

# DIŞ EKONOMİK HABERLER

- ✓ Greenspan Nerede Hata Yapıyor?
- ✓ Juncker'in Başarısı: AB İstikrar Paketi Koşulları Esnetildi
- ✓ Barosso'nun Planı Değiştiriliyor
- ✓ AB İstikrar Paketi Sona Yaklaşıyor
- ✓ Chirac İngiltere'nin Bütçe İadesine Karşı Çıkıyor
- ✓ Avrupa'da Vergi Savaşları
- ✓ Schröder'den Yatırım Çağrısı
- ✓ Japonya'da İşsizlik Oranı Yüzde 4.7
- ✓ Almanya'da Yüksek İşsizlik Artarak Devam Ediyor
- ✓ Fransa Ekonomisi 2004 Yılı'nın Dördüncü Çeyreğinde Yüzde 0.9 Büyüdü.
- ✓ Kredi Derecelendirme Kuruluşlarını Kim Derecelendirecek?
- ✓ Avrupa'da Birleşme ve Satın Alma Faaliyetleri Canlanıyor
- ✓ Finansal Ortaklık Şirketinden 11 Milyar Dolarlık Satın Alma Anlaşması
- ✓ Almanya'da Savcılık Citigroup Davasının Düşmesine Karar Verdi

## Greenspan Nerede Hata Yapıyor

Amerikan ekonomisine ilişkin endişe verici bir durum olmadığı yönünde yatırımcıları rahatlatmaya çalışan Fed Başkanı Alan Greenspan, önümüzdeki yıl banka yönetiminden ayrılacak. 22 Mart tarihli The Wall Street Journal gazetesinin Review&Outlook köşesinde yer alan makalede Greenspan'ın ABD ekonomi yönetimindeki doğruları ve yanlışları masaya yatırılıyor. Makaleye göre bugün için Amerikan ekonomisinin önündeki en büyük tehlike cari açık veya bütçe açığı değil enflasyon oranının tekrar yükselmeye başlaması ve bunun da faiz oranlarını gereğinden daha yükseğe çekmesi olacaktır.

Yatırımcılar, aylardır ekonomide endişelenecek bir durum olmadığı yönünde açıklamalar yapan Greenspan'ın sözlerini dikkatle takip ediyorlar. Ancak geçtiğimiz hafta beklentilerin üzerinde çıkan enflasyon, borsanın yılın en düşük düzeylerine gerilemesi ve hem petrolde hem de altın ve diğer maden fiyatlarındaki artışlar, Greenspan'ın sözlerinin güvenilirliğine gölge düşürdü.

Tüm bu parasal göstergelerin yanısıra ithalat fiyatlarındaki artışlar, Fed'in esnek para politikasının doların değerini düşürmesine ve bu nedenle ithalatçıların fiyatları yükseltmesine bağlıyor. Fed, yeni başlayan bu enflasyon eğilimini kontrol altına almak için bir an önce daha sıkı bir para politikasına yönelmek durumunda kalacaktır.

Son yıllarda Amerikan ekonomisinin sağlıklı işlemekte olmasında Greenspan yönetimindeki Fed'in genel yaklaşımı ve performansının etkisi inkar edilemez. Ancak 1990'larda borsanın aşırı hareketlenmesinin ardından yaşanan 11 Eylül saldırısı, Fed'in tüketim eğiliminin sürmesini sağlamak için daha fazla dolar basmasına neden oldu.

Fed'in uzun süre dolar basmayı sürdürmesi, "deflasyon" riskini gündeme getirdi. 2003 yılı sonlarına gelindiğinde GSYİH büyümesinin yanısıra dolar basımının sürmesi nedeniyle bazı Fed yetkilileri deflasyon riskine ilişkin uyarıda bulunurken Fed'in ekonomistleri dahil tüm klasik ekonomistler Bush'un 2003 yılındaki vergi indirimlerinin büyüme etkilerini ihmal ettiler. Temmuz 2004'te kısa dönem faiz oranlarında indirime giden Greenspan, bundan önce üç yıl boyunca negatif reel faiz oranlarına razı oldu. Greenspan'ın bu politikası, enflasyon beklentilerinin canlanmasına yol açtı.

Geçtiğimiz yıl piyasalarda, hem Fed'in enflasyonun kontrol altında olduğu açıklaması, hem de fiyat endekslerinin umut verici olması nedeniyle güven duygusu hakimdi. Ancak tüketici fiyatları endeksi ve Greenspan'ın favori göstergesi Kişisel Tüketim Harcamaları Endeksi gerileme gösterirken hem yatırımcıları hem de Fed'i şaşkırtan bir diğer gösterge de uzun vadeli tahvil faiz oranları oldu. Kısa vadeli faiz oranlarının artmasına rağmen 10 yıllık hazine tahvillerinin faiz oranları düşük kaldı. Greenspan da bu durumun bir ikilem yarattığını kabul ediyor.

Bu ikileme getirilebilecek bir açıklama "carry trade"\* olabilir. Carry trade, özellikle hedge fon sahiplerinin, düşük faiz oranlarından borçlandıkları paraları yüksek faiz ile borç vermek suretiyle kazanç sağladığı bir yöntem. Kısa vadeli faiz oranları yükselmeye başladığında carry trade'e konu fonların sahipleri ilk tepki olarak kar elde etmeye devam

---

Ç.N: carry trade: uzun ve kısa vadeli tahviller arasındaki fiyat farklılıklarına dayalı gelir arbitrajı

ettikleri sürece alımlara devam ediyorlar. Ancak er ya da geç carry trade karları düşmeye başlayınca yatırımların zarar görmemesi için uzun vadeli tahvil ihracı azalıyor. Bu dönemlerde tahvil sahipleri, uzun vadeli faiz oranları yükseldikçe ellerindeki tahvilleri nakte çevirmeye devam ediyorlar.

Uzun yıllardır geleceğe yönelik enflasyon göstergeleri olarak altın, dolar ve diğer mal fiyatları takip edilmektedir. Geçen yıl bu mal fiyatlarının düşme eğilimine girmesinin ardından Fed'in müdahale ihtimali fiyatların tekrar toparlanmasını sağlamıştı.

Fed'in eski Başkanı Paul Volcker, Şubat ayında yaptığı bir konuşma sırasında enflasyonun yükselme riskinin olduğu bir dönemde daha hızlı ekonomik büyüme için şartları zorlamanın yanlış olacağını altını çizmişti.

Fed'in en kısa zamanda enflasyonla mücadele için çözüm bulup uygulamaya koymasına gerekiyor. Bunun için açık piyasa işlemlerini veya faiz oranlarını kullanabilir. Bu konuda bu zamana kadar gecikilmesinin birtakım hasarlara yol açması da kaçınılmaz olacaktır.

Öte yandan vergi indirimlerinin iş dünyası harcamalarını hareketlendirmesi nedeniyle ekonominin genel görünümünün olumlu olduğu düşünülebilir. Bu yılın ilk çeyreğinde ABD ekonomisinin yüzde 4 büyümesi beklenirken istihdam ve federal gelirler de artmakta. Bugün için Amerikan ekonomisinin önündeki en büyük tehlike cari açık veya bütçe açığı değil enflasyon oranının tekrar yükselmeye başlaması ve bunun da faiz oranlarını olması gereğinden daha yükseğe çekmesi olacaktır. Önümüzdeki yıl görevinden ayrılacak olan Fed Başkanı Alan Greenspan'ın buna neden olacak bir politika hatası yapmaması gerekiyor.

