

T.C.  
MALİYE BAKANLIĞI  
Araştırma, Planlama ve Koordinasyon  
Kurulu Başkanlığı

# DIŞ EKONOMİK HABERLER

- ✓ Anne Krueger: “Türkiye Ekonomisinin Geleceği Umut Verici.”
- ✓ İran’a Nükleer Programı Konusundaki Görüşmelerde Kontrollü Kriz Çıkarma Suçlaması
- ✓ Amerikan Ekonomisinin Patronları Endişe Verici Derecede İyimser
- ✓ M.Wolf: “Küresel Dengesizlikler Küresel Çözümler Gerektirir”
- ✓ Merkez Bankası Rezervlerinin Önemi
- ✓ Yuan’ın Değerine İlişkin Spekülasyonlar Artıyor
- ✓ Dünya Bankasından Kur Konusunda Çin’e Baskı
- ✓ Euro Bölgesinde İşsizlik Yüksek Seviyesini Koruyor
- ✓ Avrupa Merkez Bankası Faiz Oranlarını 23’üncü Kez Değiştirmeyerek Yüzde 2’de Bıraktı
- ✓ ABN Ambro’nun İtalyan Bankacılık Sektörüne Girme Planları Tehlikede
- ✓ AB ve ABD’den Muhasebe Uygulamaları Konusunda İşbirliği Çabası
- ✓ Avrupa Birliği Muhasebe Kuralları Konusunda ABD’li Yatırımcılara Yeşil Işık Yakıyor
- ✓ Avrupa Birliğinden Muhasebe Standartları Konusunda Japonya’ya Baskı
- ✓ Yabancı Ülkedeki Vergi Yolsuzluğu ABD’de Yargıya Konu Olabilecek
- ✓ Arjantin Borç Anlaşmasına Direnen Kreditörlerle Anlaşma Sağlaması Yönünde Baskı Görüyor
- ✓ Doha Ticaret Görüşmelerinde Tıkanma Belirtileri
- ✓ Yüksek Petrol Fiyatları İslami Fonlara Talebi Yükseltiyor

## **Anne Krueger: Türkiye Ekonomisinin Geleceği Umut Verici**

**5 Mayıs 2005 tarihinde İstanbul Forumunda konuşan IMF Başkan Yardımcısı Ann Krueger, Türkiye'nin ekonomik performansının mükemmel olduğunu ifade ederken ekonomik ve yapısal reformların, daha önceki yıllarda yapılanlardan farklı olarak gözle görülür sonuçlar sağladığını ifade etti. Krueger, bankacılık sektörü, bütçenin şeffaflığı, sosyal güvenlik reformu, harcama reformu, özelleştirme, iş ortamı ve işgücü piyasası gibi konularda ülkenin performansını değerlendirdi.**

Konuşmasının başında ülkenin son yıllarda kaydettiği ilerlemelerin dikkat çekici olduğunu ifade eden Krueger, hükümetin ekonomik program konusundaki kararlı tutumundan övgüyle söz etti. Krueger, şu anki reform programını uygulamaya başlamasından bugüne önemli ilerlemeler kaydettiğini, bundan sonra yapılması gerekenin şu ana kadar elde edilen başarıları sürdürmek ve ülkenin hızla büyüyen ekonomisinin potansiyelini ortaya çıkarmak olduğunu ifade etti.

Krueger'e göre ekonomik reformların en önemli itici gücü, bu reformların Türk insanının yaşamını daha iyi kılacak olması. Krueger, reformların yapılması ihtiyacının ayrıca Türkiye'nin AB üyeliği koşullarını yerine getirmesine de yardımcı olduğunu ileri sürdü.

Son 25 yıldır kronik hale gelen enflasyonun üç yıl öncesine kadar yüzde 70 olan düzeyinden yüzde 8'lere inerek son otuzbeş yılın en düşük değerinde gerçekleşmesini büyük bir başarı olarak gören Krueger, kamu borç yükünü azaltmanın önemli bir argümanı olan faiz dışı fazlanın da hükümetin yüzde 6.5 hedefini aşarak yüzde 7'ye yaklaştığını ifade etti. Krueger, enflasyon oranındaki düşüşün para politikasının kredibilitesini de güçlendirdiğini belirtti.

Konuşması sırasında daha önceki yıllarda yapılan reform çalışmaları ile karşılaştırma yapan Krueger, ülkede daha önceki reform çabalarının kısa ömürlü olduğunu belirtti. 1980'lerin başındaki kararlı reform çalışmalarının bile kendisinden beklenen sonuçları sağlayamadığını, bu reformların ticaretin liberalizasyonuna önemli bir katkı sağlamış olmakla birlikte bankacılık alanında yeterli olmamasının 2000-2001 dönemindeki bankacılık krizine neden olduğunu kaydetti.

Krueger, ülkenin büyüme potansiyeline katkı sağlayacağına inandığı reform alanlarını bankacılık, bütçe şeffaflığı, sosyal reform, harcama reformu, özelleştirme, iş ortamı ve işgücü piyasası olarak sıraladı.

Bankacılık krizinin ardından uygulanan mali sektör reformlarının ülkeyi uluslararası standartlara yaklaştırdığını ifade eden Krueger, bu alanda reform ihtiyacının henüz sona ermediğini belirtti.

Krueger, bütçe şeffaflığı konusunda da yapılan reformların meyve vermeye başladığını, özellikle vergi sisteminde önemli faydalar sağladığını kaydederken yüksek vergilemenin ve vergi sistemindeki karışıklığın kayıtdışı sektöre yönelttiğini belirtti. Bu çerçevede daha düşük vergi oranlarının ve vergi sisteminin basitleştirilmesinin kayıtdışı olan eğilimi azaltacağı uyarısında bulunan Krueger, harcama tarafında ise daha fazla reform ihtiyacının altını çizdi. Krueger, daha iyi hedeflenmiş, daha etkin yönetilen harcamaların ekonomik büyümenin hızını kesen bozulmaları ortadan kaldıracığını da sözlerine ekledi.

Kamuya ait varlıkların özelleştirilmesinin ekonomiye sağladığı katkılardan da sözeden Krueger, iş dünyası için elverişli bir ortam yaratılması konusunda hükümetin elde ettiği ilerlemelerin önemini vurguladı. Krueger, ayrıca esnek bir istihdam piyasasının yatırımı da teşvik edeceğine inandığını kaydetti.

Konuşmasının sonunda yapısal reform ihtiyacının modern küresel ekonomi açısından asla sona ermeyen bir süreç olduğuna değinen Krueger, sadece Türkiye için değil gelişmiş veya gelişmekte olan her ekonomi için daha fazla yapısal reformun ülkenin iyi işleyen, istikrarlı ve hızlı büyüyen piyasa ekonomisine geçişini hızlandırdığını ifade etti.

[www.imf.org](http://www.imf.org), 5 Mayıs

## **İran'a Nükleer Programı Konusundaki Görüşmelerde Kontrollü bir Kriz Çıkarma Suçlaması**

**İran'la görüşmeleri yürüten Avrupa Birliği yetkilileri, İran'lı yetkilileri nükleer programa ilişkin görüşmelerde yönetebileceği bilinçli bir kriz yaratmak isteği uyarısında bulundu. Birliğin bu konudaki uyarısına İranlı müzakerecilerin 2003 yılında durdurulan uranyum zenginleştirme programına kısmen devam edileceği yönündeki açıklamalarının neden olduğuna inanılıyor.**

Tahran'da bulunan bir Avrupalı diplomat, Geçtiğimiz Cuma günü (29 Nisan) Londra'da yapılan toplantıda İranlı yetkililerin Avrupa'ya baskı uygulamaya ve aynı zamanda sürece ilişkin olarak ülke içinde aldıkları eleştirileri bertaraf etmek amacıyla idare edebilecekleri bir kriz ortamı yaratmaya çalıştıklarını kaydetti.

İran ve Avrupa açısından bu tür bir krizin altından kalkmanın ve sürecin devamlılığını sağlamanın oldukça güç olacağına inanılıyor. Şu anda ortaya çıkacak bir kriz, görüşmelerin tıkanmasına yol açacaktır.

İran'ın uranyum zenginleştirme programının bir kısmını yeniden başlatma tehdidinde neden olarak, Tahran'ın Mart ayında sunduğu gelecekteki görüşmelere ilişkin teklifi karşılığında İngiltere, Fransa ve Almanya'dan oluşan AB temsilcilerinin beklendiği gibi olumlu tepki vermek yerine İran'dan nükleer programın barış amaçlı olacağına ilişkin garanti talep etmeleri olarak gösteriliyor.

2003 yılında nükleer, siyasi, güvenlik ve ticaret konularındaki görüşmelere destek vermek amacıyla iyi niyet göstergesi olarak tüm zenginleştirme faaliyetlerini durduracağını ileri süren İran, bugün uranyum zenginleştirme programının ilk adımı niteliğindeki ham uranyumu gaza dönüştürme işlemini başlatabileceğini ileri sürüyor.

Konu hakkında bilgi veren Avrupalı diplomat, İran'ın bu eğilimiyle müzakereleri tehlikeye atmakta olduğunu ileri sürüyor. Diplomat, İran'ın sözkonusu dönüştürme işlemini tekrar başlatmasının AB temsilcisi İngiltere, Fransa ve Almanya ile 2003 yılında imzaladığı ve kendisine müzakereler sürdükçe uranyum zenginleştirme programını erteleme yükümlülüğü getiren Paris Anlaşmasına aykırı olacağını kaydetti.

