

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

## DIŞ EKONOMİK HABERLER

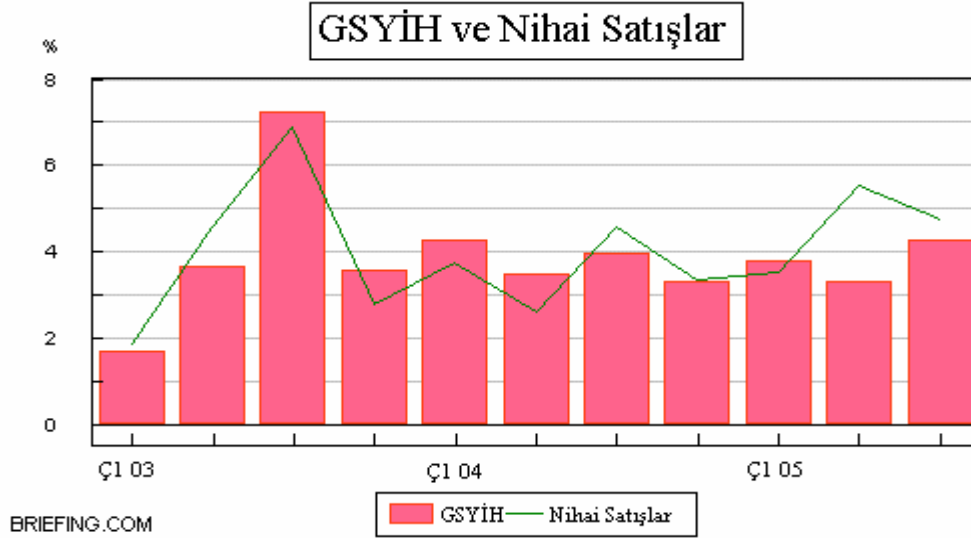
- ✓ ABD’de Ekonomik Büyüme, Üçüncü Çeyrekte Hızını Artırdı
- ✓ Almanya’da İşsizlik Artıyor
- ✓ Fransa’da İşsizlik Ekim Ayında da Azaldı
- ✓ Japonya’da Deflasyon Riski
- ✓ Japonya’da İşsizlikteki Azalış Eğilimi Devam Ediyor
- ✓ OECD’nin Ekonomik Görünüm Raporu’nda Türkiye
- ✓ OECD Uyarıyor: Küresel Ekonomi Çok Hassas Bir Süreçte
- ✓ Avrupa Merkez Bankası Uyarılara Rağmen Faiz Oranını Yükseltti
- ✓ Vergi ve Eski Avrupa’da Değişim Rüzgarları
- ✓ AB’de Vergi Rekabeti
- ✓ 2006 Yılında Döviz Krizi Senaryoları
- ✓ ABD Birlikleri Irak’tan Çekilecek
- ✓ Amerikalılar Petrol Kesintileriyle Karşılaşmak Ve Statü Sembolü Otomobillerden Vazgeçmek İstemiyor
- ✓ İtalya’da Bütçe Grevi
- ✓ Brüksel İtalya Merkez Bankası Başkanı Hakkında Yasal İşlem Başlatıyor
- ✓ Brüksel Yeni Şirket Yönetimi Kurallarını Destekliyor
- ✓ AB Komisyonu Yeni Bir Muhasebe Kuralı Benimsiyor
- ✓ Almanya Şirketler Konusunda Liderliği İsviçre’ye Bıraktı
- ✓ İspanya Satılan Şirketlerdeki ‘Altın Hisselerinden’ Vazgeçiyor
- ✓ Çelik Şirketi Arcelor’dan Dofasco’ya 3.7 Milyar Dolarlık Karşı Teklif
- ✓ Dünyanın En Güvenilen Şirketleri

### YORUMLAR:

- ✓ Avrupa’yı Doğru Yorumlamalıyız
- ✓ Avrupa Merkez Bankası’nda Reform Gerekli
- ✓ Yükselen Ekonomilerde Şirket Tahvili Piyasaları Gelişiyor

## ABD’de Ekonomik Büyüme, Üçüncü Çeyrekte Hızını Artırdı

ABD Ticaret Bakanlığı Ekonomik Analiz Bürosu’ndan yapılan açıklamaya göre, bir ay önce yüzde 3.8 olarak açıklanan ABD ekonomisinin, yılın üçüncü çeyreğinde gerçekleştirdiği büyüme oranı, yıllık bazda yüzde 4.3 olarak revize edildi. Bu oran, son bir buçuk yılın en yüksek büyüme oranıdır. Son on iki aylık bazda hesaplandığında, sermaye yatırımlarında vergi teşviklerinin sona ermesine, Katrina Kasırgasına, rekor seviyedeki dış ticaret açığına ve yüksek petrol fiyatlarına rağmen büyüme oranı yüzde 3.7 oldu.



Yüksek büyüme oranında en önemli katkıyı kişisel tüketim, ekipman ve yazılım, federal hükümet harcamaları ve sabit konut yatırımları yaptı. Özel stoklardaki azalma ise büyüme oranını olumsuz etkiledi.

Cari fiyatlarla GSYİH ise yüzde 7.4 artışla 12.6 trilyon dolar oldu.  
briefing.com, bea.gov

## Almanya’da İşsizlik Artıyor

**Almanya’da Ekim ayında istihdam edilen kişi sayısı, 190 bin kişi artarak 39,2 milyon kişi olurken işsiz sayısının 200 bin kişi artmasıyla işsizlik oranı yüzde 8.3’e yükseldi.**

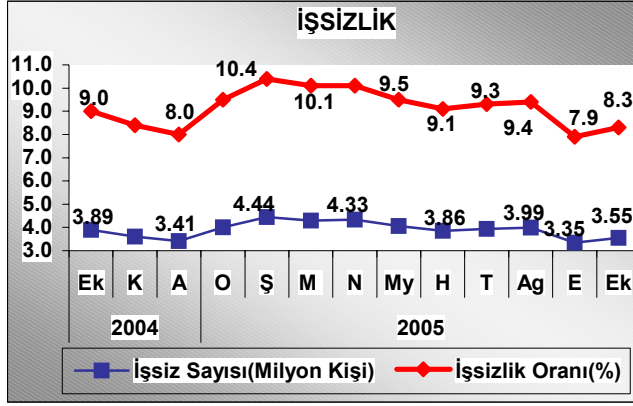
Almanya Federal İstatistik Bürosu’nun açıklamalarına göre Ekim ayında istihdam edilen kişi sayısı, Eylül ayına göre 190 bin kişi artarak 39.24 milyon kişi oldu. İstihdam edilen kişi sayısının 15-64 yaş arasındaki nüfusa oranı olan istihdam oranı ise bir önceki aya göre 0.3 puan artarak yüzde 69.1 oldu.

Ekim ayında toplam işsiz sayısı, 200 bin kişi artışla 3.55 milyon kişi olurken işsizlik oranı da bir önceki aya göre 0.4 puan artarak yüzde 8.3’e yükseldi. Kadınlardaki işsizlik oranı yüzde 8.7’ye, erkeklerdeki işsizlik oranı yüzde 7.9’a yükseldi. 25 yaşın altındaki işsizlik oranı yüzde 14.5 olurken 25 yaşın üstündeki işsizlik oranı yüzde 7.4 oldu.

	İşgücü Durumu(2005)	
	Milyon Kişi	
	Ekim	Eylül
İşgücü	42.79	42.40
İstihdam edilen	39.24	39.05
İşsiz Sayısı	3.55	3.35
İstihdam Oranı(%)	69.1	68.8
İşsizlik Oranı (%) (1)		
Toplam	8.3	7.9
Erkek	7.9	7.5
Kadın	8.7	8.4
25 Yaşın Altı	14.5	14.1
25 Yaş ve Üzeri	7.4	7.0
Batı Almanya	7.5	6.8
Doğu Almanya (Berlin Dahil)	11.4	12.1
İşsizlik Oranı(2)	8.7	8.2

(1) Orijinal Seri

(2) Mevsimsel olarak Uyarlanmış



İşsizlik oranı, Doğu Almanya'da yüzde 11.4; Batı Almanya'da ise yüzde 7.5 olarak gerçekleşti.

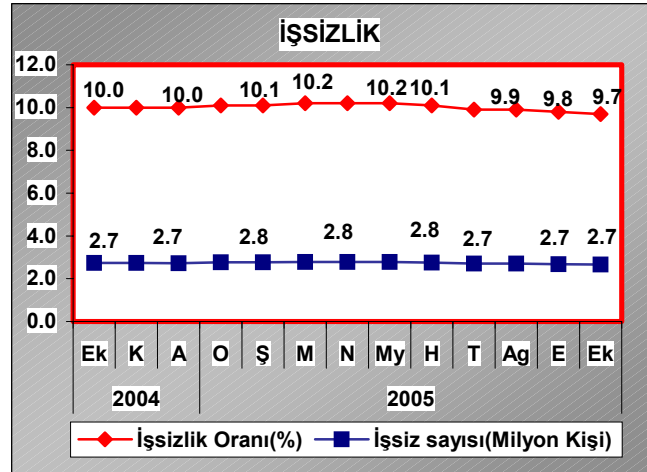
Ekim ayında mevsimsel olarak uyarlanmış işsizlik oranı yüzde 8.7'ye, mevsimsel olarak uyarlanmış toplam işsiz sayısı da 3.71 milyon kişiye yükseldi.

[www.destatis.de](http://www.destatis.de), 30 Kasım

## Fransa'da İşsizlik Ekim Ayında da Azaldı

Ekim ayında toplam işsiz sayısı, aylık bazda 13 bin kişi; yıllık bazda ise 68 bin kişi azalarak 2.7 milyon kişiye gerilerken işsizlik oranı da aylık bazda yüzde 0.1; yıllık bazda yüzde 0.3 azalarak yüzde 9.7 olarak gerçekleşti.

Fransa'da Ekim ayında toplam işsiz sayısı, bir önceki aya göre yüzde 0.5, 2004 yılı Ekim ayına göre yüzde 2.5 azalarak 2 milyon 665 bin kişi oldu. Eylül ayında yüzde 9.8 olan işsizlik oranı da Ekim ayında yüzde 9.7'ye geriledi. Erkekler arasında yüzde 8.9; kadınlar arasında yüzde 10.8 olan işsizlik oranında, bir önceki aya göre değişiklik kaydedilmedi.



25 yaşın altındaki işsizlik oranı, yüzde 22.9 ile yüksek seviyesini korurken 25-49 yaş arasındaki işsizlik oranı yüzde 8.8 ve 50 yaşın üzerindeki işsizlik oranı yüzde 7 ile bir önceki ay seviyesini korudu.

[www.insee.fr](http://www.insee.fr), 30 Kasım 2005

## Japonya'da Deflasyon Riski

Japonya'da, 2005 yılı Ekim ayında, aylık bazda tüketici fiyatlarındaki artış yavaşlarken yıllık bazda düşüş eğilimi devam etti. Tüketici fiyatları, bir önceki aya göre yüzde 0.1 artarken 12 aylık tüketici fiyatlarında yüzde 0.7 gerileme kaydedildi.

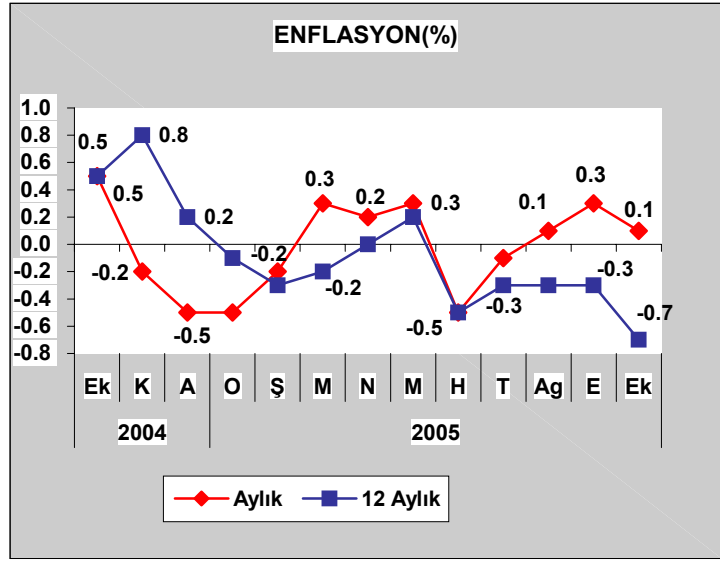
Japonya İstatistik Ofisi'nin açıklamalarına göre, Ekim ayında tüketici fiyatları, bir önceki aya göre yüzde 0.1 arttı. Eylül ayında yüzde 0.3 gerileyen 12 aylık tüketici fiyatları ise Ekim ayında yüzde 0.7 geriledi.

Eylül ayında bir önceki aya yüzde 0.4 ile yüzde 2 artan yiyecek ve taze yiyecek fiyatları, Ekim ayında yüzde 0.1 ile yüzde 0.6 artış kaydetti.

Ekim ayında yakıt, elektrik ve su fiyatları, bir önceki aya göre yüzde 0.9 artarken giyecek fiyatlarındaki artış yüzde 1 oldu.

Taze yiyecek hariç fiyatlarda da bir önceki aya göre yüzde 0.1 artış olurken yıllık bazda değişiklik kaydedilmedi.

[www.stat.go.jp](http://www.stat.go.jp), 25 Kasım



## Japonya'da İşsizlikteki Azalış Eğilimi Devam Ediyor

Japonya'da Ekim ayında istihdam edilen kişi sayısı, bir önceki yıla göre yüzde 0.9 artarken işsizlik oranında ise yüzde 2.3 azalış kaydedildi.

Japonya İstatistik Bürosu'nun açıklamalarına göre Ekim ayında istihdam edilen kişi sayısı, bir önceki yıla göre 570 bin kişi artarak 64 milyon 90 bin kişi oldu. İstihdam oranı ise (istihdamın 15 yaş ve üzeri nüfusa oranı) yüzde 58 ile bir önceki yıla göre değişmedi. Bu oran, erkek nüfusta yüzde 70 olurken kadın nüfusta yüzde 47 seviyesinde kaldı.

