

## İçindekiler

- 1 Derviş'in derdi!
- 1 Bankalar şirketlerin kurumsallaşmasına ön ayak olacak
- 2 Ocakta düşen ihracat şubatta toparlandı
- 3 Gelir dağılımı 2004'de az da olsa düzeldi
- 4 Ağır kışa rağmen fiyat artışları düşük kaldı

### SAYI: 03/06

- Turkish Yatırım Araştırma Birimi tarafından her ay yayınlanır.
- Baskıya giriş tarihi: 10.03.2006
- Sahibi ve Yazı İşleri Müdürü:  
Turkish Bank A.Ş. adına Tuğrul Belli
- Yazışma Adresi:  
Ekonomik Rapor,  
Turkish Bank A.Ş.,  
Vali Konağı Cad., no:7,  
Nişantaşı, İstanbul 34371
- tel: 212- 225 0330
- e-mail: rapor@turkishbank.com
- Raporun eski sayıları Turkish Bank web sitesinden indirilebilir. Rapora ücretsiz olarak üye olmak isteyenler, e-mail adresine başvurabilirler.

## Kilometre Taşları

Ege Cansen

### KEMAL DERVİŞ

*Kemal Derviş'in kim olduğunu bu derginin okurlarına anlatmaya gerek yok. Türkiye, Derviş'le 2001 yılı krizinde tanıştı. Ülkemizin bu krizden çabuk ve nispeten az hasarla çıkmasında onun payı var. Derviş olmasaydı da Türkiye, 2001 krizini atlattırdı. Nitekim, bundan önceki 1958, 1971, 1980 ve 1994 krizlerini de atlattı. Türk ekonomisinin özelliği "krize kolay girmesi ve krizden çabuk çıkması"dır.*

*Hocam Dr. Attila Karaosman-oğlu, (kendisi Dünya Bankası'nda Derviş'ten de kıdemli başkan yardımcısıydı) 2000'in Aralık ayında 2001 krizinin gelmekte olduğunu görüp, Ankara'ya gidiyor. Başbakan Bülent Ecevit'e "kriz kapıda, kuru serbest bırakın" diyor. Meğer IMF de aynı tavsiyeyi yapmış zaten. Zamanın Merkez Bankası başkanı ve Hazine Müsteşarı bu tavsiyeyi dikkate almıyor. Kriz patlıyor, Türkiye en az 30 milyar dolar zarara uğruyor. Tavsiyeye uymayan bürokratlara, kimse hesap sormuyor, soramıyor. Çünkü ortada "usulsüz" bir iş yok. Geçelim.*

*Kemal Derviş 2001 krizinden tam 5 yıl sonra, Türkiye'ye geliyor ve "uygulanan para politikası yanlıştır; Türk Lirası aşırı değerlidir, bu büyüklükte bir cari açık sürdürülemez, istikrar tehlikede" diye tüm ülkeyi uyarıyor. Usule aykırı bir iş yapıyor. Tepkiler ne?*

- Acaba Kemal Derviş niye geldi?
- Durdu durdu, şimdi niçin konuşuyor?
- Acaba casus mu?
- Yoksa Cumhurbaşkanı olmak

*için kamuoyu mu oluşturuyor?*

*Dikkat edin, Derviş'in ne dediği o kadar önemsenmiyor, kendi için neyin peşinde olduğu tartışılıyor.*

*Bana göre bu ziyaretin çok basit bir açıklaması var: Derviş, izlenen politikada ciddi tehlikeli bir gidiş görüyor, bunu da söylüyor. İster dikkate alalım, ister almayalım. Ama kolay anlaşılır bir davranışı, zor anlaşılır hale sokmayalım.*

## Sui Generis

Tuğrul Belli

### BANKACILIK VE KURUMSAL YÖNETİM

*Kurumsal yönetim (corporate governance) dünyada son yıllarda çok gündemde olan bir konu. ABD'de özellikle Enron skandalı sonrasında kurumsal yönetim ve şeffaflık ilkelerinin saptanması ve şirket yöneticilerine benimsetilmesi belki de üzerinde en çok yazılan konu haline gelmiş durumda. Keza, gene üzerinde çok konuşulan "Basel 2" bankacılık risk kriterlerinin 3 sacayağından birini şeffaflık ilkeleri ve kamuya açıklanması gereken raporların teşkil ettiğini de unutmamak gerekiyor.*