*The Wall Street Journal, 22 Mart*

## **Juncker'in Başarısı: AB İstikrar ve Büyüme Pakti Kuralları esnetildi.**

**AB içinde aylardır tartışmalara konu olan istikrar ve büyüme pakti esnetilerek yeniden kaleme alındı. Kuralları büyük ölçüde esnetilen yeni pakt üzerinde anlaşmaya varılmasında, Konsey başkanlığını yürüten Juncker'in başarısından bahsediliyor. Ancak yeni anlaşmanın Almanya ve Fransa'ya siyasi açıdan bir zafer sunduğu değerlendirildi de yapılıyor.**

Avrupa Birliği liderlerinin 22-23 Mart tarihlerinde yapılan zirvede euro alanının ekonomik temelini oluşturan istikrar ve büyüme pakti kurallarının esnetilmesine karar verildi. Karar Avrupalı merkez bankası yöneticileri ve Alman sanayiciler tarafından Avrupa'da bütçe disiplinine zarar vereceği gerekçesiyle eleştirilirken euro alanı dışındaki İngiltere'nin Maliye Bakanı Gordon Brown da ülkesinin paktın bazı kurallarına dahil olmamasının kendilerini rahatlattığını kaydetti.

Yeni anlaşmanın, Avrupa'nın ekonomik ve siyasi şartları gözönüne alındığında Dönem başkanlığını yürüten Lüksemburg için bir başarı olarak algılanıyor.

Juncker'in liderliğinde hazırlanan yeni pakt, son yıllarda eski paktın kurallarını sürekli ihlal eden Fransa ve Almanya açısından da bir zafer olarak değerlendiriliyor. Bu ülkelere çeşitli koşullarda paktın bütçe kurallarını ihlal etme şansı tanınması, Juncker'in Paris ve Berlin'in uyarılarını dikkate aldığı şeklinde yorumlanıyor.

Ancak bütçe açıkları konusundaki limit aşımı süreklilik ve aşırılık arzeden ülkelere ağır yaptırımlar da getiriyor. Yeni pakt, üye ülkelere ekonomilerinin iyi işlediği dönemde bütçe ve borç açıklarını kapatmaları yönünde baskı uygulanmasını mümkün kılıyor.

İstikrar paktında yapılan değişiklikler Macaristan, Polonya ve Slovakya gibi ülkelere emeklilik reformlarına ilişkin değişiklikleri tamamlamalarının ardından euro'ya girebilme olanağı tanıyor. Bu ülkeler, emeklilik reformlarına bağlı maliyetlerini bütçe açıklarına ilişkin hesaplardan düşebilecekler.

*Financial Times, 22 Mart*

## **Barosso'nun Planı Değiştiriliyor**

**Almanya Başbakanı Gerhard Schröder ve Fransa Devlet Başkanı Jacques Chirac başta olmak üzere Avrupalı liderler, Avrupa ekonomisinin yüzde 70'ini oluşturan 7 trilyon euro'luk hizmetler sektörünün sınır ötesi ticarete açılmasını öngören planda köklü değişiklikler yapılmasını kararlaştırdılar. Avrupalı iş çevreleri ise liderleri ekonomiyi teşvik edecek köklü değişiklikler yapmak yerine belirsizliklerle dolu 38 sayfalık bir zirve bildirisi yayınlamakla suçladılar.**

Avrupa Komisyonu'nun ekonomik gündeminin en önemli kısmını oluşturan hizmetler sektöründe serbest pazar planı, 25 üyeli Birlikte siyasi bütünleşme çabalarına zarar verebileceği gerekçesiyle Avrupalı liderler tarafından reddedildi. Barosso'nun planı, Avrupa genelinde 600.000 yeni iş olanağı sağlamayı taahhüt etmesine rağmen özellikle batı Avrupa ülkeleri, düşük maliyetlerle üretim yapan doğu Avrupalı ülkelerden gelecek olan rekabetin kendi ekonomilerine zarar vereceği endişesini taşımaktaydılar.

Plandan en fazla çıkarı olan doğu Avrupalı liderler bile planın kabulünün Fransa'da 29 Mayıs'ta yapılacak AB anayasası referandumunda ret oyu çıkması sonucunu doğurmasından korktukları için plana destek vermekten kaçındılar. Geçtiğimiz haftalarda yapılan kamuoyu yoklamaları, Fransa vatandaşlarının çoğunluğunun anayasaya karşı olduğunu ortaya koymuştu. Şimdi Brüksel zirvesinden istediğini alarak dönen Chirac'ın, halkına genişleyen AB'de hala söz hakları olabildiğini kanıtlamış olacağı düşünülüyor.

Zirveden memnuniyetle dönen bir diğer lider de istikrar ve büyüme paktının bütçe kurallarında istediği esnekliği kazanabilen Almanya Başbakanı Gerhard Schröder oldu.

22-23 Mart tarihlerinde Brüksel'de yapılan Avrupa Birliği zirvesinde alınan kararlardan dikkat çekenler şu şekilde sıralanabilir:

- Avrupa Komisyonu'nun hizmetlerde serbest pazar planı, Avrupa'nın sosyal modelini koruyamayacağı gerekçesiyle reddedildi;
- AB'nin bütçe açığını GSYİH'nin yüzde 3'ü ile sınırlayan mali kuralları birçok harcama kalemi muafiyet kapsamına alınmak suretiyle yumuşatıldı;
- Dünya Bankası başkanlığı konusunda ABD'nin adayı Paul Wolfowitz'in adaylığı gayriresmi olarak kabul edildi;
- Araştırma ve geliştirmeye GSYİH'nin yüzde 3'ü kadar pay ayrılması hedefi yineleni.

Öte yandan radikal kararların alındığı zirvede Birliğin bütçesinin önümüzdeki yıllardaki büyüklüğü ve finansmanı konusunda bir karar alınmazken Birliğin Çin'e silah satışları ambargosunu kaldırıp kaldırmayacağı veya ne zaman kaldıracağı da netleşmedi.

Komisyunun planının Avrupalı liderler tarafından reddedilmesi, planın Avrupa'nın durgunluk içindeki ekonomisine katkı sağlayacağına inanan Komisyon Başkanı José Manuel Barosso açısından ağır bir yenilgi oldu.

Avrupa'nın en büyük iki ekonomisi olan Almanya ve Fransa'nın liderleri ise yakın geçmişte ülkelerinde gerçekleştirdikleri ve halk tarafından memnuniyetsizlik yaratan reformların ardından en azından AB reform planının piyasalarında yaratacağı rahatsızlıktan endişe duyan vatandaşlarını bu konuda rahatlatmış olacaklar. Fransa parlamentosu, çalışanların yoğun protestolarına rağmen haftalık çalışma saatlerinin 35 saati aşabilmesine olanak sağlayan bir düzenlemeyi onaylamıştı.

Büyük bunalımdan beri en yüksek işsizlik oranı ile karşı karşıya olan Almanya'da ise Başbakan Schröder, geçtiğimiz aylarda uzun dönemli işsizlere yönelik işsizlik yardımlarında büyük miktarda kesintiye giderken bir yandan da geçen hafta kurumlar vergisi oranını düşürme planlarını açıkladı. Schröder, Komisyonun hizmetlere ilişkin planının zaten işsizlik problemi yaşayan Almanya'da işsizliği doğu Avrupalı üye ülkeler lehine körükleyerek "sosyal damping" yol açacağını iddia ediyordu.

Komisyon Başkanı Barosso ise planını savunurken "hizmetler direktifinin sosyal damping yaratmayı değil Avrupa genelinde ücretleri ve çalışanların kalitesini artırmayı hedeflediğini" kaydetti.

Avrupalı iş çevreleri, liderleri ekonomiyi teşvik edecek köklü değişiklikler yapmak yerine belirsizliklerle dolu 38 sayfalık bir zirve bildirisi yayınlamakla suçladılar.