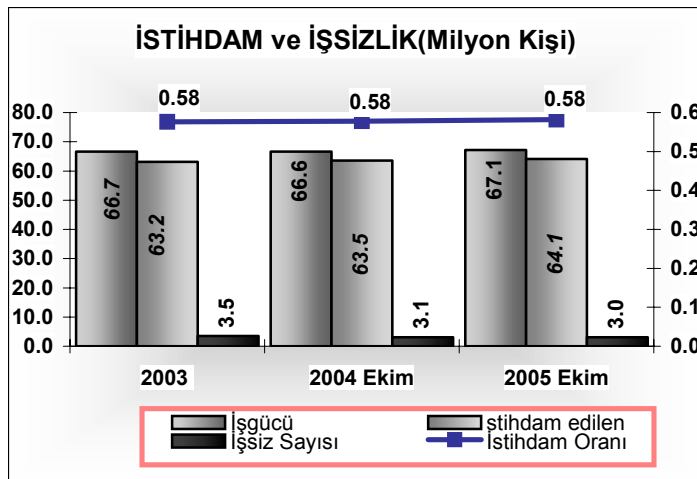
İşgücüne katılmayanların sayısı, 270 bin kişi azalışla 42 milyon 960 bin kişi olurken yüzde 60.9 olan işgücüne katılım oranı ise geçen yıla göre yüzde 0.3 arttı.

### İşgücü Durumu ( Ekim 2005)

	Milyon Kişi	Bir Önceki Yıla Göre	
		Bin Kişi	Yüzde
15 + yaş üzeri nüfus	110.2	190	0.2
İşgücü	67.1	500	0.8
İstihdam edilen	64.1	570	0.9
İşsiz Sayısı	3.0	-70	-2.3
İşgücüne katılmayanlar	43.0	-270	-0.6
İşgücüne katılım Oranı	60.9		0.3
İşsizlik Oranı(1)	4.5		-0.2
İşsizlik Oranı(2)	4.5		0.3

(1) Orijinal seri

(2) Mevsimsel olarak uyarlanmış ve bir önceki aya



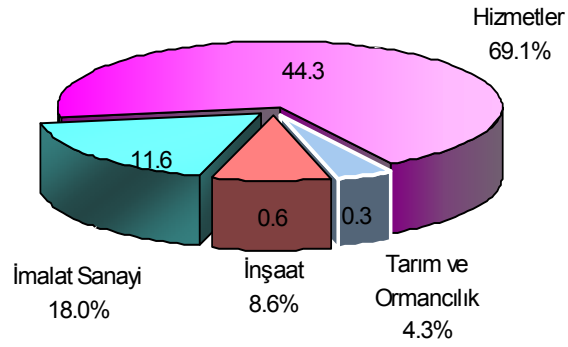
Bir önceki yıla göre 70 bin kişi azalan işsiz sayısı, 3 milyon 40 bin kişi oldu. Orijinal serilere göre yüzde 0.2 azalan işsizlik oranı da yüzde 4.5 olarak gerçekleşti.

Diğer taraftan mevsimsel olarak uyarlanmış işsizlik oranı, Eylül ayında bir önceki aya göre yüzde 0.3 artarak yüzde 4.5'e yükseldi.

Ekim ayında istihdamın sektörel dağılımına bakıldığında ise; hizmetler sektöründe istihdam edilenlerin toplam istihdam içindeki payı yüzde 69.1 iken tarım sektöründe yüzde 4.3; imalat sanayiinde yüzde 18 ve inşaatta yüzde 8.6 oldu.

[www.stat.go.jp](http://www.stat.go.jp), 29 Kasım

**İstihdamın Sektörel Dağılımı (Milyon kişi)**



## OECD'nin Ekonomik Görünüm Raporu'nda Türkiye

**Raporda Türkiye ekonomisinin yakın geçmiş ve gelecekteki performansına ilişkin veriler ve tahminler yer almaktadır. Bu yıl ve önümüzdeki iki yıl boyunca ekonomik büyümenin ve cari açığın yüzde 6; işsizliğin ise yüzde 9 seviyelerindeki seyrini sürdüreceği beklentisinin ifade edildiği raporda kur üzerindeki artan risk karşısında ekonomik reformlara devam edilmesinin gerektiği değerlendirilmesine de yer verilmektedir.**

OECD tarafından 29 Kasım'da yayımlanan Ekonomik Görünüm (Economic Outlook) başlıklı raporda önemli ekonomik göstergeler bazında Türkiye ekonomisinin son yıllardaki performansına ve 2005, 2006 ve 2007 yıllarındaki performans beklentilerine dair tahmin ve değerlendirmelere yer verilmiştir. Raporda, Avrupa Birliği ile Katılım Müzakerelerinin başlamasının ardından daha da iyileşen iç ve dış güvenin desteği ile GSYİH büyümesinin 2006 ve 2007 yıllarında da yüzde 6 civarında olmasının beklendiği ifade edilmektedir.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Reel GSYİH (Yüzde Değişim)	7.9	5.8	8.9	5.8	6	6.4

Büyümeyle ilgili olumlu beklentilerin yanında artan sermaye girişinin kur üzerindeki yukarı yönlü baskıyı artıracığı, bu nedenle ekonominin esnekliğini ve rekabet gücünü artırmaya yönelik reformların sürdürülmesinin gerektiği de raporda belirtiliyor.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Reel Özel Tüketim Harcamaları *	2.1	6.6	10.1	4.5	5.3	5.4
Reel Toplam Gayrisafi Sabit Sermaye Oluşumu *	-1.1	10	32.4	16.5	14.1	15.8
Reel Toplam İç Talep *	9.3	9.3	14.1	6.9	7.1	7.7
GSYİH Deflatörü *	44.1	22.5	9.9	7.6	5.9	4.3
Tüketici Fiyatları *	45	25.3	10.6	8	6.2	4.5
İşsizlik Oranı	10.1	10.3	10.1	10	9.7	9.3
Cari İşlemler Dengesi (Milyar Dolar)	-1.5	-8	-15.5	-22.6	-26.4	-29.3
Cari İşlemler Dengesi (GSYİH'nın Yüzdesi)	-0.9	-3.4	-5.1	-6.2	-6.6	-6.7

\* yüzde değişim

Tarım-dışı istihdamın 2005 yılının ilk yarısında yüzde 8 artmasına rağmen, büyüyen işgücü ve tarımsal istihdamdaki düşüş nedeniyle işsizliğin küçük bir gerileme gösterdiği, büyüme hızındaki düşüğe rağmen dış ticaret ve cari işlemler dengelerinin yüksek petrol fiyatları ve ithalattaki güçlü reel artışın etkisiyle daha da kötüleştiği de raporda yer ver verilen hususlar arasındadır.

Faiz Oranları	2004	2005	2006	2007
Kısa Vadeli	23.8	15.9	12.5	10.5
Uzun Vadeli	24.9	16.2	13	11

İlk yedi ayda doğrudan yabancı yatırım ve özel sektörün aldığı uzun vadeli uluslararası borçlar nedeniyle 9.5 milyar dolar tutarında sermaye girişinin ve 7.8 milyar dolar tutarındaki portföy girişinin etkisiyle, efektif döviz kurunun tüketici fiyatları bazında reel olarak yüzde 8 değer kazandığı da raporda belirtilen hususlardan biridir.

### **OECD Uyarıyor: Küresel Ekonomi Çok Hassas Bir Süreçte**

**OECD'nin iki yılda bir yayınladığı Ekonomik Görünüm raporunda yer alan tahminler, dünya ekonomisinin birtakım risklerle karşı karşıya olduğuna dikkat çekiyor. OECD, üyesi olan otuz ülke için görünümün şu an parlak olmakla birlikte ABD'de faiz oranları yükselirken varlık fiyatlarının düşmesi ve dünyanın diğer bölgelerinde devam etmekte olan durgunluk nedeniyle bu görünümün gölgelenebileceği uyarısında bulundu.**

OECD, dünya ekonomisinde genel olarak bir iyileşme olmasına rağmen küresel ekonominin hassasiyetinin gözardı edilmemesi gerektiğinin altını çiziyor. OECD baş ekonomisti Jean-Philippe Cotis, dünya genelinde kısa vadeli beklentilerin iyileşmeye başlaması ve Amerikan ekonomisinin güçlenmesinin yarattığı bir rahatlama olduğunu, ancak bu dengeyi bozabilecek risklerin giderek arttığını kaydediyor. Cotis'in altını çizdiği en önemli risk, dünya genelinde ticaret dengesizliklerinin artıyor olması. OECD, 2005 yılında GSYİH'nin yüzde 6.5'i olan Amerikan cari açığının 2007 yılında GSYİH'nin yüzde 7'sine yükseleceğini tahmin ediyor. Buna karşılık Asya ekonomilerinin cari fazlasının da hızla artacağı düşünülüyor. OECD'ye göre 2007 yılına kadar Çin'in cari işlemler fazlası GSYİH'nin yüzde 8'inin üzerine çıkacak, Japonya'da ise GSYİH'nin yüzde 5'i düzeyinde olacak.

Jean-Philippe Cotis, ticaret dengesizliklerinin devam etmesi halinde ABD'de faizlerin yükselip varlık fiyatlarının düşeceğini, dolar değer kaybederken Japonya ve Avrupa'da deflasyon riskleriyle karşı karşıya kalınacağını, tüm bunların sonucunda da dünya ekonomik büyümesinin yavaşlayacağını kaydediyor.

OECD'nin dünya ekonomisine ilişkin bu endişeleri, euro alanı ve Japonya'da sıkı para politikası konusunda Avrupa Merkez Bankası ve Japonya Merkez Bankasından daha istekli olmasına neden oluyor. OECD, Avrupa'da faiz oranlarının en azından ekonomik iyileşme daha güçlü bir hal almaya kadar artırılmamasını, Japonya'da ise merkez bankasının deflasyon tamamen ortadan kalkmaya kadar esnek para politikasını değiştirmemesini tavsiye ediyor.

OECD, raporunda ayrıca dünyanın en önemli ekonomileri olan ABD, Avrupa ve Asya ülkelerinin hükümetlerini dünya ekonomisini daha güvenli kılabilecek ekonomik stratejiler geliştirmemekte suçluyor.

### OECD Tahminleri

	2005	2006	2007
<b>Fransa</b>			
Reel GSYİH büyümesi (yıllık yüzde değişim)	1.6 (1.4*)	2.1	2.2
Enflasyon (yıllık yüzde değişim)	1.3	1.7	1.6
İşsizlik oranı (yüzde olarak)	10.0	9.6	9.0
Bütçe Dengesi (GSYİH'nın yüzdesi olarak)	-3.2	-3.2	-3.0
Kısa Vadeli Faiz Oranları (yüzde)**	2.2	2.2	2.9
<b>İtalya</b>			
Reel GSYİH büyümesi (yıllık yüzde değişim)	0.2(-0.6*)	1.1	1.5
Enflasyon (yıllık yüzde değişim)	2.6	1.8	2.3
İşsizlik oranı (yüzde olarak)	7.7	7.5	7.4
Bütçe Dengesi (GSYİH'nın yüzdesi olarak)	4.3	-4.2	-4.8
Kısa Vadeli Faiz Oranları (yüzde)**	2.2	2.2	2.9
<b>Meksika</b>			
Reel GSYİH büyümesi (yıllık yüzde değişim)	3.0(4.0*)	3.9	3.5
Enflasyon (yıllık yüzde değişim)	4.7	3.7	3.1
İşsizlik oranı (yüzde olarak)	3.6	3.4	3.4
Kısa Vadeli Faiz Oranları (yüzde)	9.5	8.9	7.4
<b>İngiltere</b>			
Reel GSYİH büyümesi (yıllık yüzde değişim)	1.7(2.4*)	2.4	2.7
Enflasyon (yıllık yüzde değişim)	2.0	1.7	1.6
İşsizlik oranı (yüzde olarak)	4.8	5.1	5.6
Bütçe Dengesi (GSYİH'nın yüzdesi olarak)	-3.1	-3.0	-3.2
Kısa Vadeli Faiz Oranları	4.7	4.5	4.5
<b>OECD</b>			
Reel GSYİH büyümesi (yıllık yüzde değişim)	2.7(2.6*)	2.9	2.9
Enflasyon (yıllık yüzde değişim)	2.1	1.9	1.9
İşsizlik oranı (yüzde olarak)	6.5	6.3	6.0
Bütçe Dengesi (GSYİH'nın yüzdesi olarak)	-3.2	-3.2	-3.1
<b>Küresel</b>			
Reel GSYİH büyümesi (yıllık yüzde değişim)	7.3	9.1	9.2
<b>Almanya</b>			
Reel GSYİH büyümesi (yıllık yüzde değişim)	1.1(1.2*)	1.8	1.7
Enflasyon (yıllık yüzde değişim)	0.7	0.7	1.0
İşsizlik oranı (yüzde olarak)	9.3	9.1	8.7
Bütçe Dengesi (GSYİH'nın yüzdesi olarak)	-3.9	-3.6	-2.6
Kısa Vadeli Faiz Oranları (yüzde)**	2.2	2.2	2.9

**Japonya**

Reel GSYİH büyümesi (yıllık yüzde değişim)	2.4(1.5*)	2.0	2.0
Enflasyon (yıllık yüzde değişim)	-1.1	0.1	0.6
İşsizlik oranı (yüzde olarak)	4.4	3.9	3.5
Bütçe Dengesi (GSYİH'nın yüzdesi olarak)	-6.5	-6.0	-6.0
Kısa Vadeli Faiz Oranları (yüzde)	0	0	0.7

**Güney Kore**

Reel GSYİH büyümesi (yıllık yüzde değişim)	3.9(4.3*)	5.1	5.2
Enflasyon (yıllık yüzde değişim)	0	1.0	1.5
İşsizlik oranı (yüzde olarak)	3.8	3.7	3.6
Bütçe Dengesi (GSYİH'nın yüzdesi olarak)	0.2	0.0	0.2
Kısa Vadeli Faiz Oranları (yüzde)	3.6	4.4	5.4

**ABD**

Reel GSYİH büyümesi (yıllık yüzde değişim)	3.6(3.6*)	3.5	3.3
Enflasyon (yıllık yüzde değişim)	2.7	2.5	2.3
İşsizlik oranı (yüzde olarak)	5.1	4.8	4.7
Bütçe Dengesi (GSYİH'nın yüzdesi olarak)	-3.7	-4.2	-3.9
Kısa Vadeli Faiz Oranları (yüzde)	3.5	4.8	4.9

**Euro Alanı**

Reel GSYİH büyümesi (yıllık yüzde değişim)	1.4.(1.2*)	2.1	2.2
Enflasyon (yıllık yüzde değişim)	1.8	1.7	1.9
İşsizlik oranı (yüzde olarak)	8.7	8.4	8.1
Bütçe Dengesi (GSYİH'nın yüzdesi olarak)	-2.9	-2.7	-2.5
Kısa Vadeli Faiz Oranları (yüzde)	2.2	2.2	2.9

Kaynak: OECD

\* Mayıs 2005 tahmini

\*\* Euro Alanı oranı

Financial Times, 30 Kasım 2005, sayfa: 2

## **AB Merkez Bankası Uyarılara Rağmen Faiz Oranlarını Yükseltti**

Avrupa Maliye Bakanları, salı günü yaptıkları toplantıda Avrupa Merkez Bankası'nı (AMB) faiz oranlarını artırmaması konusunda uyardı. Lüksemburg Maliye Bakanı, enflasyonun kontrol altında olduğunu ve 12 üyeli euro alanının faiz artışından zarar göreceğini belirtti. Buna paralel olarak yılda iki kez yayınlanan Ekonomik Görünüm Raporu'nda, OECD'de Avrupa'da daha sürdürülebilir bir iyileşme için faiz oranlarının 2006 sonbaharına kadar değişmeden kalması gerektiğine dikkat çekti. Buna rağmen 1 Aralık'ta AMB'nin 5 yıldan beri ilk kez faiz oranını çeyrek puan artırarak yüzde 2.25'e yükseltti. Jean Claude Trichet'nin faiz artışı kararının sonuçları önümüzdeki aylarda görülecek.