Financial Times, 2 Mayıs

## Amerikan Ekonomisinin Patronları Endişe Verici Derecede İyimser

Amerikan Merkez Bankası (Fed) yetkililerinin cari açık hakkındaki rahat yaklaşımları, akıllarda soru işaretlerine neden oluyor. Son hesaplamalara göre GSYİH'nın yüzde 6.3'üne ulaşan ve yükseliş trendini sürdüren cari açık hakkında açıklama yapan Merkez Bankası yetkililerinin bir çoğu açığın büyük olduğunu kabul etmekle beraber sorumluluğunun ABD'ye ait olmadığına ve çok fazla probleme neden olmadan çözüme kavuşturulabileceğine inanıyorlar.

Fed yetkilileri genellikle yaptıkları açıklamalarda iyimser bir tablo çiziyor. Ancak bu iyimserliği paylaşmayanlar da var. Morgan Stanley baş ekonomisti Stephen Roach, Fed yetkililerini geleneksel makroekonomi kurallarını dikkatleri ABD'nin gerçek problemi olan aşırı düşük faiz oranlarından başka yönlere çeken revizyonist teorilerle yeniden yorumlamakla suçluyor. Institute of International Economics'den Ted Truman ise Fed yetkililerinin aşırı rahat tavrının para politikasının kredibilitesini aşındırdığını ileri sürüyor.

Fed yetkilileri de demeçlerinde farklılık gösteriyorlar. New York Merkez Bankası Başkanı Timothy Geithner, mali sistemin ani şoklara dayanıklılığı konusunda endişelerini dile getirirken Edward Gramlich, bütçe açığı ve düşük tasarruf oranını endişe verici buluyor.

Fed Başkanı Alan Greenspan ise cari açığın sonsuza kadar büyüemeyeceğini kaydederken küresel sermaye piyasalarının ülkelerin bilançolarında dengesizliğe olanak tanıyacak kadar büyük, entegre ve esnek olduğunu ve bu nedenle bu dengesizliklerin ekonomik sorunlara yol açmaksızın çözümlenebileceğini ileri sürüyor.

Konu hakkında en iyimser yaklaşımlar Fed'in Başkan Yardımcısı Roger W.Ferguson, Don Kohn ve Bush'un Ekonomik Danışma Konseyi Başkanlığına aday gösterilen Ben Bernanke'ye ait. Her üç uzman da iki noktaya değiniyorlar. İlk olarak cari açığın Amerika'dan kaynaklandığı ve bütçe politikasının sıkılaştırılmasının bu konuda işe yaracağı fikrinin doğru olmadığını savunan uzmanlar, ikinci olarak da Amerika'nın sert iniş yaşayacağına inanmak için yeterli neden olmadığını savunuyorlar.

Merkez Bankası yöneticileri Amerikan ekonomisindeki dengesizliklerin küresel boyutuna dikkat çekmekte haklılar. Şöyle ki, yabancılar kendi ülkelerinde yatırım yapmaktansa düşük faizle Amerika'nın dış borçlanmasını finanse etmeyi tercih ediyorlar. Böylece Amerika'nın büyük bütçe açıkları ve Amerikalıların kazandıklarından fazla harcama alışkanlıkları, küresel ekonomiye destekliyor.

Merkez Bankası Başkan Yardımcısı Ferguson, mali açıkların veya özel tasarrufların bütçe açığının nedeni olduğuna dair yeterli kanıt olmadığını ileri sürüyor. Ferguson'un diğer Fed yetkilileri ile birlikte yayınladığı bir rapor, mali genişlemenin bütçe açığı üzerinde çok az bir etkisi olduğunu ortaya koyuyor. Rapora göre mali politikanın GSYİH'nın yüzde 1'i kadar esnetilmesi, cari açığı sadece GSYİH'nın yüzde 0.2'sinin altında bir oranda olumsuz etkiliyor. Buradan federal bütçe açığındaki bir azalmanın benzer şekilde küçük bir etki yapacağı çıkarmasına varılıyor.

Çok az ekonomist bütçe açığı ve cari açığın birbirinden farklı olduğunu ileri sürüyor. 1990'ların sonunda bu iki açık farklı yönlerde hareket etti. Cari açık büyürken bütçe açığı küçüldü. Yine de banka yöneticilerinin mali politikayı önemsemez tavırlarının aşırıya kaçtığı düşünülüyor. Aslında bütçe açıkları dış dengesizliğin nedeni olsa da olmasa da daha sıkı bir

mali politikanın cari açığın azaltılmasına yardımcı olacağı muhakkaktır. Mali açığın küçülmesi doların değerindeki düşüşlerin yüksek faiz oranlarına neden olmasını engeller. Tüm merkez bankası yetkilileri cari açığın azaltılmasında zayıf doların önemine inanıyorlar.

Daha ucuz dolar, ekonomik üretimi ihracata yönelterek Amerika'nın parasal dengesizliklerini azaltıyor. Ekonomi tam istihdama yakın bir düzeyde olduğundan üretimin ihracata kayması için örneğin sıkı bütçe politikası ile iç talebin azaltılması gerekiyor. Aksi takdirde ucuz dolar ekonominin aşırı ısınmasına ve faiz oranlarının yükselmesine neden olacak, bu da ya ekonominin yavaşlamasına ya da doların değer kaybının sınırlanmasına ve cari açığın tekrar dengeye dönmeye neden olacaktır. Bu nedenle mali disiplin, dış dengesizliği çözmek için tek başına yeterli olmasa bile önemlidir.

Bir diğer grup da büyük bütçe açığının tek başına dış dengesizlik riskini artırdığını ileri sürüyor. Örneğin Truman, her iki açığın da büyümekte olması durumunda Amerikan ekonomi politikasına güvenin sarsılacağından ve kriz riskinin artacağından endişe ediyor.

### **Açığın Olumlu Yanı**

Olaya iyimser bir bakış açısıyla bakanlar yukarıda bahsi geçen krizlerin olma olasılığını düşük görüyorlar. Bu bakış açısına ilişkin bir argüman, sanayileşmiş ülkelerin döviz kurlarının hızla aşağı hareket etmesi ve faiz oranlarında büyük artışlardan kaynaklanan sert inişlere maruz kalmama eğiliminde olmasıdır. Bu görüşü destekleyen bir çalışma yakın zamanda Fed ekonomistleri tarafından yapıldı. Çalışma, zengin ülkelere ait 23 cari işlemler düzenlemesini kapsıyor. Bir başka akademik bakış açısı ise büyük ve zengin ülkelerin borçlularının cari işlemler düzenlemelerinde avantajlı durumda olduğunu ortaya koyuyor.

Küresel sermaye akımları, Amerika'nın yabancı varlık ve yükümlülüklerinin yüksek boyutlara ulaşmasına olanak sağladı. Yükümlülüklerinin tümü dolar, varlıklarının da bir çoğu döviz cinsinden olan Amerika, doların değer kaybından önemli bir avantaj sağlamaktadır. Uluslararası Para Fonundan ekonomist Gian Maria Milesi-Ferretti, 2002-2004 yılları arasında Amerika'nın cari açıktan kaynaklanan net döviz borcunun yüzde 75'inden fazlasının doların değer kaybı sonucunda dış varlık ve yükümlülüklerin değerinin değişmesi nedeniyle dengelendiğini ifade ediyor.

Gayrisafi portföyü Amerika'ya daha büyük açıklar verme şansı tanısa da Amerikan ekonomisi için sert iniş (hard landing) riskini ortadan kaldırmıyor. Cari açığın kademeli olarak azaltılması bile iyimser Fed yetkililerinin beklediği etkiyi yaratamayabilir. Çünkü Amerika'daki iç talep GSYİH'dan daha az büyümek zorundadır.

Bir danışmanlık firmasının yaptığı çalışmaya göre Amerika'nın açıklarının on yıl içinde azaltılması için, yıllık ortalama iç talebin yüzde 2.6 oranına gerilemesi gerekiyor. 1994-2004 dönemi ortalamasını bir tam puan altında olan bu oran Amerikalı tüketiciler için sevimsiz bir şoktur. Ancak Amerikalı tüketiciler için istenmeyen bir durum olsa da Merkez Bankacıların Amerikalıları bu fikre hazırlaması gerekiyor.

The Economist, 30 Nisan

## Küresel Dengesizlikler Küresel Çözümler Gerektirir

Financial Times yazarı Martin Wolf, 26 Nisan tarihli nüshada yayımlanan makalesinde, küresel ekonomi için bir tehdit halini alan ABD cari açığı ile ilgili alınacak tedbirlerin de küresel nitelikte olması gerektiğini belirterek bu açığın ABD'nin davranışlarından ziyade dünyanın geri kalan kısmının davranışları ile izah edilebileceği iddiasını destekliyor. Çözüm olarak ise yükselen piyasaların uzun vadeli temel dengesindeki fazlaların keskin bir şekilde düşürülmesini, dolarda büyük bir düşüşün ve ABD'nin uluslararası ticarete konu edilebilir mal ve hizmetlerinin iç piyasa fiyatlarında bir sıçramanın sağlanmasını öneriyor.