*The Wall Street Journal, 24-28 Mart*

## **AB İstikrar Pakti Sona Yaklaşıyor**

**22-23 Mart tarihleri arasında yapılan AB zirvesi öncesinde AB Maliye Bakanlarının istikrar ve büyüme paktı kurallarına ilişkin sınırlar aynı kalmakla birlikte ülkelerin bu sınırları ihlal edebilecekleri "zorunlu sebeplerin" genişletme kararı alması, istikrar ve büyüme paktının sona yaklaştığı ve Avrupa ekonomilerinin uzun vadede iflase sürüklendiği şeklinde yorumlanıyor. Aşağıda, 22 Mart 2004 tarihli Financial Times gazetesinin yorum köşesinde yayımlanan yazının bir özeti yer almaktadır.**

Avrupa Birliği Maliye Bakanları, Birliğin mali sisteminin temelini oluşturan istikrar ve büyüme paktının uygulama prosedürünü esnetme kararı aldılar. Paktın oluşturulmasının temel amacı euro alanında uzun dönem kamu maliyesi istikrarının sağlanması idi. Ancak eski pakt, bu amacını gerçekleştiremezken yenisinin bu amacı gerçekleştirmeye teşebbüs bile etmeyeceği düşünülüyor.

Her ne kadar Bakanların aldığı kararlar istikrar ve büyüme paktının bütçe açıkları ve kamu borçlarına ilişkin üst sınırlarda değişiklik olmadığı görülse de fiili olarak maksimum devlet borcu/GSYİH oranının en azından yüzde 3,5'e –hatta yüzde 4'e– çıkarılması sözkonusu. Paktın kurallarına uyulup uyulmadığına karar verilirken yeterince iyi tanımlanmamış üç harcama kalemi –uluslararası yardımlar, Avrupa politika hedefleri ve Avrupa'nın bütünlüğü– dikkate alınacak.

Sözkonusu harcama kalemlerinin bütçe açığı hesaplamalarında dikkate alınacak olması nedeniyle üye ülkeler yaratıcı muhasebe uygulamalarını\* da kullanarak bu açık kapıdan faydalanmaya çalışacaklardır. OECD'nin yaptığı bir çalışma, yaratıcı muhasebe uygulamalarının zaten başlı başına bir problem olduğunu ortaya koyuyor. Şimdi de istikrar paktı kurallarına getirilecek yeni istisnalarla ülkeler, mali bir müeyyideyle karşılaşmaksızın GSYİH'larının yüzde 3'ünün üzerinde bütçe açığı verebilecekler.

Paktın kurallarının esnetilmesi, 2006 yılında genel seçimlere gidecek olan Almanya'nın Başbakanı Gerhard Schröder'i seçimler öncesinde büyük bir sıkıntıdan kurtaracaktır. Komisyon, Almanya'nın mali pozisyonunu hesaplarken iki Almanya'nın birleşmesi dönemine ilişkin maliyetleri ve ülkenin AB bütçesine net katkılarını da hesaba katacak.

Paktın kurallarının esnetilmesinin sonucu, kısa vadede euro alanı politikalarında sapma, uzun vadede ise kamu borçlarında artış olacaktır. Avrupa Merkez Bankası da Maliye Bakanlarının aldığı karardan memnuniyetsizliğini ifade ederken kendi hedeflerinden sapmayacağını açıkladı. Bu biraz da mali politikaların esnetilmesine karşılık para politikasının daha da sıkılaştırılacağına yönelik üstü kapalı bir tehdit olarak kabul edilebilir.

Maliye politikası kurallarının esnetilmesine bir tepki de uluslararası yatırımcılardan geldi. Yatırımcılar, euro alanının uzun dönem mali istikrarı konusunda endişeliler. Kredi Derecelendirme Kuruluşu S&P bu hafta yayınladığı bir raporda Almanya ve Fransa'nın emeklilik harcamalarından dolayı bu yüzyılın ortalarında yüzde 200 oranında kamu açıklarıyla karşılaşabileceklerini açıkladı.

Neticede, Avrupa Birliği kurumları ve uluslararası yatırımcıların asıl üzerinde durduğu konu bütçe açığı/GSYİH oranından çok ekonomilerin istikrarsızlığa yönelmesi olacaktır.

*Financial Times, 22 Mart-yorum yazısı*

## **Chirac İngiltere'nin Bütçe İadesine Karşı Çıkıyor**

**Fransa Devlet Başkanı Jacques Chirac, İngiltere'nin AB bütçesinden aldığı 4.6 milyar euro tutarındaki iadeye karşı olduğunu açıklayarak bu iade var olduğu sürece sağlıklı bir bütçe dengesi kurulmasının mümkün olmayacağı açıklamasını yaptı.**

Geçtiğimiz hafta iki gün süren Avrupa Birliği Devlet ve Hükümet Başkanları zirvesinde İngiltere dahil birçok liderden hizmetler direktifinin reddi konusunda destek gören Fransa Devlet Başkanı Jacques Chirac, zirvenin hemen ardından Birliğin 2007-2013 dönemini kapsayan bütçesinin finansmanına ilişkin bir tartışma başlattı.

Chirac, İngiltere'nin Margaret Thatcher döneminde elde ettiği iadenin gerekliliğinin artık sorgulanması gerektiğini kaydetti. Konu hakkında diğer Birlik üyeleri de Chirac ile aynı fikirde olmakla birlikte İngiltere Başbakanı Tony Blair'in ülkesinin ortak tarım politikası ve diğer harcama alanlarında ödeyeceği payın azalmaması halinde iade hakkından vazgeçmeyeceği bildiriliyor. İngiltere Dışişleri Bakanı Jack Straw da iade haklarının tehlikeye girmesi halinde bütçe anlaşmasını bloke edeceklerini açıkladı.

---

\* Ç.N: yaratıcı muhasebe, (creative accounting) bazı kişisel ya da kurumsal amaçlarla finansal raporlama sürecine müdahale edilerek kamuya açıklanacak finansal bilgilerin değiştirilmesi şeklindeki finansal bilgi manipülasyonudur.

İngiltere'nin iade hakkı, 1984 yılında ülkenin o dönemdeki mali durumunun nispi olarak kötü olması ve çoğunlukla tarım teşviklerini kapsayan birlik bütçesinden yeterli payı alamadığı gerekçeleri ile tanınmıştı.

Komasyon Başkanı Barosso da bugünün şartlarının 20 yıl öncesinden çok farklı olduğunu, İngiltere'nin artık daha zengin bir ülke olduğunu ve Birlik bütçesinde de tarım teşviklerine ayrılan payın azaldığını kaydederek iadenin gereksizliğini savundu.

*Financial Times, 24 Mart*

## **Avrupa'da Vergi Savaşları**

**Avrupa genelinde görülen vergi indirimleri furyasının son hamlesi Almanya Başbakanı Gerhard Schröder'den geldi. Schröder, sol eğilimli destekçilerinin daha fazla gelir elde etmek için öncelikle yasalardaki bazı boşlukların kapatılması önerisini getirirse de vergi indirimlerinin Almanya'da iş hayatını hareketlendireceği umuduyla kurumlar vergisi tabanını yüzde 25'ten yüzde 19'a indirmeye yönelik planını uygulama konusunda ısrarlı. Bundan otuz yıl önce Avrupa'nın en büyük hedeflerinden biri vergi rejimlerinden kaynaklanan haksız rekabetin önüne geçilebilmesi için tek bir kurumlar vergisi sistemi oluşturmaktı. Ancak bugün hedef Birlik genelinde vergi oranlarını sabitleştirmeden ortak bir vergi sistemi yaratabilmek.**

Son genişlemeden önce yüksek kurumlar vergisi oranları sayesinde sosyal refah sistemlerini finanse eden batı Avrupa ülkeleri, Mayıs 2004'te Birliğe dahil olan orta ve doğu Avrupa ülkelerinin düşük vergi oranları ile rekabet edebilmek için birer birer vergi indirimi yoluna gidiyorlar.

