileridir ya da kredibilitesi çok yüksek firmalara kullanılan çok kısa vadeli işletme kredileridir. Bunların vadesi 1 gece ile 3 ay arasında değişir. En yaygın olan Hazine bonosunun faizinin düşmesi ve vadesinin uzaması sadece bankalara değil, müşterilere de bir sürü kapı açacak. Burada sadece vadeli döviz değil, faiz swabını, faiz opsiyonunu da konuşmaya başlayabiliriz. Şirketlerin de buna azalan marjinlerinden dolayı ihtiyacı ve ilgisi daha fazla olacaktır.

Henüz istediğimiz düzeyde olmamakla beraber, şu anda kurallarını revize etmek için

konuşuyoruz, 1 seneyi tamamladık TL'li libor piyasası. Aynen Londra'daki libor piyasası gibi burada da fixing var. Henüz istediğimiz düzeyde değil. Ama özellikle faize dayalı kontratlar yapmakta zaten kullanılan iki tane referans var. Ya böyle libor tipi bankalar arası para plasmanı tabir ettiğimiz para piyasasındaki referanslar kullanılıyor. Ya da Hazine bonosu piyasasıyla ilgili referanslar kullanılıyor. VOB'un sıkıntılarından bir tanesi de bu.

Bir iyi gelişme daha, vadeli piyasaların potansiyelini önemli ölçüde etkileyen dış ticaret hacmi 120 milyar dolara doğru yaklaşmış durumda. Hatta bu trendi bozacak çok önemli bir gelişme de beklenmiyor. Bunun anlamı, daha büyük miktarlarda, daha fazla sayıda insanı şu veya bu şekilde bu risklerin içerisine girmesini kaçınılmaz hale getiriyor. Dolayısıyla bu piyasaların potansiyel müşterisi gün geçtikçe artıyor.

Başlangıçta söylediğim gibi piyasalardaki katılımcı miktarı önemli mutlaka bu işten yatırımcı veya spekülâtör olarak herhangi bir ilgisi olmayan ama yaptığı işin doğal sonucu olarak bilançolarında bu riski taşıyan insanların piyasaya katılımı çok önemli. Burada basit bir ihracatçı firma örneği aldık. Bütün TL borçlarını TL kredi ile kapatıyor. Kısa vadeli işletme finansmanı ile çalışıyor. Ama 3 ay sonra dolar cinsinden bir ihracat bedeli gelecek. Kur riski almamak için ne yapabilir? Buradaki dolar kuru 1.500.000-TL. 3 aylık dolar TL kuru 1.570.000- TL. Bir tane de opsiyon örneği koyduk. Yani dolar satın, TL satın alma hakkını almaktan bahsediyoruz. Daha karışık opsiyon stratejileri de olabilir. Fakat temel olarak üç tane şey yapabilir. 1)Hiçbir şey yapmayabilir 2) Vadeli işlemle döviz kuru riskini ortadan kaldıracaktır 3) Hem döviz kuru riskini ortadan kaldırıp hem de piyasa lehine giderse bundan faydalanmak isteyebilir. Onun bedeli de bu örnekte % 4. Burada sevindirici gelişme bu grafiği kullanan bir sürü kurumsal müşterimiz oldu. Henüz bireysel müşterilere inmemiş durumda. Ama onlardan başlaması çok sağlıklı bir gelişme. Bundan 4 - 5 yıl önce bu grafikleri anlatmakta zorluk çekiyorduk, ilgi de yoktu. Dalgalı kura geçtikten sonra en azından kendimizi dinleyecek müşteriler bulmaya başladık.

İlk defa bankalar çok büyük miktarda bir sendikasyon oluşturarak bir tüketici finansman şirketine uzun vadeli (2 yıl) TL cinsinden dalgalı faizli kredi verdiler. Adı üzerinde dalgalı olunca, risk de dalgalı oluyor, kâr - zarar da dalgalanabiliyor. Burada aldığımız örnek şirket bir yıl vadeli dalgalı faizli bir kredi kullanıyor. 3 ay sonra bayileriyle sabit fiyatlı satış anlaşması yapmış. Dolayısıyla gelirleri sabit, giderleri değişken. Gelirlerinin sabit, giderlerin değişken olması faizlerin aşağıya inmesi veya yukarıya çıkması durumunda şirketin kar - zararını da önemli ölçüde etkileyecek. Burada verdiğimiz örnek banka ile bir swap anlaşmasına girerek bu işi ortadan kaldıracaktır. Şirket bankaya dalgalı faiz ödüyor. Bunu ortadan kaldırmak için banka bu faizi şirkete öder. Şirket de döner sabit faizi 1 yıl için bankaya öder. Bir riski kaldı

mı? Hayır, çünkü bayileriyle de sabit fiyat anlaşması var.

Faizler düştü, dalga boyu da azaldı ve geçmişe göre çok daha istikrarlıyız diyoruz ama Nisan başından bu yana olan hareketlere bakarsanız aslında volatilité henüz bitmemiş durumda. Dolayısıyla bu yaşayan gerçek bir risk. Bu tip faiz anlaşmalarının ticari kontratlara yansımısıyla, finansal kontratlara yansımaları eşanlı olmuyor. Ticari kontratlar piyasa baskısıyla ve rekabet unsuruyla değişiyor. Halbuki, finansal kontratları aynı dalga boyunda yetişmeniz için bu ürünleri mutlaka kullanmanız lazım. Yoksa ne yaparsanız yapın dalgalanma olduğu müddetçe zarar görüyorsunuz. Bu genel bir gösterge. Türkiye’de çok uzun süredir yüksek ve dalgalı bir enflasyon oranı var. Bu enflasyonun bir sürü kötü huyu vardır. En kötü huylarından biri de hem şirketlerde, hem yatırım politikalarında verimsizliğin üstünü örtmesi. Nominal köpük ortadan kalkınca faizler % 70’den % 20’ye inince bilançolar da marjlar da değişiyor, marjlar daralıyor. Marjlar daralınca eskiden olduğu gibi finansal riskleri yönetme konusunda aktif bir tavır almamanın bedeli de artıyor. Çünkü bilançoya göre çok ufak % 10 - 20 gibi bir likit varlıkla bu parayı Hazine bonusu veya repoya yatırıp brüt kar marjlarını en azından belirli bir dönem yukarıda tutma imkanı da kalmadı. Bu nakit akışı iyi olan firmalar için de geçerli, üstelik onlar için daha çok geçerli.

Daha önce söylemiştim, bunlar işin başlangıcı. Sadece basit vadeli işlemler swap ve Opsiyonların dışında bu piyasalar likit olduğu müddetçe ve bu işi yapan finansal mühendislerin de yaratıcılıkları üst düzeyde olduğu sürece her türlü şeyi yapmak mümkün. Riskleri ortadan kaldırmak mümkün, riskleri yönetmek de mümkün. Size ilginç bir örnek. Meksika Merkez Bankası da -biz de olduğu gibi- bir dönem piyasaya döviz ihaleleri yaptı. Bu döviz ihalelerini yaparken de ortalama dolar kuru üzerinden herhangi bir zamanda yapılabilecek birtakım opsiyonlar satarak döviz ihalelerini yaptı. Bizde de bu piyasanın engel olan faktörler ortadan kalktıktan sonra işlem hacimlerinde ani bir artış göstermesi çok sürpriz olmayacak diye düşünüyorum. Bir de bu ürünler yatırımcılara sunulabilir. Marjlar azalıyor, yatırımcılar değişik ürünlere bakacaklar. Şu anda piyasada bunların 1 - 2 tanesi var. Çok az miktarda var. Dolar veya TL cinsinden sabit faizle bir anlaşma yapıp vadede istediğiniz para cinsinden geri ödeme alabiliyorsunuz. Artık devalüasyonun durumuna bağlı olarak. Devalüasyon fazla olursa dolar istiyorsunuz, az olduysa TL istiyorsunuz. Bunu besleyecek faktörler şirket kesiminden artan dış ticaret hacimleri, azalan marjlar. Yatırımcı tarafından azalan spreadler, bu tip ürünlere olan ilgi en azından makro ekonomik açıdan bu piyasanın potansiyelini yükseltiyor.

Bunlar iyi şeyler. Yürümeyen şeyler neler? Herşeyden önce özellikle bu işlemleri kullanacak şirketlerde bu işlemlerin muhasebesinin nasıl yapılacağı ve nasıl vergilendirileceği

konusunda belirsizlik var. Bizim bankamızın müşterileri arasında bunu kullananlar beş değişik yöntemle yapıyorlar. Bilançoda muhasebeleştiren var. Nazım hesaplarda muhasebeleştiren var. Marked to market edip her gün kar ve zararını yazan var, hiç yazmayan var. Primleri reeskont eden var, etmeyen var. Dolayısıyla bu, bu işin yaygınlaşmasında sıkıntı. Bankalarda bir takım sistemsel yetersizlikler var. Finansal kurumlar dışında bu konulara hakim, yetişmiş insan sayısı fazla değil. Bu yine enflasyonun sonucu. Volatilitelerin yüksek olması kaldıraçları düşürüp, teminat oranlarını yükseltiyor. En önemli faktörlerden bir tanesi genelde sermaye piyasası işlemlerinde olan sıkıntı gibi, burada da standart bir hukuksal alt yapının olmaması sıkıntı yaratıyor. Özellikle müşteriler ile yapılacak işlemlerde. Krizin sonuçlarının henüz tamamıyla ortadan kalkmamış olmasının etkilerinden biri bankalar arası piyasanın likiditesinin düşük olması. Ne yazık ki, geçtiğimiz yıllara göre önemli ölçüde ilerleme olmakla beraber 2000 krizinden önceki bankalar arası piyasadaki faaliyet düzeyimize geri dönemedik. Merkez Bankası da 1987 yılında başlattığı piyasaları yeni program çerçevesinde haklı olarak bankaların eline bıraktı. Ama bu likidite istenilen düzeyde değil.

Son bir nokta da, VOB'un yaşayacağı problemlerden biri faiz kontratlarının altındaki dayanak varlık ile mutlaka ilişkilendirilmesi lazım. Çünkü, vadeli kontratın vadesi geldiğinde Hazine bonosu alınıp, satılması söz konusu. Bunun için de referans Hazine bonoları lazım. Öte yandan Devlet iç borçlanma senetleri açığa satış piyasasının verimli bir şekilde işlemiyor. Aslında işlemiyor olmasının tek sebebi, en önemli sebebi bankaların bu işi yapmaya başlamamış olması. Henüz bu piyasaya bankalar ilgi göstermedi. Birbirleri ile işlem yapmadılar. Faizler % 20'nin altına geldiği zaman iki tane Hazine bonosunun arasındaki faiz farkı çok daha anlamlı olacak. 60 ile 65 farklı, ama 19 ile 19,5 daha farklı. O zaman da bankalar bu piyasayı işletmeye başlayacak diye düşünüyorum. Bu kadar iyi şeyden bahsettikten sonra, bunların iyi kullanılmadığı zaman yan etkileri de var. Özellikle bu enstrümanları kullanan kurumlarda risk yönetimi çok önemli.

Piyasaların likiditesinin artması ve farklı şirketlerin hedging ihtiyaçları yanında spekülative amaçla işlem yapan yatırımcıların da oluşması. Ne spekülatorsüz olur ne de hadger sız. İkisinin de bir arada bulunması lazım. Volatilitate azaldığı müddetçe riski satmanın maliyeti de düşecek. Teminatlar ve kaldıraçlar artacak. Burada basit bir opsiyon fiyatlama örneği var. Volatilitate, piyasadaki dalgalanma aralığı % 30 ise, opsiyon primi % 6, 3 ay vadeli bir işleme alınacak teminat oranı neredeyse % 35. Volatilitate % 20'ye indiği zaman, hatta % 10'a indiği zaman opsiyon primi % 6'dan 2'ye. Forward piyasadaki teminat oranı da % 35'den % 11'e iniyor. Kaldıraç oranı 1/3'den 1/10'a kadar çıkıyor. Makroekonominin istikrar kazanması, faizlerin ve enflasyonun düşmesi en fazla bu piyasaları etkileyecek. Açıkçası sıkıntılarımız da diğer piyasalar ile paralel sıkıntılar. Genellikle alt yapıyla, firma muhasebesiyle ve yasal

kontratlarla ilgili sıkıntılar. Diğer piyasalarda da bunların eksikliğini yaşadık. Diğer piyasalarda olan hacim artışlarının buralarda da olacağını tahmin ediyorum. Beni dinlediğiniz için çok teşekkür ediyorum.



Türkiye’de Vadeli İşlem Piyasalarının Gelişmesi
Konusunda Beklentiler
Haziran, 2004

Türkiye’de Vadeli İşlem Piyasalarının Gelişmesi Konusunda Beklentiler

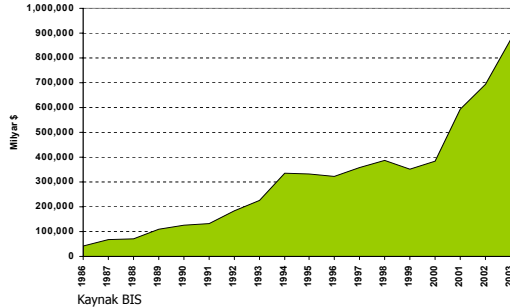
Kubilay Cinemre



Dünyada Vadeli İşlemler Piyasaları

- Dünyada döviz ve faiz üzerine gerçekleşen vadeli işlem sözleşmeleri 80’li yıllardan günümüze kadar hem işlem hacimleri hem de ürün çeşitliliği açısından çok hızlı bir gelişme göstermiştir.