### Aşağıda makalenin tercümesi verilmiştir.

Bu ayın başlarında Amerikan senatosu 67'ye karşı 33 oyla, Çin'in parasının değerini 6 ay içinde yükseltmemesi halinde bu ülkeye yüzde 27.5 gümrük vergisi uygulanmasını kabul etti. George Bush'un ABD Ticaret Temsilciliğine adayı Rob Portman Çin'in ticaret uygulamalarına karşı "daha saldırgan bir yaklaşım" sözü verdi. ABD cari açığının iyi huylu ihmali zararlı bir yoğunlaşmaya dönüşüyor. Önerilen, tehlikeli değilse, yanlış yönlendirilmiş. Çok taraflı bir ticaret sisteminde iki taraflı açık ya da fazlanın bir önemi yok. Bu, küresel bir çözümü gerektiren küresel sorun.

Geçen haftaki sütunumda yer alanlar da dahil önceki analizlerimi bir araya getiren dört önermede bulunacağım.

*Birinci önerme: mevcut eğilimler sürdürülebilir ve arzulanır nitelikte değil.* Son 15 yıldaki ithalat ve ihracat eğilimleri devam etseydi ABD'nin net yükümlülükleri GSYİH'nın, 2003 sonundaki yaklaşık dörtte birinden 2014 itibariyle yüzde 120'sine sıçradı. Cari işlemler açığının GSYİH'nın payı istikrar kazansa dahi oran GSYİH'nın yüzde 80'ine ulaşırdı. Yabancı özel sektörün cari varlık fiyatları üzerinden ve dolar cinsinden bu kadar büyük miktarda alacağı elde tutmayı isteyeceğine inanmak bir hayli zor.

Ayrıca, yabancı resmi sektörün ABD'ye bu kadar geniş bir ölçekte kaynak sağlayacağını tahayyül etmek de zor. 2002-2004 (dahil) arasında, yabancı resmi sektör tarafından ABD cari işlemler açığının doğrudan finansmanına sağlanan tutar 718 milyar dolara ulaştı. Aralık 2001 ile Aralık 2004 arasında küresel döviz rezervleri 1680 milyar dolarlık artışla 3730 milyar dolara ulaştı. Goldman Sachs'a göre bankaların döviz rezervleri optimal seviyeyi 1400 milyar dolar aştı. Mutlak rakamlar tartışmalı olsa da işaret edilen konu tartışmalı değil.

Örneğin Çin, geçen yılın sonu itibariyle 600 milyar dolar biriktirdi. Renminbide yüzde 30'luk bir değer artırımını GSYİH'nın yüzde 10'u tutarında bir zarara yol açabilir. Washington merkezli Uluslararası İktisat Enstitüsü'nden Morris Goldstein ve Nicholas Lardy'nin öne sürdüğü gibi, böyle bir politika mantıklı değil. Kaynaklardan vazgeçilerek büyüme makul bir strateji değil.

*Önerme iki: tango iki kişiyle yapılır.* Bir süredir, Cambridge Üniversitesi'nden Wynne Godley ve ben de dahil bazı Amerikan-olmayan gözlemciler, ABD'nin cari işlemler açığının ABD'nin davranışlarından ziyade dünyanın geri kalan kısmının davranışları ile izah edilebileceğini öne sürmektedirler. Fed Başkanlar Kurulu üyesi Ben Bernanke, Mart ayında yaptığı bir konuşma, kendisinin "kabul edilenlerden farklı bir görüş" olarak nitelendirdiği,

dünyanın geri kalanının tasarruf fazlasının ABD'nin açıklarını yarattığı düşüncesinin resmen kabul edildiğini gösterdi.

Ancak, iki husus dikkate alındığında bu görüş kabul edilenlerden farklı olmamalı idi: ilk olarak, ABD tüm diğerlerinin kur politikalarını kabul ediyor; ikincisi, Amerikan parasal ve mali politikaları ekonominin enflasyonist olmayan potansiyel üretimini gerçekleştirmeyi amaçlamaktadır. Büyük oranda yabancı karar alıcılar tarafından belirlenen reel kurda mal ve hizmetlere yönelik büyük bir talep fazlası –dolayısıyla ticaret açıkları- ortaya çıkar. 2001'e kadar yabancı kredinin karşılığı öngörülmemiş bir özel sektör mali açığı idi. Balon patladıktan sonra yükün çoğunu kamu sektörü üstlendi.

Al Gore başkan olsa idi, bileşimi ve muhtemel süresi farklı olsa da, mali açıta büyük bir artış olurdu. Böyle bir mali genişlemenin yokluğunda Amerika, özel sektörün finansman açığını kapatmayı amaçlayan umutsuz (ve muhtemel başarısız) bir teşebbüs kapsamında "sıfır" faiz oranını görmüş olacaktı.

*Önerme üç: küresel ayarlama uzun vadeli sermaye girişinin alıcısı konumundaki ülkelerin cari açık vermelerini gerektiriyor.* Cari işlemler fazlası veren ülkelerin muhtemel üretimle bağlantılı olarak daha çok harcama yapmalarını, açık verenlerin ise bunun tersini yapması başarılı bir küresel ayarlamının gerektirdiği bir şart. Sırasıyla 172 milyar dolar ve 104 milyar dolar cari işlemler fazlası veren Japonya ve Almanya'nın bunları düşürmeye çalışması faydalı olur. Fakat büyük değişimi geliştirmekte olan ülkeler arasında olmalı.

Ödemeler dengesinde, cari işlemler ve net doğrudan yatırım girişi toplamı şeklinde uzun vadeli bir "temel denge" tanımlayalım. 2004'te bu tüm yükselen piyasa ülkeleri için 523 milyar dolar, Asyalı yükselen piyasa ülkeleri için 280 milyar dolar ve Çin için 111 milyar dolar (ya da GSYİH'sının yüzde 7'si gibi etkileyici bir oran) idi. Eğer ABD cari açığını önemli ölçüde azaltacaksa yükselen piyasaların uzun vadeli temel dengesindeki bu fazlaların keskin bir şekilde düşmesi gerekir.

*Önerme dört: Ayarlamaların minimum üretim maliyeti ile gerçekleşmesi için kur değişiklikleri gereklidir.* Çin'in uzun vadeli temel dengesindeki fazla GSYİH'sına oranla yüksektir. Fakat Çin birçok fazla veren ülkeden biri ve Japonya ile Almanya Çin'den daha önemli. Yine de Çin, politikalarındaki değişikliklerin özellikle Asya'da olmak üzere yükselen piyasa ekonomilerinde olmak üzere daha geniş kapsamlı değişiklikleri tetikleyebileceği için dikkate değer.

Ancak, temel nokta ABD'nin, faaliyetlerde makul yüksek seviyeleri korurken açığı azaltacaksa, sadece üretimle bağlantılı talebi azaltması değil, üretimi uluslararası ticarete konu edilebilecek mal ve hizmetlere doğru, talebi de bunlardan farklı yönlerde yönlendirmesi gerekir. Bu, akademistlerin, ABD'nin reel kurda ciddi bir değer kaybına ihtiyacı olduğu yönündeki iddiasının dayanağıdır. İhtiyaç duyulan bu değişimin başarılmasının tek etkin yöntemi dolarda büyük bir düşüş ve uluslararası ticarete konu edilebilir mal ve hizmetlerin iç piyasa fiyatlarında bir sıçramadır. Bunun tersi değeri yükselen reel kura sahip ülkelerde olacaktır.

*Değerlendirme: konuşmaya başla.* ABD sadece Çin'e bağırarak amacını gerçekleştiremez. Bunun yerine gereken, makroekonomik politikalarda, yapısal reformlarda ve dövizkuru rejimlerinde daha geniş bir uzlaşma. Bu tartışma şimdi başlamalı. Küresel

ekonomik istikrar ABD'yi daha da derin borca batırarak ilelebet sürdürülemez. Ne kadar rahat görünse de, bu bozguna giden bir yol.

Martin Wolf, Financial Times, 26 Nisan

## **Merkez Bankalarının Sahip Oldukları Rezervlerin Önemi**

**Merkez Bankalarının bulundukları yüksek döviz rezervleri muhtemel bir değer kaybı halinde onları önemli miktarda sermaye zararı ile karşı karşıya bırakabilir. Elindeki dolar cinsinden varlıkları tasfiye etmeyi düşünmeleri halinde, Asya Merkez Bankaları sadece önlemeyi amaçladıkları bu zararı realize etmiş olmakla yetinecek. Bu zararı para basarak telafi etmeleri mümkünse de bu enflasyonu tetikleyebilir. Böyle bir ortamda sıkı maliye politikası Şili'de olduğu gibi önemli bir dengeleyici role sahip. The Economist Dergisinin 30 Nisan tarihli sayısının "Economics Focus" köşesinde yayınlanan ve bu konuları detaylı olarak tartışan makale aşağıda aynen tercüme edilmiştir.**

Çoğu tekel gibi merkez bankacılığı da çok karlı bir iş olabilir. Amerikan Merkez Bankası Fed 2003'te 23 milyar dolar kar açıkladı. Fed, yüzde 90'ından fazlası tedavüldeki borç senetlerinden oluşan yükümlülüklerine hiç faiz ödemezken, çoğunlukla güvenli Amerikan kamu kağıtlarından oluşan varlıkları üzerinden düzenli bir gelir elde eder. Kişiler paralarını ceplerinde tutmak istedikçe, kötü gidecek çok şey yok.