AMB Başkanı Jean Claude Trichet, daha önce faiz oranında artışın, enflasyonu AMB'nin hedefi olan yüzde 2'nin altına çekmek için gerekli olduğunu ifade ederek faiz oranlarında bir artışın sinyallerini vermişti. Genel olarak petrol fiyatlarının artması ülkeleri enflasyonun yükselmesi konusunda endişelendiriyor. Fakat bu yönde bir eğilim olması, AMB



ile başkanlığını Lüksemburg Başbakanı Jean-Claude Juncker'in yaptığı 12 üyeli euro alanı politik liderleri arasında gerginliğe sebep oldu.

Avrupa'da Lüksemburg Başbakanı Jean-Claude Juncker dün Avrupa Parlamentosu'nda yaptığı konuşmada, enflasyonun faiz artışını gerektirecek kadar endişe yaratıcı boyutlarda olmadığını söyledi. Juncker ayrıca bankanın, faiz artışının Avrupa'nın ekonomik büyümesi üzerindeki sonuçlarının da bilincinde olması gerektiğini vurguladı. Euro alanı maliye bakanları başkanı Jean-Claude Juncker faiz artışının işçi sendikalarının daha yüksek ücret talep etmelerine sebep olacağını bunun da ikinci kuşak etkiler yaratacağına dikkat çekti.

OECD baş ekonomisti Jean-Phillipe Cotis, bir kerelik artışın çok büyük etkisi olmayacağını ifade etti. Ancak AMB'nin stratejinin iyi anlaşılmasının önemli olduğunu belirtti.

Bugün OECD'nin bundan sonraki genel sekreteri olarak onaylanması beklenen Angel Gurría, önceliklerinden birinin OECD ile AMB'nin nasıl koordine edileceği üzerinde çalışmak olduğunu söyledi.

Financial Times 30 Kasım 2005.Syf:1, Wall Street Journal 2 Aralık 2005.

## **Vergi Ve Eski Avrupa'da Değişim Rüzgarları**

**Avrupa'da hükümetlerin büyümeyi hızlandırmak ve yatırım çekmek idealleri, son sekiz yıldır kurumlar vergisi indirimlerine yol açmaktaydı. Ancak geçtiğimiz yıl AB'ye, çoğu düşük kurumlar vergisi oranı uygulamakta olan 10 ülkenin dahil olması, eski üyeler üzerinde rekabet baskılarını daha da yoğunlaştırdı. Şimdi artık Brüksel'de ulusal vergi rejimlerinin uyumlaştırılması tartışılıyor.**

Şirketlerin yerleşim yeri kararları açısından vergi, genellikle altyapı, siyasi istikrar, işgücünün maliyeti ve elde edilebilirliği gibi faktörlerden daha az önemli kabul edilmektedir. Ancak son dönemlerde yapılan araştırmalar, Avrupa içinde artık vergi farklılıklarının önemi artarken diğer faktörlerin öneminin giderek azalmakta olduğunu gösteriyor. Vergi rekabeti, sadece birbirine komşu ülkeler arasında değil, uzak ülkeler arasında da etkili oluyor.

OECD Vergi Politikası ve İdaresi Bölümü Başkanı Jeffrey Owens, küreselleşmenin artık sadece bir kavram değil, bir realite olduğunu kaydederken bu nedenle rekabetin artık sadece komşu ülkelerle sınırlı kalmadığına dikkat çekiyor.

Avrupalı şirketlerin yerleşimlerini veya genel merkezlerini taşıma kararı, genellikle satın alma veya yeniden yapılanma gibi durumlar sonucunda verilmektedir. Yeniden yapılanma durumunda çoğunlukla fikri mülkiyet hakları, mali faaliyetler gibi karlılık oranı yüksek faaliyetler, İrlanda gibi düşük vergi oranlarına sahip ülkelerde gerçekleştirilmektedir. Jeffrey Owens, büyük çokuluslu şirketlerin, geliri düşük vergi oranı uygulayan ülkelerde, harcamaları ise yüksek vergi oranı uygulayan ülkelerde tutmaya çalıştıklarını ifade ediyor.

Bu konuda Avrupa Birliği Adalet Divanı'na yansıyan anlaşmazlıklar mevcut. Örneğin Cadbury Schweppes'in İrlanda'daki operasyonlarının İngiliz hükümeti tarafından vergilendirilip vergilendirilemeyeceği konusu Adalet Divanı'nın gündeminde.

Yeni yatırım kararlarında da vergi önemli bir rol oynuyor. İngiltere'nin 2005 yatırım istatistikleri, ülkenin yabancı yatırım çekme konusunda lider olduğunu gösteriyor. Oxford

Intelligence tarafından yapılan bir araştırma ise İsviçre ve Hollanda'nın uluslararası şirketlerin merkezlerini çekmekte olduğunu ortaya koyuyor.

Şirketlerin yerleşim kararları verilirken görünürdeki vergi oranların ötesinde ülkedeki toplam vergi yüküne de bakılması gerekmektedir. Birçok AB ülkesinde artık sosyal güvenlik payları, en büyük gelir kaynağı haline gelmiştir. Katma Değer Vergisi, gelir vergisi ve vergi teşvikleri de ülkeler arasında farklılık göstermektedir.

Avrupa ülkelerinin belirli yatırımları çekmek için uygulamakta olduğu teşvikler, “zararlı” vergi uygulamalarının önüne geçmek isteyen OECD ve AB tarafından eleştiriliyor. Örneğin Belçika, mali, muhasebe ve idari faaliyetlere kolaylık sağlayan vergi rejimini kaldırmaya zorlanırken İrlanda, üretim sektörüne yönelik yüzde 10 kurumlar vergisi uygulamasını kaldırarak yüzde 12.5 oranında genel bir kurumlar vergisi getirdi.

Jeffrey Owens, zararlı vergi rekabetinin önlenmesi için büyük şirketlerin, yerleşim yeri değişikliğinin vergi dışındaki nedenlerden kaynaklandığını ispat etmek zorunda bırakıldığını kaydediyor.

Avrupa'nın her yerinde faaliyet göstermekte olan bir İngiliz işadamı, en ideal iş ortamının Estonya'da olduğunu iddia ediyor. İşadamı, yeniden yatırıma yönelen karlara sıfır vergi uygulanmasının küçük ve orta ölçekli işletmeler için büyük bir teşvik olduğu inancında.

Yapılan pek çok çalışma göstermektedir ki düşük gelir vergisi oranları, kişilerin girişimcilik kararları üzerinde büyük etki yapmaktadır. Servet üzerindeki vergiler de yeni şirket kuran veya şirketlere finansman sağlayan zengin kişilerin yerleşim kararlarını etkilemesi nedeniyle önemli.

Avrupa'da halen uygulanmakta olan bazı vergi rejimleri, girişimcilerin önüne engeller koymaktadır. Yüksek sermaye kazancı vergisi oranları, dağıtılmış karların çifte vergilendirilmesi, vergi kayıplarının hesaba geçirilmesinin kısıtlanması, yeni kurulan girişimler açısından caydırıcıdır.

Girişimcilik faaliyetlerini çekmek isteyen bazı Avrupa ülkeleri, küçük işletmelere düşük KDV, KDV istisnası ve yatırım indirimi gibi bazı teşvikler sunmaktadır. Ancak 2002 yılında OECD tarafından yapılan bir araştırma, bu tedbirlerin, girişimcilerin karşılaşmakta olduğu diğer vergi engellerini her zaman telafi edemediğini ortaya koydu.

### **AB'de Ortak Kurumlar Vergisi Çalışmaları**

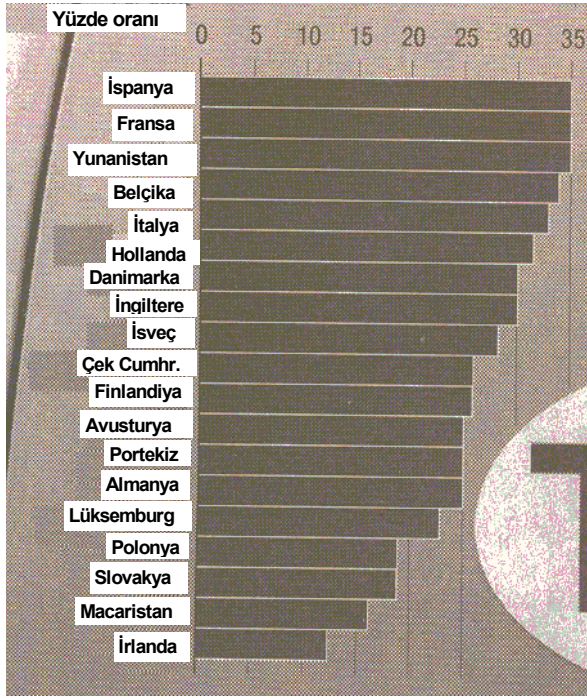
Avrupa Birliği Komisyonu tarafından son şekli verilmekte olan düzenlemeyle Avrupa'da faaliyet göstermekte olan şirketler, ortak kurumlar vergisi kurallarına tabi olacak. AB Vergi Komiseri Laszlo Kovacs, AB ortak kurumlar vergisi matrahı oluşturulmasına yönelik çalışmaların, bu yıl sonuna kadar tamamlanacağını açıkladı. Kovacs, iş dünyasının tam destek verdiği planın şeffaflığı artırarak Avrupa sınırları dışında faaliyet gösteren şirketlerin karşı karşıya olduğu bürokrasiyi azaltacağını ifade etti.

Kovacs'ın verdiği bilgiye göre, 25 AB üyesinden 20'si planı desteklerken İngiltere, İrlanda, Çek Cumhuriyeti, Slovakya ve Estonya, plana karşı çıkıyor. Kovacs, şirketlere farklı ülkelerdeki vergi yüklerini kolayca karşılaştırabilme şansı tanınması nedeniyle yeni sistemin, AB genelinde kurumlar vergisi rekabetini artıracığını belirtirken ortak vergi matrahının

Avrupa çapında bir minimum vergi getirecek bir “truva atı” olarak kullanılacağına ilişkin eleştirileri reddetti. Minimum kurumlar vergisi yaklaşımı, Estonya ve İrlanda gibi çok düşük vergi oranı uygulayan ülkelerden kaynaklanan rekabeti engellemeyi hedefliyor. Bu yaklaşımın en büyük destekçisi Fransa.

Ortak kurumlar vergisi matrahı planı, Almanya dahil birçok batı Avrupa ülkesine yarar sağlayacaktır. Örneğin Polonya, Almanya’dan daha düşük bir kurumlar vergisi oranı uyguluyor; ancak bu ülkede vergi matrahı Almanya’dan daha yüksek. Bu nedenle iki ülke arasında genel kurumlar vergisi yükü farkı, görüldüğü gibi daha az.

Kurumlar Vergisi Oranı



2004 yılında Avrupa Birliği’ne 10 Doğu Avrupa ülkesinin dahil olmasıyla birlikte eski üyeler, düşük vergi oranı uygulamakta olan bu ülkelerden kaynaklanan rekabet dolayısıyla sıkıntı yaşamışlardı. Fransa ve Almanya, başlangıçta eski komünist bloğu ülkesi 8 yeni üyeye kurumlar vergisi oranlarını yükseltme konusunda baskı yapmaya çalıştıysa da bir süre sonra Almanya bu politikada Fransa’yı yalnız bıraktı. Doğu Avrupa ülkelerine baskı uygulama yönteminin başarısızlığa uğramasının ardından bazı Batı Avrupa ülkeleri, yeni üyelerde uygulanmakta olan düz oranlı vergi sistemini denemeye karar verdi. Almanya ve İngiltere’deki muhafazakarlar ve Hollanda’daki

liberaller fikre az da olsa sıcak bakıyor. Ancak köklü batı Avrupa ekonomilerinde düz oranın uygulanması olasılığı, teknik ve siyasi sorunlar yarattı. Düz oran uygulanması fikri, Almanya seçimlerinde Hıristiyan Demokratlara oy kaybetti.

Birlik üyelerinin kaç tanesinin sistemin uygulanmasına taraftar olacağını anlamak için Laszlo Kovacs’ın ortak Avrupa Birliği kurumlar vergisi matrahı planına ilişkin teknik çalışmaların tamamlanmasını beklemek gerekecek.