Vadeli işlemler Borsalarında Gerçekleşen Toplam İşlem Hacmi



Haz, 2004



3

Dünyada Vadeli İşlemler Piyasaları

- 2003 sonu itibariyle vadeli işlemlerin büyük bölümü tezgahüstü piyasada gerçekleşirken, vadeli işlemler borsalarındaki açık kontrat miktarının çok büyük kısmını faiz entranları oluşturmaktadır

	Döviz	Faiz
Tezgahüstü Piyasada Açık Kontrat Miktarı (milyar USD)	24,828	141.991
Vadeli İşlemler Borsalarında Açık Kontrat Miktarı (milyar USD)	118	33,932

Kaynak BIS

Haz, 2004



4

Türkiye'deki Vadeli İşlemler Piyasası

- Ülkemizde döviz üzerine vadeli işlemler hacmi dalgalı kur rejimine geçilmesi ile birlikte artmaya devam etmiştir. Son bir yıl içerisinde döviz opsiyonlarının da sıkça kullanılmaya başlaması sonucunda işlem hacimleri en yüksek seviyesine ulaşmıştır.
- Forward işlemler ağırlıklı olarak banka ve yurtdışı müşteriler arasında gerçekleşirken, opsiyon işlemlerindeki hacmin daha büyük kısmı bankalar ile yurtdışı arasında gerçekleşmektedir.
- Müşteriler ile gerçekleşen forward işlemler dış ticaret yapısı ile uyum göstererek euro ve Amerikan doları arasında dengeli dağılırken opsiyon işlemleri ağırlıklı olarak Amerikan doları üzerinden gerçekleşmektedir.

Haz, 2004



5

Türkiye'deki Vadeli İşlemler Piyasası

- Gerçekleşen vadeli işlemlerin büyük bölümü bir yıldan kısa vadelidir.
- Yapılabilen vadeli işlemlerde oldukça sofistike bir yapıya ulaşılmıştır. Halihazırda şirketlerin hedging, yatırımcıların spekülatif ihtiyaçlarına karşılık verebilecek çok farklı yapılarda ürünler bankalarca fiyatlanabilmektedir.
- Faiz enstrumanları üzerine gerçekleştirilen vadeli işlemler sayısı döviz üzerine işlem sayısı ile karşılaştırıldığında yok denecek kadar azdır.

Haz, 2004

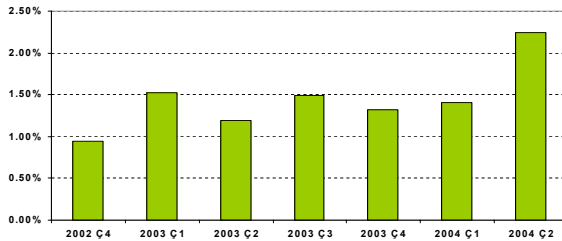


6

Vadeli İşlemler Piyasasının Gelişme Potansiyeli

- Ülkemizde döviz üzerine vadeli işlemleri hedging amaçlı vadeli işlem kullanımı artmakla birlikte istenen düzeye ulaşamamıştır. Forward işlem yapanların ağırlıklı olarak ihracatçılar ve yabancı ortaklı şirketler olduğu görülmektedir. Spot döviz piyasasının yüksek likiditeye sahip olması vadeli işlemlerin gelişmesi açısından bir artıdır.

Müşteriler ile Yapılan Vadeli Döviz İşlemlerin
Spot İşlemlere Yüzdesel Oranı



Kaynak TCMB

Haz, 2004



7

Vadeli İşlemler Piyasasının Gelişme Potansiyeli

- Faizlerin düşmeye devam etmesi ile birlikte döviz üzerine forward ve opsiyon işlemlerine talep artacaktır ve yapılan işlemlerdeki alım-satım oranı daha dengeli bir yapıya kavuşacaktır. Faiz düşüşü ile birlikte dayanak varlığın forward fiyatı spot fiyatına yaklaşacağı için vadeli işlemler piyasasını hedging amacı ile kullanan şirketlerin risk algılamaları ve sonuç olarak hedging ihtiyaçları artacaktır.

3 aylık TRL Faizi	%50	%25	%10
3 Aylık USDTRL Forward Kuru	1,678,973	1,584,777	1,528,259

SPOT USDTRL: 1,500,000
3 aylık USD Faizi: %3

Haz, 2004



8

Vadeli İşlemler Piyasasının Gelişme Potansiyeli

- VOB'un kurulması ve tamamıyla uzaktan erişim özelliğine sahip bir borsa olması ülkemizde vadeli işlemler piyasasının hızlı bir şekilde gelişmesi için atılmış çok önemli bir adımdır.

- Verim eğrisinin vadesinin uzaması ve daha uzun vadeli Türk lirası cinsinden kredi piyasasının gelişmesi ile faiz üzerine vadeli işlemlerdeki hacimler artacaktır. Bu durumda faiz forward anlaşmaları, faiz swapı ve faiz opsiyon piyasalarının gelişmesi beklenmelidir. Aynı zamanda uzun vadeli döviz işlemlerinin yapılması olanaklı hale gelecektir.

- TRLIBOR faizlerinin iyi birer gösterge faiz olması forward faiz anlaşması ve faiz swapı piyasasının gelişmesinde önemli bir engeli ortadan kaldırmıştır.

Haz, 2004

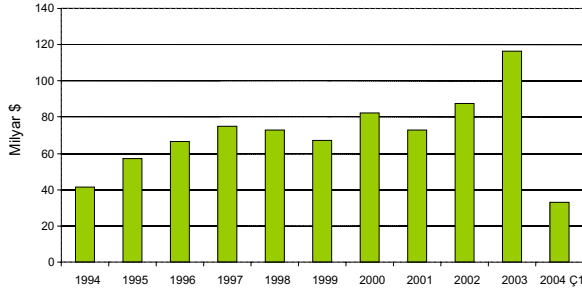


9

Vadeli İşlemler Piyasasının Gelişme Potansiyeli

- Ülkemizin dış ticaret hacmi hızlı bir şekilde artmaktadır. Ticari işlemlerden doğan kur riskinin hedge edilmesi için yapılan vadeli işlemlerde artış kaçınılmazdır.

Dış Ticaret Hacmi



Kaynak TCMB

Haz, 2004



10

Vadeli İşlemler Piyasasının Gelişme Potansiyeli

- Ülkemizde vadeli işlemlerin hem hedging hem de spekülasyon amaçlı kullanımı için yüksek bir potansiyel vardır.

- Örneğin bugün TRL cinsinden borçları TRL cinsinden kredi ile kapatan ama mal bedellerini 3 ay sonra ve USD cinsinden tahsil edecek olan bir ihracatçı kur riski almamak amacı ile 3 ay vadeli, Türk lirasına karşı USD satmak isteyecektir. Bu amaçla bir forward yada opsiyon işlemi yapabilir.

Spot USDTRL kuru 1,500,000
3 aylık USDTRL forward kuru 1,570,000

3 aylık USD PUT TRL CALL Opsiyon

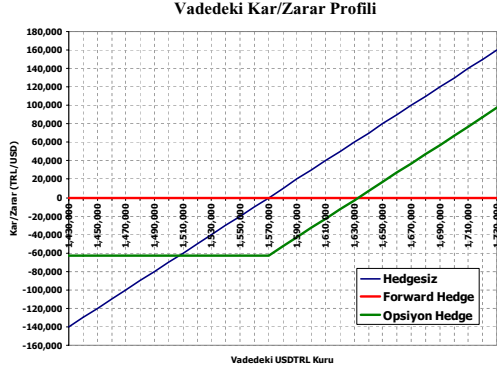
Strike 1,570,000
Prim %4.00

Haz, 2004



11

Vadeli İşlemler Piyasasının Gelişme Potansiyeli



Haz, 2004



12

Vadeli İşlemler Piyasasının Gelişme Potansiyeli

• Diğer bir örnek, 1 yıl vadeli TRLIBOR'a endeksli kredi kullanan bir şirket 3 ay sonra bayileri ile sabit fiyatla satış anlaşması yapmıştır. Gelirleri sabit, faiz giderleri değişken olan şirket, faiz değişimlerinin getireceği belirsizlikten kurtulmak için faiz swapı yapmayı düşünmektedir.

Kredi Faizi	3-aylık TRLIBOR x 1.03
3, 6, 9 aylık TRL faizleri	% 25, % 27, % 28
9-aylık TRL faiz swap oranı	% 27



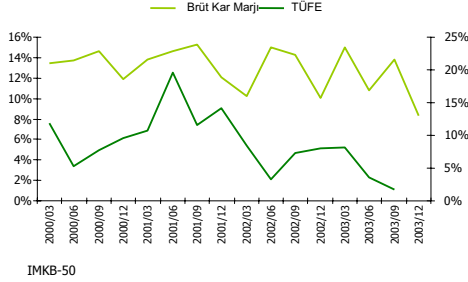
Haz, 2004



13

Vadeli İşlemler Piyasasının Gelişme Potansiyeli

- Düşen enflasyon ve faiz ortamında kar marjları ve finansal gelirleri düşecek olan şirketler faaliyet karlarını korumak ve arttırmak konusunda daha hassas olacaklardır. Bu sebeple hedging amaçlı vadeli işlemlere başvuracaklardır.



Haz, 2004



14

Vadeli İşlemler Piyasasının Gelişme Potansiyeli

- Hedging amacı ile vadeli işlem yapmak isteyen şirketler basit forward yada opsiyonların yanı sıra gelişmiş piyasalarda sıkça kullanılan ve şirketlere yarar-maliyet açısından daha uygun çözümler sununan stratejilere ihtiyaç duyacaklardır (participating forward, risk reversal, barrier opsiyon, asian opsiyon vb).

- Yüksek enflasyon ve faiz ortamından düşük faiz ortamına uyum sağlamada vadeli işlemler, spekülasyon amacı ile vadeli işlemler yapmak isteyen yatırımcılara değişik olanaklar sunacaktır (dual currency deposit, digital deposit, range accrual, vb).

Haz, 2004



15

Vadeli İşlemler Piyasasının Gelişmesinde Karşılaşılan Zorluklar

- Vadeli işlemler piyasalarını kullanacak şirketlerce muhasebe ve vergi uygulamalarının yeterince bilinmiyor olması.
- Bankalardaki sistemsel yetersizlikler.
- Vadeli işlemlere konu enstrümanların çeşitleri ve kullanım şekilleri konularına vakıf insan kaynağı yetersizliği.
- Vadeli işlemlere dayanak olan enstrümanların volatilitelerinin yüksekliği sonucu teminat miktarlarının yüksek olması.
- Yapılan vadeli işlemler ile ilgili sözleşmelerde standart bir hukuksal alt yapıya ulaşılamamış olması.
- Bankalararası piyasanın likiditesinin düşük olması.
- Faiz üzerine vadeli işlemlerin dayanak varlığı olabilecek uzun vadeli referans hazine bonolarının olmaması.

Haz, 2004



16

Vadeli İşlemler Piyasasının Gelişmesinde Karşılaşılan Zorluklar

- Faize dayalı vadeli işlemlerin spot piyasada hedge edilmesinde karşılaşılan güçlüklerden olan Devlet iç borçlanma senetleri açığa satış piyasasının verimli bir şekilde işlemiyor olması ve henüz faize dayalı türev enstrümanlarının hedge edilmesinde büyük önem taşıyan forward faiz anlaşmalarına dayalı likit bir piyasanın oluşmamış olması, faiz üzerine vadeli işlemlerin gelişmesini kısıtlamaktadır.
- Türev ürünlerin hedging amaçlı olduğu kadar spekülasyon amaçlı da kullanılabiliyor olması, geçmiş yıllarda Barings, Orange County, Procter & Gamble örneklerinde olduğu gibi çok yüksek zararlara sebebiyet verebileceği görülmüştür. Bu sebepten dolayı vadeli işlem piyasalarında işlem yapacak olan şirketlerin kendi iç kontrol mekanizmalarını kurmaları büyük önem taşımaktadır.

Haz, 2004



17

Vadeli İşlemler Piyasasının Diğer Piyasalara Etkileri

• Vadeli işlemlerin yaygınlaşması ile bankaların müşterileri ile yapacağı işlemlerin riskini hedge etmek için yapacağı işlemler dayanak piyasaların likiditesini arttıracaktır. Piyasaların likiditesinin artması ve farklı şirketlerin birbirlerine karşılık gelen hedging ihtiyaçlarının yanısıra spekülasyon amaçla işlem yapan yatırımcıların piyasada buluşturulması, dayanak varlığın volatilitésinin düşmesine olumlu bir etki yapacaktır.

• Vadeli işlemler piyasaları, yatırımcıların piyasadaki beklentiler hakkında daha doğru çıkarımlar yapmalarına ve daha doğru kararlar vermelerine yardımcı olacaktır. Böylece piyasaların denge fiyatlarına ulaşması daha kısa sürecektir.

Haz, 2004



18

Vadeli İşlemler Piyasasının Diğer Piyasalara Etkileri

• Volatilitésinin azalması ile birlikte riski satmanın maliyeti de düşecektir. Böylece şirketler risklerini daha ucuza bertaraf edebileceklerdir.