Bütün merkez bankaları bu kadar şanslı değil. Avrupa Merkez Bankası 2004'te, ardarda ikinci sene zarar etti. Japonya (Merkez) Bankası ise bilançosunu hemen hiçbir getirisi olmayan Japon devlet kağıtları ile doldurdu. Bunların değeri hızla düşerse, bilanço zarar görecektir.

Japonya Bankası ve diğer Asya merkez bankaları muhtemelen yüzde 70'i dolar bazında olmak üzere 2 trilyon dolar tutarında döviz rezervi oluşturdu. Doların düşmesi halinde bu bankalar ağır sermaye zararına maruz kalacaklar. Geçen yıl, sıklıkla alıntı yapılan bir çalışmada, New York Merkez Bankası'ndan iki ekonomist, Matthew Higgins ve Thomas Klitgaard, Güney Kore ulusal parası 'won'un dolar ve diğer para birimleri karşısında yüzde değer kazanmasının Güney Kore Merkez Bankası için GSYİH'nın yüzde 3'ü civarında sermaye zararı anlamına geleceğini hesapladılar. Çin de, yuanın yüzde 10 değer kazanması halinde benzer oranlarda sermaye zararına uğrayacak.

Bu değerlendirmeler 2003 verilerine dayanıyordu. New York Üniversitesi'nden Nouriel Roubini ve Oxford Üniversitesi'nden Brad Setser iki yol sonrasına bakıyor. Onların hesaplamasına göre, Çin bugünkü hızla rezerv biriktirmeye devam ederse, 2006 sonunda yuanın yüzde 33 değer kazanması GSYİH'sının yüzde 15'i civarında sermaye zararına yol açabilir.

Bu büyüklükte zararlar sakın bir yaşam sürmeye alışmış herhangi bir merkez bankası için derin bir sarsıntıya yol açar. Fakat bunların geçmişte örnekleri de var. Örneğin, IMF'den Peter Stella'nın yaptığı bir çalışmaya göre, 1989'da, Nikaragua Merkez Bankası GSYİH'nın yüzde 13.8'i tutarında bir sermaye zararına uğramıştı. Aynı yılın ikinci yarısında Arjantin Merkez Bankası GSYİH'nın yüzde 23.5'i tutarında zararla karşılaşmıştı. Stella'nın bildirdiğine göre, iç savaş sırasında Liberya Merkez Bankası öyle bir duruma düşmüştü ki, ülkenin takas sisteminden teklifsizce çıkarılmıştı. Merkez Bankalarının yurtiçi finansal



kuruluşların arkasında durması ve onları düzen içinde tutması beklenir. Fakat Liberya’da sürü çobana karşı çıkmıştı.

Roubini ve Setser’in uyardığı zararlar Asya’nın merkez bankalarını da aynı şekilde felç edecek ya da Asyalı vergi mükelleflerini yıllık üretimlerinin yüzde 15’ini bilançolarını düzeltmeleri için devrederek onları kurtarmaya zorlayacak gibi görünebilir. Ancak merkez bankaları ticari bankalar gibi “iflas” etmezler. Merkez bankaları, tam ifadesiyle, para basma yetkisine sahiptirler. Dolayısıyla, Liberya bir tarafa, yükümlülüklerini yerine getirmek için gerekli ödeme aracı onların elinde.

Sorun, açık uçları birleştirmek için para basmaya mecbur kalan merkez bankalarının enflasyonu ateşleme riskine girer. Stella, yıldan yıla zarar etmeye devam eden merkez bankalarının fiyatlar üzerindeki kontrolü de kaybettiğini belirtiyor. Örneğin, 1989’a kadar Arjantin’de enflasyon o kadar yüksekti ki, para basma makinaları zorlanmadan dolayı bozuluyordu. Diğer taraftan parasal düzensizlik merkez bankası zararlarının mutlak bir sonucu değil. Stella buna Şili’yi zıt örnek olarak gösteriyor. 1990’lardaki zararlarına rağmen Şili Merkez Bankası 1990’daki yüzde 26’dan onyılın ortasına doğru tek haneye indirerek enflasyonu kontrol altına almayı başardı.

Asya Merkez Bankaları için hangisi daha ilgili bir örnek, Şili mi Arjantin mi? Arjantin örneğinde, merkez bankasının uğradığı zararların ve bunun sebep olduğu enflasyonun her ikisi de altta yatan aynı sorunun göstergesi idi: merkez bankasının güç yetirilemez harcamaları finanse etmesine güvenen bir hükümet.

Şili hükümeti ise, aksine, sıkı maliye politikası uyguladı. Dolayısıyla, Stella’ya göre, merkez bankası zararlarını kapatmak için likidite yarattığında, enflasyonist etki hükümetin daraltıcı yaklaşımı ile bertaraf edildi. Öyleyse, merkez bankası neden ilk baştan kar edemez durumda idi? Kısmen uygulanan kur politikası nedeniyle zarar ediyordu. Asya’daki merkez bankaları gibi, Şili Merkez Bankası büyük bir döviz rezervi bulunduruyor. Satın aldığı dolar cinsinden varlıkları dengelemek için yurtiçi kağıtları satıyor. Maalesef, bu kağıtlar için ödediği peso faiz oranları kendi rezervlerinden kazandığı dolar faiz oranının oldukça üzerinde.

### **Tüm bu dolarların gerçek fiyatı**

Asya Merkez Bankalarının döviz rezervleri benzer şekilde, bu ülkelerin döviz politikalarının bir yan ürünü. Ucuz para hedefiyle merkez bankaları tasarrufları düşük getirili yabancı varlıklara yönlendirdi. Bu rezervlere ithalatı karşılamak için acil bir ihtiyaç duyulması sözkonusu değil: Dünya Bankası’na göre Çin bütün bir yıllık tutarı karşılayacak rezerve sahip. Bunlara ani bir sermaye çıkışına karşı bir dengeleme aracı olarak da ihtiyaç yok: Çin’in rezervleri kısa vadeli dış borçlarının 14 katı kadar. Aslında, Goldman Sachs ekonomistleri Japonya hariç Asya Merkez Bankalarının ihtiyaçları olanın iki katı kadar rezerv bulduklarını belirtiyorlar.

Bu rezervler yerel para bazında değerlerini kaybederlerse, vergi mükellefleri açığı kapatmak için acele etmeyecektir. Bu, merkez bankalarının sadece bir “kağıt kaybı”na maruz kalacakları anlamına gelmez. Zararlar gerçek, ancak Setser’in dediği gibi, aynı zamanda “batık maliyet” olacaktır. Şimdi Asya Merkez Bankalarının önlemeyi hedefledikleri sermaye zararlarına yol açmadan rezervlerini satarak elde ettikleri gelirleri yüksek getirili varlıklara yatırımlarının hiçbir yolu yok. Bu hareketsiz varlıkları uyandırmayı denerlerse onları tümüyle değersiz hale getirirler. Değerlerini korumalarını istiyorlarsa bir kenarda yatmalarına izin vermeliler.

## **Yuan'ın Değerine İlişkin Spekülasyonlar Artıyor**

**Çinli yetkililer sık sık 1994 yılından beri dolara bağlı olan yuan'ın (renminbi) değerini serbest bırakacakları yönünde açıklamalar yaparken uluslararası döviz piyasalarının dikkatleri Çin'e yöneldi. Her ne kadar renminbi'nin değerinin serbest bırakılacağına ilişkin açıklamalar yapıyor olsa da bunun için bir zaman verilmemesi konuya ilişkin yapılan spekülasyonları daha da artırıyor.**

Döviz uzmanları, Çin'in renminbi'nin değerine müdahalesinin yakın olduğunu düşünüyorlar. Uzmanların tahminin bu yönde olmasının bir nedeni Çin Merkez Bankası Başkanı Zhou Xiaochuan'ın dış baskıların müdahale sürecini hızlandırdığı yönündeki açıklaması. Zhou Xiaochuan bu açıklamayı yaparken Devlet Döviz İdaresinden bir başka yetkili, hükümetin yakın zamanda herhangi bir müdahale planlamadığını açıklaması zihinleri daha da karıştırdı.

Çin, ABD başta olmak üzere uluslararası arenada sürekli olarak renminbi'nin değerinin yükseltilmesi yönünde baskı görürken ülkedeki sermaye kontrolleri renminbi üzerinden spekülasyon yapmak isteyen girişimciler açısından zorluklar yaratıyor.

Çin Uluslararası Ticaret ve Ekonomik İşbirliği Akademisinden sermaye kontrolleri uzmanı Mei Xinyu, ülkenin büyük bir revalüasyon yapacağına yönelik spekülasyonlar nedeniyle yurt içinden ve dışından kişi ve şirketlerin ellerindeki fonları renminbi'ye yönettiklerini ifade ediyor. Ülkeye yönelik bu sıcak para akımının, ülkenin sermaye hesabında aşınmalara neden olduğu ifade ediliyor. Renminbi'nin on yıldan fazladır süren dolara ayarlı kurunun yeniden belirleneceği yönündeki beklentiler de revalüasyon için ayrı bir baskı unsuru olarak görülüyor.

Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) tarafından yayınlanan bir rapora göre yabancı doğrudan yatırımlar haricindeki sermaye akımlarının toplamı, 2003 yılından beri Çin'in rezervlerinin yaklaşık olarak yarısını oluşturuyor.