*Kurumsal yönetim kavramı Türkiye'de de son yıllarda gündeme gelmeye başladı. Ancak bizdeki fiili durum gelişmiş ekonomilerdekinden oldukça farklı. Şöyle ki, Batı'da sorun profesyonel yöneticilerin yönetim üzerindeki egemenliği ve elde ettikleri şahsi gelirlerin kısıtlanması iken, Türkiye'de sorun şirket patronlarının küçük sermayedarlar, çalışanlar ve kamuya karşı şeffaflığının artırılması. Diğer bir ifadeyle bizdeki asıl sorun, henüz yeteri kadar kurumsallaşamamanın, aile şirketi kalmış olmanın getirdiği sorunlar. (Türki-*

## Bütçe ve Kamu Finansmanı

◆ Bütçe 2006 yılına iyi bir başlangıç yaparak Ocakta 2 milyar YTL fazla verdi. Geçen sene aynı dönemde 1 milyar YTL açık vermişti.

◆ Bütçe dengesindeki bu iyileşmeye karşın faiz-dışı fazla miktarında geçen seneye göre neredeyse hiçbir fark yok. Bu du-

BÜTÇE DENGESİ (milyon YTL)	2006			Tahmini
	Oca.06	Oca.05	Fark %	
<b>Harcamalar</b>	<b>11,604</b>	<b>11,187</b>	<b>3.7%</b>	<b>174,321</b>
1-Faiz Hariç Harcama	9,342	5,977	56.3%	128,062
Personel Giderleri	3,485	3,081	13.1%	36,021
Sosyal Güvenlik Kur. Devlet F	471	412	14.3%	4,975
Mal ve Hizmet Alımları	479	143	234.2%	17,721
Cari Transferler	4,086	2,173	88.1%	49,108
Sermaye Giderleri	294	0		12,452
Sermaye Transferleri	0	0		1,834
Borç Verme	527	168	212.9%	4,256
Yedek Ödenekler	0	0		1,695
2-Faiz Harcamaları	2,261	5,210	-56.6%	46,260
<b>Gelirler</b>	<b>13,619</b>	<b>10,181</b>	<b>33.8%</b>	<b>160,326</b>
1-Genel Bütçe Gelirleri	13,477	10,072	33.8%	156,214
Vergi Gelirleri	10,134	7,591	33.5%	132,199
Vergi Dışı Gel.	3,289	2,121	55.1%	21,372
Sermaye Gelirleri	21	12	75.6%	2,269
Alınan Bağış ve Yardımlar	33	349	-90.5%	0
Alacaklardan Tahsilatlar	0	0		0
2-Özel Bütçe Gelirleri	89	108	-17.7%	2,962
3-Düzen. ve Denet. Kurul.Gel.	53			1,149
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>2,015</b>	<b>-1,006</b>	<b>-300.3%</b>	<b>-13,996</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>4,277</b>	<b>4,204</b>	<b>1.7%</b>	<b>32,264</b>

rum faiz harcamalarındaki azalışın bir sonucu. 2005 ocağında 5.2 milyar olan faiz giderleri bu sene 2.2 milyar olarak gerçekleşti.

◆ Ocak rakamlarında ilginç bir durum harcamaların geçen seneye göre ciddi boyutta artmış olmasına rağmen, vergi gelirlerindeki artışla denge sağlanmış gözüküyor olması. Harcamalardaki artış tabii ki kanayan yara sosyal güvenlik açıklarından kaynaklanıyor.

◆ Şubat bütçe nakit gerçekleştirmeleri ocaktaki iyi rakamları yalanlar nitelikte. Nakit giderler aynı hızda devam ederken nakit gelirlerde bir azalma söz konusu. FDF 490 milyona düşerken, bütçe açığı da yüksek faiz giderlerinden dolayı 6.3 milyar YTL'ye fırlamış durumda. Bu miktarın finansmanı ağırlıklı olarak Hazine'nin kasasından yapılmış.

◆ Her şey rağmen Şubat rakamlarının arzi olduğunu düşünüyor ve 2006 hedeflerinin tutturulmasında fazla bir problemle karşılaşılacağını zannetmiyoruz. Hatta geçen ay da belirttiğimiz gibi nasıl 2005 bütçe hedeflerinde

faiz giderleri şişirilmiş idiyse, 2006'da da aynı durum geçerli. Normal şartlarda faiz giderleri bu sene oldukça azalacak. Ancak tahmin edilen resmi faiz gideri geçen sene gerçekleşmesi olan 45.6 milyarın da üzerinde, 46.3 milyar YTL. Bu gerçekten de anlamsız yüksek bir tahmin.