Financial Times, 24 Kasım, sayfa: 4

## AB’de Vergi Rekabeti

Avrupalı hükümetler açısından son günlerin en önemli gündem maddelerinden biri şüphesiz ki vergi. Düşük vergi oranlarına sahip Doğu Avrupa ülkelerinin Birliğe dahil olması, eski üyelerde rahatsızlık yaratıyor. Eski üyeler, “vergi dampingi” nedeniyle devlet gelirlerinin ve refah programlarının tehlikeye gireceği endişesi taşıyor. Yeni üyeler ise bu tür bir rekabetin girişimciliği teşvik edeceği ve yabancı yatırımları çekeceğini iddia ediyorlar.

Estonya ve Slovakya gibi düşük vergi oranlarına sahip ülkelerin katılımı, Avrupa Birliğinde uzun zaman önce hayali kurulan “vergi harmonizasyonu” düşüncesini tekrar gündeme taşıdı. Ancak bugün artık üye sayısı 25’e ulaşan bir Birlikte bu tür bir uyumun gerçekleşmesi eskisinden daha zor görünüyor. Ancak komünizmin yıkıntılarından dirilmek durumunda kalan doğu Avrupa ülkeleri, batı Avrupa’nın eski demokrasilerinin hayal edemeyeceği kadar radikal bir şekilde değişim gerçekleştirebilmektedirler.

Öte yandan AB genişleme süreci, vergi matrahlarının uyumlaştırılmasının gerekliliği konusunda yeni bir tartışma başlattı. Brüksel, uzun zamandan beri dolaylı vergilerin oranı ve matrahının belirlenmesinde önemli rol oynarken doğrudan vergileme konusunda rolü çok daha azdır. Yine de Komisyon, kurumlar vergisi konusunda ortak bir oran olmasa da AB vergi matrahı oluşturulması arzusunda. Birliğin Vergi Komiseri Laszlo Kovacs’ın, bu konuda yıl sonuna kadar bir teklif sunması bekleniyor. Kovacs, ortak bir kurumlar vergisi matrahı oluşturulmasının şirketlere Avrupa genelinde farklı vergi yüklerini karşılaştırma şansı vereceğini kaydediyor. Ancak İrlandalı mali hizmetler komiseri Charlie McCreevy, ortak bir matrah oluşturmaya çalışılmasının, uyumlaştırmaya “dolaylı bir uyumlaştırma” olacağı uyarısında bulundu.

McCreevy, AB üyesi ülkeler oybirliğiyle tüm kurumlar vergisi indirimlerini standardize edebilirlerse AB genelinde vergilendirilebilir karlara ilişkin farklı uygulamalara imkan kalmayacağı inancında. Matrah uyumlaştırması yapılabilirse, vergi oranları üzerinde rekabet daha güçleşeceğinden bu tür bir uyumlaştırma çok da arzu edilir değildir.

Komisyon’da bile bu görüş ayrılıkları varken üye ülkelerin vergi uyumlaştırılması üzerinde anlaşmaya varması, çok daha uzak bir ihtimal olarak görülüyor. Avrupa vatandaşları da elbette daha az vergi ödemeyi tercih etseler de bunu kamu hizmetlerinin azaltılması pahasına istemezler.

Financial Times, 24 Kasım 2005, Syf: 14

## **2006 Yılında Döviz Krizi Senaryoları**

**The Economist dergisinin, her yıl hazırladığı yıllığın bu yılki sayısında (The World in 2006) dünya ekonomisini bekleyen tehlikeler arasında döviz krizinin de bulunduğu iddia ediliyor. Yıllıkta yer alan konuya ilişkin yazıda, her ne kadar ekonomistler gözdardı etse de döviz krizi riskinin de en az diğer küresel riskler kadar önemli olduğu vurgulanıyor.**

Günümüzde enerji fiyatları ya da ticari korumacılık, kuş gribi ya da İran’ın nükleer programı, ekonomistler tarafından küresel risk olarak değerlendiriliyor. Ancak, çok az ekonomist, para biriminin yaratacağı sorunları göz önünde bulunduruyor. 2006 yılı, döviz kuru risklerinin açıkça hissedildiği bir yıl olabilir.

İlk olarak, dolar aniden düşebilir. Aşırı harcama yapan ve hiç tasarruf etmeyen halkı ve hükümetiyle ABD, iş teçhizatı ve inşaat gibi alanlara yatırım yapmak istiyorsa deniz aşırı ülkelere yönelmelidir. Amerika’nın aşırı harcaması ve tasarruf etmemesi sonucunda cari işlemler açığı ve diğer ülkelere olan borcu artıyor. 2005 yılında Amerika 800 milyar dolar yabancı paraya ihtiyaç duydu ve 2006 yılında bu rakamın 900 milyar dolar olacağı tahmin ediliyor. Dolayısıyla yabancıların 2006 yılında dolar alması gerekecek. Almak istemezlerse dolar düşecek. Açıkçası, bu durum, 2002 yılından bu yana piyasada olan biteni küçük çapta özetliyor. Ancak, günümüzde daha büyük miktarlar söz konusu ve yabancı yatırımcılar dolar

ihtiyaçlarını neredeyse karşılamış durumda. 2006 yılında doların dūřuřu hız kazanabilir ve bu durum, yabancı yatırımcıların sahip olduğu Amerikan varlıklarının değerini dūřürebilir. Yabancı yatırımcılar, bu varlıkları satıp paralarını başka yerlere yatırmaya karar verirse ne olacak? 2006 yılı doların hezimet yılı mı olacak?(Birinci Senaryo)

Dolar, 2006 yılında aşırı dūřüře geçebilir. Ancak asıl sorunlar Atlantik'in diğer tarafında devam edecektir. Avrupa'nın tek para birimi alanında da sorunlar yaşanıyor. Örneėin, büyük bir ekonomiye sahip, bürokrasinin yoğun, işgücü maliyetlerinin yüksek olduğu, giderek rekabetçi yapıdan uzaklaşan ve reformdan kaçan, birçok kez develüasyona maruz kalan ve euro taraftarı olmayan nüfusuyla İtalya tek para biriminden vazgeçebilir mi?

İtalya, tek para birimini kullanmaktan vazgeçebilir; ama henüz değil. İtalya, reform yapmazsa ekonomisi kötüleşecektir. Euro'dan vazgeçmek masraflı ve siyasi açıdan sarsıcı olacaktır. Böylece, euro alanının parçalanmasına dair korkular gündemden iniyor. Ancak bu mantıklı mı? Euro alanı gelecekte bir gün dağılırsa yatırımcılar, artık ellerinde euro buldurmak istemeyecek. Dolayısıyla, bu uzak ihtimal, büyük bir hızla gerçeğe dönüşebilir. Sonuç olarak, İtalya gibi büyük bir Pazar, reform yapmaktan kaçınır ve düşük performans sergilemeye devam ederse, akıllı tüccarlar satışlara başlayabilir. Dolayısıyla, euronun 2006 yılında hezimete uğraması, olanaksız değildir. (İkinci Senaryo).

Amerika ve Avrupa, risk yaratan para birimlerine sahip olabilir; ancak günümüzde küresel ekonominin görünümü tartışılırken bütün dikkatler Çin'in üzerine yoğunlaşıyor. Çin'in para birimi riskleriyle bir bağlantısı var mı? Çin'in yeni bir esnek döviz kuru rejimine sahip olmasına rağmen ülkedeki yetkililerin, para biriminde istikrarı korumaları bekleniyor. Ancak hükümetin 2006 yılında başka fikirleri öne sürme riski var. Çin ekonomisi hızla gelişiyor. Yatırım o kadar fazla ki ülke çapında değişik sektörlerde yedek kapasite ortaya çıkıyor. Tüketici talebi pek iç açıcı değil. Çin hükümeti bu konulara yönelik politikalar uyguluyor, sermaye harcamalarını kontrol ediyor ve perakende satışlarının artmasını teşvik ediyor. Ancak bu politikalar kısmen etkili oluyor ve 2006 yılında daha etkili politika arayışı, dikkatleri para birimine yönlendirebilir.

Yuanın değer kazanması, en azından ihracat sektöründe yatırımları artıracak, ithalat maliyetini azaltacak ve tüketicilerin satın alma gücünü artıracak. şüphesiz, mali sistemin daha serbest olduğu bir ülkede sonuçlar daha güçlü olur ancak yuanın değerlenmesi Çin'de ekonomiyi yavaşlatacak ve ekonomide tekrar dengenin sağlanması yardımcı olacak. 2006 yılının sonuna kadar yuanın yüzde 20'den fazla artmasına izin verilmeyeceği düşünülüyor. Ancak, ekonomi hızla gelişmeye devam ederse böyle bir politika çekici görünebilir.

Doların dūřmesi, euronun gerilemesi ve yuanın değerinin artması gibi olasılıklar sadece risk senaryoları. 2006 yılı gerçeği daha sıkıcı olacak (Temel Senaryo). Ancak, bu kadar ciddi sorunların yaşandığı bir dünya ekonomisinde, daha çalkantılı para birimi piyasasına karşı hazırlıklı olmak mantıklı bir girişim olabilir.

The Economist, "The World in 2006"

## **ABD Birlikleri Irak'tan çekilecek**

**ABD yönetimi, önümüzdeki yıl Irak'taki birliklerini geri çekmeye başlayacağının sinyallerini verdi. Pentagon, Irak'taki ABD birliklerinin önemli ölçüde azaltılması konusunda planlar hazırlıyor. Dışışleri Bakanı Condoleezza Rice, Irak'ta ABD**



**birliklerinin bulunmasının gerektiğini; ancak koalisyon gücünün işlevini, artık Iraklıların yerine getirebildiğini ve Irak'taki asker sayılarının azaltılacağını söyledi.**

Savunma Bakanı Donald Rumsfeld, Irak'ta 15 Aralık tarihinde yapılacak seçimlerin ardından ABD'nin, asker sayısını 138.000'e indireceğini belirtti.

Yüksek rütbeli subaylara göre, ABD birlikleri aniden Irak'ı boşaltırsa Iraklıların asilerle başa çıkabilmesi çok zor olabilir; ancak çekilme süresi çok uzarsa, asilerin eylemlerini tetiklenebilir. Bu yüzden ikisinin ortasını bularak bir denge kurmak durumundalar.

Bu tartışmaları gündeme taşıyan, bir Kongre üyesinin, ABD birliklerinin, Irak'tan altı ay içinde çekilmesi çağrısında bulunması oldu. Bölgedeki ABD'li komutanlardan da çekilmenin daha uzun bir süreye yayılması gerektiği; yoksa olumsuz sonuçlar alacakları cevabı geldi.

Irak'taki ABD güçleri sözcüsü, Irak'ın batısında son iki ay içinde yapılan operasyonlarda şüpheli görülen 700 asinin öldürüldüğünü ve 1500'ünün tutuklandığını söyledi.

Financial Times, 24 Kasım 2005, Syf:2

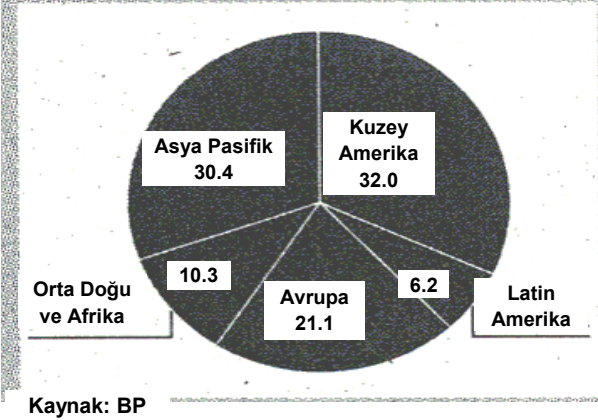
## **Amerikalılar Petrol Kesintileriyle Karşılaşmak Ve Statü Sembolü Otomobillerden Vazgeçmek İstemiyor**

Kış mevsimi yaklaştıkça enerji fiyatları arttı. ABD'de enerji güvenliği konusu hararetle tartışılmaya başlandı. ABD'nin arama ve üretime uygun kaynakları tüketildi. Olağanüstü durumlarda da petrol üretimine uygun kaynaklar Orta Doğu'da yer alıyor. ABD, yüksek fiyatlardan güvenilir olmayan enerji arzıyla karşı karşıya. Gözlemciler, petrolün kolay ve ucuz elde edildiği dönemin bittiği kanısında. Bunun da çok önemli sonuçları olacak. Chevron'un başkanı, enerjinin bu yüzyılı tanımlayan konulardan biri olacağını ifade ediyor. Uluslararası Enerji Ajansı da bu ay yayınladığı raporda, Orta Doğu ve Afrika'daki petrol üreticisi ülkelerin, üretimi artırmak için yapmaları gereken milyarlarca dolarlık yatırımı gerçekleştirmelerinin şüpheli olduğunu; bu şartlar altında küresel petrol tüketiminin şimdiki düzeyinde sürdürülemeyeceğini belirtiyor. Amerikalıların en büyük petrol tüketicisi olarak alışkanlıklarını değiştirmelerinin, dünya çapında etkileri olacağına dikkat çekiyor. Ekonomistler, gelişmekte olan ülkelerden birçoğunun Avrupa'nın, Japonya'nın ve ABD'nin 20.yüzyılda görece olarak ucuz petrol sayesinde başardıkları transformasyonu gerçekleştiremeyeceğinden korkuyorlar.

Enerji sektöründe faaliyet gösteren şirket yetkilileri, danışmanlık hizmeti veren şirketler ve sivil toplum örgütleri, değişik platformlarda kısa sürede kayda değer ölçüde artırılamayacak olan petrol arzına karşı, hızla artan talep ve yükselen fiyatlar karşısında ne yapılması gerektiğini tartışıyor.

PFC Enerji Danışmanlık Şirketi'nden Robin West, ABD ve Asya gibi petrol tüketiminin yüksek olduğu bölgelerdeki talep azalmadan devam ederse, petrol sanayiinin 2015-2020 yıllarından sonra bu talebi karşılayabilmesinin mümkün olmayacağı ve 2000 yılından sonra OPEC dışındaki ülkelerin ekonomik büyümelerinde sorunlarla karşılaşacağı görüşünü savunuyor. West, petrol sanayiinin geleneksel yöntemlerle üretimi artırmak için elinden geleni yaptığını; ancak asıl yapılması gerekenin, talebin azaltılması konusunda ilerleme kaydedilmesi olduğunu ifade ediyor. Buna rağmen politikacılar, Amerikalılarla kısmen statü sembolü, kısmen oyuncak, kısmen de ihtiyaç olarak gördükleri arabaları ile aralarına girmekte isteksiz.