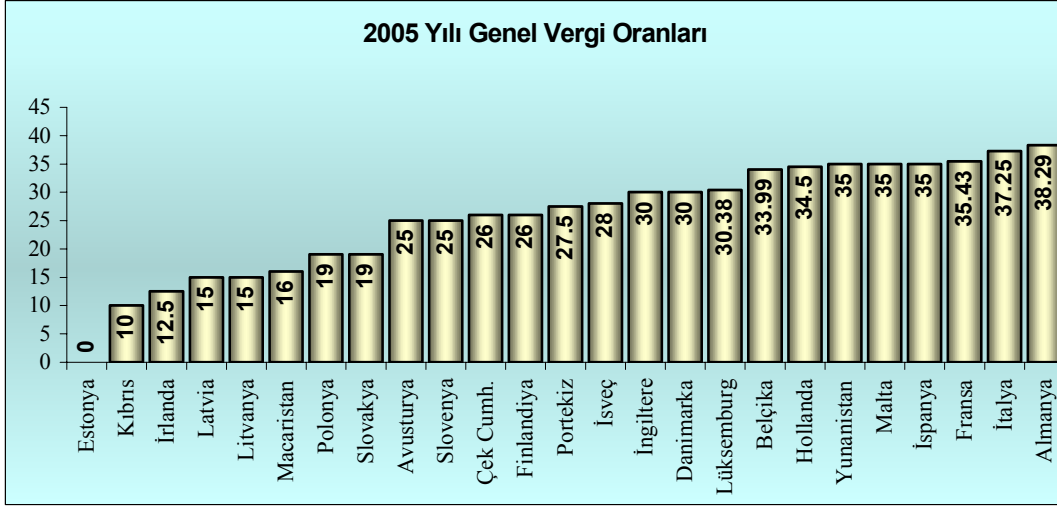
Avrupa genelinde en yüksek kurumlar vergisi oranına sahip olan Almanya, vergi indirimi baskısını ilk hisseden ülkelerin başını çekti. Almanya'da iş dünyası, yüksek vergiler nedeniyle faaliyetlerini yeni üye olan doğu Avrupa ülkeleri başta olmak üzere yurtdışına taşıma eğilimi gösteriyor. İş dünyasının yurtdışına kaymasının yarattığı istihdam ve büyüme problemleri de ülkeyi Birlik genelinde giderek büyüyen vergi rekabeti dalgasına dahil ediyor.

Avrupa Birliği'nin hafta sonu Brüksel'de gerçekleşen zirvesinde istikrar paktı kurallarında yapılan değişiklikle iki Almanya'nın birleşmesi döneminden kalan maliyetlerin, istikrar paktı sınırlarının üzerinde bütçe açığı verilmesine bir mazeret olarak kabul edilmesi de Almanya'da vergi indirimlerini tetikleyen bir unsur olarak görülüyor.

İstikrar paktı kurallarının esnetilmesine en fazla karşı çıkan ülkelere biri olan Avusturya da yakın komşuları Macaristan ve Slovakya'nın sırasıyla yüzde 16 ve yüzde 19 olan kurumlar vergisi oranlarıyla rekabet edebilmek için vergi oranını yakın zamanda yüzde 25'e çekti. Kurumlar vergisi oranları yüzde 34'lerde olan Fransa, Belçika ve Hollanda'nın da yakında vergi oranlarını düşürmek zorunda kalacakları tahmin ediliyor.

Birliğe yeni üye olan ülkelerin kendi aralarındaki rekabeti, ikinci bir vergi indirimi dalgasını beraberinde getirebilir. Latvia ve Litvanya yüzde 15 oranında kurumlar vergisi uygularken Estonya'da bu oran sıfır. Bu durum, akıllara "Delaware Senaryosu" nu getiriyor. Delaware, Amerika'nın ikinci en küçük eyaleti olup ülkenin diğer eyaletlerindeki şirketler, bu eyalette bilfiil faaliyet göstermedikleri sürece hiçbir şekilde bir yerel vergi, gelir vergisi veya federal gelir vergisi ödemek zorunda değiller. Estonya da hızla modernize olan ekonomisi, elektronik mali hizmetleri ve İngilizce konuşan işgücü sayesinde Avrupa'nın Delaware'i

olacak gibi görünüyor. Amerika'da birçok eyalette kurumlar vergisinin yüzde 10'un altında olması Delaware'e olan ilginin ekonomiye zarar verici boyutlara ulaşmasını engellemekte, ancak Avrupa'da yüzde 34'lerle karşılaştırıldığında vergi ödememenin cazibesi çok daha büyük olacak ve şirketlerin Estonya'ya akını, diğer ekonomiler açısından çok daha büyük sorunlara neden olacaktır.



Avrupa genelinde yüzde sıfır ihtimal dahilinde olmasa da olabilecek en düşük vergi oranının uygulanmasına ilişkin yarış, ekonomiler açısından beklenenden daha fazla fayda sağlayabilir. Öncelikle kurumlar vergisi, ekonomik olarak devletlerin gelir toplama konusundaki en kötü enstrümanı olarak kabul ediliyor. Verginin en önemli dezavantajı, bu vergiden elde edilen gelirin aşırı derecede değişkenlik göstermesi. Şirketler, bireylerden farklı olarak kazandıkları kadar harcadıklarında vergilendirilmiyorlar. Bu nedenle ekonomik faaliyetlerin yavaşladığı dönemlerde bireyler gelirleri üzerinden vergi ödemeye devam ederken büyük şirketler vergi ödemedikleri gibi gelir kayıplarını geçmişten gelen veya geleceğe yönelik vergi yükümlülüklerinden düşebilmekteler.

Kurumlar vergisi ile ilgili bir diğer sorun da vergiyi kimin ödediğinin bilinmemesi. Kısa vadede verginin yükü, yatırımcı tarafından yükleniliyor görünse de uzun vadeye bakıldığında vergi yükü şirketin çalışanları ve tüketiciler tarafından da hissedilmeye başlanmaktadır.

Bu nedenle kurumlar vergisi indirimi yarışının Avrupa'yı daha az değişken ve daha anlaşılır bir vergi kaynağına yöneltmesi, ekonomilerin yararına olacaktır.

*International Herald Tribune, 26-27 Mart*

## **Schröder'den Yatırım Çağrısı**

**Almanya Başbakanı Gerhard Schröder, ülkenin ekonomik problemlerinin çözümünün yatırımda olduğunu kaydederek iş çevrelerini faaliyetlerini yurtdışına taşımaktan bahsetmeyi bırakıp daha fazla yatırım yapmaya çağırdı.**

Başbakan, Bild am Sonntag gazetesine verdiği demeçte bu ayın ilk günlerinde açıklanan vergi indirimlerinin ardından Alman şirketlerinin her zamankinden daha rekabetçi hale geldiğini ve iş çevrelerinin hükümetten daha fazlasını beklememeleri gerektiğini ifade etti. Avrupa'nın en büyük ekonomisi olan Almanya ekonomisinin son dönemlerde gösterdiği yavaşlamanın en önemli nedenlerinden biri olarak yatırım harcamalarında artış sağlanamaması gösteriliyor.