## Ödemeler Dengesi ve Dış Ticaret

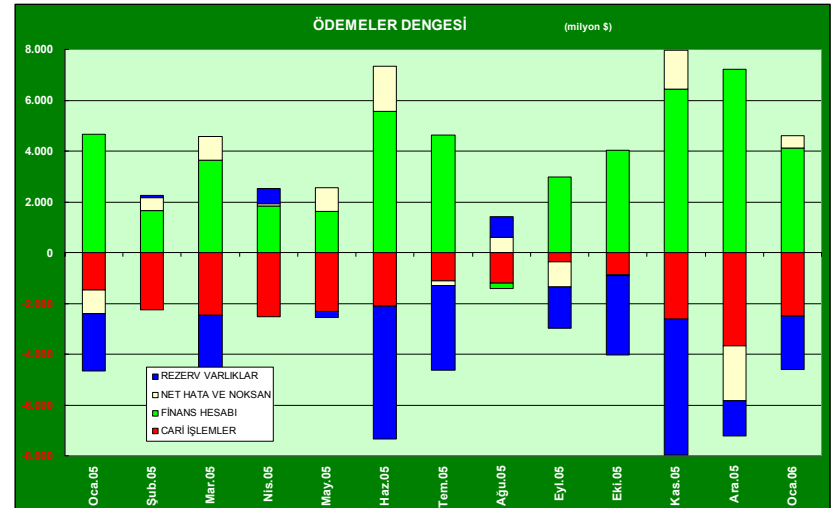
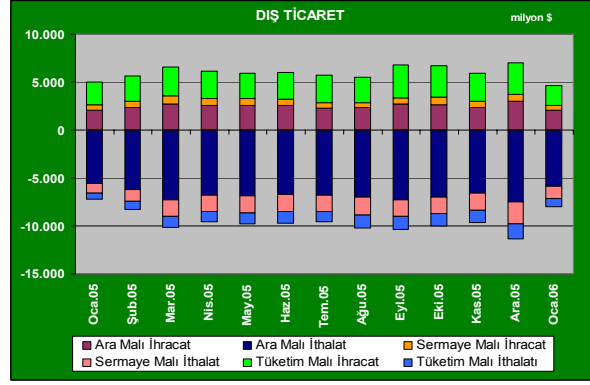
### İhracat Şubat'ta toparlandı

◆ 2005 yılı ödemeler dengesi son revizyonlarla birlikte \$ 23 milyara bağlandı. Dolar bazında

2005 milli hasılamızın \$ 365 milyar civarında gerçekleşeceğinden hareketle açık/GSMH oranını %6.3 olarak öngörebiliriz.

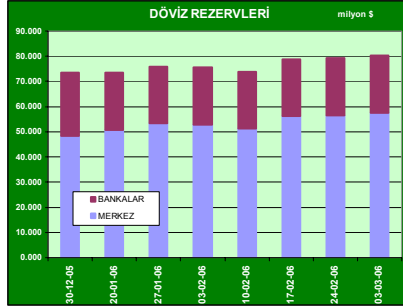
◆ Cari açık 2004'e göre \$ 7.3 milyar kadar artmış durumda. Ancak bu artışın tamamı petrol ve doğalgaz gibi ürünlerin fiyatlarındaki artıştan kaynaklanıyor. Öyle ki geçen sene 2004'e göre hammadde ithalatımız %20 arttı. Bu artışın %7.8'i miktarsal artış, ki milli hasılası %5.5 civarında büyüyen bir ülke için gayet normal bir artış oranı. Geri kalan %11 ise değer artışı. Toplam hammadde ithalatımız \$ 81 milyar olduğuna göre değer artışından kaynaklanan kısım \$ 9 milyar ediyor (cari açık artışından daha fazla.)

◆ Öte yandan 2005'de hammadde fiyatlarındaki artışa karşın yatırım mali ithalat birim değerle-



rinde %3 kadar bir azalma görü-  
lüyor. Endeksler malların dolar  
değerinden hesaplandığına göre  
bu durum malların dolar bazında  
ucuzladığına, diğer bir ifadeyle  
euro'nun değer kaybettiğine işaret  
ediyor ki gerçekten de 2005'in  
özellikle 2. yarısında euro dolara  
karşı ciddi değer kaybetti.