**Bölgelere Göre Tüketim**  
2004, Dünya toplamının yüzdesi olarak



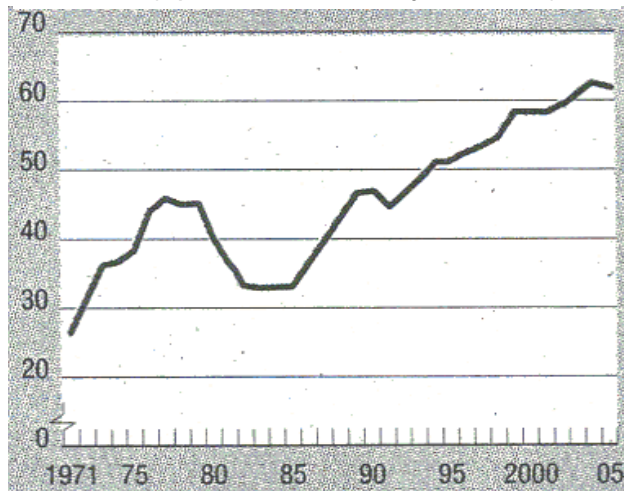
Örneğin Texas Valisi Ricky Perry, halkın yüksek benzin fiyatlarından rahatsız olmasına rağmen, bir galon benzinle sadece 11 mil yapan lüks arabasından vazgeçmek niyetinde değil. Valinin çalışma grubu ise bunun bir statü sembolü olduğunu belirtiyor ve valinin daha anlamlı politikalar düşündüğünü ifade ediyor.

Fakat Vali Perry ve onun gibi düşünenerler üzerinde toplumun baskısı artmak üzere. Bu hafta petrolün jeopolitiği ile ilgili Hollywood yapımı heyecanlı bir film gösterime girecek. Filmin adı 'Syriana'. Warner Bross yapımı olan filmin yıldızları, George Clooney ve Matt Damon. Filmin yapılmasına eğlence sektörü yoluyla sosyal değişimi başarmayı amaçlayan Participant şirketi de ortak olmuş.

Participant'ın web sitesinde petrol bağımlılığının, Amerikanın ekonomik gücünü tükettiği görüşüne yer veriliyor ve bu bağımlılığın sora erdirilmesi gerektiği savunuluyor. Amerika'nın petrolden kurtulmak, yenilenebilir enerji ve hybrid (farklı enerji kaynaklarıyla çalışan) otomobil üretmek için gerekli teknolojiye sahip olduğuna dikkat çekiliyor. Bunun, bireyler olarak Amerikalıların seçimleri ile başlayacağı vurgulanıyor. Küresel Güvenlik Analizleri Enstitüsü yöneticisi Gal Luft, Amerikalıların kahve gibi ürünler konusunda çok çeşitli tercih haklarının var olduğunu, benzer olarak ulaştırmada da hybrid otomobiller gibi seçeneklerinin bulunması gerektiğini ifade ediyor.

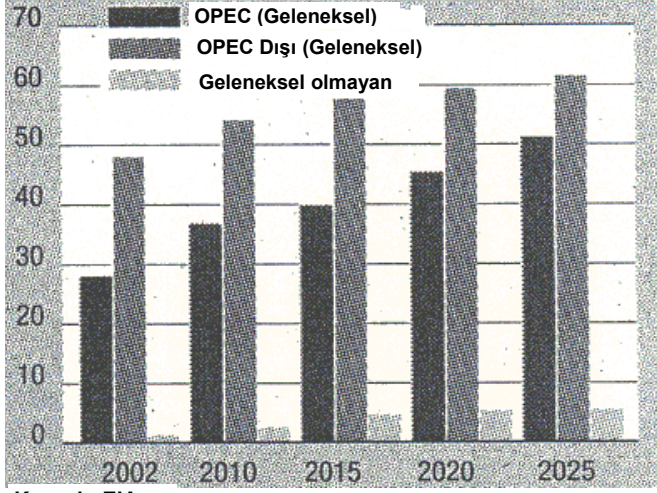
**ABD'nin Petrole Bağımlılığı**

Petrol ithalatı (toplam Petrol tüketiminin yüzdesi olarak)



Kaynak: ISI

### Küresel Petrol Üretimi Tahmini Günde milyar varil



Başka bazı uzmanlar, ABD'nin daha az yakıt kullanan ultra hafif materyallerden araba üretmek için cesaretlendirilmesi; biofuel kullanımının teşvik edilmesi ve araba üreticisi firmaların vergi politikalarıyla enerjiyi daha etkin kullanan otomobil imalatına yönlendirilmesi gerektiğini belirtiyorlar.

Gal Luft, enerji güvenliği için en önemli unsurun, bağımsız olmak değil; fakat kriz anında bir sistemden diğerine geçebilmek için yeterli yakıt tercihiye sahip olmak olduğuna dikkat çekiyor.

Kolay ulaşılan petrol devri kapandı. Büyük petrol şirketleri, küresel rezervlerin yüzde 80'ini kontrol eden ulusal petrol şirketleriyle ortaklıklar kurmaya zorlanıyor; ve bu şirketler Venezuela ve Rusya gibi kontrolcü hükümetlerin kaprislerine maruz kalıyor.

Büyük şirketler, aynı zamanda kayaların içinden, kumdan veya denizin 1 milin daha da altındaki derinliklerinden, geleneksel olmayan yollarla petrol üretmek için yeni teknolojiler geliştiriyor.

Aegis Enerji Danışmanlık Şirketi'nden Garfield Miller, Kanada'nın katran kumlarından petrol üretmek için büyük bir isteklilik olduğunu; ancak iki varil düşük kalitede petrol üretebilmek için şirketlerin iki ton kum kazmaları gerektiğini belirtiyor.

Cambridge Energy Research Associates petrol sanayii faaliyetleri direktörü, 2010 yılından sonra OPEC dışı hidro-karbon kapasitesinin hızlı bir şekilde düşeceğini ifade ediyor. Bununla birlikte, maliyetler artarken büyük petrol şirketleri, yatırım oranlarını düşürüyor ve ulusal petrol şirketleriyle birleşme ve satın alma yoluyla rezervlerini büyütüyorlar.

Avrupa ülkeleri, vergiler ve diğer teşviklerle talebi azaltıp enerji etkinliğini artırmaya çalışıyor. Buna karşı ABD'de Başkan Bush, kibarca enerji tasarrufu çağrılarının dışında talebi azaltmak için hiçbir şey yapmıyor.  
Financial Times, 22 Kasım 2005, Syf.6

## İtalya'da Bütçe Grevi

**İtalya Başbakanı Silvio Berlusconi'nin merkez sağ hükümetinin ekonomik politikalarını protesto amacıyla 25 Kasım Cuma günü ülke genelinde greve gidildi. Bankalar, fabrikalar, işyerleri kapandı. Bu, Berlusconi Mayıs 2001'de iktidara geldiğinden beri düzenlenen altıncı grev oldu.**

Hükümet, 2006 bütçesi için 16.5 milyar euro tasarruf yoluyla bu yıl GSYİH'nin yüzde 4.3'ü olacağı tahmin edilen İtalya'nın açığını, yüzde 3.8'e çekmeyi hedefliyor. Bu kemer sıkma politikasına karşılık olarak işçi sendikaları, grev çağrısında bulundu.



İtalya'da, 9 Nisan 2006'da genel seçim yapılacak. Bu yılın genelinde anketler, Berlusconi'nin kurduğu koalisyonu göre merkez solun, bu seçimlerde yüzde 5 ila 10 puanlık bir farkla üstün geleceğini gösteriyor.

Öte yandan, İtalya'nın en zengini olmanın yanında televizyon ve reklamcılık sektöründe de söz sahibi olan başbakan, aldığı anket sonuçlarına göre partisinin, muhaliflerle başa baş gittiğini söylüyor. Berlusconi, düzenlenen grev üzerine yaptığı yorumda, bunun eskimiş bir taktik olduğunu ve hiçbir işe yaramayacağını belirtti.

İtalyan ekonomisinin belkemiğini oluşturan küçük işletmelerin greve katılmamış olmasının da bu grevin etkisini azalttığı konuşuluyor.

Merkez solun lideri ve Berlusconi'nin halefi olarak görülen Romano Prodi ise "bu grev, çalışanların haklı olarak hükümetin öne sürdüğü felaket maliye politikalarına karşı yapılmış bir eylemdir. Eminim ki, biz iktidara geldiğimizde böyle eylemlerle karşılaşmayacağız" dedi.

Financial Times, 26-27 Kasım 2005, Syf:2

## **Brüksel İtalya Merkez Bankası Başkanı Hakkında Yasal İşlem Başlatıyor**

**Avrupa Komisyonu, yıl sonundan önce, İtalya Merkez Bankası Başkanı Antonio Fazio hakkında İtalyan bankalarının yabancılara satılmasını uygun olmayan bir şekilde engellemek suçuyla yasal işlem başlatmaya hazırlanıyor. İlk adım olarak Avrupa Komisyonu, İtalyan hükümetine, endişelerini açıklayan bir ihtarname gönderecek. Normal şartlar altında, hükümetin cevap vermek için iki ayı bulunuyor. McCreevy, Reuters'e yaptığı açıklamada ihtarnamayı Noel'den önce imzalayabileceğini açıkladı.**

Bu yılın başında Hollanda Bankası ABN Amro'nun ve İspanyol Bankası BBVA'nın, İtalyan bankalarını satın almak istedikleri sırada Fazio'nun İtalyan bankalarını koruyan tutumu yüzünden iki yabancı banka büyük güçlüklerle karşılaşmış ve ihaleden vazgeçmek zorunda kalmışlardı. O zamandan beri de Komisyon, Fazio'ya ve İtalya'ya karşı yasal işlem başlatma tehdidinde bulunuyordu.

Komisyon hukukçularının, İtalya hakkındaki iddialar konusunda anlaşmaları gerekiyor. Ayrıca resmi mektup göndermek için 25 üyenin de onayı gerekiyor. Ancak Creevy, Brüksel yasal işlem hazırlığını başlattı.

AB kurallarına göre, herhangi bir dava açılmadan önce bir uyarı mektubunun daha yazılması gerekiyor.

Bir başka karmaşık durum da Komisyon'un İtalyan hükümetine dava açmak istemesi. İtalyan hükümeti, Fazio'nun görevi bırakmasını istiyor; ancak Fazio bunu yapmıyor. İtalyan hükümeti, Fazio'yu görevden alamıyor; çünkü Fazio, Merkez Bankası Yönetim Kurulu tarafından göreve atandı ve görevi, belli bir süreyle sınırlanmış değil. Fazio'yu görevden almak da yalnız ve ancak Merkez Bankası Yönetim Kurulu tarafından gerçekleştirilecek. Fazio, hiçbir konuda hata yapmadığını savunuyor ve Merkez Bankası'nın bütün kararlarında, bağımsız olarak devlete hizmet anlayışının hakim olduğunu ifade ediyor.

Hükümet, Merkez Bankası Başkanlığı için 7 yıllık bir süre sınırı getirmek istiyor. Ancak bu gerçekleşse bile Fazio'dan sonra gelecek olan başkan için geçerli olacak.

İtalya'yı Komisyon'a şikayet eden ABN Amro'dan ve BBVA'dan, bu konuda hiçbir açıklama yapılmadı.

Financial Times, 25 Kasım 2005, Syf:1

## **Brüksel Yeni Şirket Yönetimi Kurallarını Destekliyor**

**AB liderliğini üstlenen İngiltere'de düzenlenen şirket yönetimi konferansında konuşan AB İç Pazar Komiseri Charlie McCreevy, AB Şirketler Kanunu ve Şirket Yönetimi Eylem Planının (Corporate Governance Action Plan) geçmişte muhasebe ve denetim çerçevesini geliştirmekte; yöneticilere ödenen ücretlere şeffaflık sağlamak ve bağımsız yöneticilerin sayısını artırmakta başarılı olduğunu belirtti. Ancak, şimdi bu eylem planının, rekabeti odak noktasına alarak bir aşama daha ilerlemesi gerektiğini de sözlerine ekledi.**

Charlie Mc Creevy, Enron ve Parmalat gibi şirket skandallarının ardından yeni şirket skandallarını önlemek ve yatırımcıların güvenini sağlamak için getirilen olağanüstü önlemlere artık gereksinim duyulmadığını söyledi. Mc Creevy, rekabete odaklanmak gerektiğini; çünkü 2000 yılında belirlenen ve Avrupa'yı on yıl içinde dünyanın en rekabetçi ekonomisi yapmayı amaçlayan Lizbon Stratejisinin hedeflerinden, henüz çok uzak olduklarını ifade etti. İngiltere Ticaret ve Sanayi Bakanı Alan Johnson da hedeflerinin, Mc Creevy'nin işaret ettiği doğrultuda olduğunu teyit etti. Johnson, Barroso Komisyonu'nun da reforma önem atfetmesinden memnun olduğunu belirtti

Johnson, rekabeti teşvik eden; değişik şartlara uyabilen; aynı zamanda da yöneticilerinin hesap vermesini sağlayacak kadar güçlü bir şirketler çerçevesinin gerektiğine dikkat çekti.

Dünya Bankası verilerine göre, dünyanın en büyük 10 ülkesi içinde sadece iki AB üyesi ülke var. En büyük 30 ülke içinde ise 11 AB üyesi yer alıyor. McCreevy'e göre bu yeterli değil. Avrupa'da şirketlerle ilgili kanunların çoğu, 1960'ların sonu ile 1990'ların ilk yıllarında çıkarılmış. Bu süre içinde hem piyasalar değişmiş; hem de şirketlerin ve hissedarların ihtiyaçları. Şimdiki durumda Komisyon, "daha iyi düzenlemeler" tavsiye ediyor. Uzmanlar bu düzenlemeleri, kuralların azaltılması olarak yorumluyor. Mc Creevy de şirketler açısından bürokrasinin azaltılması için mevcut düzenlemelerden bazılarının kaldırılmasını önerdi. McCreevy, artık gerek duyulmayan maddeleri temizleyip ayrıntılardan arındırarak şirketler kanunu ve ilgili düzenlemeleri, modernleştirilmiş ve basitleştirilmiş bir hukuki metin haline getirmeyi düşündüklerini söyledi. Creevy, "yeni kurallar "etki analizleri" yapılarak ve bu kuralların, şirketlere, maliyetinin potansiyel faydalarından yüksek olmadığından emin olunarak tasarlanacaktır" dedi.