Mei Xinyu, bu sermaye akımlarının para politikasında karışıklığa yol açtığını ve ekonominin aşırı ısınmasına yönelik kaygıları artırdığını öne sürüyor. Xinyu'ya göre, sıcak para akımı, ekonomik istikrarla da bağlantılı olduğundan ciddi bir sorun olarak ele alınmalı.

2004 yılında Çin'e yönelik en hızlı artan döviz akımı "kredi işlemleri" olarak adlandırılan işlemlerle gerçekleşti. Burada Çinli şirketler dışarıdan ABD doları borçlanarak bu dolarları ülkeye girdikten sonra renminbi'ye dönüştürüyorlar.

Merkezi Washington'da bulunan Uluslararası Ekonomi Enstitüsünden Çin konusunda uzman akademisyen Nicholas Lardy, Çin'in bankalarının borç verme kapasitesinin bu kadar yüksek olduğu bir dönemde girişimcilerin bu tür bir kıyı ötesi borçlanma yoluna gitmesinin altında yatan temel nedenin revalüasyonun getireceği beklenmedik karlara ilişkin umutlar olduğunu savunuyor. Lardy, 2004 yılına ilişkin net döviz borçlanma akımının-yeni borçlar eksi ödemeler ve faiz ödemeleri- bir önceki yıla göre yüzde 360 arttığını kaydediyor.

Kimilerine göre bu borçlanmalar, bölgede birçok ülkenin zarar görmesine yol açan 1997 Asya mali krizini anımsatıyor. O dönemde Güney Kore, Tayland ve Endonezya gibi ülkelerde kısa vadeli döviz borçlanmalarının yüksek düzeylere ulaşması, yabancı yatırımcıların

ellerindeki kendi dövizlerini tasfiye etmelerini tetiklemiş, bu da para biriminin değer kaybı ve borçlanma döngüsüne neden olmuştu.

Fakat bu görüşü benimsemeyen uzmanlar da mevcut. UBD Hong Kong'dan Jonathan Anderson, bugünkü akıma bakıldığında 1997 krizi ile benzerlikler görülmekle birlikte şu anki döviz akımlarının ülkenin ekonomisinin büyüklüğü ve 659 milyar dolarlık döviz rezervleri ile karşılaştırıldığında çok da büyük miktarlarda olmadığını kaydediyor. Andersen'e göre son zamanlarda görülen sermaye akımlarının Çin'de yapılacak yatırımların daha yüksek getiri sağlama potansiyelinden ve ABD'deki faiz oranlarının daha düşük olmasından kaynaklandığını ifade ederken bu akımların batıdaki mali piyasalarda tanımlandığı şekilde bir "sıcak para" olmadığına inanıyor.

Renminbi'ye ilişkin son söylenti, Çin'in döviz sepeti uygulamasına geçeceği yönünde. Bu durumda dolar çıpası daha düşük bir oranda olmak üzere varlığını sürdürecektir, para biriminin dalgalanmasına izin verilen bant genişleyerek %3-5, hatta yüzde 10 olacaktır. Halen bu dalgalanma marjı yüzde 0.3 civarında.

ABD'li hukukçular, döviz kurunun değerlenmesinin Çin'den ithalatı pahalı hale getireceği ve Amerika'nın halen 171 milyar dolar olan Çin'e ilişkin ticaret açığının düşmeye başlamasına neden olacağını savunuyorlar. Ancak birçok ekonomist, döviz kurunda ılımlı bir ayarlanmanın ticaret açığı üzerinde fazla bir etki yaratmayacağı görüşünde.

Her şeye rağmen Çin'in bu yönde alacağı karar sadece renminbi üzerinde değil Asya genelinde tüm döviz kurları üzerinde etki yaratacak olması nedeniyle merak konusu olmaya devam ediyor. Ayrıca Çin'in bu yönde atacağı adımlar, euro'nun dolar karşısındaki değişim değerini de etkileyecektir.

Financial Times, 28 Nisan-The Wall Street Journal, 29 Nisan-1 Mayıs

## **Dünya Bankasından Kur Konusunda Çin'e Baskı**

**Dünya Bankası, Çin'e yönelik sermaye akımlarının bölgede ekonomik istikrara zarar vereceği endişesini dile getirirken Çin'den dolar çıpasını terkederek döviz sepeti uygulamasına geçmesini ve renminbi'yi revalüe etmesini talep etti.**

Uzun zamandır Çin ve gelişmekte olan Asya ülkelerine döviz kuru esnekliği çağrısında bulunan Dünya Bankası, aynı şekilde Malezya'nın da döviz kurunun değerlenmesine izin vermesini istiyor.

Bankanın Asya bölgesinden sorumlu baş ekonomisti Homi Kharas, 1990'ların sonlarında yaşanan türde bir döviz kuru krizi beklememekle birlikte bölgeye yönelen büyük miktarlarda paranın ekonomik yapıda bozulmalara yol açabileceğini ifade etti.

Kharas, Çin'in para birimini yabancı paralardan oluşan bir döviz sepetine bağlamasını önerdi. Çıpanın dolar, yen ve euro'dan oluşan bir sepete bağlanmasının ABD'de oluşan ve giderek artan baskıları da engelleyeceği düşünülüyor.

Daha önce de G7 maliye bakanları dolar çıpasını terk etmesi yönünde Çin'i uyarılmış, ancak Japonya bu konuda Çin'e müdahale etmekten kaçınmıştı.

Dünya Bankası, küresel talebin azalması, yüksek petrol fiyatları ve Çin'in hızlı büyümesini dizginleme çabaları nedeniyle Japonya dahil doğu Asya'da 2004 yılında yüzde 7.2 olan ekonomik büyümenin yavaşlayacağı ve bu yıl yüzde 6'ya gerileyeceği tahmininde bulunuyor. Banka Çin ile ilgili olarak da 2004 yılında yüzde 9.5 büyüme kaydeden ekonominin bu yıl yumuşak inişe geçerek yüzde 8.3, 2007 yılında da yüzde 7.5 büyüyeceğini tahmin ediyor.

Bu yılın başında Çin'e yönelik tekstil kotalarının kalkması, ülkenin ticaret fazlasında kısa dönemde artış sağlarken bu durum dünya genelinde de ekonomik dengesizliklere yol açtı. Asya ekonomileri artan tüketici harcamaları ve yatırımlar nedeniyle daha dengeli bir büyüme hızı yakalarken Banka, Asya ekonomileri arasında büyüme oranlarının eşit olmayacağını altını çiziyor.

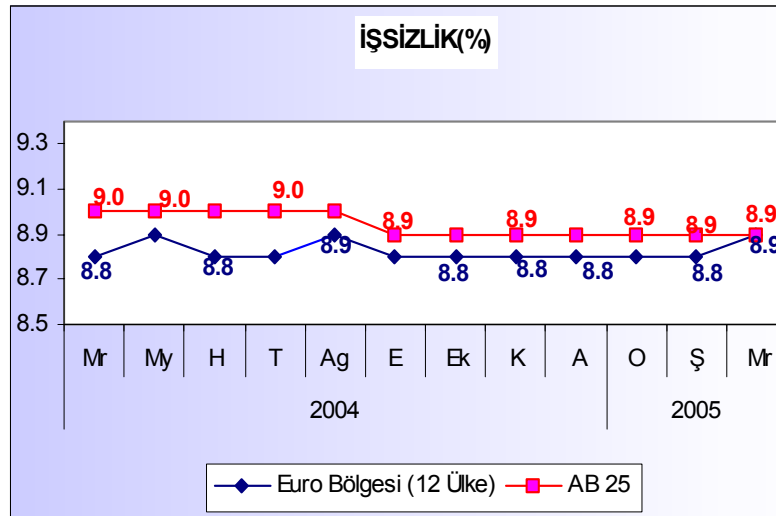
Financial Times, 28 Nisan

## Euro Bölgesinde İşsizlik Artıyor

Avrupa Toplulukları İstatistik Bürosu Eurostat tarafından yapılan açıklamaya göre Euro Bölgesinde mevsimsel olarak uyarlanmış işsizlik oranı Mart ayında yüzde 8.9'a yükseldi.. 2004 yılının Mart ayında yüzde 8.8 olan işsizlik oranı Mayıs ve Ağustos aylarında yüzde 8.9'a çıkmış, Eylül ayından itibaren ise değişmeyerek yüzde 8.8 seviyesinde kalmıştı.

25 ükeli Avrupa Birliğindeki (AB 25) işsizlik oranı ise 2004 yılının Mart ayında yüzde 9 iken 2005 yılının Mart ayında yüzde 8.9'a geriledi.

2005 yılı Mart ayında İrlanda yüzde 4.3 olan işsizlik oranı ile AB ülkeleri içinde en düşük işsizlik oranına sahip ülke olurken Polonya yüzde 18.1 olan işsizlik oranı ile işsizliğin en yüksek olduğu ülke konumunu korudu. Polonya'yı yüzde 15.9 ile Slovakya ve yüzde 10.2 ile İspanya izledi.



2005 yılı Mart ayında, 2004 yılı Mart ayı ile karşılaştırıldığında, Euro Bölgesinde erkekler arasındaki işsizlik oranı yüzde 7.5'ten yüzde 7.6'ya yükselirken AB 25'te yüzde 8.1'den yüzde 8'e geriledi. Kadınlardaki işsizlik oranı ise Euro Bölgesinde yüzde 10.6'dan yüzde 10.5'e, AB 25'te ise yüzde 10.2'den yüzde 10'a geriledi.