◆ Ocak ayı ihracat rakamları  
geçen ocağa göre % 3.5 düşüş  
göstermesine rağmen ay içindeki  
uzun tatil, olumsuz hava koşulları  
ve euro'nun değer kaybı böyle bir  
neticeyi şaşırtıcı olmaktan çıkar-  
dı. Nitekim TİM rakamlarına göre  
şubatta ihracatımız önceki yıla  
göre %7.5 artarak \$ 6.1 milyar  
olarak gerçekleşti. Ocak-Şubat  
döneminde ise ihracat % 3.4 artış-  
la \$ 11.1 milyarı buldu.



◆ Döviz rezervlerindeki artış  
sürüyor. Özellikle MB'nin 15  
Şubattaki yüksek montanlı döviz  
alım müdahalesi sonrasında rez-  
ervleri sene başına göre \$ 9.3  
milyar artmış durumda. Biz daha  
önceki yazılarımızda da belirttiği-  
miz gibi rezervlerin artırılmasını  
bütün maliyetlerine rağmen doğru  
buluyoruz ve TL'deki değerlen-  
meye karşı faizlerin radikal bir  
şekilde düşürülmesi tarzı önerile-  
re yeğliyoruz. Ancak piyasadaki  
günlük likiditenin çok artmış  
olması döviz alımlarını da bir  
yerde limitliyor.

## Üretim ve Büyüme

**Gelir dağılımında nisbi iyileşme**  
◆ Şubat sonunda Türkiye'nin  
2004 Hanehalkı Bütçe Anketi'

nden elde edilen gelir dağılımı  
sonuçları açıklandı. Buna göre  
nüfusun gelirden en az pay alan  
%20'si toplam gelirlerin %6'sını,  
en fazla pay alan %20'si ise  
toplam gelirlerin %46.2'sini almış  
bulunuyor. En üst %20 en alttaki  
%20'den 7.7 kat daha fazla gelir  
sahibi. Bu oran 2003 anketinde  
8.1 çıkmıştı. Yani bir sene içeri-  
sinde gelir dağılımında az da olsa  
bir düzelme olduğunu görüyoruz.

Yüzde 20'lik dilimler	Türkiye	
	2003	2004
Toplam	100.0	100.0
Birinci yüzde 20 <sup>(1)</sup>	6.0	6.0
İkinci yüzde 20	10.3	10.7
Üçüncü yüzde 20	14.5	15.2
Dördüncü yüzde 20	20.9	21.9
Beşinci yüzde 20 <sup>(2)</sup>	48.3	46.2
<b>Gini Katsayısı</b>	<b>0.42</b>	<b>0.40</b>

<sup>(1)</sup> Toplam gelirden en az pay alan

<sup>(2)</sup> Toplam gelirden en fazla pay alan

◆ Gelir dağılımını gösteren di-  
ğer bir istatistik olan Gini katsayı-  
sına göre de bir iyileşme var.  
2003'de 0.42 olan bu katsayı  
2004'de 0.40 olarak gerçekleşti.  
(Gini katsayısı 0 olursa, toplumda  
herkesin geliri eşit oluyor, 1 olur-  
sa da toplumun bütün gelirini 1  
kişi alıyor.)

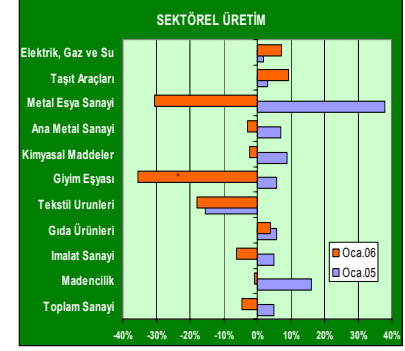
◆ Gelir dağılımı istatistiklerine  
dikkatli yaklaşmak gerekiyor.  
Hata oranı yüksek olabileceği gibi  
her zaman da anlamlı sonuçlar  
çıkıyabilir. Mesela Özbekistan'  
ın Gini katsayısı 0.27, yani gelir  
dağılımı bizden çok daha iyi, ama  
bizden de çok daha fakir bir ülke.  
Öte yandan Finlandiya'nın Gini  
katsayısı 0.27 ama o da bizden  
çok daha zengin bir ülke.