Öte yandan Komisyonun şirket yönetimi konusunda yeterince hızlı olmadığı eleştirileri yapılıyor. Avrupa Parlamentosu üyesi Klaus-Heiner Lehne, sınır ötesi hissedar hakları konusunda hala ortaçağda yaşadıklarını ifade etti. Ellerindeki teknik olanakları kullanmadıklarını söyledi. Lehne, aynı zamanda her hisseye bir oy sağlanması konusunda ilerleme kaydedilmesini istedi. Şu an birçok şirket, önemli kararların alınmasını kontrolleri altında tutmak amacıyla, bazı hisselerle daha az oy hakkı tanıyor.

Lehne, yatırım fonlarını da genel kurullarında nasıl oy kullandıklarına dair açıklama yapmaya çağırırken, hedge fonlardan, şirketlerdeki paylarını açıklamasının istenmesi gerektiğini söyledi.

Financial Times Industry and Investment, 21 Kasım 2005, Syf.:1

## **AB Komisyonu Yeni Bir Muhasebe Kuralı Benimsiyor**

**Avrupa Komisyonu, Avrupa’da borsada kayıtlı şirketleri, mali araçlarını piyasa fiyatlarıyla hesaplamaya zorlayacak yeni bir muhasebe kuralı uygulamaya hazırlanıyor. Yeni kural, Ocak 2005’ten itibaren geçmişi de kapsayarak uygulanacak. Kural, Avrupa’da borsada kayıtlı şirketleri, türev işlemleri gibi mali araçları, tarihi ortalama değerler yerine piyasa değerlerini kullanarak muhasebeleştirmeye zorluyor. Türev işlemler gibi mali araçlar, bu yıl yürürlüğe giren pan-Avrupa muhasebe kurallarının eksik olan maddelerinden biriydi.**

Yeni muhasebe standardı, Avrupa hükümetleri muhasebe standartlarıyla ilgili derin ayrılıklara çözüm ararken ve hükümetler uzlaşmaya vardıktan bir yıl sonra ortaya çıktı.

Gerçek değer muhasebesi kuralı, AB’nin 25 üye devleti ve Avrupa Parlamentosu tarafından oy birliğiyle kabul edildi. AB sözcüsü Oliver Drewes, yeni kuralın, 2005 yılında şirketlerin mali bilançolarını etkileyeceğini söyledi. Yeni kuralı uygulama kararı, bankaların hedge fonları için mevduat hesaplarını kullanıp kullanmayacakları sorusunu yanıtızsız bırakıyor.

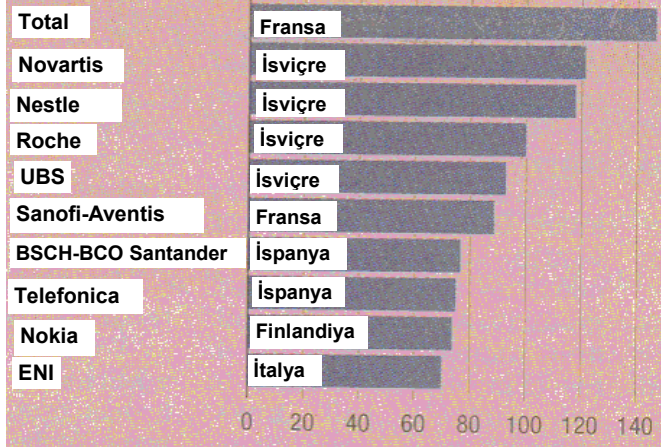
The Wall Street Journal, 16 Kasım, Syf:9

## **Almanya Büyük Şirketler Konusunda Liderliği İsviçre’ye Bıraktı**

**22 Kasım günü yemin ederek başbakanlığı devralan Angela Merkel için, ABD fon yöneticileri arasında Fidelity International’ın yaptığı anket sonuçları, büyük olasılıkla rahatsızlık sebebi olacak. Çünkü bundan 20 yıl önce Avrupa’da en büyük 10 şirketten 7’si Alman’dı; oysa şimdi Almanya, bu üstünlüğünü İsviçre’ye kaptırdı. Üstelik ilk onda bir tane bile Alman şirketi yok. Otomobil imalatçıları, mühendislik şirketi ve kimyasallarla uğraşan şirketler, yerlerini, ilaç sanayi ve telekomünikasyon hizmetleri veren şirketlere bıraktı. Ayrıca ülke olarak İspanya ve Finlandiya’nın da dünya sahnesine çıktığı görülüyor.**

Fidelity International’ın MSCI Europe Index’e dayanarak yaptırdığı ve İngiltere’yi hariç tuttuğu ankette, şirketler 10 Ekim tarihi itibarıyla piyasa değerlerine göre sıralandılar. Finlandiya’nın iletişim araçları üreten şirketi Nokia, büyük bir sürpriz yaparak ilk 10 listesine girmeyi başardı. Ama en büyük sürpriz, 4 İsviçre şirketinin birden Novartis, Nestle, Roche ve UBS’in sıralamaya girmesi oldu.

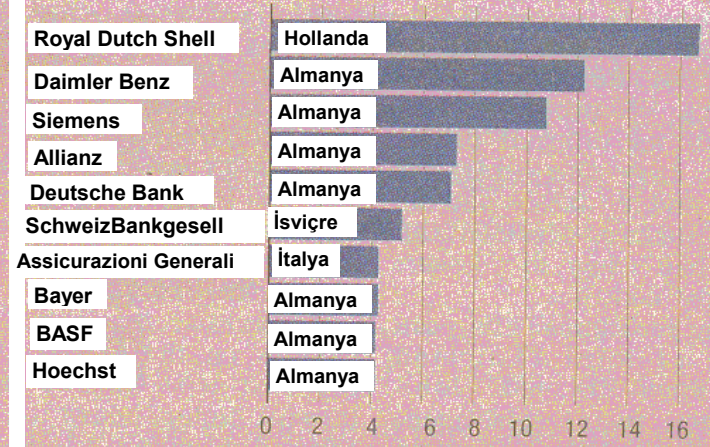
### Piyasa Değeri Göre En Büyük Avrupa Şirketleri\*10Ekim 2005



Kaynak: Fidelity International

\* İngiltere hariç

### 30 Eylül 1985 (milyar euro)



Frankfurt Menkul Kıymetler Borsası, şirketler sektörünün güçlü ihracatı sayesinde iyileşme gösteriyor. Buna rağmen Alman yatırımcılar, büyük Alman şirketlerine karşı ilgisiz davranıyorlar. 1985’de ikinci sırada olan Alman Daimler, ABD’li Chrysler ile birleşmiş olmasına rağmen 21. sıraya indi.

Financial Times, 23 Kasım 2005, Syf.16

## İspanya Satılan Şirketlerdeki ‘Altın Hisselerinden’ Vazgeçiyor

**Madrid, denizaşırı devir ihalelerinin vetosu konusunda AB baskısına boyun eğdi. Telefónica, Endesa, Iberia ve Repsol için koruma önlemleri kaldırılıyor. İspanya’nın sosyalist hükümeti, Avrupa Birliği’nden gelen ültimatoma boyun eğdi. Buna göre, özelleştirilen dört şirketin ‘altın hisseleri’ paylaşılırarak bunların, yabancılar tarafından alınmasına karşı koyulan engeller kaldırılacak.**

Eski telekomünikasyon tekeli olan Telefonica; İspanya’nın en büyük kamu şirketi Endesa; petrol ve gaz şirketler grubu Repsol ve Iberia Havayolları, İspanyol hükümetine, bu şirketlerin yüzde 10’undan fazlasının satışı konusunda etkili bir veto hakkı vermişti.

Hükümet, bu ayrıcalığı hiç yürürlüğe koymamış olsa da analistler, altın hisselerin varlığının, yabancı alıcılara karşı caydırıcı bir unsur olduğunu belirtiyor. Madrid ise bu şirketlerin, stratejik varlıkları kontrol altında tuttuğu gerekçesiyle veto haklarının doğru olduğunu düşünüyor.

Ne var ki, Mayıs 2003’te Avrupa Adalet Divanı, özelleştirilmiş şirketlerde altın hisseler bulduklarından İspanyol ve İngiliz hükümetleri aleyhine olumsuz karar almıştı. Kararın gerekçesi, bu tür uygulamaların, AB içinde sermayenin serbest dolaşımı sınırlamasıydı.

İspanya’nın önceki muhafazakar hükümeti, Brüksel’i yatıştırmak için altın hisse mekanizmasında düzeltmelerde bulunmuş; ancak Avrupa Komisyonu, yetersiz oldukları gerekçesiyle bu değişiklikleri reddetmişti. Temmuz ayında Komisyon, Madrid’i, 2003’te

alınan Adalet Divanı kararlarına uymazsa yasal işlemler ve yaptırımlara maruz kalacağı yönünde uyardı.

İspanya Başbakan Yardımcısı Maria Teresa Fernandez de la Vega, altın hisse mekanizmasını fesheden yasa taslağının kısa bir süre içinde parlamentoya sunulacağını açıkladı. Vega, hükümetin artık altın hisse mekanizmasına gereksinim duymadığını dile getirdi.

Hükümetin Repsol ve Iberia'daki altın hisselerinin süresi, gelecek yıl dolarken Telefonica ve Endesa için bu tarih, 2007 olacak. Analistler, bu dört şirket içinde yabancılardan gelecek tekliflere karşı en hassas şirketin, 32 milyar euro piyasa değerindeki Repsol olduğunu düşünüyor. İngiliz cep telefonu şirketi O<sub>2</sub>'den teklif alan Telefonica'nın, çok büyük bir hedef olduğu; Endesa için ise İspanyol gaz şirketi Gas Natural'dan bir karşı teklif gelebileceği vurgulanıyor.

Bu altın hisseler ortadan kalktıktan sonra bile İspanyol hükümeti, istenmeyen satışlara karşı elinde düzenleyici ve caydırıcı bir silah bulunduracak. Örneğin İspanyol rekabet yasası, ekonominin liberalleştirilmiş sektörlerinde yabancı devletlere ait grupların hisse alımını yasaklıyor.

Financial Times, 26-27 Kasım 2005, Syf:1

## **Çelik Şirketi Arcelor'dan Dofasco'ya 3.7 Milyar Dolarlık Teklif**

**Dünyanın ikinci büyük çelik şirketi Arcelor, Kuzey Amerika'daki otomobil imalatçılara yapılan çelik satışlarını artırmak amacıyla Kanadalı rakibi Dofasco'ya 3.7 milyar dolarlık teklif götürdü. Tamamı nakit ödemeyle yapılacak satın alma anlaşmasıyla Arcelor, dünyanın en büyük çelik şirketi Mittal'in hızına yetişebilecek.**

Arcelor, Dofasco'ya hisse başına 56 Kanada doları teklif ediyor. Satın alma anlaşmasıyla, Arcelor'un otomobil çelik piyasasındaki payı, yüzde 14-15'ten yüzde 17-18'e yükselecek, böylece Kuzey Amerika'da da genişleme fırsatı bulacak. Otomobil sanayisinin satın aldığı ürünler, diğer çelik mallarına göre daha yüksek kar marjına sahip olduğundan çelik şirketleri otomobil sanayisine yönelmeyi tercih ediyor.

Morgan Stanley'nin çelik analisti Charles Spencer, Dofasco'ya yapılan teklifin çok pahalı olduğunu ve birleşmenin Arcelor'un 'Brezilya gibi düşük maliyette üretim yapan bölgelerden varlık satın alma' stratejisine uygun olmadığını kaydediyor.

Arcelor, beklenen maliyet tasarrufu hakkında bilgi vermiyor. Satışın gerçekleşmesi için Arcelor'un Dofasco hisselerinin üçte ikisine sahip olması gerekiyor. Arcelor'un hisseleri yüzde 2.1'de kapanırken Dofasco hisseleri yüzde 34 arttı.

Çeliğe olan yetersiz talep, fiyatları artırıyor ve çelik üreticileri piyasayı desteklemek için üretimi kesiyor. Analistler, gelecek yıl piyasa koşullarının büyük oranda Çin talebine bağlı olacağını belirtiyor. Arcelor'a UBS; Dofasco'ya RBC Capital Markets danışmanlık yapıyor.

Financial Times, 24 Kasım 2005, Syf:1



## Dünyanın En Güvenilen Şirketleri

Financial Times Europe, 18 Kasım 2005 günü 6 sayfalık bir “Dünyanın En Çok Güvenilen Şirketleri” Eki yayımlandı. Şirketler dünyasında bu yıl en büyük değişim uzun yıllardır birincilik sırasını koruyan General Electric’in yerini Microsoft’a vermesi ve ikinciliğe yerleşmesi oldu. Bu değişim yeni ekonominin eski ekonomiye karşı kazandığı başarı olarak yorumlandı. Financial Times’ın 8 yıldır yayımladığı şirketler sıralamasında ABD şirketleri yine büyük çoğunluğu sağladı. İlk on sıralamasında 7 ABD şirketi bulunuyor. Dünyanın en güvenilen 50 şirketi içinde, 24 ABD şirketi bulunuyor. Almanya, 6 şirketi ile sıralamada en çok şirketi olan ikinci ülke. İngiltere 4 şirketi ile Japonya’yı geçerek üçüncülüğe oturdu. BP, dünyanın en büyük 7. şirketi ve ilk 10’a giren ilk İngiliz şirketi.

Microsoft’un 1. sıraya yerleşmesinin ardından en büyük sürpriz Apple ve Google’dan geldi. Apple Computer 42. sıradayken büyük bir sıçrama yaparak 9. sıraya yerleşmeyi başardı ve böylece ilk 10’da girmiş oldu. Bu başarısı, iPod müzik çalarına bağlanıyor.

İnternet arama motoru Google da dünyanın en güvenilen şirketleri sıralamasına 39. sıradan girdi. BP, ilk 10’a giren ilk İngiliz şirketi oldu. Şirketler sıralamasından tümüyle çıkanlar, çoğunlukla eski ekonomiye ait şirketler oldu. Du Pont Carterpillar, Unilever ve Ford sıra kaybetti.