2005 yılı Mart ayında 25 yaşın altındaki işsizlik oranı Euro Bölgesinde yüzde 19.2, AB 25'de yüzde 19.1 oldu. 2004 yılı Mart ayında bu oranlar sırasıyla yüzde 18.2 ve 18.9 idi. En düşük oran yüzde 7.1 ile (Şubat ayı) Danimarka'da gözlenirken en yüksek oran yüzde 36.4 ile Polonya'da kaydedildi.

Eurostat'ın tahminlerine göre 2005 yılı Mart ayında Euro Bölgesindeki toplam işsiz sayısı 12.8 milyon kişi, AB 25'de ise 19.1 milyon kişi oldu.

[www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int), 3 Mayıs

## **Avrupa Merkez Bankası Faiz Oranlarını 23'üncü Kez Değiştirmeyerek Yüzde 2'de Bıraktı**

**Avrupa Merkez Bankası (AMB) Çarşamba günü Berlin'de yaptığı toplantıda yüzde 2 olan kısa dönem faiz oranlarını değiştirmede. 2003 yılı Haziran ayından beri birbirini izleyen 23 aydır değişmeyen faiz oranları ile ilgili toplantının ardından AMB Başkanı Jean-Claude Trichet ve Başkan Yardımcısı Lucas Papademos tarafından yapılan açıklamada, Euro Bölgesinde enflasyonist baskıların oluştuğuna dair önemli kanıtların olmadığı, dolayısıyla faiz oranlarının değiştirilmediği belirtildi.**

Aşırı düşük oranların Euro Bölgesindeki ekonomik faaliyetlere destek sağlayacağı belirtilen açıklamada, aynı zamanda da fiyat istikrarı ile ilgili yukarı yönlü risklere karşı dikkatli olunmaya devam edildiği, ancak ekonomik faaliyetlerle ilgili son verilerin ve anket göstergelerinin aşağı yönlü olduğu, ekonomik büyüme ile ilgili aşağı yönlü risklerin petrol fiyatlarındaki artışlar ve küresel dengesizliklerden kaynaklanmaya devam ettiği ifade edildi.

Açıklamada, Eurostat'ın tahminlerine göre Nisan ayında yüzde 2.1 olan yıllık enflasyonun Mart ayına göre değişmediği, gelecek aylarda da muhtemelen bu seviyede kalacağı, ılımlı ekonomik büyüme ve zayıf işgücü piyasasına bağlı olarak ücret artışlarının kontrol altında tutulduğu ve bunun da devam edeceği belirtilerek Euro Bölgesinde enflasyonist baskıların oluştuğuna dair önemli kanıtların olmadığına altı çizildi.

Ancak Euro Bölgesi ekonomisindeki zayıflık devam ediyor. 12 ülkeli blokta işsizlik Mart ayında yüzde 8.9'a yükseldi. Almanya'nın işdünyası güvenini gösteren Ifo endeksi son 19 ayın en düşük seviyesine indi. Almanya'nın önde gelen altı ekonomi kurumu ülkenin 2005 yılı büyümesine ait tahminlerini revize ederek yüzde 1.5'den yüzde 0.7'ye düşürdü. Avrupa Komisyonu da daha önce Euro Bölgesinin 2005 yılı büyüme tahminini petrol fiyatlarındaki artışı ve güçlü euroyu gerekçe göstererek yüzde 2'den yüzde 1.6'ya düşürmüştü.

Almanya'da tüketici güveni sekiz aydır ilk defa düştü. Euro Bölgesi imalat satın alma yöneticileri endeksi daralmanın işareti olan 50 seviyesinin altına indi.

Zayıf ekonomik görünüm bazı analistlerin AMB'nin gelecek kararının faizleri indirme yönünde olacağını düşünmelerine yol açmasına rağmen, yorumcuların çoğunluğu hala nihai bir artış ihtimalinin fazla olduğuna inanmakta olup, AMB'nin ekonomik koşullar izin vermez faiz oranlarını sıkılaştırmaya istekli olduğu görüşündedir.

[www.ecb.int](http://www.ecb.int), Financial Times, 4 Mayıs

## **ABN Ambro'nun İtalyan Bankacılık Sektörüne Girme Planları Tehlikede**

**Hollanda'nın önemli bankalarından ABN Ambro'nun İtalyan bankası Banca Antonveneta'yı satın alarak ülkede büyük bir İtalyan bankasına sahip ilk yabancı şirket olma planları, bir diğer İtalyan bankası olan Banca Popolare di Lodi'nin devreye girmesiyle tehlikeye girdi.**

ABN Ambro, bir süredir İtalyan bankası Banca Antonveneta'yı satın almak için çaba sarf etmekte idi. Ancak geçtiğimiz günlerde tüm Antonveneta yönetim kurulu değişti ve yeni yöneticilerin tamamı bir diğer İtalyan bankası olan ve Antonveneta konusunda ABN Ambro'nun rakibi olan Banca Popolare di Lodi tarafından seçildi. Bu durum, ABN Ambro'nun işini bir hayli güçleştirirken Hollandalı şirketin hissedarların muhalefetini aşması için daha önce teklif ettiği hisse başına 25 euro olmak üzere toplam 6.3 milyar euro'luk tutardan daha fazlasını ödemesi gerekecek. Aksi takdirde ABN'in konuyu Avrupa Komisyonu, piyasa düzenleyicileri ve bir İtalyan idari mahkemesine taşıması gerekiyor.

Antonveneta'da büyük bir çoğunluk kazanan Lodi, geçtiğimiz Cuma günü, sözkonusu banka ile birleşmeyi planladığını açıkladı. Ancak ABN, İtalyan Merkez Bankası'nın Lodi'nin sermayesinin yetersiz olmasına rağmen hisse artırmasına izin vermesinin yanlış bir uygulama olduğunu iddia ediyor.

ABN, konuya ilişkin Lazio'da yaptığı mahkeme başvurusundan olumsuz yanıt almasının ardından İtalyan piyasa düzenleme kurumu olan Consob'a teklifi ABN'den düşük olan Lodi'nin birleşme planlarının İtalyan piyasa kurallarına aykırı olduğu yönünde karar alması için baskı uyguluyor. Consob, Lodi'nin diğer hissedarlarla ifşa edilmeyen işbirliği nedeniyle kanuna aykırı hareket edip etmediği konusunda araştırma yapıyor.

Lodi cephesinde ise birleşme için yaptıkları teklifin değerinin ABN'in teklifinden fazla olduğu iddia ediliyor. Lodi ayrıca sermaye artırımını planlarını da açıkladı.

Avrupa komisyonu, İtalyan Merkez Bankası Başkanı Antonio Fazio'ya yolladığı mesajda İtalyan bankacılık sektörünün şeffaflığına ilişkin endişelerini dile getirdi.

Öte yandan İspanya'nın BBVA şirketi de bir diğer büyük İtalyan bankası olan Banca Nazionale del Lavoro'yu satın almak için İtalya Merkez Bankası'nın iznini bekliyor.

*Financial Times, 2 Mayıs*

## **AB ve ABD'den Muhasebe Uygulamaları Konusunda İşbirliği Çabası**

**Bir yandan Amerikan borsalarında kayıtlı Avrupalı şirketlerin raporlama yükümlülükleri ile ilgili sorunlar, diğer yandan başta 39 numaralı standart olmak üzere muhasebe kurallarındaki farklılıklar AB ile ABD arasında çözülmesi gereken muhasebe sistemine ilişkin sorunların başında geliyor.**

AB'nin iç piyasalar şefi Charlie McCreevy, göreve gelişinden bu yana ABD'ye yapacağı ilk ziyaretinde, yüksek maliyeti nedeniyle Sarbane Oxley mali raporlama yükümlülüklerinden kurtulmaya çalışan Avrupalı şirketlerin ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu'ndan kayıtlarını daha kolay sildirebilmelerine imkan verecek mevzuat değişikliği isteyecek. (Securities and Exchange Commission - SEC)

McCreevy, Avrupalı şirketleri amerikan piyasalarından ayrılmaya teşvik etmediğini, ancak ayrılmak isteyenlerin de önünde engel olmaması gerektiğini belirtti.

Brüksel'deki ofisinde yapılan bir mülakatta ise McCreevy, Amerikan olmayan şirketlerin SEC düzenlemelerine tabi olmamaları için ABD'deki hissedarlarının sayısının

300'den az olması şartının mantıklı olmadığını ifade etti. Avrupalı şirketler bu sınırın 3000 olması için lobi faaliyetlerinde bulunmuştu.

Sarbane Oxley Kanunu ile getirilen kurallar Amerikan borsalarından çekilmeyi planlayan şirketlerin olağandışı yöntemler geliştirmesine yol açtı. Mart ayında büyük bir İngiliz telekomünikasyon şirketi, mmO2 PLC, bu amaçla, küçük hissedarları tasfiye etmesine imkan veren bir kurumsal yeniden yapılanmaya giderek adını O2 PLC olarak değiştirmiş ve New York Borsası'na ayrılma niyetini bildirmişti. İngiltere'deki başka en az üç şirket daha aynı yolu izliyor.

McCreevy Amerikalı muhataplarından mali raporlama konusundaki ABD ve AB muhasebe kurallarının uyumlulaştırılması için daha belirgin bir program isteyecek.