◆ Genel bir kural olarak Gini  
katsayısının 0.30-0.35 aralığı ara-  
sında olması iyi bir dağılım ola-  
rak görülebilir. Türkiye'nin o  
noktaya gelmesine daha epey bir  
zaman var.

◆ Sanayi üretiminde 2006 yılı-  
na (beklendiği gibi) iyi başlama-  
dık. Hava muhalefeti ve uzun tatil  
etkisiyle üretim %4.5 azaldı.

◆ Lokomotif sektör olan taşıt  
araçlarındaki %9.2'lik ve gıdada-

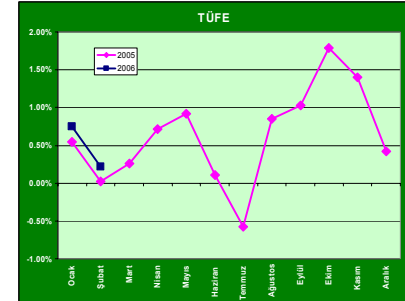
ki %3.9'luk artış dışında diğer  
tüm sektörlerde üretim azalışları  
göze çarpıyor.



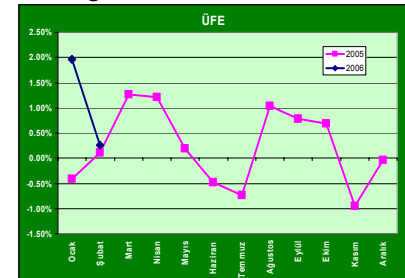
## Enflasyon

**Enflasyon beklentilerin altında**

◆ Ocakta TÜFE %0.22 ve ÜFE  
%0.26 olarak gerçekleşti. Yıllık  
enflasyon TÜFE'de %8.15, ÜFE'  
de ise %5.26 oldu.



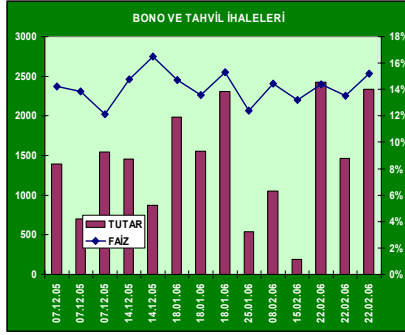
◆ Rakamlar beklentilerin ol-  
dukça altında geldi. Kış koşulları-  
nın normalden daha ağır olduğu  
bir ayda fiyat artışlarının daha  
yüksek olması beklenebilirdi.  
Gıda fiyatları %2.4 ve ham petrol  
fiyatları %14 artmasına rağmen  
gıda ve enerji dışındaki fiyatların  
%-0.67 azalmış olması enflasyo-  
nu dizginledi.



◆ Martta TÜFE'nin 0.50'nin  
altında kalması durumunda (ki  
tekstil ürünlerine getirilen KDV

indiriminin fiyatları düşürücü etkisi olacaktır), sene sonu hedefi olan %5'e ulaşmada bir problem yaşanacağını zannetmiyoruz.

## Faizler



◆ Japonya'nın gevşek para politikasını bırakacağı yönündeki beklentiler ve Amerikan 10 yıllık devlet tahvili faizlerinde görülen artış, global portföylerde bir düzeltme ve bununla birlikte de gelişmekte olan ülkelerde bir miktar satış getirdi. Bu satışın etkisi Türkiye'de daha çok borsada görülmekle birlikte devlet tahvili faizlerinde de artışlar

### SUI GENERIS—s1'den devam

ye'de son dönemde bu konuya eğilen çok makale, araştırma, seminer ortaya çıkmaya başladı. Hatta bir "aile anayasası" kavramının da ortaya atıldığını görüyoruz.)

Kurumsal yönetime paralel gelişen bir başka önemli kavram da "stakeholders" kavramı. İngilizcede bir şirketin pay sahiplerine "shareholders" deniliyor. "Stakeholders" ise pay sahipleri de dahil olmak üzere bir şirketin ilişkide bulunduğu bütün tarafları içine alan bir kavram. Yani, müşteriler, çalışanlar, tedarikçiler, yatırımcılar ve toplum. Türkçeye "kurumsal paydaş" şeklinde tercümesi yapılan bu kavramın arkasındaki felsefe "şirket" denilen tüzel kişiliğin oluşmasında ve yaşamasında sadece pay sahiplerinin değil, geniş bir çevrenin payının olduğunun ortaya konması ve şirket politikalarının bu olgu dikkate alınarak oluşturulması.