Bir şirketi güvenilir kılan nedir? En önemli ölçüt, mali başarı gibi görünüyor. Yöneticilerden yüzde 69’u, tercihlerini yaparken yatırımın getirisi veya karlılığı en önemli ölçüt olarak düşündüklerini söylediler. İkinci en önemli etken, yüzde 13 ile ürünün veya markanın yüksek kalitesi olarak gösteriliyor.

### Bu yıl araştırma nasıl hazırlandı?

PwC Muhasebe Şirketi, 8 yıldır şirket yöneticileri (CEO) arasında anket yaparak yöneticilerin görüşleri doğrultusunda en güvenilir şirketlerini belirliyor. Bu yıl da yine 25 ülkede 1000’den fazla kişiyle görüşerek yapılan anket sonucunda, en güvenilen şirketler ve en güvenilen iş liderleri belirlendi. Ankete katılanlara seçimlerinin gerekçeleri de soruluyor. Şirket yöneticileri değerlendirmelerinde şeffaf yönetime giderek daha büyük bir önem atfediliyor. Şirket yönetiminde yerel yatırımlar ve icatlar ayrıca değerlendiriliyor.

Yöneticilere, önce dünyada en çok güvendikleri 3 şirketin adı soruluyor. Daha sonra kendi sektörlerinde dünya çapında en güvenilir ilk üç şirketi seçmeleri isteniyor.

Bütün yöneticilere, en güvendikleri üç yönetici soruluyor ve sebeplerini de bildirmeleri isteniyor. Sekiz yıldır bu sorular aynı formatta sorulmaya devam ediyor.

Son dört yıldır yöneticilere, kendi ülkeleri ve bölgelerindeki en saygın şirket ile hissedarları için en çok değer yaratabilen şirketler de soruluyor. Ayrıca son üç yıldır dünyada en etkin şirket yönetimine sahip 3 şirketi de seçmeleri isteniyor.

Son iki yıldır yöneticilerden en iyi ürün ve hizmeti icat eden şirket konusundaki tercihlerini de belirlemeleri isteniyor.

Yöneticilerin görüşlerine alternatif bir görüş sağlayabilmek için 130 medya yorumcusuna ve sivil toplum örgütüne, şirket yönetimi hakkındaki görüşleri soruldu. Ayrıca 150’den çok fon yöneticisinden hissedarlar ve icatlar konusunda görüş bildirmesi istendi.

Bu yıl yöneticilere sorulan sorulara yerel yatırımlar konusunda en iyi olan üç şirket; son 2-3 yılda zenginliklerini en çok artıran 3 şirket; ve tüketici hizmetleri açısından en iyi üç şirket eklendi.

Alan çalışması, PwC'nin Uluslararası Araştırma Grubu tarafından, Ağustos-Ekim 2005 arasında gerçekleştirildi. Sonuçlar, ülkelerin GSYİH oranlarıyla karşılaştırıldı.

Araştırma metodolojisi, şirketlerin pozisyonunun zaman içindeki değişiklikleri inceleme imkanı sağlamaktadır.

Financil Times 18 kasım 2005, Special Report World Most Respected Companies, Syf:1,2

### Dünyanın En Saygın Şirketleri

Sıra	Sıra İsim	Ülke	Sektör	
<b>2004</b>	<b>2005</b>			
2	1	Microsoft	ABD	Enformasyon
1	2	General Electric	ABD	Elektrik-Elektronik
3	3	Toyota	Japonya	Mühendislik
5	4	Coca-Cola	ABD	Gıda-İçecek
4	5	IBM	ABD	Enformasyon
7	6	Wal-Mart	ABD	Perakende
15	7	BP	İngiltere	Enerji-Kimyasallar
9	8	Procter & Gamble	ABD	Gıda-İçecek
42	9	Apple Computer	ABD	Enformasyon
23	10	Siemens	Almanya	Elektrik-Elektronik
6	11	Dell	ABD	Enformasyon
47	12	Disney	ABD	Medya/Eğlence
12	13	Southwest Airlines	ABD	Ulaştırma
0	14	Starbucks	ABD	Gıda-İçki
14	15	Johnson & Johnson	ABD	Sağlık ve Bakım
16	16	BMW	Almanya	Mühendislik
"36	17	L'Oreal	Fransa	Tüketici Maddeleri
21	18	Sony Ericsson	Japonya/İsveç	Tüketici Maddeleri
17	19	Nestle	İsviçre	Gıda İçki
19	20	Honda	Japonya	Mühendislik

### Hissedarların Değerlendirmesi Açısından En İyi

### Müşteri Hizmetleri Açısından En İyi

Sıra	Sıra	İsim	Ülke	Sektör	Sıra	İsim	Ülke	Sektör
<b>2004</b>	<b>2005</b>				<b>2005</b>			
1	1	Microsoft	ABD	Enformasyon	1	Toyota	Japonya	Mühendislik
2	2	General Electric	ABD	Elektrik/Elektronik	2	Dell	ABD	Enformasyon
3	3	Toyota	Japonya	Mühendislik	3	IBM	ABD	Enformasyon
5	4	Wal-Mart	ABD	Perakende	4	Microsoft	ABD	Enformasyon
11	5	Google	ABD	Enformasyon	5	Disney	ABD	Medya/eğlence
10	6	Exxon Mobil	ABD	Enerji-Kimyasallar	6	Southwest Airlines	ABD	Ulaştırma
7	7	Coca-Cola	ABD	Gıda-İçki	7	Wal-Mart	ABD	Perakende
4	8	Berkshire Hathaway	ABD	Mali	8	McDonalds	ABD	Medya/eğlence
6	9	IBM	ABD	Enformasyon	9	General Electric	ABD	Elektronik
9	10	BP	İngiltere	Enerji-Kimyasallar	10	BMW	Almanya	Mühendislik

**İcatlar Açısından En İyi  
(CEO'ların Değerlendirilmesine Göre)**

Sıra 2004	Sıra 2005	İsim	Ülke	Sektör
1	1	Microsoft	ABD	Enformasyon
3	2	Toyota	Japonya	Mühendislik
9	3	Apple	ABD	Enformasyon
4	4	Dell	ABD	Enformasyon
2	5	Sony Ericsson	Japonya/İsviçre	Tüketim Maddeleri
5	6	IBM	ABD	Enformasyon
6	7	General Electric	ABD	Elektronik
11	8	Intel	ABD	Enformasyon
8	9	Nokia	Finlandiya	Elektronik
18	10	Samsung	Güney Kore	Elektronik

## YORUMLAR:

### Avrupa'yı Doğru Yorumlamalıyız

Almanlar, ekonomik reform için red oyu kullandı; Fransa'da gençler isyan çıkardı ve Avrupa Merkez Bankası (AMB) bir yandan faiz oranlarını yükseltmek için bir bahane ararken bir yandan da euro alanının güçsüz ekonomik büyümesini iyileştirme çabasında. Şüpheler için değişen bir şey yok: ortak para birimi alanları, acınacak bir görüntü oluşturur; ve bu böyle devam edecektir. Ancak, başka bir açıdan bakarlarsa, daha iyimser bir tablo görürler. Euro alanı ekonomileri, gördüklerinden daha iyi durumda. Amerika ile karşılaştırıldığında euro alanının, cari açık ve bütçe açığı vermeden bu performansa ulaşabilmiş olması, ekonomisinin daha sürdürülebilir olduğuna işaret ediyor.

En azından Avrupa ekonomileri, hız kazanmaya başladı. Bu hafta yayımlanan rakamlar, euro alanının GSYİH'sinin, üçüncü çeyrekte yüzde 0.6 oranında (yıllık bazda yüzde 2.6) büyüdüğünü gösteriyor; ve bu, bir buçuk yıl içinde görülen en hızlı büyüme oranıdır. Almanya, Fransa ve İspanya, yüzde 0.6 veya daha yüksek oranlara sahipken İtalya ve Hollanda, yalnızca 0.3'lük bir büyüme gösterdi.

Amerikan standartlarına göre bu, oldukça yavaş bir büyüme hızı. Amerika'nın GSYİH'si, aynı çeyrekte yıllık bazda yüzde 3.8 oranında büyüdü. Böyle olduğu halde, euro alanı büyümesi, potansiyel büyüme oranı olan yaklaşık 1.8'in üzerinde. Bu, belki yüzde 3 olan Amerikan eğiliminin altında. Bunun bir sebebi de Avrupa'daki üretimin daha yavaş artması olabilir. Yine de asıl sebep, Amerika'da nüfus artışının, euro alanındakinden çok daha yüksek olmasıdır.

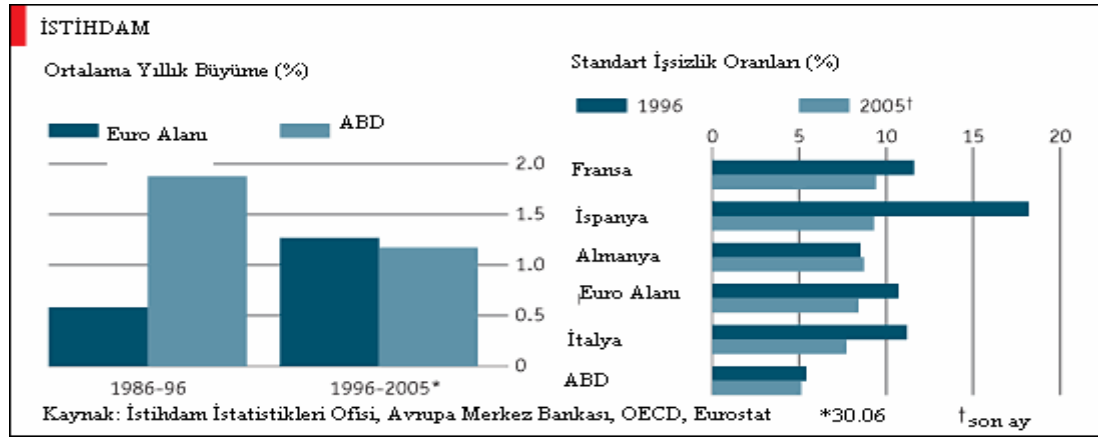
Euro alanının üçüncü çeyrekteki büyümesinin bileşenleri bilinmiyor; ancak Alman resmi istatistikçileri, ülkelerinin GSYİH'sinin kaynağı olarak net ihracat ve yatırımları gösteriyor.



Büyük bir Alman bankası olan HVB'nin ekonomistleri, özel tüketimin, kayıtlara göre ilk kez daralmış olabileceğini belirtiyor.

Diğerlerinde ise bu eğilim, ters yönde işliyor. Tüketici harcamalarının katkısı, ihracattan oldukça fazla. Euro alanında büyümenin, iç talepte durgunluk yaşanırken neredeyse tamamen dış talebe bağlı olduğu düşüncesi, gerçek dışıdır. Morgan Stanley, alanın tümü için net ihracatın, 1999'dan beri GSYİH'deki 1.9'luk ortalama büyümeye yalnızca yüzde 0.1 oranında katkıda bulunduğunu belirtiyor.

Almanya'da bile, şu an iç talebin canlanmaya başladığına dair işaretler görülüyor. Son üç yılın genelinde düşükten sonra firma ve hanehalklarına verilen banka kredilerinde bir artış görülüyor. Münih'te bir araştırma enstitüsü olan Ifo tarafından yapılan araştırmaya göre iş dünyasında güven, perakende sektöründe güçlü bir artış gösterdi; bu da tüketicilerin, kesenin ağzını açtığına işaret ediyor. Euro alanı genelinde yapılan anketlerde iş dünyası ve tüketici güveninin, Ekim ayında arttığı görülüyor. The Economist'in, konjonktür tahmininde bulunan uzmanlar arasında yaptığı ankete göre, euro alanının gelecekteki büyüme hızı, yüzde 1.6 olabilir; ancak bu rakam, fazla kötümser bir tablo çiziyor.



Ekonomik iyileşmenin devam edip etmeyeceği, işgücü piyasasına bağlıdır. Almanya'da şirketlerin yoğun bir şekilde yeniden yapılanması, birkaç yıl boyunca istihdam ve ücretleri kötü etkiledi. Ancak yeni istihdam yaratılırsa tüketiciler daha çok harcamaya yönelir. Bu konuda umut verici işaretler görüyoruz. Euro alanında işsizlik oranı, son aylarda beklenenden daha fazla düştü: Nisan ayında görülen yüzde 8.8 oranı, Eylül ayında yüzde 8.4 düzeyine geriledi.

Birkaç ülkenin işsiz nüfus rakamları, birtakım özel istihdam ölçümleri ve ödeme talebi konusunda değiştirilen kurallar sebebiyle farklı çıkabilir; ancak araştırmalar, bunun altında yatan sebeplerde bir gelişme olduğuna işaret ediyor. Bu, devresel artış eğilimi kadar çeşitli işgücü piyasası reformlarının da bir sonucudur. İşgücü piyasaları, değişmiyor olsa da eskiden oldukları kadar katı değiller. Aslında işsizlik rakamları, genel anlamda kazançları olduğundan az gösterebilir: reformlar, işten çıkarılmış çalışanları tekrar işgücü piyasasına dahil ettiğinden, istihdam oranı, işsizlik oranından çok daha fazla yükselmiştir.

İspanya, istihdamda yıllık yüzde 4 oranıyla 2000 yılından beri en hızlı iyileşmeyi yaşıyor. İtalya'da istihdam oranı da son altı yıl içinde yıllık ortalama yüzde 1.4 oranında yükseldi. Bu, kısmen işçilerin kayıtdışı işlerden resmi kayıtlara geçtiğini gösteriyor. Yine de bu artışın bir bölümü, yeni ve daha esnek iş sözleşmeleri sayesinde gerçek rakamları

yansıtıyor. İtalya'daki işsiz oranı, 1998'de yüzde 12 düzeyindeyken şu an yüzde 7.7 oldu. Almanya, son on yıl içinde işsizlik oranı düşmeyen tek büyük euro alanı ülkesi oldu.