Schröder, Avrupa Birliği'nin son dönemdeki en önemli gündem maddesi olan Hizmetler direktifi konusunda da hizmetlerde sınır ötesi ticareti güçlendirmeyi amaçlayan direktifin "sosyal dampinge" yol açacağı yönündeki Fransa'nın görüşüne destek verdiğini açıkladı\*. Öte yandan Almanya, geçtiğimiz hafta sonu yapılan zirvenin bildirisini, istihdam ve büyüme gündemine gerekli önemi vermediği gerekçesiyle eleştiren ülkeler arasında yer alıyor. Almanya'da işsiz sayısının bu haftaki verilerde de 5 milyonun üzerinde kalması bekleniyor. Ancak Alman şirketlerinin karlılık oranları, beklentilerin üzerinde gerçekleşti. Dresdner Bank'ın araştırmasına göre ülkede emlak gelirleri dahil dağıtılmayan kazançlar geçen yıl yüzde 130 artış kaydetti.

Geçen hafta Brüksel'de gerçekleşen zirvede Almanya'nın İngiltere ile birlikte daha liberal reformlar yapılması gerektiğini savunurken Fransa, İsveç ve Belçika'nın Avrupa'nın sosyal modeli ve çevre konularına daha fazla önem veren daha geniş kapsamlı bir zirve bildirisini talep ettikleri kaydediliyor.

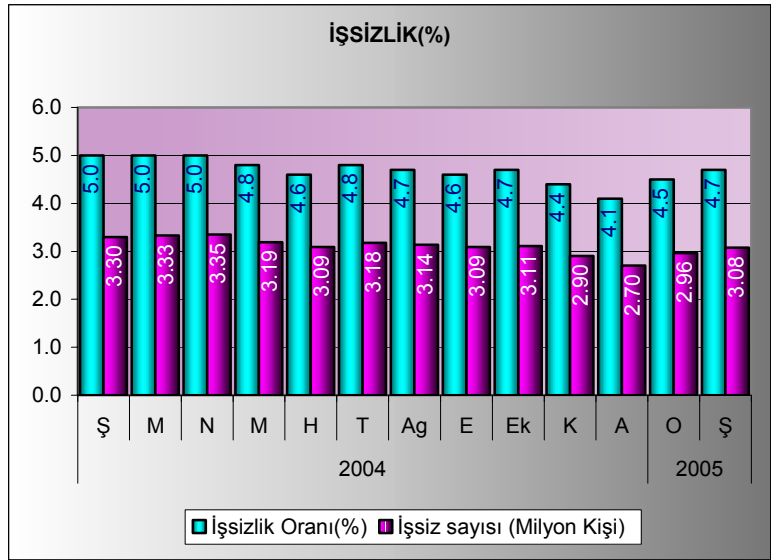
*Financial Times, 28 Mart*

## Japonya'da İşsizlik Oranı Yüzde 4.7

Japonya'da mevsimsel olarak uyarlanmış işsizlik oranı 2005 yılının Şubat ayında bir önceki aya göre yüzde 0.2 artarak yüzde 4.7 oldu.

Şubat ayında 3.08 milyon kişi olan işsiz sayısı ise bir önceki yıla göre 220 bin kişi azaldı.

[www.stat.gov.jp](http://www.stat.gov.jp), 29 Mart

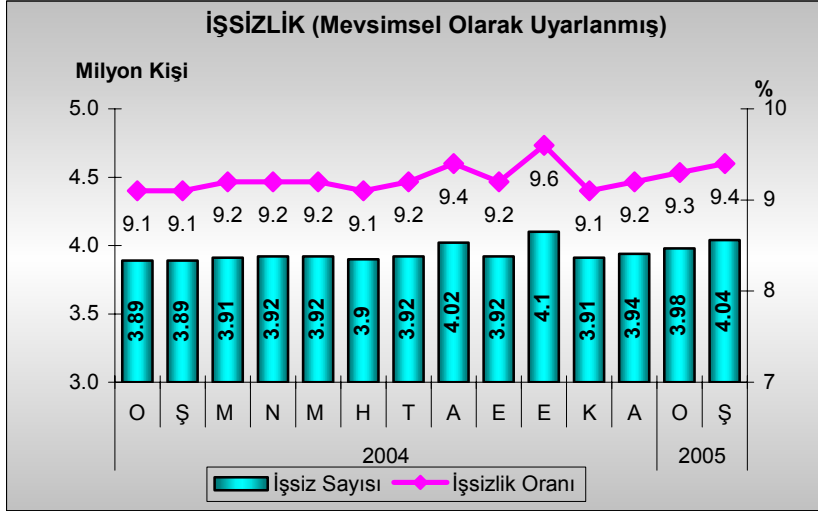


## Almanya'da Yüksek İşsizlik Artarak Devam Ediyor

Almanya Federal İstatistik Bürosu'nun açıklamalarına göre Şubat ayında işsizlik oranı bir önceki aya göre yüzde 1 artarak yüzde 10.4'e yükseldi. Toplam işsiz sayısı da 480 bin kişi artışla 4.47 milyon kişi oldu.

Şubat ayında kadınlardaki işsizlik oranı erkeklere göre daha fazla arttı. Bir önceki aya göre kadınlardaki işsizlik oranı yüzde 1.4 artarak yüzde 10.5 olurken erkeklerdeki işsizlik oranı yüzde 0.7 artışla yüzde 10.3'te kaldı.

(\*) Çevirenin Notu: Avrupa'da mal ve hizmet piyasalarındaki reformların Amerikan tipi daha vahşi bir kapitalizme yol açacağı korkusu var. Bu korkuyu AB liderleri zaman zaman verdikleri demeçlerde ifade ediyorlar. Olaf Gersemann, "Kovboy Kapitalizm"adlı kitabında üretim ve istihdam piyasası reformlarının Amerikan tarzı kapitalizme davetiye çıkardığını kaydederken Almanya Başbakanı Gerhard Schröder, Alman haftalık dergisi Wirtschaftswoche'e verdiği bir demeçte ABD'deki gibi işçilerin istendiği an işe alınıp istendiği an çıkarılması için "orman kanunları" ("the laws of the jungle") tabirini kullanıyor ve kendilerinin bu kuralları uygulamak istemediklerini söylüyor. IMF Survey 24 Ocak 2005)



Doğu Almanya'daki işsizlik oranı Şubat ayında bir önceki aya göre yüzde 0.7 arttı ve yüzde 15.7 oldu. Batı Almanya'da ise Şubat ayında yüzde 1.1 artış kaydeden işsizlik oranı yüzde 9 ile Doğu Almanya'ya göre daha düşük gerçekleşti.

Şubat ayında işsizlikte kaydedilen artışın önemli bir bölümü olağan mevsimsel değişimlerden kaynaklandı. Mevsimsel

olarak uyarlanmış işsizlik oranındaki artış yüzde 9.4 olurken mevsimsel olarak uyarlanmış toplam işsiz sayısı da 60 bin kişi artışla 4.04 milyon kişi oldu.