PARASAL GÖSTERGELER	1	2	3	4	5
(milyon YTL)	24.02.06	27.01.06	30.12.05	1/2	1/3
Dolaşımdaki Para	18,192	18,608	18,276	-2.2%	-0.5%
Vadesiz Mevduatlar	19,861	19,863	23,483	0.0%	-15.4%
M1	38,053	38,472	41,759	-1.1%	-8.9%
Vadeli Mevduatlar	116,681	112,429	111,387	3.8%	4.8%
M2	154,734	150,900	153,146	2.5%	1.0%
DTH	79,574	78,550	76,440	1.3%	4.1%
DTH (milyar\$)	60.6	59.6	56.9	1.6%	6.5%
M2Y	234,308	229,451	229,587	2.1%	2.1%
Mevduat Bankaları Kredileri	121,759	119,915	120,994	1.5%	0.6%
Açık Piyasa İşlemleri	13,269	7,590	4,983	74.8%	166.3%
Kamu Menkul Kıymetleri	133,328	128,739	128,679	3.6%	3.6%

görüldü.

◆ Piyasalarda volatilité bir süre daha artacaktır. Ancak gerek ABD'de faiz indiriminin sonuna gelmiş olmasından, gerekse de özellikle yüksek petrol fiyatları dolayısıyla oluşmuş bulunan global likiditenin devam etmesi beklendiğinden, piyasaların bu durumdan çok ciddi etkilenmeyeceğini düşünüyorum.

## Parasal Göstergeler

◆ Sene başından beri DTH hesaplarında dolar bazında %6.5 bir artış görülüyor. Öte yandan M2 rakamlarındaki artış sadece %1. Yani, dedolarizasyon süreci

(Bizde hala "ben yaptım, ben satmam" yaklaşımı çok geçerlidir. Ama biraz oturup düşününce eğer işiniz Sultanahmet'te acı su satmak değilse, yapılan her işte elzem önemde kurumsal paydaşların var olduğunu görmek mümkün.)

Banka da bir şirket, bir tüzel kişilik. Ancak çok önemli bir farklılığı olan bir tüzel kişilik. Bankalar salt sermaye sahibinin değil başkalarının da parasını işleterek (İngilizcede bu kavrama "other people's money" deniyor) yaşıyor. Bir anlamda bankalar yarı-kamu kuruluşları. Bu nedenle bankaların kurumsallaşması ve kurumsal yönetim ilkelerine uyumu özel bir önem kazanıyor. Yeni 5411 sayılı Bankacılık Kanunu da kurumsal yönetim ilkelerini tümünden ayrı bir kısım altında değerlendirerek bu konuya kamu otoritelerinin verdiği önemi ortaya koyuyor.

son 2 aydır durmuş gibi. Bu durum yükselen dolar faizlerinden ve/veya düşen net TL faizlerinden mi kaynaklanıyor, yoksa geçici bir durum mu, ileriki dönemlerde daha iyi anlayabileceğiz.

◆ Günlük likiditenin artmasıyla birlikte açık piyasa işlemleri de sene başından beri %166 gibi yüksek bir oranda artış gösterdi.

Son senelerde bankaların sanayi ile olan embriyonik ilişkilerinin azalması ve daha da önemlisi yabancı kurumsal stratejik ortaklıkların artması ile bankacılığımızdaki kurumsallaşmanın Batı standartlarına yaklaşmakta olduğunu söyleyebiliriz. Bu olgunun, işleri icabı şirketlerle yakın temas içinde olan bankalarımız vasıtasıyla, önümüzdeki dönemde şirketlerimizin de kurumsal yönetim ilkelerini benimsemesine büyük ölçüde önayak olacağını şimdiden söyleyebiliriz.<sup>1</sup>

1- Basel 2 bankacılık kriterleri de sadece bankanın kendinin değil çalıştığı şirketlerin de şeffaflığının ve finansal raporlamalarının belirli bir standartın üzerinde olmasını öngörüyor. Bu da kurumsal yönetimi yaygınlaştıracak bir etmen.