Volatilité	% 30	% 20	% 10
ATMF Opsiyon Primi (3 ay)	% 6	% 4	% 2
Forward (3 ay) Teminat Oranı	% 34.9	% 23.3	% 11.6

- Teminat Oranı %99 güven aralığı için verilmiştir.
- Teminat oranı hesaplamasında USDTRL olasılık dağılımının log-normal olduğu varsayılmıştır.

• Ayrıca vadeli işlemleri kullanan şirketler finansal risklere karşı daha korunaklı hale gelmelerinin sonucu olarak karlılıklarındaki oynaklıklar düşecektir ve daha verimli bir finansal yapıya kavuşabileceklerdir.

Haz, 2004



19

REEL SEKTÖRÜN BEKLENTİLERİ



MUSTAFA UYSAL

Anadolu Grubu Mali İşler Başkanı
Vergi Konseyi Başkanı

Teşekkür ediyorum Sayın Başkan. Değerli konuklar hepinizi sevgi ve saygı ile selamlıyorum. Böyle bir programın düzenlenmesine vesile oldukları için Aracı Kuruluşlar Birliği'ne ve değerli Başkanına da teşekkürlerimi sunuyorum. Konu, makroekonomik istikrar programlarının sermaye piyasasına yansımaları çerçevesinde reel sektörün beklentileri neler? Konu aslında çok geniş. Konuşmaya başladığımız zaman saatler alabilir. Ben olabildiğince kısa bir şekilde reel sektörün ana noktalarını, beklentilerini -bunu sermaye piyasasıyla da ilişkilendirerek- anlatmaya çalışacağım. Makro ekonomik istikrar programının temel politikaları dediğimiz zaman konuyu dört noktada topluyoruz. Bir, sıkı maliye politikaları. Buna mali disiplin diyoruz. İkincisi, fiyat istikrarını sağlayacak para politikaları. Üçüncüsü, dalgalı kur rejimi. Dördüncüsü de yapısal reformlardır. Bu politikalar makro ekonomik istikrar programının temellerini oluşturmaktadır. Bu çerçevede de hedefler belirlenmiş durumda. 2004 - 2006 yılları arasında ortalama % 5.1 oranında GSMH'da büyüme. 2005 yılından itibaren tek haneli enflasyona geçiş. Kamu borçlanma stokunda da 2006 yılında GSMH'e oranını % 83.2'ye çekmek gibi kriterler ortaya konmuş durumda.

Bu çerçeve reel sektörü nasıl etkiler? Reel sektör öncelikle geleceği bugünden öngörmek ister. Biraz önce sermaye piyasasındaki ortaya konan görüşlerde de geleceğin öngörülememesinin birtakım risk primlerini, iskonto oranlarını v.s. artırdığı gibi noktaların üzerinde çok duruldu. Böyle bir noktada istenilen yere geldik mi? Fiyat istikrarı dediğimiz zaman, ekonomideki aktörlerin karar verme süreçlerinde enflasyon riskini ihmal edilebilir görmeleri olarak anlıyoruz. Enflasyonun tek başına düşük oranda inmesi ve tek haneye

gelmesi tabii ki çok önemli bir gelişme. Çünkü fiyat istikrarının önünü açacak bir konu. Fakat bugün uzun vadeli bir projeksiyon yaptığımız zaman, enflasyon önümüzdeki 5 yıl içinde % 6 - 8 seyredecek diyebiliyor muyuz? Asıl önemlisi bu. Biraz önce Kubilay Bey'in bahsederken türev piyasalarda vadelerin 1 yıldan aşağı olduğunu söylemesi, henüz uzun vadeli öngörülerin yapılamadığını gösteriyor. Reel sektör yatırım yapacak ve yatırımının net bugünkü değerini, nakit akımının bugünkü değerini hesaplarken uygulayacağınız iskonto oranı, sizin içinde bulunduğunuz istikrar ve geleceği öngörmenize paralel olmalıdır.

Reel sektör yatırım yapmak ve uzun vadeli, uygun koşullu finansman sağlamak ister. Yatırım ortamı açısından yeterli koşullar henüz oluşmamakla beraber, oluşacağına dair iyimser ve pozitifiz.

Reel faizlerde %30'lardan %15'ler seviyelerine ciddi oranda düşüş olmasına rağmen, yatırımın geri dönüşü anlamında yeterince düşük olduğu söylenemez. Ayrıca % 15'lik reel faiz dünya bakış açısında düşük bir faiz değil. Hele kredi faizi olarak bakıldığında, aradaki reel yük daha da yüksek. Türk Lirası kredilerin uzun vadeli değil, daha çok spot kullanıldığını ve reel sektörün döviz kredilerine ağırlık verdiğini görüyoruz. İşletmelerin de önemli karları buralardan sağlandı. İki yıldır kurların düşük seyretmesi, reel anlamda negatife doğru gitmesi, işletmelerde finansman gideri değil, tersine finansman geliri oluşturdu. Bu bir anlamda işletmelerin nefes almasını sağladı. Bu fonlamanın mutlaka yeterli olması lazım ve sermaye piyasalarında da borçlanma imkanına reel sektörün kavuşması gerekiyor. Reel sektör 1980 yılından önceki dönemde uzun vadeli borçlanma tahvilleri çıkarılabiliyordu. Şimdi bu anlamda borçlanma imkanı yok. Şirketlerin mutlaka iyi yönetilip, yönetilmediğine yönelik bir rating yapılarak işletmelere uzun dönemli borçlanma imkanları çıkarılması bence finansal piyasaları ve sermaye piyasasını derinleştirir. Aslında böyle bir şey aynı zamanda devletin de borçlanma vadesini uzatır. Fakat bir taraftan da bakıyorsunuz borçlanma piyasalarında devlet en önemli rakip. Orada pastadan belli bir pay alacaksınız. Finansal piyasada % 92 devletin ağırlıkta olduğu, % 8 özel sektörün ağırlıkta olduğu bir yerde reel sektöre nefes alacak alan yok. Böyle bir yapıyla karşı karşıyayız. Devletin gerek borç stoku açısından, gerekse bu borcun çevrilebilmesi, sürdürebilme konusunda vadelerin yeterince uzun olmaması, dolayısıyla böyle bir piyasada özel sektör kendisine borçlanma imkanı sağlayamıyor. Bunun faturasını işsizlik olarak ülke ödüyor. Bu borçlanmalarda vergi açısından da rekabet yok, eşitlik yok. Özel sektör tahvili dediğiniz zaman orada bir ayrımcılık oluyor. Aslında vergilemenin temel ilkelerinden olan verginin nötr karakteri, yatay eşitlik dediğimiz ilkesinden bu anlamda uzaklaşmış oluyor. Bu yönü ile sermaye piyasasında reel sektörün borçlanma imkanlarının artırılması. Bu arada sermaye

piyasalarının da yeterli derinlikte olmasının sağlanması lazım. Hisse senedi piyasası açısından, kurumlar daha düşük bir hisse oranıyla, daha çok sayıda işletmeyi kontrol edebilmeli, kaldıraç kullanabilmeli. Yönetim hisseleri hep % 50'nin üzerinde. Şu şart mıdır, gerekli midir, değil midir? Yönetim açısından meseleye baktığımız zaman, kurumsal iyi yönetim ilkelerine ve yetkinliğine sahip grupların, % 20-%30'luk bir kontrol hissesiyle de % 100'lük bir işi kontrol edebilmesi lazım. Böylelikle sermaye piyasalarında derinlik de sağlanmış olur. Aynı zamanda o işletmelerin daha hızlı büyümelerine imkan verilmiş olur. Böyle bir motivasyonun Türk sermayesinde yerleştirilmesi gereğine şahsen çok inanıyorum. Başka türlü bu piyasalardan ilave fon nasıl sağlayacaksınız.

Reel sektör serbest piyasa koşullarının iyi işlemesini ister. Şu anda serbest piyasa Türk ekonomisinde ne kadar var? Milli gelir nasıl paylaşıyor ona bakmak lazım. Milli gelirin ne kadarını devlet kontrol ediyor? Ne kadarını özel sektör kontrol ediyor? Bu konuda değerli Prof. Güneri Akalın hocanın hazırlamış olduğu bir tablo var. Oraya dayanarak ifade etmeye çalışacağım. Bugün devletin milli gelirden aldığı pay % 70, özel sektör % 30. Bunun içinde konsolide bütçe % 43 yer tutuyor. Mahalli idareler, döner sermaye harcamaları, sosyal güvenlik kurumlarına yapılan harcamalar, fonlar, işletmeciler KİT'ler pay alıyor. Böyle bir yapıda toplam verimlilik nasıl gelişir. Her krizden sonra özel sektör kendini verimli hale getiriyor. Ben 1980'li yıllardan itibaren özel sektörün içerisinde yer aldım. Hep budadık, modernize ettik, kendimizi yeniledik. Bu trende ayak uyduramayanlar battılar. Bunun faturasını özel sektör ödüyor. 80'den sonra böyle oldu. 90'lı yıllarda körfez krizini yaşadık. 1994 Nisan yine yaşandı. Dışarıdan gelen dışsal faktörler Asya krizi, Rusya krizi, onların yansımaları yaşandı. 2001 yılı en büyük kriz. Bu krizlerden sonra özel sektör daha verimli oldu. Verimliliği, büyümesi arttı. Yeni yatırım yapmadan verimliliklerini yükseltti. Peki devlet ne yaptı? Devlette bir hareket yok. Her krizin faturasını özel sektör ödüyor. Devlet aynı şekilde gemisini yüzdürüyor. Faturayı işsiz ödüyor. Devletin kendini yeniden yapılandırmamasının faturasını işsizler ödüyor. Devletteki memur maaşını alıyor. Gideni de alıyor, gitmeyen de alıyor. O işletmelere bakıyorsunuz, verimlilik diye bir şey yok. % 70'in hakim olduğu bir sistemde, toplam verimliliği arttırmamız da, bu ekonomiyi gerçek anlamda sürdürülebilir bir büyüme ortamına kavuşturmanız da mümkün değil. O zaman yapısal önlemler ve çok köklü tedbirler alınması, çok ciddi bir mesafe ve hız kazandırılması lazım. Serbest piyasa ekonomisine daha hızlı geçmemiz gerekiyor. Bugün biz grup olarak, doğu bloku ülkelerinde faaliyette bulunuyoruz. İnanın serbest piyasa şartları bizden çok daha iyi. Biz onlara göre hakikaten komünist rejimin bir anlamda temsilcisi olarak dünyada nadir ülkelerden bir tanesi olarak kalacağız, böyle giderse.

Vergi konusuna gelince, reel sektörün içinde yaşayabileceği ve rekabet edebileceği bir ortam yaratılmalı. Makro ekonomik istikrar politikaları çerçevesinde disiplinin sağlanması ihtiyacı gelir fedakarlığını zorlaştırıyor. Zorlaştırınca da politikalar konusunda hareket alanınız yok. Gelir ve vergi politikaları konusunda böyle bir sıkıntı var. Birkaç oran vermek gerekirse, OECD ülkeleri arasında vergi yükü en çok artan ülke konumundayız. 1985 yılında %15 iken, 2001 yılında % 35'e çıkmış.Yine vergi takozu olarak adlandırabileceğimiz ücretlilerden alınan vergiler ve bunlara ilişkin sigorta primlerinin oranında % 43.2 ile en yüksek ülke konumundayız. Bu oran İrlanda'da % 12.8, Çek Cumhuriyetinde % 27, Portekiz'de % 24, Güney Kore'de % 16. Bu şartlar altında nasıl rekabet edeceksiniz. Bu vergileri, primleri ödeyeceksiniz, bu şekildeki işçilik maliyetleriyle dünyaya mal satacaksınız ve rekabetçi ortamda para kazanıp işinizi sürdüreceksiniz. Bu mümkün değil.

Böyle baktığımız zaman kayıt dışı ekonominin çok haklı gerekçesi oluyor. Adam ya işçisini kayıt dışı çalıştıracak, sigortasını vermeyecek veya çok düşük oranlarda gösterecek. Bu şekilde oluşturduğu maliyetlerle mal üretip dünyaya satacak. Ülkeye döviz getirecek. Bu bir seçenek. Diğer seçenek kayıt içine geç dediğin zaman işletmesini kapatacak, sermayesini kenara çekecek. Bunun dışında bir alternatif yok. Rasyonellik açısından bunu görmezden gelemeyiz. Bu nedenle vergi konusu bence en sıkıntılı konulardan bir tanesi. Ayrıca, enerji üzerinden alınan yüksek vergiler de maliyeti arttıran bir unsur. Aynı şekilde sermaye piyasasında finans kuruluşlarının aracılık yükleri üzerindeki vergilerde yine dünyada var olan bir uygulama değil. O da bir anlamda maliyet unsuru. Biz bu noktadayken, dünyada vergi oranlarında ciddi indirimler var. Özellikle de kurumlar vergisi oranlarında rekabetçi konum dünyada artacak durumda. Şu anda onun öncülüğünü İrlanda başlatmış, “% 12 kurumlar vergisi alıyorum” diyor. Dünya sermayesini ülkeye çekmeye başladı, arkası gelecek. Macaristan indirdi, Rusya indiriyor. Almanya'da yüksek vergiler nedeniyle mevcut işletmelerin, özellikle küçük-orta işletmelerin kapandığını görüyor veya diğer ülkelere gittiğini görüyor. Almanya ne yapacak, ben de indirdim demek mecburiyetinde kalacak. Bizim bu noktada da geç kalmamamız lazım. Bu noktada geç kalırsak, bütün sermaye yerine oturacak. Biz yine trene en son binen yolcu gibi olacağız. Bizim vergi politikasında birtakım önceliklerimiz olmalı, sermayeyi bir anlamda çekmeliyiz.