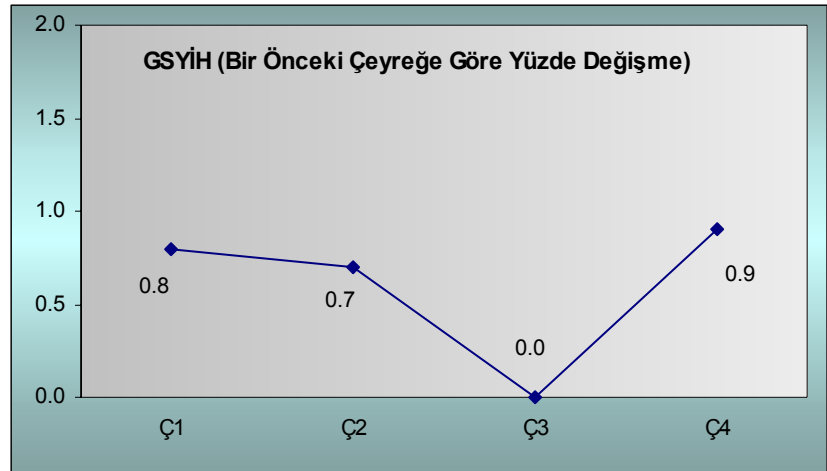
[www.destatis.de](http://www.destatis.de), 31 Mart

## Fransa Ekonomisi 2004 Yılı'nın Dördüncü Çeyreğinde Yüzde 0.9 Büyüdü

Fransa'da 2004 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre değişmeyen reel GSYİH yılın son çeyreğinde yüzde 0.9 büyüme kaydederek 363.4 milyar euro oldu.

Fransa'nın 2004 yılı büyüme tahmini de revize edilerek yüzde 2.4'e yükseltildi.

[www.insee.fr](http://www.insee.fr), 31 Mart



## Kredi Derecelendirme Kuruluşlarını Kim Derecelendirecek?

Kredi derecelendirme kuruluşlarının rekabetten ve gözetimden uzak olması, iş çevrelerinde rahatsızlık yaratırken Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu (SEC) Başkanı Kongre'den bu sektörü düzenlemesine olanak tanınmasını talep etti. SEC'in bu girişimi büyük kredi derecelendirme kuruluşlarını alarma geçirerek SEC tarafından yapılacak bir düzenlemedense kendi aralarında gönüllü olarak davranış kuralları (code of conduct) belirlemeyi tercih ettiklerini açıklamalarına neden oldu. The Economist dergisinin 26 Mart sayısında konuya ilişkin bir özel rapor yayınlandı. Aşağıda söz konusu raporun bir özeti yer almaktadır.

İlk kez 1909 yılında John Moody tarafından kurulan Moody's ile başlatılan kredi derecelendirme sistemi, bugün şirketlerin borçlanma faiz oranlarını, dolayısıyla faaliyetlerini yürütebilme yeterliliğini doğrudan etkiliyor. Artık Amerika'da Moody's, Standart&Poor's veya Fitch'den bir kredi derecesi almadan tahvil ihraç etmek cesaret ye da aptallık olarak algılanıyor.

Dünyanın önde gelen kredi derecelendirme kuruluşları, giderek büyüyen küresel sermaye piyasaları sayesinde ve rekabet baskısı hissetmemeleri nedeniyle büyük karlar elde ediyorlar. Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşundan (Moody's, Standart&Poor's, Fitch) S&P 40 bin borçlu tarafından düzenlenen 750 bin menkul kıymeti temsil ederken 30 trilyon dolarlık borcu derecelendirmektedir. Her üç firma da oldukça yüksek karlar elde ederken, Moody's en yüksek işletme marjıyla gelirlerin yüzde 50'den fazlasını elde ediyor.

Kredi derecelendirme kuruluşları, borçların ödenebilme kapasitesini ölçmek gibi önemli bir işlev gerçekleştirdiklerinden mali piyasalarda büyük rağbet görüyorlar. Geçmişe bakıldığında bu kuruluşların genel olarak karneleri iyi. Ancak son yıllarda Enron, Parmalat ve WorldCom gibi piyasaları sarsan skandallar sonrasında kredi derecelendirme kuruluşlarının kontrolsüz ve rakipsiz olması piyasalarda rahatsızlık ve eleştirilere neden oldu. Bu ay, kredi derecelendirme kuruluşlarının en büyük pazarını oluşturan Amerika'da piyasa düzenleyicileri bu kuruluşların faaliyetlerinin yakından izlenmesi gerektiğini belirterek bu konuda gerekli adımların atılmasını talep ettiler.

Küresel borç piyasalarının genişlemesi ile birlikte kredi derecelendirme sistemi her türlü mali düzenlemeyi içine almaya başladı. Örneğin yatırım fonları ve devlete ait emeklilik fonlarında genellikle "junk-spekülatif" olarak derecelendirilen tahvil türlerine yer verilmemekte. Dünya genelinde merkez bankaları tarafından düzenlenen ve 2007'de yürürlüğe girmesi beklenen banka ve sermaye yeterliliklerine ilişkin Basel 2 anlaşması da, bankaların mali sağlamlığının ölçümünde kredi derecelerinin kullanılmasını öngörüyor. Birçok banka, şirket skandalları döneminde, borç anlaşmalarına konulan bir maddeyle borçlunun kredi derecesini düşürecek bir gelişme olması halinde borcun derhal ödenmesi talep ediyor. Bu durum sonucunda şirketlerin likidite krizine girmesi kaçınılmaz oluyor.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının bu kontrolsüz gücünü eleştirenler, tahvillerin derecelendirilmesinin bedelinin, bu derecenin asıl kullanıcısı olan yatırımcılar tarafından değil tahvili ihraç eden şirket tarafından ödenmesinin yanlış olduğunu ileri sürüyorlar. Bir diğer eleştiri konusu ise kredi derecelendirme kuruluşlarının dereceleri etkileyebilecek konularda şirketlere danışmanlık hizmeti vermesi.

S&P, 2000 yılında yürürlüğe koyduğu "Risk Çözümleri" uygulamasıyla bankaların Basel 2 yükümlülüklerini karşılamalarına yardımcı olmayı amaçlarken bu danışmanlık hizmetinin kredi derecelendirme hizmeti ile hiçbir ilişkisinin olmadığını iddia ediyor. Benzer şekilde Moody's ve Fitch, derece verdikleri firmalarda danışman çalıştırıyor.

Sektördeki diğer firmalar, bu gelişmelerden rahatsızlık duyuyorlar. Bağımsız kredi-araştırma şirketi CreditSights'dan Glenn Reynolds, sermaye piyasalarının en güçlü oyuncusu olan kredi derecelendirme kuruluşlarının bir düzenlemeye tabi olmamasının büyük bir risk taşıdığını kaydediyor.

Bu endişelerin piyasa düzenleyicileri tarafından da paylaşıldığının kanıtı, bu ay Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu (SEC) Başkanı'nın Kongre'den bu sektörü düzenlemesine olanak tanınmasını talep etmesidir.

SEC'in bu girişimi büyük kredi derecelendirme kuruluşlarını alarma geçirerek SEC tarafından yapılacak bir düzenlemedense kendi aralarında gönüllü olarak davranış kuralları (code of conduct) belirlemeyi tercih ettiklerini açıklamalarına neden oldu. Bu çerçevede büyük kredi derecelendirme firmaları, gazeteciler dahil dışarıdan konuyla ilgilenen herkese çalışma metotlarını açıklamaya başladılar.

### **Kredi Derecelendirme Sisteminin İşleyişi**

Bir şirket veya hükümet borç almak istediğinde bir (veya üç) kredi derecelendirme kuruluşuna başvuruyor. Bunun üzerinde kredi derecelendirme kuruluşlarının analistleri uzun süre şirket kayıtlarını inceliyor ve yöneticilerle görüşüyor. Analistlerin oluşturduğu ekip, hazırladığı raporu kredi derecelendirmesini yapacak olan komiteye sunuyor. Komite, (genellikle baş analistin tavsiyeleri çerçevesinde) kredi notunu belirliyor. Bazı kuruluşlar, tahvil ihraç edecek olan şirket veya hükümete karara itiraz hakkı tanıyor.