Geçtiğimiz aylarda ABD'nin uluslararası muhasebe standartları üzerindeki dengesiz Amerikan etkisini yüksek sesle eleştiren McCreevy, Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu'nu himaye eden vakfın başkanı Paul Volker'la biraraya geldiğinde bozulan ilişkileri tamir etmeye çalışacak. Avrupa 1 Haziran itibariyle muhasebe kuralları olarak kabul ettiği standartlardan türev mali araçların muhasebesine ilişkin 39 numaralı standardı değiştirerek uygulamaya koymuş, bu da Kurul ile AB arasında gerilime neden olmuştu.

Ayrıca, McCreevy, Amerika'dan ABD ve Avrupa'da kullanılan muhasebe kurallarının karşılıklı olarak tanınmasına yönelik bir sistemi kabul etme konusunda daha çabuk karar vermesini isteyeceğini belirtti. Önceliği Avrupa'da sınır ötesi mali hizmetlerin önündeki engelleri kaldırmak olan McCreevy bugünlerde İtalyan düzenleyici kuruluşun iki İtalyan bankasının biri İspanyol diğer Hollandalı iki şirket tarafından alınmasını -bu önceliğine büyük bir darbe indirecek nitelikteki- engelleme çabalarını yakından izliyor.

Financial Times, 13 Nisan

## **Avrupa Birliği Muhasebe Kuralları Konusunda ABD'li Yatırımcılara Yeşil Işık Yakıyor**

**Avrupa Birliği Sermaye Piyasası Kurulları Komitesi (CESR), 25 üyeli Birlik genelinde faaliyet gösteren halka açık şirketlerin hangi ülkenin tabiiyetinde olursa olsun ABD muhasebe kuralları çerçevesinde hazırladıkları mali raporlarını Birliğin uyguladığı standartlara göre uyarlama zorunluluğu olmaması yönünde bir düzenleme önermeyi planlıyor. Komitenin bu girişiminin muhasebe standartları konusunda Atlantik'in iki yakası arasındaki uyum çalışmalarına önemli katkı sağlaması bekleniyor.**

Geçtiğimiz hafta da benzer bir adım Amerikan Sermaye Piyasası Kurulundan (SEC) gelmişti. SEC, 2007 yılından itibaren uluslararası muhasebe standartlarını uygulayan Avrupalı şirketlerin mali raporlarını ABD muhasebe kurallarına uyarlamaksızın ABD sermaye piyasasına kaydettirebileceklerini açıklamıştı.

Avrupa Komisyonu, CESR'den ABD, Kanada ve Japonya'daki muhasebe kurallarının AB'de bu yıl yürürlüğe giren ve kamuya açık tüm şirketleri kapsayan uluslararası muhasebe standartları ile uyumlu olup olmadığını araştırmasını talep etmiş, AB genelinde Sermaye Piyasası Düzenleyicilerinden oluşan CESR, kuralların genellikle uluslararası standartlarla uyumlu olduğunu, ancak bazı önemli farklılıkların yatırımcıların bilgisine sunulmasının gerekeceğini kaydetmişti.

Halen birçok Avrupa ülkesi şirketlerin mali raporlarını ABD, Kanada veya Japonya'nın muhasebe standartlarına göre hazırlamasına olanak tanıyor. Ancak uluslararası standartların bu yıl tüm Avrupa'yı kapsaması ve Temmuz ayında yürürlüğe girecek olan piyasa şeffaflığına ilişkin diğer kurallar nedeniyle şirketler, mali raporlarını uluslararası standartlara göre yeniden düzenlemek durumunda kalacaklardı.

CESR'nin tavsiyeleri, Haziran sonunda Komisyona sunulmadan önce açık görüşmeye konu olacak. Tavsiyelerin Komisyon tarafından uygun görülmesi bekleniyor. Ancak CESR üyesi Paul Koster, Komisyonun uygulamayı ABD Sermaye Piyasası Kurulu SEC'in uluslararası standartları tanıması beklenen 2007 yılından önce yeni yürürlüğe koymayacağı tahmininde bulunuyor.

The Wall Street Journal, 28 Nisan

## **Avrupa Birliği Muhasebe Standartları Konusunda Japonya'ya Baskı Yapıyor**

**Avrupa Birliği Sermaye Piyasası Kurulları Komitesi (CESR), Japon şirketlerin AB menkul kıymet piyasalarına girebilmeleri için ek muhasebe raporları hazırlamalarının zorunlu kılınmasını öneriyor. Normal şartlarda resmi olarak denklik tanınması, şirketleri muhasebe kayıtlarını yeniden düzenlemenin maliyetlerinden kurtarıyor. Komite, konu hakkında yayınladığı raporda Japonya'nın muhasebe standartlarını uluslararası standartlara yakınlaştırma çabalarını sürdürmesini talep etti.**

CESR, Avrupalı yatırımcıları AB haricindeki yatırımcıların Birlik piyasasına girmesi durumunda karşılaşılabilecekleri risklerden korumak amacıyla ABD, Kanada ve Japonya'nın muhasebe standartlarını Birliğin uluslararası standartlarıyla karşılaştıran bir çalışma başlatmıştı. CESR Grup Başkanı John Tiner, Avrupa Komisyonu'na grubun konu hakkındaki tavsiyelerini sunarken bu ülkelerin muhasebe standartlarının dört ihtar konusu hariç AB standartları ile denk olduğunu bildirdi. İhtar konuları, ABD ve Kanada'dan çok Japonya'yı ilgilendiriyor. Bu çerçevede Komisyon, CESR'nin tavsiyelerine uyma yoluna giderse 2007 yılından itibaren AB içinde sermaye tedarik eden Japon şirketler, uluslararası kurallara uygun ekstra bilançolar ve gelir tabloları oluşturmak durumunda kalacaklar.

Aynı zamanda İngiltere Mali Hizmetler Kurumu Başkanı da olan John Tiner, bu yönde alınacak kararın, Japonya'yı başlattığı reformları sürdürmesi yönünde teşvik edeceğini ileri sürdü. Tiner, Komite olarak belirledikleri alanlarda Japonya ve hatta diğer ülkelerin bu alanlardaki ihtar konularını bir an önce çözüme kavuşturmalarını umduklarını kaydetti.

Japon şirketler, geçtiğimiz yıl muhasebe kayıtlarının reddedilebileceği endişeleri nedeniyle AB içinde sermaye tedariki konusunda ihtiyatlı davranmayı tercih etmişlerdi. Halen yaklaşık 250 Japon şirketler grubunun hisse senetleri AB'de alım satımına konu olurken bu şirketlerin 90'ı AB borsalarına kayıtlı.

Japonya Mali Hizmetler Kurumundan yapılan açıklamada, uygulamakta oldukları muhasebe standartlarının bütün olarak uluslararası standartlarla uyumlu kabul edildiği inancında oldukları, ancak ideal durumun standartlarının hiçbir koşul olmaksızın uluslararası standartlara denk kabul edilmesi olduğu ifade edildi.

CESR'nin Japonya'nın muhasebe standartları konusundaki endişelerinin merkezinde Japonya'daki düzenlemenin dünyanın başka yerinde kullanılmasına izin verilmeyen "pooling



of interests”<sup>\*</sup> sistemine olanak tanıması ve yan kuruluşlara grup şirketleri ile aynı kuralları uygulama zorunluluğu getirmemesi. Komite ayrıca Japonya’da şerefiye amortismanı ve hisse senedi opsiyonları konularında da ayrıntılı ek raporlar hazırlanmasını talep ediyor.

Financial Times, 28 Nisan

## **Yabancı Ülkedeki Vergi Yolsuzluğu ABD’de Yargıya Konu Olabilecek**

**Amerikan Yüksek Mahkemesi, vergi gelirleri konusunda yabancı hükümetleri dolandıranların ABD yasaları gereği yargılanabilmesini hükme bağladı. Yüksek mahkemenin sözkonusu kararına konu olan davada ABD’den Kanada’ya binlerce kasa likör kaçakçılığı yapılmış, bu şekilde Kanada hükümeti milyonlarca dolarlık vergi kaybına uğramıştı. Hakimler, 5’e 4 oyla sözkonusu olaya karışan kişilerin ABD uluslararası dolandırıcılık yasaları çerçevesinde yargılanması yönünde karar verdi.**

Kaçakçılık suçuna karışan Amerikalının avukatlığını üstlenen hukuk firması Irell&Manells’dan Laura Brill, Yüksek Mahkemenin kararının uluslararası açılmaya çalışan Amerikan şirketlerini tedirgin edeceğini ifade etti.

Geleneksel olarak, bir ülkenin mahkemeleri bir diğer ülkenin vergilerini toplama yetkisine sahip değildir. Ancak Yüksek Mahkeme hakimlerinin çoğunluğu kaçakçılık suçuna karışan kişinin ABD’de yargılanmasının yabancı ülke vergi kanunlarının uygulanması anlamına gelmediğini kaydetti.

Wayne State University Hukuk Fakültesinden Profesör Peter Henning, kararın ABD’nin anti dolandırıcılık yasalarının ülke dışında da uygulanabildiği anlamına geldiğini ve kararın yabancı şirketler ve yurtdışında faaliyet gösteren yerli şirketlere ilişkin antitrust davalarına da etki edebileceğini ileri sürdü.