Bunun yanında belirsizlik var. Akşam yatıyorsunuz, sabah kalkıyorsunuz, bir bakıyorsunuz bir vergi daha konmuş. Bu da nereden çıktı diyorsunuz, Birden bütün hesaplarınız alt üst oluyor. Bunlar da dış yatırımcılar tarafından iskonto edilip, marjinal yatırımlarda diğer ülkelere kaymaya sebebiyet veriyor. Bunları çok iyi anlatmamız ve çok iyi konuşmamız lazım ki, ülkemize hizmet edelim.

Reel sektör dünya pazarlarına açılmak ister. Maharetli ve cesaretli bir müteşebbis gücümüz var. Açık söyleyelim, o bizim değerimiz. Korkusuz, girişimci, cesur, marjinal hesaplar yapmayan, aşağı yukarı dalgalansın, biz orada yüzeriz diyen bir girişimcimiz var. Bu müteşebbisleri de biz artık öldürüyoruz. Girişimciliği caydıracak çok acımasız hukuk sistemlerimiz var. Şu anda naylon fatura kullandığı gerekçesiyle -onun da hesabı tam yapılmıyor, haklı ile haksız da karışmış durumda- binlerce kişi içeride hapis yatıyor. Binlerce kişi de hapse girmek için sırada bekliyor. Bunu birinin oturup araştırması lazım. Burada da biz kantarın topunu kaçıırıyoruz.

Ne yapılması gerekir noktasında birkaç cümle söylemek istiyorum. İçinde bulunduğumuz durum, geçmiş yılların basiretsiz yönetiminin sonucu. Bunu birine fatura etmek mümkün değil. Hepimiz bunun oyuncularını içindeyiz. Hepimizin belli sorumlulukları var. Fakat birinci konu, yüksek borç stokunun eritilmesi. Bunu eritmeden, azaltmadan hiçbir şekilde esneme, ekonomiye yön verme, politika belirleme imkanınız yok. Bütçe, aslında hükümetlerin politika belirlediği araçlardır. Fakat hükümet burada ne politikası belirleyecek? 150 milyar dolar iç borç, 64 milyar dolar da dış borç dediğiniz zaman 214 milyar dolar civarında bir borç stokunuz var. Bunun da ortalama vadesi kısa. Bütçeye bakıyorsunuz 160 katrilyon, 66 katrilyonu faiz, 42 katrilyonu sosyal güvenlik ödemelerine transfer harcaması. Geriye yönetecek bir şey kalmıyor ki. Dolayısıyla bütçe politika belirleme özelliğini kaybetmiş ve borç yönetim bütçesi haline gelmiş.

Vergi gelirlerini artırdığınız, vergilendirilen alanlara ilave vergiler koyduğunuz zaman, ekonomide daha çok kırılganlığa yol açabilir. Vergi dışı finansman araçlarını hızla geliştirmek gerekiyor. Bu konuda Aracı Kurumlar Birliği de çalışmalar yapabilir. Toplumun her kesimine bu anlamda rol düşüyor. Bunlardan bir tanesi 2B'lerin satışı. Bu 2B'lerin satışı neden engelleniyor? Buradan bir kaynak gelip, bütçemiz rahatlayacaksa, insanlarımız iş olarak dönecekse buna engel olanları anlamak mümkün değil. Köprü, yol v.s. gelir ortaklığı senetleri. Biz bu konuda da deneyimliyiz, geçmişte rahmetli Özal'ın zamanında çıktı. Bu çıkarılabilir ve borç vadesi uzatılabilir. Piyasalardan borçlanma limitimiz daha da azalır. Bu da faiz oranlarının aşağıya düşmesinde ve vadelerin uzamasında önemli rol oynar. Özel sektöre yine sermaye piyasasından uzun vadeli borçlanma imkanı getirilmeli. Bir başka önemli şey, yurt dışında yabancılaşmış yerli sermaye. Bunun bir kısmı sıcak para şeklinde gelebilir. Kimilerine göre 50 milyar dolarımız var, kimilerine göre 100 milyar dolarımız var. Bunu neden ülkemize çekemiyoruz. Onlar için uygun koşulları neden sağlayamıyoruz. Bir de doğrudan yabancı sermayeyi çekmemiz gerekiyor. Piyasaların en kırılgan olduğu noktalardan bir tanesi sıcak para. Sıcak paraya vergi konulsun v.s. onu söyleyemiyorum.

Fakat sıcak parayı dengeleyecek bir soğuk para gerekir. O da doğrudan yabancı sermaye veya yabancılaşmış yerli sermayenin ülkeye gelmesiyle dengelenirse, hakikaten dengeli bir yapıya gelirse, biz dışsal şoklardan -paranın girip çıkmasından- az etkileniriz. Bu konuda da dünyadaki en fakir ülkelerden bir tanesiyiz. Aslında gelişmekte olan ülkelere baktığımız zaman, milli gelirin % 8 ila 10'u civarında doğrudan yabancı sermaye çekiyor. Böyle baktığımız zaman normal şartlarda her yıl 20 milyar dolar yabancı sermayenin ülkeye girmesi lazım. Fakat 1 milyar doları bulamıyoruz. Bunun yanında 1 milyar dolara yakını da çıkıyor.

Kamu borç stoku açısından, stratejik noktalardan bir tanesi kamuda verimliliğin yükseltilmesi, kamunun milli gelir içindeki payının düşürülmesi. Verimliliğin yükseltilmesi için özelleştirme en önde geliyor. Verimsiz işletmelerin her halükarda kapatılması lazım. Sosyal güvenlik açıklarının iyi bir hesaplamaıyla mutlaka dengelenmesi şart. Kamu hizmetlerinin tanımı yeniden yapılmalı. Elektronik devlet projesinin süratle hayata geçirilmesi gerekiyor. Vergilerle ilgili olarak da, vergiler ülkenin önünün açılmasında anahtar bir rol. Vergi politikalarının sadece fiskal değil, aynı zamanda ekonomik ve sosyal politikalarla uyumlu olması gerekir. Verginin tabana yayılması gerekir. Gelir idaresi yeniden yapılanmadığı sürece, gelir idaresi güçlü olmadığı sürece, bu sistem böyle devam eder. Peki çok güçlü bir gelir idaresini hemen kurduk. Böyle vergi kanunlarımız var, bunları uygula. Ülke yine krize sürüklenir. Kötü vergi sisteminin en iyi şekilde uygulanması da, iyi bir sistemin kötü uygulanması kadar tehlikelidir. Çünkü olumsuzluklar içinde bir denge oluşmuş. Kayıt dışı ekonomiyi tabana yaydıkça, vergi oranlarına da öncelikler ele alınarak kademeli azaltılmalı. Aracılık yüklerinin ortadan kaldırılması, banka sigorta muamele vergisi, sermaye piyasası araçları üzerinden alınan vergiler, enerji üzerindeki vergiler ve kazanç üzerinden alınan vergiler özellikle azaltılması gereken yüklerdir. Kurumlar vergisi oranının düşük olması, temettü verimliliğine yansır ve sermaye piyasalarının derinleşmesine yol açar. Bunların bir politika içerisinde sürdürülmesinin çok önemli olduğunu düşünüyorum. Bu arada vergi kanunları basit, anlaşılır şekilde mutlaka yeniden yazılmalıdır. Gelir idaresinin yeniden yapılmasına ne kadar inanmışsak, vergi kanunlarının da yeni bir kodifikasyon tekniğiyle, yeni bir anlayışla yeniden yazılması da o kadar önemli.

İnşallah bunları hep beraber yaşayacağız. Gelecek insanlarımız için, gelecek yeni nesillerimiz için olacak. Beni dinlediğiniz için teşekkür ediyor, hepinizi sevgi ve saygıyla selamlıyorum.

KAMU BORÇLARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERE İLİŞKİN BEKLENTİLER



Prof. Dr. GÜVEN SAK

T.C. Merkez Bankası Para Politikası Kurulu Üyesi

Ben küçükken çok kızdım. O vakit Sermaye Piyasası Kurulu daha yeni kurulmuş. Ben daha yeni çalışmaya başlamıştım. SPK'nın kurucu başkanı Prof. Dr. İsmail Türk hocamız ne zaman konuşmaya başlasa -biz bu arada SPK'nın diğer katlarında bir yerlerde sermaye piyasalarını daha yeni öğreniyoruz, nasıl gelişir diye düşünüyoruz-"enflasyonist ortamlarda bu piyasalar nasıl gelişmez" diye bize anlatır da anlatırdı. Doğrusu ya, ben de çok kızdım. Amaç o zaman da piyasaları geliştirmekti. Ancak zaman İsmail Hocayı haksız çıkartmadı. Süreç içerisinde sermaye piyasalarında bir aktivite doğdu. Ama bütün o aktiviteye rağmen esasen olduğumuz yerde debelendik durduk. Dolayısıyla geldiğimiz nokta bu açıdan hoş bir nokta. En azından bundan sonrası için piyasaların hızla gelişebileceği yeni bir ortamı tartışmaya başlayabiliriz.

Kamu borçlanma politikasıyla ilgili olarak elbette bir şeyler söyleyeceğim. Ancak daha çok, yatırımcılar açısından ne değişecek, yatırımcı davranışları açısından piyasalarda ne değişecek ona bakacağım. Önce bu konuyu nasıl düşünebiliriz diye onunla ilgili birkaç noktanın altını çizeyim müsaadenizle. Ondan sonra geçmiş döneme baktığımızda özellikle yatırımcıların davranış biçimleri açısından baktığımızda neler gözlemliyoruz bunların üzerinde duracağım. Daha sonrada önümüzdeki dönemde "eğer her şey yolunda giderse" ne tür değişiklikler bekleyebiliriz ondan bahsedeceğim. En sonunda da kamu borçlanmasına olası etkiler hakkında birkaç noktanın altını çizeceğim.

Sermaye ve finans piyasalarındaki mevcut yapı iktisadi aktörlerin rasyonel tercihlerinden kaynaklanıyor. Dolayısıyla bizde genetik bir bozukluk yok. Bence çok rasyonel tercihlerde bulunuyoruz. Ama bugün ortada olan yapı dünün rasyonel tercihlerini yansıtıyor. Belli bir iktisadi ortam içerisinde şekillenmiş yatırımcı davranışları bugün bize piyasaların bugünkü yapısını ve araç kompozisyonunu ortaya çıkarmış durumda. İçeride bizim yerli yatırımcılarımızın davranış biçimleri değişmeye başladıkça yabancıların davranış biçimlerinin de benzer şekilde değişmeye başladığını göreceğiz.

İstikrar ortamının getireceği yeni çevre şartlarında yatırımcı ve ihracı davranışlarında ne tür değişiklikleri bekleyebiliriz? Bir şeylerin değişmesini beklemeye başlamamız lazım. Onun için de bu tür tartışmalara başlamak gerekiyor. Toplantının zamanlamasını bu açıdan çok olumlu buluyorum. Aslında yeni bankacılık ve sermaye piyasası politikalarını, kamunun finansal piyasalara yönelik yeni politikaların tasarlanması için, bir tartışma çerçevesi oluşturmak için çok uygun bir zamandayız.

Yatırımcı davranışlarındaki bu değişikliği ne zaman bekleyebiliriz? Öncelikle istikrar hissinin giderek yaygınlaşması ve kuvvetlenmesi -bu bizler için geçerli- ve de bunun artık norm haline gelmesi gerekiyor. Ne yazık ki, daha o noktaya gelmedik. İstikrara doğru gidişi görüyoruz. Ama bunun sürdürülebilirliği konusunda kuşkularımız var. O kuşku artıran ve besleyen dışarıdan gelen çalkantılar, bugünlerde bu bizim istikrar hissemizin norm haline dönüşmesini zorlaştırıyor.

Piyasaların artık normalleşmeye başladığını nasıl anlayacağımızı hiç düşündünüz mü? Yatırımcıların davranışlarında, banka bilançolarına baktığımızda daha somut değişiklikler görmeye başlamamız lazım. Mesela, vadelerin uzamaya başlaması lazım. Yatırımcının bunu kabul eder hale gelmesi lazım. Bankaların da daha uzun vadede mevduat kabul etmeye istekli hale gelmesi lazım. Bu sürecin devam edeceğini düşünmeye başlamaları lazım. Merkez Bankası'na park eden paraların, artık oraya gelmemesi lazım. Bu paraların kredi v.s. diye etrafa yayılıyor olması lazım. Dolayısıyla davranışsal bazı değişiklikleri somut olarak görmemiz lazım. Bir istikrar hissi var. Yalnız bugünlerde de gözlemlenen "kaynağı dışarıda" çalkantılar istikrar hissinin yerleşmesine yardımcı olmuyor. Bu en azından bugünlerde böyle.

Düne bakarsak, içinde bulunduğumuz süreçte piyasalarda ne değişecek? Gelin öncelikle bizim finansal liberalizasyon sürecimizin temel özelliklerini bir belirleyelim. Banka mevduatları, menkul kıymetler, sigorta primleri, özel finans kurumları hesaplarını yan

yana koyarsanız finansal tasarrufların milli gelir içindeki payının % 10'lardan % 35'lere yükseldiğini görebiliyoruz. 1980 - 2000 yılları arasında çalkantılı, krizlerle dolu süre içerisinde finansal piyasalarda toplanan tasarruflarda önemli bir artış gerçekleşiyor aslında. Piyasaların boyutları üç kat artıyor. Aynı zamanda da banka mevduatı ağırlığının da 90'lardan 50'lere doğru gerilediğini görüyoruz. Aslında finansal sistem hem büyüyor hem de çeşitleniyor. Çok rasyonel bir şekilde risklerden kendimizi korumaya çalışarak bir şeyler yapmaya çalışmışız.