Kredi dereceleri, olağanüstü bir durum olmadıkça her yıl yeniden değerlendiriliyor. Kredi notu birçok faktöre bağlı olarak değişebiliyor. Birleşme-satın alma beklentileri, gelir kayıpları, düzenleme değişiklikleri bu faktörler arasında yer alıyor. Müşterilerin kredi notuna itirazı olduğunda yeni bir belge sunulması veya analizin yanlış olduğunun ispatı halinde notun yeniden değerlendirilmesi mümkün.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının kendilerine ücret ödeyen bir şirketi tarafsız bir şekilde derecelendirmelerinin güç olacağı eleştirisine karşılık analistlerini ücret pazarlıklarının dışında tutarak bu güçlüğü aşmakta olduklarını ileri sürüyorlar. Ayrıca derecelendirme kuruluşları, tahvil ihraç eden şirketlerini üçte birinin kendilerine verilen kredi notundan memnuniyetsiz olmalarını, bu konudaki tarafsızlıklarının bir kanıtı olarak gösteriyorlar.

Kredi derecelendirme kuruluşları kimi zaman şirketin talebi olmaksızın kredi notu verebiliyorlar. Bu şekilde talep haricinde yaptıkları derecelendirmeleri de iki şekilde savunuyorlar. İlk olarak bu derecelendirmelerin piyasayı daha iyi algılamalarını sağladığını ileri sürerken ikinci olarak da talep olmaksızın yapılan derecelendirmelerin sektöre yeni dahil olan kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasada tutunmalarının tek yolu olduğunu kaydediyorlar.

Derecelendirme kuruluşlarının verdiği kredi notları uzun dönem için genellikle kabul edilebilir bulunurken kısa vadeli değerlendirmeler şiddetle eleştiriliyor. Özellikle Enron ve WorldCom gibi son ana kadar yatırım yapılır düzeyinde derecelendirilen şirketlerin iflasları da bu eleştirileri haklı çıkarıyor.

### **Derecelendirme Kuruluşlarının Savunması**

Bu eleştiriler karşısında derecelendirme kuruluşları kendilerini savunurken muhasebe kayıtlarındaki yolsuzlukları takip etmelerinin mümkün olmadığı açıklamasını yapıyorlar. Ancak bu savunma karşısında Enron olayında şirketin kötü durumda olduğu alenen ortada olduğu halde neden yatırım yapılabilir derecesi verildiği sorusu soruluyor.

Benzer şekilde Asya’da 1990 ortalarında yaşanan mali krizlerin nasıl olup da üç büyük derecelendirme firmasının gözünden kaçtığı veya GM ve Ford gibi şirketlerin tahvilleri piyasada spekülâtif muamelesi görünürken bu şirketlere neden hala yatırım düzeyinin üzerinde not verildiği merak ediliyor. Bu sorulara cevap olarak bu kuruluşların mümkün olduğunca yavaş hareket etmek suretiyle şirketlerin yaşayacağı mali krizlerin sorumluluğundan kurtulmaya çalıştıkları iddia ediliyor. Derecelendirme kuruluşlarının bu eleştiriye de verilecek bir cevabları var: kuruluşlar, işlerinin hızlı olmak değil doğru hesaplamalar yapmak olduğunu ifade ediyorlar.

### **Rakipsiz Firmalar**

Şu an için kredi derecelendirme sektörünün en önemli problemi olarak rekabetin olmayışı, sektörün oligopol işleme gösteriliyor. Bir derecelendirme kuruluşu olarak kabul görmek uzun yıllar alıyor. Bu kadar az katılımcının olduğu bir sektör üzerinde Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu’nun (SEC) tek gücü bu firmalardan hangisinin tanınıp hangisinin tanınmayacağına karar vermek. SEC’in oluşturduğu “Ulusal Düzeyde Kabul Gören İstatistikî Derecelendirme Organizasyonu-NRSRO” hangi kuruluşlarının notlarının geçerli olduğunu belirliyor. Birçok yatırımcı, tahvil yatırımlarının NRSRO derecesi olmasını talep ediyor. Her ne kadar SEC son dönemde iki yeni firmayı ulusal olarak kabul görmüş ilan etse de piyasada hala S&P ve Moody’s hakimiyeti mevcut. Bunun sonucu olarak firmalar arasında yeterince fiyat rekabeti yok. Ancak S&P ve Moody’s’in yanısıra Fitch de sektörde üçüncü büyük firma olarak giderek güçleniyor. Son aylarda Amerikan borsasının önemli firmalarını müşterileri arasına dahil eden Fitch, bu şekilde büyümesinin S&P ve Moody’s’den müşteri çalmasına değil şirketlerin farklı kredi derecelendirmelerine yönelmesine bağlıyor.

Dünyanın diğer bölgelerine bakıldığında başta kıta Avrupa’sı ve Japonya olmak üzere birçok ülkede artan sayıda yerel derecelendirme firmaları kuruluyor. Avrupalı şirketler genellikle şirket bilgilerinin gizliliğinden yana olup bazıları da faaliyetlerinin ve mali durumlarının büyük bir Amerikalı firma tarafından değerlendirilmesi fikrine sıcak bakmıyor. Ancak Avrupa’da bu direnç giderek kırılırken Moody’s yöneticisi McDaniel, Avrupa’nın sektör için büyük bir imkan olduğunu kaydediyor.

Yerel kredi derecelendirme firmalarının giderek artmakta olduğu Hindistan ve Çin büyük kredi piyasalarına ev sahipliği yaparken diğer gelişmekte olan piyasalar da sermaye piyasalarından borçlanma eğilimleri arttıkça kredi derecelendirme sektörüne açılıyor.

Ancak büyük uluslararası kuruluşlar için seçenekler hala iki büyük firma ile sınırlı. Problemin bilincinde olan SEC’in, bu ay sigorta sektörü konusunda çalışan AM Best firmasını ulusal olarak kabul görmüş firmalar arasına almasına rağmen birçok yatırımcı için uzun bir süre daha S&P ve Moody’s kararları etkili olacak gibi görünüyor.

### **Doğal Oligopol**

Şu an için üç firmanın ağırlığını koyduğu sektöre yeni firmaların girip giremeyeceği sorusuna kısa zaman içinde cevap vermek zor. Her şeyden önce halen üç firma ile çalışan yatırımcılar, dördüncü bir büyük firmaya para ödemek istemeyeceklerdir. Kredi derecelendirme kuruluşları arasında gerçek rekabetin yeni büyük firmalardan değil kredi değerlendirmesinin yanısıra alım satım tavsiyesinde bulunan küçük firmalardan geleceğine inanılıyor.

Tüm olumlu ve olumsuz yanları bir yana, dünya genelinde mali piyasalar büyümeye devam ettikçe kredi derecelendirme kuruluşlarına olan ihtiyaç da devam edecektir. Bu nedenle piyasa düzenleyicilerinin en kısa zamanda bu kuruluşlar arasında rekabeti özendirerek düzenlemeler yapması ve bu kuruluşların gücünü kontrol altına alması gerekiyor.

*The Economist, 26 Mart-syf: 65-67*

## **Avrupa’da Birleşme ve Devralma Faaliyetleri Tekrar Canlanıyor**

**Avrupa genelinde 2005 yılının ilk iki ayında on yılın en düşük düzeylerine gerileyen şirket birleşme ve devralma (merger and acquisition) faaliyetleri, Mart ayında artış gösteren sınır ötesi satın almalar sayesinde tekrar toparlandı. Birleşme ve devralma faaliyetlerinin devam edeceğinden umutlu olan bankacılar, büyük şirket alım satımları açısından İtalya, İspanya ve Almanya’nın oldukça verimli alanlar olduğuna inanıyorlar. Önümüzdeki aylarda en fazla faaliyetin telekomünikasyon, bankacılık ve emlak sektörlerinde gerçekleşeceği kaydediliyor.**

2005 yılının ilk çeyreğinde Avrupa’da şirket satın alma ve birleşme işlemlerinin toplam miktarı 150.7 milyar dolar (116.11 milyar euro) oldu. Geçtiğimiz yılın aynı dönemde bu rakam 206.6 milyar dolardı. Bu yılın ilk çeyreğine ilişkin en büyük satın alma ve birleşme faaliyeti İspanyol emlak şirketi Metrovacesa’nın 10.3 milyar dolarlık ihalesi oldu. Öte yandan Avrupa genelinde sınır ötesi birleşme ve satın almalar, yılın ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemini ikiye katlamış durumda.