Öte yandan davada olumsuz oy kullanan dört yargıçtan Ruth Bader Ginsburg, ABD mahkemelerinin bir yabancı ülkenin vergi kanunlarını uygulama yetkisi olmadığını, alınan kararın her şeyden önce davaya ilişkin olarak Kanada’nın menfaatlerini gözardı etmesi nedeniyle yanlış olduğunu savundu.

Financial Times, 27 Nisan

## **Arjantin’e Borç Anlaşmasına Katılmayan Kreditörlerle Anlaşma Sağlaması Uyarısı**

**Arjantin hükümeti, geçtiğimiz haftalarda 100 milyar dolarlık ödenmemiş borcuna ilişkin yeniden yapılandırma teklifini sona erdirirken Uluslararası Para Fonu, Dünya Bankası ve G7 ülkeleri hükümetten teklifi tekrar gündeme getirerek yeniden yapılanmayı reddeden kreditörlerle bir uzlaşma sağlanmasını talep ediyor. Arjantinli yetkililer, herkesle birlikte anlaşmaya dahil olma şansı varken bu şansı kullanmamayı tercih edenlere yeniden hak tanınmasına sıcak bakmıyorlar.**

Konu, IMF ve Dünya Bankası yıllık toplantılarında gündeme getirildi ve gerek zengin ülkeler, gerekse gelişmekte olan ülkeler, Arjantin’den anlaşmayı kabul etmeyen kreditörlerin ellerinde bulundurdıkları yüzde 24 oranındaki tahvilin de yeniden yapılandırmaya dahil

---

\* Pooling of interests accounting system: Şirket birleşmelerinde bilançoların madde madde toplanması esasına dayanan ve vergiden muaf olan muhasebe sistemi

edilmesini talep etti. Arjantin, bu konuda kendisine yapılan uyarılar karşısında sözkonusu kreditorlerle kendisi için uygun olan bir zamanda tekrar görüleceği yönünde açıklama yapıyor. Hükümet ve anlaşmaya dahil olan kreditorler, bu konuda dışarıdan gelen baskıların işe yaramadığını ifade ediyorlar. Ayrıca anlaşmayı daha önceden kabul etmiş olan kreditorlerin gelecekteki borç düzenlemelerinin kredibilitesine zarar vereceği gerekçesiyle teklifin tekrar açılmasını sakıncalı buldukları bildiriliyor.

Arjantin Ekonomi Bakanı Roberto Lavagna, direnç gösteren kreditorlerle en kısa zamanda yeniden anlaşma masasına oturulmasına yönelik uluslararası baskıları reddediyor. Hükümet, New York'tan iki hedge fon yönetiminin açtığı dava nedeniyle borç değişiminde gecikme yaşanmakta olduğu, böyle bir dönemde yeniden yapılandırma görüşmelerine tekrar başlanmasının sağlıklı sonuçlar yaratmayacağı yönünde açıklama yaptı. Ayrıca Ekim ayında yapılacak olan yasama seçimleri öncesinde hükümetin bu yönde bir girişimde bulunmasının siyasi açıdan da kolay olmayacağı bildiriliyor.

Konu hakkında çeşitli çevrelerden farklı yorumlar geliyor. Merkez Bankası Eski Başkanı Javier Gonzalez Fraga, IMF'nin bu konuya odaklanmasının büyük bir hata olduğunu, herkesle birlikte anlaşmaya dahil olma şansı varken bu şansı kullanmamayı tercih edenleri savunmanın mantıklı olmadığını ifade etti.

Fon Yönetim Şirketi Pimco'nun Başkanı Muhammed El-Erian, anlaşmayı reddeden kreditorlerle vergi tarzında bir yükümlülük getirmeksizin anlaşmaya varılması halinde bir daha hiç kimsenin ilk seferde yeniden yapılandırmaya yanaşmayacağı, ancak bu kreditorlere yönelik bir vergi konulmasının tam tersi bir etki yapacağını ileri sürdü.

El-Erian, Arjantin için en iyi seçeneğin ileride bir tarihte sözkonusu kreditorlerle anlaşma sağlanacağını garanti verilerle IMF ve G7'in özel olarak ikna edilmesi olduğunu savunuyor.

IMF ve G7'nin baskıları büyük ölçüde İtalya ve Almanya'dan geliyor. Anlaşmaya yanaşmayan kreditorlerin çoğu bu ülkelerin yatırımcılarından oluşuyor.

Ekim ayından sonra Arjantin'in IMF ile yeni bir program üzerinde görüşmelere başlamasıyla birlikte bu konuda ülkeye yönelik baskıların artması bekleniyor.

Financial Times, 29 Nisan

## **Doha Ticaret Görüşmelerinde Tıkanma Belirtileri**

**Dünya Ticaret Örgütü Başkanı Supachai Panitchpakdi, Doha ticaret görüşmelerinin tıkanmak üzere olduğunu ifade etti. Panitchpakdi, DTÖ Ticaret müzakereleri komitesi toplantısı sırasında yaptığı açıklamada müzakerelerde hızla ilerleme kaydedilmediği takdirde bu yıl Aralık ayında Hong Kong'da yapılacak bakanlar konferansının da başarısızlığa uğramasını beklediğini kaydetti.**

Hong Kong'da yapılacak toplantıda, görüşmelerin 2006 yılında tamamlanmasını sağlayacak planın onaylanması bekleniyor. Görüşmelerin amacı, tarım ve sanayi mal ve hizmetlerinde ticaret engellerinin azaltılması. Ancak balıkçılık sübvansiyonları ve gümrüklere ilişkin konularda da yeni DTÖ kuralları da görüşmelerin gündem konuları arasında.

Yetkililerin bildirdiğine göre endişe yaratan temel konular; tarım, hizmetler ve gelişmekte olan ülkelere yönelik özel muamele. Özellikle tarım görüşmeleri konusundaki

anlaşmazlıkların tüm ticaret görüşmelerini tıkamasından endişe ediliyor. Tarım ürünleri üzerindeki gümrük tarifelerinin yüzde karşılıklarına dönüştürülmesi konusu uzun süredir tartışılıyor.

Supachai Panitchpakdi, bu konunun tüm görüşmeleri krize sokmasının kabul edilemez olduğunu belirterek konuyla ilgili tüm ülkeleri acil bir çözüm bulmaya davet etti.

Avrupa Birliği ve tarımda yüksek koruma politikası uygulayan diğer ülkeler gümrük olarak açıklanan kilo veya miktar başına belirlenen tarifeler uyguluyorlar ve bunların ad valorem veya değer yüzdesi şekline dönüştürülmesi gerekiyor.

Dönüştürmenin nasıl yapıldığı önemli çünkü anlaşmaya varılması halinde yapılacak olan tarife indirimlerinin miktarını büyük oranda etkileyecek.

Financial Times, 29 Nisan

## **Yüksek Petrol Fiyatları İslami Fonlara Talebi Yükseltiyor**

**Yüksek petrol fiyatları ve Orta Doğulu yatırımcıların geleneksel olarak petrolden kazandıkları parayı yönelttikleri ABD tahvillerine ilişkin endişelerinin artması, yeni bir varlık sınıfı olarak İslami fonların gördüğü rağbeti artırıyor.**

Citigroup, ilk kez 2002 yılında oluşturulan İslami fon piyasasının boyutunun bu yıl 5-5.5 milyar dolara ulaşacağını tahmin ediyor. HSBC yükselen piyasalar bölümü başkanı Philip Poole, Orta Doğulu yatırımcıların dolar varlıklardan kaçınmasıyla birlikte artan İslami fonlara yönelik talebin gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere (Orta Doğu dahil) yoğun bir refah transferi sağladığını kaydediyor.

Ortalama petrol fiyatları, 2000 yılının başından bugüne kadar 1990'lardaki düzeyinin neredeyse iki katına çıktı. Bu süre içinde üçte ikisi orta doğulu üreticiler tarafından gerçekleştirilen OPEC üretimi de son 25 yılın en yüksek düzeylerine ulaştı.

Konu hakkında yorum yapan bir bankacı, Orta Doğulu yatırımcıları, 1970'lerdeki petrol krizi döneminden farklı olarak elde ettikleri paraları nasıl değerlendirecekleri konusunda daha bilinçli olduklarını ifade etti.

İslami bir yatırım aracı olan sukuk, faiz ödemek yerine şeriat kurallarına uygun olarak kiralama gibi yollardan elde edilen karlardan pay dağıtmakta. İslami bankacılık finansmanından farklı olarak sukuk, ikincil piyasalarda da işlem görebiliyor.

Sukuk piyasası gelişmiş tahvil piyasalarından daha dar olmakla birlikte Citigroup, HSBC ve BNP Paribas gibi küresel yatırım bankaları, bu tür yatırım araçlarına yönelmek amacıyla kapasite oluşturuyorlar. Geçtiğimiz yıl Almanya'nın Saxony-Anhalt eyaleti, 100 milyon euro ile ilk islami olmayan sukuk ihracını gerçekleştirdi.

Bankacılar Orta Doğu haricindeki yatırımcıların da artık sukuk'a ilgi göstermekte olduğunu kaydediyorlar. Philip Poole, bu tür bir yatırım aracının performansının oturmuş piyasaları geçebileceği yönünde fikirler olduğunu ifade ediyor. Petrol fiyatları yüksek kaldığı sürece sukuka ilginin devam etmesi bekleniyor.

Financial Times, 2 Mayıs