Peki ama sistem nasıl büyüyor? Örneğin, döviz tevdiat hesapları vasıtasıyla büyüyor. Aslında döviz tevdiat hesabı sistemimizin kendisi bizzat dolarizasyonu teşvik etmek üzere tasarlanmış bir sisteme benziyor. Esasen dünyanın benim bildiğim yerlerinde, Latin Amerika dahil, bu kadar liberal bir sistemde bulunmuyor. Ama gelin kabul edelim, eğer bu dolarizasyonu kolaylaştıran mekanizma olmasaydı 1980'den 2000'e kadar asla gelemezdik, 2001 krizinin veya herhangi bir büyük krizin, daha evvel olması gerekirdi. Buraya kadar gelmemizi de buna borçluyuz, biz kendimizi bununla idare ettik. İkinci olarak devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) stoku hızla arttığı için finansal piyasalarımız büyüdü. Kısa vadeli DİBS'lerle bu güne gelebildik. Alınan faizler sayesinde şirketlerimiz işletme sermayelerinin erimesini engelleyebildiler. Kötü günlerde işletme sermayelerini kayıpsız yarına aktarabildiler. Reel ekonominin toparlanma gücüne önemli katkıda bulundu DİBS'ler esasen. Bakıyorsunuz, bankalarda TL mevduatın payı azalıyor. TL mevduatın içinde de vadeli mevduatın payı azalıyor. Aynı şey devlet iç borçlanma senetleri portföyleri için de söz konusu. Sistem 1980-2000 arasında büyümesine büyüyor ama pasifteki borçların vadesi de giderek kısalıyor. Hep istikrarsızlık şartlarının sonuçları bunlar. Yine dolarizasyonu, biriken risklerle birlikte değerlendirseniz. Bizler, vatandaşlar olarak, yabancı paralar açısından açık pozisyonda değiliz. Bizlerin vade uyumsuzluğu problemimiz de yok. Esasen yabancı parada ve kısa vade TL'deyiz geçmiş rakamlara bakarsanız. Ama risklerin hepsini bankacılık sistemine yıkan da esasen biziz. Bütün risklerimizi sistemin üzerine yıkmışız. Sistem o risklerin birikmesi sayesinde büyümüş. Ama gelgelelim 2000 ve 2001'de de o riskler nedeniyle çökmüş bulunuyor. Bunları herhalde ileride daha ayrıntılı tartışacağız. Şimdi resmin anahatlarını akılda tutmak yeterli.

Önümüzdeki dönemde ne olacak? Bence portföylerin yeniden biçimlenebileceği bir dönemdeyiz. Bir kere, tasarruf etme biçimimizi değiştireceğiz. Bunların izleri aslında görülmeye başladı. Yabancı para cinsinden finansal araçların payını portföylerimizde azaltacağız. Dalgalı kur rejimine geçtikten sonra, temiz dalgalı kur uygulamasıyla birlikte

ortaya çıkan sonuca bakın, istikrar hissinin yaygınlaşması daha tam olarak gerçekleşmediği için stokları değiştirmedik. Ama stokların büyüme hızı aslında yavaşladı. Akım olarak baktığınızda dolara doğru gidiş durdu. Bir istikrar hissi var ama hala bunun kalıcı olduğu konusunda endişelerimiz var. Bu nedenle birden pozisyonlarımızı değiştiremiyoruz. Orada daha bir stok intibak süreci yaşayacağız, istikrar hissinin kuvvetlenmesi ile birlikte.

İkinci olarak devlet iç borçlanma senetlerinin portföylerdeki ağırlığı azalacak. Bu kadar devlet iç borçlanma senedi olmayacak. Bir şekilde özel sektör menkul kıymetlerine yer açılacak.

Bence asıl önemli olan, uzun vadeli tasarruf etme biçimimizde orta vadede değişiklik göreceğiz. Yalnızca tasarruf etme biçimimiz değişmeyecek, uzun vadeli tasarruf etme biçimimiz de değişecek. Bizim şimdiye kadar ki, uzun vadeli tasarruf etme biçimimiz daha çok ikinci ev, üçüncü ev almak biçimindeydi. Enflasyondan bizi en iyi o koruyordu. Finansal tasarrufların 1980 sonrasında olduğu gibi bir kere daha büyüebileceği bir dönemdeyiz, böyle benim baktığım gibi bakarsanız.

Bireysel emeklilik sistemlerini biz ilk defa tartışırken yıl 1999'du. Acaba ne olur, bunlar gelişir mi diye düşünüyorduk? 1999 yılındaki enflasyon rakamlarını hatırlayın, bir de şimdiki enflasyon rakamlarına bakın. Yüzde 80'lerden, yüzde 8'lere doğru gelmeye başladı. Şimdi bireysel emeklilik sistemleri vasıtasıyla finansal piyasaların büyümesi artık bir alternatif haline geldi. Ancak bu ihtimalin olasılığı, istikrar hissinin kuvvetlenmesine yakından bağlı. Bu arada piyasalarımızın güvenliğine ilişkin kuşkuşların süratle dağıtılması gerekiyor. İMKB'ye, DİBS alım satım işlemlerine, saklama ve takas sistemlerine güven duyulması gerekiyor. Manipülatif aktivitenin engellenmesi gerekiyor. Merkezi Kayıt Kurum'u gibi mekanizmalar vasıtasıyla bir dizi sağlam güvenlik önlemini sistemin içerisine yerleştirmeli ve yerleştirdiğimizi de herkese tekrar tekrar anlatmalıyız. İstikrar hissinin kuvvetlendikçe, bu güven duygusunun sisteme yerleştirilmesi oranında piyasalarımızda kapsamlı davranışsal değişiklikler göreceğiz. İsmail Türk hocamızın hakkını teslim edelim ve bence altını çizelim. İstikrarın yerleşmesi ile birlikte finansal sistemin gelişmesi geçmişe göre bugün daha kolay.

İş elbette bu kadarla da bitmiyor. Türkiye'nin geleceğini yeniden yapılandırmak için bir dizi adımı koordineli bir biçimde atmak mecburiyetindeyiz. Örneğin, vergi sisteminden gelen problemler için zaten bir vergi reformu yapacağız. Bunları yapamazsak, önümüz zaten açık değil. Herhangi bir sisteme yeni teşvikler vermek yerine, normal sistemi işleterek insanları

bu mekanizmalara doğru sevk edebileceğimiz yeni bir döneme gireceğiz. Bu yeni ortamda sistemin büyüebilmesi için en büyük imkânın bireysel emeklilik sisteminden geleceğini düşünüyorum.

Bizim bir hedefimiz var, AB sürecinde bir yere ulaşmak istiyoruz. AB sürecinde 15 yıl sonra bizim toplam bütçe açıklarımızın bir yere oturması gerekir, hedefimizin % 3 olması gerekir. Sosyal güvenlik sistemimizin bugünkü açıklarına bakın % 4.5'in üzerinde. Bu açık çok fazla ve AB hedefiyle uyumlu değil. Bu açığı 2015'lerde % 2'ler seviyesine indirecek ve uzun vadeli etkileri olacak bir reform yapmak zorundayız. O reformu yaparken belki bireysel emeklilik sistemine yeni roller verecek, yeni bir rol ekleyecek, belki bireysel emeklilik sistemini yalnızca ihtiyari olmaktan çıkartacak, kısmi olarak zorunlu hale getirecek yeni bir düzenleme yapmamız gerekecek. Önümüzdeki dönem böyle olacak.

Bu ortamda tasarrufların davranış biçimleri değişmesiyle sistemin boyutlarını büyütebilecek yeni bir potansiyel oluşacak. Kamu borçlanmasına baktığımızda artık artan finansman ihtiyacını sağlamak için değil, sistemi işletmek için kamu borçlanmasının önemli olacağı yeni döneme gireceğiz.

Eğer her şey yolunda giderse, kamu borçlanma politikaları tasarlanırken, bankacılık ve sermaye piyasası politikalarıyla uyumlu bir şekilde tasarlanacak. Elbette Hazine hiç ihtiyacı olmasa bile borçlanmaya devam edecek. Özel sektör tahvilleri için bir referans, faiz oranına hep ihtiyacımız olacak. Aksi takdirde özel sektör tahvillerinin fiyatlanmasına imkan sağlayacak verim eğrisini nasıl oluşturacağız? Ayrıca bireysel emeklilik portföylerini nasıl biçimlendireceğiz? Herhalde özel sektöre kademeli bir şekilde portföylerde yer açmak gerekecek. Ayrıca bu emeklilik sigortası portföyleri için ihtiyaç duyulacak finansal araçları da düşünmemiz gerekecek. Burada ihtiyacı belirlemek önem taşıyor. Emeklilik sistemlerinde biriktirme dönemi için belki ara ödeme ihtiyacı da olmayan bir takım tahvillere ihtiyaç duyacağız. 10 yıl sonra toptan bir ödeme yapılacak. Emekli maaşı alma döneminde ise daha farklı özelliklere sahip enstrümanlara ihtiyacımız olacak. 10 yıl sonra şöyle bir problemimiz olacak: Bazı insanlar emekli olmaya başlayacaklar, ellerinde toplu bir para olacak. O parayı sigorta şirketlerine verip aylık bir ödeme isteyecekler. Aylık ödemelerin enflasyona karşı korunması gerekiyorsa o zaman öyle bir enstrüman tasarlamamız gerekecek. Öyle bir enstrüman tasarlıyorsanız, o zaman üstlendiğiniz risklerin bir bölümünü devlete aktarmak isteyeceksiniz. O zaman Hazine tasarladığı enstrümanı bu ihtiyaca göre de biçimlendirecek.

Ben aslında oldukça iyimserim. Sistemin normalleşmesi için yapılması gerekenleri uzun bir süreden beri tartıştık. İktisadi aktörler normalleşmeye inanmadan davranış biçimlerinde değişme olmuyor. Dolayısıyla önümüzdeki dönemde normalleşip normalleşmediğimizi ölçme şansımız da var. Davranışsal değişiklikler görmeye başladıysak sistemin içerisinde normalleşme yolunda mesafe katetmeye başladık demektir. Bu tasarruf sahiplerinin kendi başlarına yapabilecekleri bir şey değil. Sizlerin de, yani finansal araçların, tavırlarının değişmeye başlamasıyla da yakından alakalı. Davranışsal değişiklikler zaten oluyor, onları da unutmamak lazım. Ben enflasyonun hızlı düşüşünde kriz sonrası kendiliğinden gelirler politikasının önemli olduğunu düşünüyorum. Biz bir gelirler politikası uygulamadık, tasarlamadık. Fakat insanlar gelirlerinin nominal olarak azaltılmasını kabul eder hale geldiler. Kendiliğinden bir gelir politikası doğdu. Şimdi baktığınızda şirketlerin fiyatlama davranışları değişmiyor olsa bu mevcut enflasyon trendi böyle devam edemezdi.

Ben finansal sistemin büyümesi için ortada önemli bir potansiyel olduğunu düşünüyorum. Artık 1999 yılı ile kıyaslandığında bireysel emeklilik sisteminin gelişebileceğine daha çok inanıyorum. Döviz tevdiat hesapları stoklarının azalacağını düşünüyorum. Bundan sonra vergilemeyi, güvenlik şartlarını, merkezi kayıt kurumunun işleyişi ile ilgili yeni ortamı tartışmaya başlamalıyız, hak arama mekanizmalarını tartışmalıyız.

Beni dinlediğiniz için çok teşekkür ediyorum.

İstikrar Ortamı ve Piyasalar

Güven Sak
TSPAKB, İstanbul
8 Haziran 2004

Çerçeve

- Nasıl düşünebiliriz?
- 1980-2000 arasının temel özellikleri
- Ne değişebilir? Nasıl değişebilir?
- Kamu borçlanmasına olası etkiler

Nasıl düşünebiliriz?

- Mevcut yapı, iktisadi aktörlerin rasyonel tercihlerinden kaynaklanmaktadır.
- Mevcut yapı, dönün rasyonel tercihlerini yansıtmaktadır.
- İstikrar ortamının getireceği yeni çevre şartları ile birlikte yatırımcı ve ihraççı davranışlarında değişiklik bekleyebiliriz.
- Yeni bankacılık ve sermaye piyasası politikalarını tartışmak için en uygun zamandayız. (istikrar+kurumsal altyapı)

Ne zaman için?

- Önce istikrar hissinin yaygınlaşması ve giderek yeni norm haline dönüşmesi gerekiyor.
- Normalleşmeyi ölçmek isteyenlerin finansal piyasalardaki davranışsal değişimi takip etmesi gerekiyor.
- Daha kapsamlı bir değişim yok. Neden?

Düne bakarsak...

- 1980-2000 arasında banka mevduatı, menkul kıymetler, sigorta primleri ve ÖFK hesaplarından oluşan toplam finansal tasarrufların GSYİH içindeki toplamı %10'lardan, %35'lere yükseldi.
- Banka mevduatının ağırlığı %90'lardan, %50'lere geriledi.
- Sistem büyüdü ve de çeşitlendi mi?

Nasıl oldu?