ABD’de ise bu yılın ilk çeyreğinde satın alma ve birleşme faaliyetleri 251.7 milyar dolar olarak gerçekleşti.

Avrupa’da gerçekleşen yüksek şirket satın alma işlemleri arasında dünyanın en büyük mobil telefon üreticisi Vodafone Group PLC’nin 4.4 milyar dolar ödeyerek Romanya ve Çek Cumhuriyetindeki mobil telefon operatörlerinin yönetimini ele geçirmesi ve İsviçreli ilaç firması Novartis’in 5.68 milyar dolar karşılığında Alman Hexal firmasını satın alması sayılabilir.

Thomson Financial’ın araştırmasına göre Avrupa genelindeki birleşme ve satın alma işlemlerine danışmanlık yapan yatırım bankaları arasında Goldman Sachs Group ve Morgan Stanley’in geleneksel önderliğini bu yıl Lehman Brothers devraldı. Lehman Brothers, Credit Suisse First Boston-Metrovacesa-Genica anlaşması ile 30.8 milyar dolarlık bir işleme imza attı. Lehman Brothers’in ardından Morgan Stanley 26.6 milyar dolarlık anlaşmayla ikinci, Goldman Sachs 26.5 milyar dolarlık anlaşma ile üçüncü sıraya yerleşti.

Muhasebe ve danışmanlık firması Pricewaterhouse’in araştırmasına göre İngiltere’de araştırmaya dahil olan 100 yöneticinin yaklaşık üçte ikisi sınır ötesi birleşme ve satın almaların devam edeceğine inanırken beşte biri bu tür anlaşmalarda büyük bir artış bekliyor.

Goldman Sachs Avrupa, Orta Doğu ve Afrika Yatırım Bankacılığı Başkanı Claudio Costamagna’nın tahminine göre 2004 yılındaki tüm satın alma ve birleşme işlemlerinin dörtte

birinde rol alan Özel Sermaye Yatırım Ortaklıkları\* (private-equity firms) yeni alımlar yapmak için 100 eurodan fazla kaynağa sahipler.

Satın alma işlemlerindeki artışa bir neden olarak nispi olarak düşük sayılabilecek faiz oranları ve halka açık şirketlerde hissedarların satın almalar yoluyla büyümeye destek vermesi gösteriliyor. Son dönemlerde hedge fonlar da borç alınan hisseleri, ileride daha düşük fiyatlardan satın alma umuduyla satmak şeklindeki risk arbitrajı gibi stratejilerle elde etmekte oldukları karların düşmesi nedeniyle bu tür alımlara sıcak bakıyorlar.

*The Wall Street Journal, 29 Mart*

## **Özel Sermaye Yatırım Şirketinin (Private Equity Firm) 11 Milyar Dolarlık Satın Alma Anlaşması, Gelecekteki Anlaşmalara da Örnek Teşkil Edecek**

**SunGard'ın yedi üyeli finansal ortaklık konsorsiyumu tarafından 11.3 milyar dolara satın alınmasının, satın alma ve birleşme faaliyetlerinde yeni bir dönemi başlatacağı kaydediliyor.**

İşlem, Wall Street'te 1989 yılında RJR Nabisco'nun Kohlberg Kravis tarafından satın alınmasının ardından görülen en büyük şirket satın alması olarak değerlendirilirken gözlemciler ve uzmanlar finansal ortaklık anlaşmalarının devamının geleceği inancında.

Konsorsiyumun ortaklarından Blackstone şirketinin Başkanı Stephen Schwarzman, finansal ortaklıkların artık kaynaklarını biraraya getirmek suretiyle 20 milyar dolarlık satın almalar bile yapabileceğini ifade etti.

Kurumsal borçlanma piyasasının likiditesi, finansal ortaklık fonlarının giderek çoğalması ve daha küçük miktardaki anlaşmalarda rekabetin yoğunlaşmasının büyük miktarlardaki satın alma anlaşmalarının sayısını artırdığına inanılıyor.

Bazı yatırımcılar konsorsiyumların yapmakta olduğu bu büyük miktarlara varan anlaşmaların idaresinin zor olacağından endişe ederken sektörün gözlemcileri bu tür satın almaların büyük fonların karlılığını sağlamanın tek yolu olduğu inancında.

*Financial Times, 29 Mart*

## **Almanya'da Savcılık Citigroup Davasının Düşmesine Karar Verdi.**

**Almanya'da yasa gereği savcılığa sevk edilen Citigroup tahvil yolsuzluğu davasında adli makamlar, delil yetersizliği nedeniyle davanın düşmesine karar verdi. BaFin'in temyize gitmesi ihtimali var.**

Frankfurt savcılık makamı, Citigroup'un beş görevlisi ve onların yöneticileri aleyhine açılan tahvil yolsuzluğu suçlamalarının düşürülmesine karar verdi. Almanya yasaları gereği Mali Düzenleme Kurumu olan BaFin'in incelemesinin ardından konu adli makamlara sevk edilmişti. Ülkede piyasa manipülasyonu suç teşkil ediyor.

---

\* Ç.N: "Private Equity" planladığı yatırımları gerçekleştirebilmek için orta-uzun vadeli kaynağa ihtiyaç duyan veya işletme yetersizliği nedeniyle esas faaliyetlerini yerine getirmekte zorlanan veya şirket alımı yöntemiyle büyüme sağlamak isteyen, esas faaliyet karlılığı ve büyüme potansiyeli yüksek olan firmalara kaynak yaratabilmek amacıyla yaratılmış ortaklık mekanizmasıdır.

BaFin'in Citigroup'un 2 Ağustos'taki tahvil satışlarında manipülasyon olduğu gerekçesiyle savcılığa ilettiği davada savcılık, tahvil satışının eski yasanın yürürlükte olduğu döneme rastladığını ileri sürerek davanın düşmesine karar verdi. Eski yasaya göre piyasa manipülasyonundan sözedilmesi için satış işleminin "aldatıcı" nitelikte olması gerekiyor. Frankfurt savcılık sözcüsü, Citigroup davasına eski yasa uygulandığından şirket aleyhine yeterli delil olmadığına kanaat getirildiğini bildirirken aynı satış işleminin ileride yapılmasının cezai müeyyide gerektireceğini ifade etti. Citigroup yetkilileri, savcılığın kararından memnuniyet duyduklarını kaydettiler. BaFin ise konuyu temyize götürmeye karar vermeden önce savcılığın kararının gerekçelerini gözden geçireceğini açıkladı.

Öte yandan ABD Merkez Bankası geçtiğimiz hafta Citigroup'un dünya genelinde yaşamakta olduğu sıkıntıların kaynağı olan düzenlemeye ilişkin problemlerini çözünceye kadar büyük miktarlarda alımlar yapmasını yasakladı. Şirket, Japonya'da bankacılık lisansını kaybederken birçok Avrupa ülkesinde de mali piyasa düzenleyicileri şirketin işlemlerini yakın incelemeye almış durumda.

*The Wall Street Journal, 22 Mart*