- Sistem iki nedenle büyüdü
 - DTH (dolarizasyonu teşvik mekanizması)
 - DİBS (menkul kıymetlerde artışın kaynağı)
- Bankalarda TL mevduatın payı azalırken, TL mevduat içinde de vadeli mevduatın payı azalıyor.(vadelerin kısalması)
- Bankacılık sisteminin açık pozisyon ve vade uyumsuzluğu problemleri esasen yatırımcı tercihlerinden kaynaklanıyor.

Nasıl bir değişim?

- Portföylerin yeniden biçimleneceęi bir dönemdeyiz. Nasıl bakabiliriz?
 - **Tasarruf etme biçimi değişecek:**
 - Yabancı para cinsinden finansal araçların payı azalacak. (Akımlar zaten değişmeye başladı sonunda stok intibakı)(Kur açısından etkilerini biliyoruz.)(Meksika vs.)
 - DİBS'in ağırlığı azalacak.
 - **Uzun vadeli tasarruf etme biçimi değişecek:**
 - Emeklilik günleri için ikinci ve üçüncü ev yerine emeklilik sigortası.(AB sonrası yöresel kalkınma programları ile daha da ivmelenmesi beklenebilir.)
 - Finansal tasarruflar bir kez daha büyüyecek. Sistem genişleyecek.
 - Vergi sistemi çarpıklığı da vergi reformu ile giderilirse...

Sonuçta...

- Sistemin boyutlarını büyütebilecek bir potansiyel
- Daha fazla TL.
- Daha uzun vade.
- Daha fazla özel sektör enstrümanı.
- Yapısal olarak bilançolarda risk birikimine yol açan davranış biçimi değişecek.

Kamu borçlanmasına bakış

- **Artan Finansman ihtiyacı için değil, sistemi işletmek için kamu borçlanması**
 - Bankacılık ve SP politikaları ile uyumlu kamu borçlanma politikası
 - Özel sektör tahvilleri için referans faiz oranı.
 - Portföyler için menkul kıymet ihtiyacı.
 - özel sektöre kademeli yer açma hedefi.
- **Emeklilik sigortası portföyleri için ihtiyaçlar**
 - Biriktirme dönemi için tahvil ihtiyacı
 - Aslında ara ödeme ihtiyacı olmayacak.
 - Annuite piyasasının gelişebilmesi için tahvil ihtiyacı
 - enflasyon riskine karşı indeksli, kupon ödemeli

Sonuç

- Normalleşme olmadan veya iktisadi aktörler normalleşmeye inanmadan davranış biçimleri değişmez.
- Davranışsal değişiklikleri izlemekte fayda var.
 - Hiç mi olmuyor? (kendiliğinden gelirler politikası; şirketlerin fiyatlama davranışları)
- Sistem büyüyecek, FX stokları azalacak, Vade uzayacak.
- Üzerine neler ekleyebiliriz? (vergileme; güvenlik; hak arama mekanizmaları vs.)
- İhraççılar açısından bakarsak.

SORU - CEVAP



Dr. A. MAHFİ EĞİLMEZ

T. Garanti Bankası A.Ş. Yönetim Kurulu Üyesi

Teşekkür ediyorum Sayın Sak. Müsaade ederseniz ben de birkaç cümle söylemek istiyorum. Her piyasada kar kadar zarar da var. Karın yanında zararın olduğu her piyasada risk var demektir. Mali piyasalara geldiğimiz zaman risk maksimum seviyelere çıkıyor. Risk almak zorlaşıyor. Dolayısıyla risk primi de daha fazla önem kazanmaya başlıyor. Riskin azaltılması için beklentilerin iyileştirilmesi lazım, birinci temel adımın burada olması lazım. Beklentilerin iyileştirilmesi ise Türkiye gibi istikrar fakiri olan ülkelerde makro ekonomik istikrarı sağlayacak birtakım inandırıcı politikaların uygulanmasına ihtiyaç duyuyor. Ne yazık ki, Türkiye gibi ülkelerde hükümetler defalarca istikrar politikası uygulayıp, başarısız oldukları için IMF desteğini yanına almak zorunluluğunu hissediyorlar. Bu tür ülkelerde yatırım yapanlar ve piyasalarda bulunanlar IMF desteğini yanına almak zorunluluğunu hissediyorlar. Bu tür ülkelerde yatırım yapanlar ve piyasalarda bulunanlar IMF olmaksızın kendi hükümetlerinin açıkladığı istikrar programlarına inanmıyorlar. Sadece parasal bir olgu değil, bence parasal olmaktan daha da önemli ölçüde böyle bir desteğe ihtiyaç var. Sermaye piyasalarının gelişmesi de bu riskin azalmasına bağlı.

Tek parti iktidarının istikrara büyük bir katkısı var. Çünkü, verdiği sözleri yerine getirebiliyor. Bazen de tek parti iktidarı çok büyük zararlar verebiliyor. Bunu son 1.5 aylık dönemde yaşamış olduk ve gördük. Tek parti iktidarı istikrara zarar verici hareketlerde tek başına bulunabiliyor. Çünkü, geçtiğimiz 1.5 aylık dönemde atılan adımlar koalisyon iktidarında atılması çok da kolay olmayan adımlardı. Bunu da çok iyi değerlendirmek lazım. IMF bu anlamda Türkiye açısından büyük önem arz ediyor. Her halükarda bizler hala kendi içimizdeki disiplini sağlayabilmek için ne yazık ki böyle bir dış çıpaya ihtiyaç gösteriyoruz. Otoriteler yanlış adım atmaya başladığı zaman IMF birtakım uyarılarda bulunuyor. Bundan sonra dış piyasalardan gelen uyarılarla hükümetler bir şekilde adımlarını düzeltmeye başlıyor. Bu anlamda faiz dışı fazla çok önemli. Son günlerde fazlaca tartışılıyor. Faiz dışı

fazlanın birkaç puan indirilmesi güzel bir şey. Çünkü para harcama kabiliyetinin artırılması demektir, kamu harcama kabiliyetlerinin artırılması demektir. Fakat bir ülkede reel faizler o ülkenin reel büyüme oranından yukarıdaysa faiz dışı fazlı vermek zorunluluğu var. Aksi takdirde borç yükünü büyüterek başka bir yere varmamız mümkün değil. Bugün şikayet ettiğimiz bütün şeylerin altında bu olgular yatıyor. Riskler benim kanımca bu anlamda düşürülebilecek. Türkiye'nin birkaç yıl daha böyle bir programla devam ettiği sürece daha rahat günlere geleceğine ben de inanıyorum. Ama bu riskleri azaltıyorsa gidersek göreceğiz. O zaman göreceğiz ki, riskleri bu şekilde azalttığımız zaman piyasalar üzerinde, özellikle mali piyasalar üzerinde Türkiye'de birden bire yabancı yatırımcılardan önce paralarını yurt dışında tutan Türklerin yatırımları başlayacak. Ondan sonra yabancı yatırımcılar da Türkiye'ye daha çok yatırım yapmaya başlayacaklar. Siz de olsanız, herhangi bir ülkeye yatırım yapacaksanız, o ülkenin insanları paralarını yurt dışında tutuyorlarsa önce onların getirmelerini beklersiniz. Ben zannediyorum ki, önümüzdeki birkaç yıl içinde Türkiye eğer bir sağmalama yapmazsa, -bu Türkiye'nin geçmiş tarihi ile her an mümkündür- böyle bir sıkıntı olmazsa önümüzdeki dönemde bu olumlulukları yaşayacağını ve durumunu düzelteceğini tahmin ediyorum. Benim söyleyeceklerim bu kadar. Şimdi izin verirseniz soru-cevap bölümüne geçmek istiyorum.

SORU

(GÜNER BAŞAK EMEKLİLİK) - Sayın Güven Sak konuşmasında ısrarla herşey yolunda giderse kavramından bahsetti. Bu herşey yolunda giderse kavramından kastınız nedir? İç siyasi şoklardan mı korkuyorsunuz, global piyasalarda yaşanabilecek riskten mi çekindiğiniz için bu terimi sıkça kullandınız? İkinci sorum, bir değişim çerçevesi çizdiniz. Bazı şeyler değişecek dediniz. Vade yapısı, portföy yapısı, anlayışlar, bekleyişler değişecek dediniz. Bizim gibi ülkelerde bu değişimin yerleşmesi için ne kadar bir süre geçerli? Son sorum, Merkez Bankası Para Kurulunda çalışıyorsunuz. Merkez Bankası politikaları ile hükümet politikaları ne kadar örtüşüyor?

GÜVEN SAK - Herşey yolunda giderse demek, program çerçevesinin devam etmesi demektir. Mali sorumsuzluğa ortam olmayan bir para politikanız var, mali disiplini sağlamayı hedefleyen bir maliye politikası var. Mali disiplinin sürdürülebilirliğini sağlayacak bir yapısal değişim programı var. Bunların ana hatları belli, yapacağını söylediğimiz şeyler. Risk nerede var? 2004 yılı bence 2002 yılına çok benziyor. 2002 yılında bizim problemimiz iç siyasi gelişmelerden kaynaklanan risk ihtimaliydi. 2004 yılında ise, bu kez dış siyasi

gelişmelerden kaynaklanabilecek bir politik risk var. Bundan sonraki dönemi bakın, Haziran ayından Aralık ayına kadar giden sürede siyasi riskleri arka arkaya sayın. Bunlara patlayacak bombalar ve petrol fiyatlarındaki hareket de dahil. Dolayısıyla ortada pek çok risk var. Kur rejimi de zaten dışarıdaki şokların içeriye daha kolay gelmesine yardımcı olan kur rejimi. Bu kadar çok şok ihtimali varsa, o zaman sizin içeride, yapısal reformlar tarafından yapısal değişime yönelik daha uzun vadeli taahhütleri daha güçlü verir hale gelmeniz lazım. Her şey yolunda giderse bununla ilgili. Böyle bir süreçten geçtiğimizi bilmek zorundayız. Dünyanın her tarafını etkileyen bir çalkantı olmuştur. Ama her ülke aynı şekilde etkilenmiyor. Aynı büyüklükte etkilenmiyor. Her ülkede aynı şiddetle olmuyor. Onun tesirini azaltacak birtakım tedbirleri alabiliyorsak, almaya başlamamız lazım. Sosyal güvenlik onun için önemli. Yalnızca piyasanın gelişmesi için, önümüzdeki perspektif için önemli değil. Finansal piyasalara yönelik bizim bir politikamız olması lazım. O politika için zaten önem taşıyor.

Merkez Bankası politikalarıyla, hükümetin uyumunu anlamadım. Çünkü, sonuçta iş bölümünün neye dayalı olduğu belli. Kur rejiminin nasıl olması gerektiğine birlikte karar veriyoruz. Ondan sonra ne yapılması gerektiğine günlük olarak Merkez Bankası kendisi karar veriyor. Enflasyon hedefinin ne olması gerektiğine birlikte karar veriyoruz. Orada bir görüşü varsa söylüyor. Merkez Bankası kararını açıklıyor. Günlük uygulamada Merkez Bankası ne yapılması gerekiyorsa onu yapıyor. Zaten bugün sağladığımız istikrar ortamının kaynağında Merkez Bankası bağımsızlığı ile alınmış o kararlar var. Aynı zamanda o bağımsızlığı belli bir şekilde yorumlayan Merkez Bankası Başkanının da etkisi var. Merkez Bankası'nın kurun seviyesiyle ilgili hiçbir amacı, beklentisi yok.

SORU

TÜRKER ÇELİK (PLATİN DERGİSİ) - Benim sorum Erda Gerçek Beye.Önümüzdeki dönemi yönelik yapılan bütün ekonomik projeksiyonlarda AB faktörü konuluyor. Aralık ayında AB'den müzakerelere başlamak için bir tarih alacak mıyız, almayacak mıyız sorusu. Yabancı yatırımcılar için bu en önemli değişkenlerden birisi. Nasıl bir sonuç yabancı yatırımcılar için Türkiye'ye olumlu bakmaları yönünden tatminkar olur. Eğer Türkiye AB'den tarih alamazsa ne olacak?

ERDA GERÇEK - 1993 yılından beri yaşadığım en iyi yıl 2003'tü. 2003'ü baz alarak baktığımız zaman 2004 yılı gerçekten zor bir yıl olacak. Öyle ki, 2004 yılı içerisinde sadece Türkiye değil, borç stoğu yüksek, enflasyonu yüksek -Brezilya, Endonezya

gibi ülkeler- ülkelerin pozitif şoklarla gelmeleri lazım. Öyle pozitif şoklarla gelirsın ki, biraz önce konuştuğumuz iskonto oranlarında yukarıya doğru hareket olmasın. Çünkü, yukarıya doğru eğilim var. Bunu eurobond'ların hareketlerinde çok net olarak gördük. Risk algılaması yukarıya doğru çıktı. Bu 2003 yılında çok düşüktü. Türkiye'nin önünde AB gibi, bu riski kısa vadede bu işi yerine getirebilecek bir fırsat. Bu işin kısa vadesi. Uzun vadesini herkes biliyor. Ben açıkçası bir gün alamama durumunda ne olacağını çok net bir şekilde göremiyorum. Çünkü, benim gibi global olarak gelişen ülkelere yatırım yapan fonlara bakıyorum. O fonların Türkiye'deki konumu % 2 ve bu fazla değişmedi. Son 2 - 3 yıl içerisinde dışarıdan baktığım zaman fazla bir AB olayı fiyatlara yansımamış gibi. Ama Türkiye AB'ye girecek, hep beraber Türkiye'deki hisse senetlerine gidelim. Çünkü iskonto oranları düşecek gibi bir statü daha belirmedi. Çünkü, buradaki belirsizlik Kıbrıs'tan başlayarak devam ettiği için yabancılar şu anda çok net bir şekilde bunu almış değiller. Onun için Türkiye'nin gün alamamasının riskini ben daha çok yerli yatırımcılardan geleceğini tahmin ediyorum, yabancı yatırımcılardan değil.

SORU

İHSAN SOLMAZ (KOSGEB Başkan Yardımcısı) - Genel olarak yatırım ortamının iyiye doğru gittiği konusunda bir fikir birliği var. Zaten piyasadaki gelişmelerden de bunu hissediyoruz. En azından psikolojik olarak da bu atmosferin içerisindeyiz. Ben olaya KOBİ'ler tarafından bakıyorum. KOBİ'lerin de en önemli sorunlarından birisi finansman sorunu. Bunun da arkasında bir teminat sorunu var. Bankacılarımıza bakıyorum, birçoğu ile de temas halindeyiz KOBİ'lerin bu kredilerden yararlanma oranları çok düşük, % 7 - 8 civarında. Fakat piyasadaki payları çok yüksek. Biz de binlerce girişimci öyküsü var. Biz KOBİ'lerin şu anda direkt nefeslerini tutan, günü birlik yaklaşan mekanizma geliştirmiş durumdayız. Onları tarama ve analiz yöntemiyle takip ediyoruz. Bu bankalarımızın çok işine yarayacak. Oysa ki, bankalarımız en erken 1 yıl öncesinden takip ediyorlar ve ellerinde bulunan bilançoya göre karar veriyorlar. Bir tarafta yüksek performansı olan, getirisi çok yüksek olan KOBİ dünyası var. Öbür tarafta ise tamamen kendini bir şekilde daraltan, sıkı korumalara alan banka var. Bir tarafta müthiş bir alan var, öbür tarafta ise finansman imkanı var. Devlette şu anda kağıt alıp verme işini kestiği zaman faizlerin aşağıya düşmesinden dolayı reel sektöre doğru bir yönelim olacak. Bu durumda bankalar nasıl ortadaki alana atlayıp da, bu KOBİ alemi ile teması geliştirecek ve Türkiye'de reel sektörün bu müspet yönde gittiğini söylediğimiz atmosfere müspet bir katkı yapıp, tamamen işler hale getirecek.

Dr. A. MAHFİ EĞİLMEZ - Ben Garanti Leasing de Yönetim Kurulu Başkanıyım. Orada göreve başladım, sonra Kredi Komite Başkanı da oldum.

Kuruluşların bilançoları gelmeye başladı. Bilançolarla ilgili sorular sormaya başladım. Bir süre sonra bilançoya bakmayın demeye başladılar. Neye bakacağız deyince, aile fotoğraflarına bakmaya başladık. Çünkü daha gerçekçi. Adamların yüzü temiz mi, iyi insanlar mı oradan daha iyi fikirler çıkarmak mümkün. Reel sektörde maalesef bizim bankacılık sektöründe yaşananları önümüzdeki dönemde ufak tefek bir müddet yaşayacağımız konusundayım. Reel sektörde çok ciddi sorunlarımız var. Bu sorunlar bence ortaya çıkacak. Onun için bankalar kendi başlarına gelen olaylardan dolayı şimdi biraz daha çekimser bakıyorlar. Önümüzdeki dönemde risklerin azalmasıyla ilgili olarak gelecekler diye düşünüyorum. Bankacılık sektörü inanılmaz bir biçimde kendini temizledi, standartlara yaklaştı gözüküyor. Reel sektör henüz o durumda değil.

KUBİLAY CİNEMRE - Aslında bankaların bu konuda bir takım çabaları var. Odalar ve meslek birlikleri vasıtasıyla sağlanan bir takım krediler var. Garanti Bankası olarak KOBİ'lere, esnaf ve işyeri sahiplerine özel hizmetler veriyor; uygun faiz oranları ve esnek vade yapıları ile bu kredileri KOBİ'lere sağlamaya çalışıyoruz. Ancak bunun toplam ihtiyaç açısından yeterli olmadığını siz de söylediniz. Açıkçası iki önemli nokta var. Bunlardan birincisi, bankacılık sistemi ile reel sektör arasında özellikle regülasyon açısından önemli bir boşluğun ortaya çıkmış olması; ikincisi ise özel sektörün tahvil ihracı yolu ile sermaye piyasalarından henüz borçlanabilir hale gelmemesidir.

Bankacılık sistemi ile reel sektör arasında regülasyondan kaynaklanan boşluk kredi pazarının gelişmesine engel olmaktadır. Zira, regülatörün bankaların çalışma prensipleriyle ilgili koyduğu kurallar reel ekonominin gerçekleri ile örtüşmemektedir. Bu açık kapanmadan ne KOBİ'lerin bankacılık sisteminden yeteri oranda kredi sağlaması ne de bankacılık sektörünün kredi hacminde arzuladığı rakamlara ulaşması mümkün olacaktır. Bankalar da kredi portföylerini büyütmek ve reel ekonomiyi desteklemek amacındalar. Bugün Türk bankacılık sisteminde kredilerin toplam bilanço içindeki payı % 28 - 30 arasında değişmektedir. Mevcut makroekonomik ortamda, bankacılık sistemindeki kredi hacminin toplam bilanço içindeki payının % 50'nin üzerinde olması gerekir. Bugün, bankalar bir takım bireysel çabalar ile kredi hacmini bu boyuta taşıyabilmenin yollarını aramaktadırlar. Müşteri bilgileri en çabuk ve en doğru şekilde edinip teminat mekanizmalarını esneterek kredi portföylerini büyümeye çalışmaktadırlar. Ancak, bunun yaygın olabilmesi için

yurtdışında olduğu gibi mutlaka belli bir takım standartların da tutturulması kaçınılmazdır.

Özel sektörün, tahvil ihracı yolu ile sermaye piyasalarından borçlanmasına gelince; birtakım sermaye piyasası araçları yoluyla özel sektör tahvilinin yolu açıldığı zaman bunun hem makroekonomik etkinlik, hem de vergisel açıdan büyük faydaları olacaktır. Düzenleme açısından bakıldığında, KOBİ'lerin tahvil ihraçlarından faydalanabilmesini sağlayacak araçlar da mevcuttur. Bankacılık sisteminin bu konudaki çabaları kuşkusuz devam edecektir. Neticede, sermaye piyasalarındaki gelişim KOBİ'lere finansman açısından büyük fayda sağlayacaktır. Ancak, tüm bunların gerçekleşebilmesi için reel sektör ile bankacılık arasındaki regülasyon farkının giderilmesi gerekmektedir. O olmadan çok geniş çaplı bir yapılanmadan bahsedemeyiz.

MUSTAFA UYSAL - Kobiler ülke için önemli bir potansiyel ancak, kurumsallaşma açısından çok geri durumdalar. Bilanço tutmayı ve bilanço analizini öğrenenler ve kurumsallaşanlar büyüyecek ve gelişerek hayatiyetini sürdürecektir. Dolayısıyla bankalarla olan ilişkilerin iyileşmesinde bu değişim önemlidir. Bizler KOBİ'lere ne kadar yardımcı olursak KOBİ'ler açısından bu intibakin ve değişimin maliyetini hafifletebiliriz.

ERDA GERÇEK - Ben size çok kısa olarak gelişen ülke perspektifi vereyim. Benim baktığım 28 tane ülkede KOBİ'ler ya kendi yarattıkları nakitle büyüyorlar ya da devlet bankaları aracılığıyla verilen kredilerle. Benim gelişen ülkelerde şu anda gördüğüm KOBİ'lere çok çok yakın olan bir Kore örneği var. Orada da tüketici kredilerinden çok hızlı bir şekilde KOBİ'lere krediye geçildi. Orada hafif bir köpük olduğu bile söylenebilir.

Dr. A. MAHFİ EĞİLMEZ - Siz yine de KOBİ'leri bankaya kredi için, başvurmaya teşvik edin. Bankalarda kredi veren adamların hepsi bizim gibi kötü değil.

SORU

ERDEM GÖKAY (Taksim Menkul Değerler) - Benim sorum Sayın Güven Sak'a. Stiglitz biliyorsunuz geçen ay Türkiye'deydi ve konferans verdi. Onun konferanslarında her zaman işlediği tez, aslında IMF politikalarının o ülkenin yerel sorunlarını halletmediği. Sadece çok kısa vadede borçlarını çevirmesine yardımcı olduğu. Bizim Merkez Bankamız ne zaman sadece fiyat istikrarını değil de, aynı zamanda büyüme ve istihdamı da göz önüne alarak politikalar uygulayacaktır? Gelişmiş ülkelerde olduğu gibi.

GÜVEN SAK - Gelişmiş ülkelerde dediğiniz gibi değil. Bir tek Amerika Birleşik Devletleri'nde öyle, onların da ne yaptığı belli değil. Ama orada bir kredibilite var. Sisteme, kuruma olan bir güven var. Gelişmiş ülkelerde öyle değil. Merkez Bankalarının görevi de bu değil. Stiglitz tartışması ile ilgili bir şey söyleyeyim. Ben Stiglitz'in 1980'den beri tüm yazdıklarını okuyorum, çok yararlanıyorum, pek çok görüşüne katılıyorum. Ama bu son kitaplarının özellikle bizim gibi ülkelerdeki aydınlar açısından çok tehlikeli olduğunu düşünüyorum. Bu IMF politikalarıyla ilgili anlattıkları çok asimetrik. Bizim gibi ülkeler şöyle görülüyor, munis, kuzu gibi, elinden geleni şimdiki kadar yapmış. Bu hain IMF dışarıdan geliyor bir şeyleri empoze ediyor. Eğer sizin önünüze bir program konuyorsa, siz bu programın karşılığında teknik olarak IMF'ye bir şeyler anlatmıyorsanız, üzerinde tadilat yapılması için tartışmıyorsanız o zaman onun dediklerini uyguluyorsunuz. Yanlışsa, yanlış yapıyorsunuz. Bence ülkelerin burada hareket alanları var. Hareket alanları sıfır değil. O hareket alanını unutmamak lazım. Küreselleşme süreci öyle bir süreç ki, bizim gibi ülkelerin Amerikan Merkez Bankası Başkanı'nın kim olacağına karışması lazım. Dünyada bence uluslar arası yönetim biçimi problemi var. Bu tür konularda sadece IMF, Dünya Bankası yönetimi değil, Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası kim olacak konusunda da bize sormaları lazım.

SORU

SARUHAN ÖZER (Denizbank ve Zorlu Holding) - Teknik bazda bir konuda sizlerin görüşlerini rica edeceğim. Doğru anladıysam Sayın Mustafa Uysal dedi ki, özellikle vergi tarafında reel sektörün daha verimli, daha rekabetçi olabilmesi için vergi tarafında birtakım düzenlemeler, kolaylıklar, düşüklükler gerekiyor. Sayın Mahfi Eğilmez dedi ki, faiz dışı fazladan vazgeçemeyiz. Çünkü faiz dışı fazladan vazgeçmemiz harcamaların artması anlamına gelir. Sayın Güven Sak dedi ki, enflasyonu düşüreceğiz ve belli bir yere çekeceğiz diyorlar. Benim sormak istediğim, acaba faiz dışı fazlayı vergiler üzerinden aşağıya çekip, bir parça da enflasyon tarafında hükümet esnek davranabilir mi?

GÜVEN SAK - Bu faiz dışı fazlasını ben anlayamayanlardanım. Bence 2002 yılı bize gösterdi ki, faiz dışı fazla olsam bile Türkiye ekonomisi büyüyor. O zaman önümüzdeki dönemde bunun niye yeniden olamayacağını tartışmamız lazım. Daha evvel başka ülkelerde olmuş. Bizde 2002 ve 2003 yıllarında olmuş. Ciddi olduğunuza dair uzun vadeli taahhüdü sistemin içerisine yerleştirdiğinizde, büyüme dinamiklerini de olumlu etkiliyorsunuz. Böyle bir faiz dışı fazla tartışması bana şunu düşündürüyor. O zaman bunu % 1'e kadar çekelim, daha çok büyüyelim. Biz faiz dışı fazlayı aşağıya çekiyoruz. Bunun

sonucunda kamu harcamaları artıyor, tüketim artıyor, GSMH büyüyor. Bu sayede de borç stokunun ekonomi içerisindeki ağırlığı azalıyor. Faiz oranları da düşüyor. Bu kağıt üzerinde çok güzel. Fakat Türkiye ekonomisi böyle çalışmıyor. En azından böyle çalışmadığını 2 yıldır biliyoruz. Önümüzdeki yıl neden böyle çalışmayacağına dair bir tartışma yapmamız lazım. Kamu borç stokunun ekonomi içerisindeki ağırlığını düşürmemiz gerekiyor. Burada elimizde iki tane değişken var. Bir tanesi reel faizler, bir tanesi de ekonominin büyüme hızı. Bunlar bizim kontrol değişkenlerimizdir. Yıla başlarken elimizde birtek kontrol değişkenimiz var. O da faiz dışı fazla. Faiz dışı fazlayı hele hele başka hiçbir uzun vadeli taahhüt yokken sistemin içerisinde aşağıya doğru indirdiğimizde, niyetlerimiz konusunda sağlıklı, istikrara hizmet eden bir taahhüt vermediğimizi düşünüyoruz.

Dr. A. MAHFİ EĞİLMEZ - İster vergi yönünden yapın, ister harcama yönünden yapın. Ben pek fazla bir şeyin değişeceğini sanmıyorum. Burada bir şey var, doğru veya yanlış. Bu programa herkes baktığı zaman bir tane çıpa görüyor. Birtek faiz dışı fazla görünüyor, geleceğe dair en önemli çıpa da o görülüyor. Onun için çok da bunu oynamamak lazım diye düşünüyorum. Bu artık sembolik bir hal aldı. Bununla oynadığınız zaman, herkes hükümetin popülist bir politika uygulayacağını düşünüyor. Biz bu faiz dışı fazla ile 1 yıl daha gidersek, reel faizlerde ciddi oranda düşüşler olacağını tahmin ediyorum. Ondan sonra faiz dışı fazla kendi başına düşecek. Ardından biz vergi indirimlerine de gidebileceğiz. Burada biraz sabretmemiz lazım.

MUSTAFA UYSAL - Alınan tedbirlerin zaman içerisinde kademeli olarak olumlu sonuçlar vereceği konusunda bir inancımız var. Bu yönü ile bir olumsuzluk söz konusu değil. Alınan tedbirlerle ekonominin giderek iyileştiğini göreceğiz. Burada resme sadece bir noktadan bakma hastalığımız var. Ben faiz dışı fazlanın tutturulmasının önemli olduğuna inanıyorum. Keşke daha büyük oranda tutturulsa. Bu reel faizlerdeki düşüşe de sebebiyet veriyor. Ama bunun üzerinde çok yoğunlaştığımız zaman, resmin bütününi göremiyoruz. Resmin bütününde vergiler de var. Bu vergi sistemiyle sürdürülebilir büyümeyi ne kadar sağlayacaksınız. Bu sistemin içerisinde, borç stokunun daha radikal biçimde azaltılması ile ilgili öneriler üzerinde yeterince durulmuyor. Bu vergiyi topla, yetmiyorsa biraz daha vergi koy. Bu ne kadar sürdürülebilir. Bir tarihte de döviz çıkmasını çok kutsamıştık. Döviz çıkmasını kutsadık, peşine gittik. Burada faiz dışı fazla önemli, fakat aynı derecede önemli olan bir şey borç stokunun süratli bir biçimde düşürülmesini sağlayacak tedbirlerin alınması. Kamuda verimliliğin artırılması, özelleştirme, uzun dönemli tahviller ve gelir ortaklığı senetleri çıkarılması. Bu konularla ilgili politikalar neden üretilmiyor da, tamamen para politikaları

çerçevesinde ve mali disiplin üzerine yoğunlaşmışız. Hareket alanımız daralıyor. Öyle bir şey yapmalıyız ki, bir taraftan ferahlamamız lazım. Kayıt dışı işlemlerin önlenmesiyle ilgili idari performans, gelir idaresinin performansı etkili olur da, bir ölçüde tabana yayılırsa vergileri aşağıya çekebilirsiniz. Vergi performansımız değişmez, aynı vergiyi toplarsınız. O vergiyi daha geniş kesimlerden toplarken, bir taraftan oranları iyileştirirsiniz. Borç stoğunu süratle azaltacak konularda daha önemli durursunuz. Onları çok fazla tartışmıyoruz. Resmin bütününün önemi üzerinde durmuyoruz. Bu ülke borç stokunu nasıl azaltacağını daha çok tartışmalı. 220 milyar doları süratle nasıl 100 milyar dolara indiririz. Bunun vadesini nasıl uzun vadeye yayarız. Bence bunlar daha önemli. Dar bir alanda çözüm arıyoruz. O dar alan bizi daha sonra sıkıştırabilir. O zaman da bir birikim oluşuyor. Birikimin patlamaması için diğer tedbirlerin üzerinde de durmamız gerekiyor. Gerekirse daha çok fedakarlık yapalım. Hala yüksek reel faiz ödüyoruz, ödemeyelim. Daha süratli düşünmek konusunda tedbirler üretelim. Bu programlara muhtaç olmalıyım.

GÜVEN SAK - Resmin bütününe görme konusu bence çok önemli. Ben ona tamamen katılıyorum. Fakat burada şunu unutmamak lazım. Programın yapısal reformlarla ilgili bölümü, resmin bütünüyle alakalı, girdi maliyetlerinin aşağıya çekilmesiyle alakalı. Ekonominin büyüme ihtiyacını, büyüme dinamiğini elbette dikkate almamız gerekiyor. Merkez Bankası politikaları ayrı, ama iktisatçılar aramızda tartışırken bunun büyümesi gerektiğini biliyoruz. Büyümesi konusunda bir şeyler yapılması gerektiğini de biliyoruz. Bu tartışmayı yaparken şunu unutmamak gerekir. Şirketler kesimi açısından, bedavadan intibak yok. Onun için programın en ciddi bölümündeyiz diyebiliriz. Önümüzdeki dönemde şirketler kesimi yeni sermaye birikim modeli şartlarına intibak etmeye çalışacak. Bunun verimsizliğinden yakınıyoruz. Bu verimsizliği bu sistemin içerisinde yerleştiren biziz. Geçmişte bunlardan biz elektrik paraları almadık, sosyal güvenlik primlerinin tamamını tahsil etmedik. Dolayısıyla bütün bunları yaparak teknolojik açıdan daha geri kalan şirketler kesimiyle kucak kucağa kalan biziz. Bu şirketler kesiminin suçu mu? Hayır değil, şartlar öyleydi. Şimdi onlardan çok hızlı bir şekilde bir teknolojik yenilenme sürecinden geçmelerini, verimliliklerini artırmalarını istiyoruz. İyileşme süreci, üretimdeki artış nereden geldi, verimlilik artışından geldi. Daha az işçiyse, daha çok iş yapmaya başladılar. Peki bu sürdürülebilir mi? Bunu tartışmamız lazım.

SORU

MURAT OKAY (*Finans Yatırım*) - Benim panelistlerden öğrenmek istediğim,

Kubilay Bey'in konuşmasında bahsettiği gibi piyasalar 2000 yılındaki derinliğe şu anda ulaşmış değil. O yüzden Türkiye'de en ufak bir haberde çok ciddi volatilite ve hareketlilik yaşayabiliyoruz. Bu bağlamda, sıcak paranın giriş veya çıkışlarında kontrol uygulanması gündeme gelebilir mi? Bunu daha önce Sayın Kemal Derviş gündeme getirdi. Bunun kısa ve uzun vadede etkileri belli, bunu uygulayan ülkeler var ve aldıkları sonuçlar ortada. Fakat Türkiye'de belki bir süre herkesin daha sakin hareket etmesi için böyle bir uygulama yapılabilir mi?

DR.A.MAHFİ EĞİLMEZ - Ben kendi açımdan söyleyeyim, son derece olumsuz bakırım.

GÜVEN SAK - Bence bu, şu anda tartışılacak bir şey değil. Bu şartlar iyiysen teorik olarak konuşsak diyebileceğim bir konu. Bu her şey iyiysen, her şey pembe gözükürken tartışılması gerekir.

MUSTAFA UYSAL - Sıcak paraya bir vergi getirilmesi söz konusu olamaz. Ancak bunu dengeleyecek olan, doğrudan yabancı sermayenin ülkeye kazandırılmasının motive edilmesi lazım. Doğrudan yabancı sermaye çekme konusunda o kadar gayret göremiyorum. Ülkenin yıllık 20 milyar dolar yabancı sermaye çekmesi lazım. Bunu sağlarsanız sıcak paranın tehdidi de ortadan kalkar.

ERDA GERÇEK - Özellikle Asya krizinden sonra olaya yakinen baktım. Açıkçası yararlı bir kısmını göremedim. Tobin's Q olarak tarihe geçti. Tobin tax olarak bir şey geride bırakmadı. Sıcak para vergi örneği 1998 yılında Malezyada gerçekleşti. Çok başarılı olduğu söylenemez. Hem para kuruluna geçtiler, hem de bu işi yaptılar. Şu anda Malezya hisse senedi açısından istenilmeyen bir ülke. 1998 yılında kriz oldu, 2004 yılındayız. 6 yıldır hiç kimse Malezya'ya para koymak istemiyor. Bu olaydan dolayı ülkede bir çarpıklık oluştu. Malezya 1998 yılına gelene kadar teknoloji ihracatı yaparken, bir anda kötü ve zayıf kur, kapitalin girememesi veya çıkamaması nedeniyle teknoloji merdiveninde 3 - 5 basamak aşağıya düştü. Malezya yeni hükümetle beraber bunu yakalamaya çalışıyor.

SORU

MEHMET BESİMOĞLU (Oyak Yatırım) - Önümüzdeki 2 yıl içinde 20 milyar dolar ödememiz var. Bilakis nasıl sıcak para çekeriz diye uğraşmamız gerekecek. Cari açık bu seviyede sürecek mi, yoksa biraz daha kendimizi kısmamız mı gerekecek?

Dr. A. MAHFİ EĞİLMEZ - Cari açığın ilk üç ayda 5 milyar dolarlık bir açık vermesi önemli. Ancak önemli olan cari açığın ne boyutta biteceği değil. Önemli olan bugünkü 5 milyar dolarlık hadise, eğer yıl sonunda bizi 15 milyar dolarlık bir cari açığa götürecek gibi görünüyorsa, böyle bir beklenti yaratıyorsa o zaman cari açığın finansmanı bugünden sorun olmaya başlar. Zaten 15 milyar dolara geldiğimiz zaman da o sorun ortaya çıkmış olur. Benim kanaatim budur. Bunun kontrolsüz gittiğine dair, kontrol edilemeyeceğine dair dışarıya bir izlenim vermişsek beni endişelendiren olay bu. Bu finansmanı dışarıdan talep ettiğimize göre, bu finansmanın gelişinde sıkıntı çıkacaktır. O zaman zaten finanse edemeyiz. Ben olaya böyle bakıyorum. Hükümet yetkilisi Sayın Ali Babacan bir açıklama yaptı. Bizim hesabımız zaten ilk üç ayda böyle bir açıktı. Bu daha sonra yavaş yavaş gidecek dedi. Öyle anlaşıyor ki, kur da buna yardım edecek. Kurun yıl sonunda bu işi düşürüyor olması, bugünden yıl sonuna bakıp da kötümser olanların tavrını değiştiriyor olması lazım.

SORU

ÇİHAN ALGUÇ (Deniz Yatırım) - Yakında açılması düşünülen Vadeli İşlemler Borsası, İMKB örneğini de göz önüne alırsak hangi şartlarda başarılı olur? Hangi tür kontratlar daha çok işlem görür? Kontratların çok düşük olacağı öngörülüyor, 1000 dolar civarında. Bu bir avantaj mı, dezavantaj mı?

KUBİLAY CİNEMRE - İMKB'nin açıldığı zamana göre şu anda durum çok daha iyi. Herşeyden önce, İMKB'nin ilk açıldığı döneme kıyasla spot piyasanın likiditesi hem döviz enstrümanlarında hem de faiz enstrümanlarında çok daha fazla. Enflasyon tek haneleri rakamlarda, faizler finansal liberalizasyon dönemindeki en düşük seviyelerinde ve geleceğe dönük beklentiler kıyaslanmayacak ölçüde kuvvetli. Bunlar işin iyi tarafı. İşin henüz çözülmemeyen tarafları da mevcut. Ancak sorunlar, Vadeli İşlemler Borsasının doğrudan kendisiyle alakalı değil. Sorun Vadeli İşlemler Borsasının altyapısındaki aksaklıklardan kaynaklanıyor. Ürünü finansal sistemin içerisinde müşteriye teklif ederken ortaya çıkan alt yapı problemleri mevcut ve bir kısım bankaların sistemsel yetersizliğinden ileri geliyor. Vadeli işlemlerin vadeli mevduat kabulü gibi tüm bankalarca yapılıyor olması gerekir. Vadeli işlemlerin tüm bankacılık sisteminde yaygınlaşabilmesi için yasal alt yapıyla ilgili problemler ortadan kaldırılmalıdır. Örneğin, hangi kontratın, hangi vadeli işlem için geçerli olduğu net olarak bilinmemektedir. Tezgaah üstü piyasada vadeli işlem veya opsiyona göre kontratlar farklılaşmaktadır. Onun için yavaş bir başlangıç olacağını tahmin ediyorum.

Hangi kontratlar daha fazla olur sorusuna gelince.. Döviz kontratları kanımca daha fazla olur. Çünkü faizde bir referans problemi var. Faizde iki tane referans olabilir. Biri İstanbul libor, diğeri Hazine bonosu. Ama Hazine bonosunun referans olabilmesi için düzenli aralıklarla çıkan bir Hazine bonosunun olması gerekir. Örneğin, Hazine her ayın 15'inde 1 yıl vadeli bono ihraç etmelidir. Şu andaki finansman koşullarında böyle bir öngörülebilirlik mümkün görünmüyor. Ancak, kontrat miktarının bin dolar olması, yüz bin dolar olmasından çok daha iyi. Asıl üzerinde durulması gereken sorunlar, Vadeli İşlemler Piyasasındaki yasal ve muhasebesel alt yapısıyla ilgili problemlerdir. Bu problemlerin aşılması durumunda, İMKB'deki yaptığımız başlangıçtan daha iyi bir başlangıç yapılabileceğini düşünüyorum.

Dr. A. MAHFİ EĞİLMEZ - Bu toplantıya katıldığınız için, sabırla bizleri dinlediğiniz için hepinize çok teşekkür ederim.