Almanya'nın yeni koalisyon hükümeti, daha yoğun yapısal reformdan kaçınarak onun yerine bütçe açığını azaltmaya yöneldi. Katma değer vergisi oranını yüzde 16'dan yüzde 19'a yükseltmeyi planlıyor; ancak bu artış 2007'den önce olmayacak. Bu, tüketicilerin, satın almaları erkene almalarını teşvik edebilirse, gelecek yıl harcamalarda bir patlama yaratabilir; ancak vergi artışı yürürlüğe girdiğinde bu, yine tersine dönecektir. Bazı ekonomistler, AMB'nin, faiz oranlarını çok yakın bir zamanda arttırarak euro alanında görülen iyileşmeyi sınırlayacağından endişe ediyor. AMB'nin 3 Kasım'daki politika tartışma toplantısının ardından gelen yorumlar, oranların, 1 Aralık'ta yapılacak toplantıda yükseleceği yönünde oldu. Çeyrek puanlık bir artış, çok da olumsuz etki yaratmaz; ancak reel faiz oranları yine de negatif olacaktır.

### **Avrupa'nın Şaşırtıcı Sırrı**

Avrupa'nın performansı, genel olarak kabul gören tablodan daha iyi durumdadır. Amerika, bu yıl Avrupa'yı geride bırakmış olsa da ekonomik performansın en iyi göstergesi olan son beş yıl içinde kişi başına düşen GSYİH, Avrupa'da yıllık ortalama yüzde 1.4 büyüme oranıyla, yüzde 1.5 oranına sahip Amerika'nın hemen ardından gelmektedir. Amerika, istihdam yaratmada daha iyi değil miydi? Aslında hayır. Euro alanında istihdam, ister son beş yıla, ister son on yıla bakın; Amerika'da olduğundan daha hızlı büyüdü. Bu da 1990'ların ortalarından beri çarpıcı bir büyümeye işaret ediyor.

1996'dan beri Amerika'da çalışma yaşında ve iş sahibi olan nüfusun oranı, yüzde 73'ten yüzde 71'e düşmüştür. Oysa bu oran, euro alanında, yüzde 59'dan yüzde 65'e yükselmiştir. Euro alanının, cari açık ve bütçe açığında olağanüstü artışlar olmadan bu rakamlara ulaşabilmesi, performansının Amerika'ninkinden daha sürdürülebilir olduğuna işaret edebilir.

Bu, euro alanının gül bahçesine benzediği anlamına gelmez. Avrupa'nın, daralan işgücü ve yaşlanan nüfusun yanında daha da şiddetlenen küresel rekabetle mücadele etmesi gerekmektedir. Avrupa piyasalarının daha esnek hale gelmesi; insanların daha uzun süre çalışması ve üretkenlikte büyüme hızının artması gerekir. Yine de Avrupa'nın mutsuz ekonomileri, Amerika'nın onlardan daha canlı ekonomisinden daha kötü durumda sayılmaz. Yapılacak reformlar, olumlu sonuçlar doğurabilir.

The Economist, 19 Kasım 2005, syf:75-76

### **Avrupa Merkez Bankası'nda Reform Gerekli**

**Financial Times yazarı Wolfgang Munchau'nun, Avrupa Merkez Bankası'nda reformun yeterli olmasa da gerekli olduğu konusundaki yorum yazısının çevirisi aşağıda yer almaktadır. Munchau yazısında, Maastricht Antlaşması'na getirilecek değişikliklerle AMB'de reform yapılırsa, kısa vadeli faiz oranlarının yüzde 2'den az olacağını; euro alanında ani enflasyon artışı yaşanmayacağını ve ekonomik iyileşme sağlanacağını savunuyor.**

Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) 1 Aralık Perşembe günü yapılacağını daha önce duyurduğu faiz oranları artışı, son zamanların en garip para politikası kararı olmalı. Almanya'nın güven verilerinin de işaret ettiği üzere, euro alanındaki ekonomik iyileşme, hala kırılgan bir evrede. AMB'nin TÜFE (tüketici fiyat endeksi) konusunda kendi tahminleri bile biraz daha iyimser kalırken çekirdek enflasyon tahmini, Ekim ayında yüzde 1.5 oranında değişmeden kaldı.

Bu karar ne kadar garip olursa olsun şaşırtıcı değil. AMB Başkanı Jean Claude Trichet dönemlerde yaptığı açıklamalarda giderek daha katı bir görünüm sergilemekteydi. AMB, katı para politikası hedefleri koymuyor; ancak parasalcı bir geleneğe sahip. Son aylarda para stokundaki büyüme, AMB'nin Yönetim Konseyi'ne, faiz oranlarını arttırmak için mükemmel bir fırsat tanıdı.

AMB konusundaki esas sorun, yetkilileri bu karara yönelten düşünce yapısıdır. Bu düşünce yapısı, AMB'nin faaliyet kurallarını ortaya koyan Maastricht Antlaşması'na da yansımıştır. Bu yaklaşım, AMB'nin, diğer politika hedefleri pahasına yalnızca fiyat istikrarına odaklanmasını öngörür. Bu amaçla AMB, merkez bankalarına tanınan en aşırı bağımsızlık sınırlarına ulaştırılmıştır. AMB'nin işleyişini değiştirmek istiyorsanız, bireysel kararlar almak; ya da banka içinde rejimin değişmesini beklemektense bu kuralları değiştirmelisiniz.

Yürürlüğe koyulamayan Avrupa anayasası, AMB reformu için kaçırılmaz bir fırsat olabilirdi. Ne var ki, AB liderleri, euro'ya duyulan güven konusunda bir kriz yaratmaktan korkarak bu konuda kafalarını kuma gömdüler. AMB reformu konusunda öneride bulunmak için, antlaşmanın bir sonraki gözden geçirilme tarihi, çok geç sayılmaz. Çünkü AB liderleri, statükoyu korudukları sürece ancak hakkettikleri bir merkez bankasına sahip olabileceklerdir.

AMB'de, euro alanının ekonomik zayıflığı konusunda en büyük sorumluluğun, yapısal politikalarda olduğuna inanılıyor. Bu kabul edilse bile euro alanının, daha düşük bir düzeyde de olsa, küresel yükseliş eğilimine dahil olması ümit edilecektir. Ancak, 2004 yılında AB, küresel ekonomik iyileşmeden nasibini alamadı. Bu durum, para politikasının, euro alanının zayıf ekonomik performansına ne derece katkıda bulunduğu ve gelecekteki ekonomik büyümeye ne denli kısıtladığı sorularını akla getiriyor.

AMB'de varılan uzlaşma, para politikasının, büyüme ve istihdamı etkileyen "reel" sonuçlar doğurmadığını; bu yüzden de para politikasının, yalnızca fiyat istikrarına odaklanması gerektiğini öngörüyor. AMB bünyesinde, euro alanının, yapısal olarak çok zayıf olduğunu; bu sebeple yüzde 1.5-2'nin üzerinde bir büyüme oranının bile kendiliğinden enflasyona sebep olacağı düşüncesi egemen.

Ekonomik görüşlerin büyük bölümü için bu, aşırı uç bir düşünce sayılır. Daha dengeli bir yaklaşım, uzun zamandır beklenen iyileşmenin biraz daha bekletilerek faiz oranlarını, AMB'nin nötr kabul ettiği düzeye indirmesine olanak tanımak olacaktır. Bunun yerine, 1 Aralık Perşembe günü yapılacak erken hamlenin ardından AMB'nin kısa vadeli faiz oranlarını, gelecek yıl boyunca artan bir şekilde yüzde 3 oranına kadar yükseltmesini bekliyorum.

O halde AMB'nin politikasını değiştirmesini sağlamak için ne tür kurumsal değişiklikler gerekir? Bunu, Maastricht Antlaşması'na getirilecek üç belirli ve ılımlı değişiklikle yapabiliriz.

Bunların ilki ve en önemlisi, AMB'nin öncelikli hedefinin yeniden tanımlanması olacaktır. Her şeyden üstün tutulan fiyat istikrarı hedefine tabi olan; ancak AMB'nin büyüme ve istihdamı desteklemesini öngören bir hedef, daha mantıklıdır.

İkinci olarak, Amerikan Merkez Bankası'nın Amerikan Meclisi'ne hesap verdiği gibi AMB de Avrupa Parlamentosu'na hesap vermelidir. Bu, AMB'ye, gelecekte uygulanacak

para politikaları kararları dışında kalan sorulara doğru cevaplar vermek açısından yasal bir zorunluluk getirecektir. Ancak, bunlar, AMB'nin talimatlar alacağı anlamına gelmemektedir.

Üçüncü olarak, AMB'ye, para politikası stratejilerini oluştururken maliye bakanlarına danışma zorunluluğu getirilmelidir. Tabi ki para politikasının uygulanması, yine AMB'nin sorumluluğu olacaktır. Ancak bu, açıklanan üst limitlere karşı belirsiz alt limitleri olan asimetrik enflasyon hedefleri gibi ideolojik politikaların benimsenmesini engelleyecektir. Bu tür bir danışmanlık süreci, her iki tarafta da geniş bir bant içinde olan yüzde 2 oranında bir TÜFE'nin; ya da dar bir bant içinde çekirdek enflasyonun yaratılmasına yol açacaktır.

Önerilen bu değişiklikler, köklü niteliği taşımaktan oldukça uzaktır. Bunlar, merkez bankasının bağımsızlığını korurken fiyat istikrarını da tehlikeye atmayacaktır. Yine de hükümetler, bu tür ılımlı reformlar yapmayı düşünseydi, AMB buna şiddetle karşı çıkardı. Ancak, AMB'nin para politikalarında olduğu kadar, Avrupa Konseyi'nin de antlaşmalara değişiklikler getirilmesini önermek konusunda bağımsız olduğu da bir gerçek. Bu, politikacılar ve ulusal meclislerin alacağı bir karardır; merkez bankası yetkililerinin değil.

Önerilen bu önlemler, son zamanlarda yaşadığımız düşüşten önce alınsaydı, kısa vadeli faiz oranları, yüzde 2 oranının altına inerdi. Euro alanı enflasyonunda ani bir artış yaşamazdık; hatta ekonomimiz, iyileşme yolunda adım atmış olurdu. Euro alanının ekonomik sorunlarını çözmek açısından AMB reformu yeterli olmayabilir; ancak gerekli olduğu da şüphe götürmez bir gerçek.

Financial Times, 28 Kasım 2005, Syf:15

## **Yükselen Ekonomilerde Şirket Tahvili Piyasaları Gelişiyor**

**1990'lı yıllarda Asya ülkelerinde, şirketlerin finansman sağlayabileceği sermaye piyasaları gelişmemiştir. Şirketler, tahvil çıkarıp sermaye piyasalarına arz ederek finansman sağlayamadıklarından yoğun bir biçimde banka kredileri kullanırdı. 1990'ların sonuna doğru Asya Krizi çıkıp yabancı sermaye çok kısa bir süre içinde ülkeyi terk edince hem şirketler hem ülkeler büyük güçlükler yaşadı. Alternatif finansman olanaklarının bulunmaması ve tamamen banka borcuna dayanmanın acı sonuçları, bu ülkeler için ders oldu. 1999 yılında verdiği bir demeçte Alan Greenspan, "patlak bir lastiğiniz yoksa, yedek lastiğinizin olmaması sorun değildir. Doğu Asya'nın hiç yedek lastiği yoktu" şeklinde demeç veriyordu. Greenspan, Doğu Asya'nın iyi işleyen bir sermaye piyasası olsaydı, Doğu Asya Krizinin daha hafif atlatılacağı görüşünü savunuyordu. Derinliği olan ve likit bir şirketler tahvil piyasası, yükselen ekonomileri daha az kırılğan hale getirir. Aktif bir şirketler tahvili piyasası, şirketlerin nakit akımlarının zamanlamasını ve para birimine daha uygun borç senedi ihraç etmelerini mümkün kılar.**

Uluslararası Para Fonu'nun son yayınladığı Küresel Mali İstikrar Raporu (Global Financial Stability Report) verilerine göre, son yıllarda şirket tahvilleri piyasası canlandı. Yükselen Asya'nın şirket tahvilleri piyasasının büyüklüğü, 1977'de GSYİH'nin yüzde 4.3'ü iken geçen yıl GSYİH'nin yüzde 7.1'ine yükseldi. Aynı dönemde Latin Amerika'daki piyasa büyüklüğü ise GSYİH'nin yüzde 1'inden yüzde 2.8'sine ulaştı. Bu gelişme, şirketlerin mali krizden sonra finansman gereksinimlerinin arttığını; kurumsal yatırımcıların varlıklarında artış olduğunu; faiz oranlarının düştüğünü yansıtıyor. Asya'da banka borçlanmaları, hala GSYİH'nin yüzde 50'si civarında ve en yaygın finansman şekli; ancak tahvil piyasalarının da önemi giderek artıyor.

Bununla birlikte ülkeden ülkeye başarı, değişkenlik gösteriyor. Örneğin ABD’de şirket tahvillerinin GSYİH’ye oranı yüzde 22 iken Malezya’da yüzde 38.2 ve Güney Kore’de yüzde 23.4. Şili’de bu oran yüzde 12.3, Tayland’da yüzde 12.2, Japonya’da ise yüzde 16.9. Dünyanın diğer bölgelerinde GSYİH içinde şirket tahvilleri piyasasının payı çok daha küçük; Çin’de ve Brezilya’da yüzde 0.7; Hindistan’da yüzde 0.4. Geçen ay bir İngiliz ticari kuruluşu olan Futures and Options Association tarafından yayınlanan bir çalışma, bu konuda muhtemelen en büyük potansiyele sahip Çin’de şirket tahvili piyasasının gelişmesinin önündeki çeşitli engelleri liste halinde yayınladı. Bu engellere tahvil ihraçlarına izin veren otoritenin tahvillerin mecburen yarı devlet garantisi taşıması koşulu ve bu yüzden “risk” temeline dayanan borsanın gelişmemesi de dahil.

IMF’in Küresel Mali İstikrar Raporunda şirketlerin karlarının artışı yavaşlayıp, finansman ihtiyaçları azaldıkça ve faiz oranları yeniden artmaya başladıkça geçen yıl yerel şirket tahvilleri piyasalarının büyümesinin de yavaşladığı görüşüne yer veriliyor. Raporda son yıllardaki büyümenin dönemsel olabileceği ve bu dönemsel hareketin tersine dönebileceği ifade ediliyor.

IMF’in sahne ışıklarına çıkardığı bir problem şirket tahvilleri talebi ile arzı arasında giderek büyüyen açık. Kurumsal yatırımcıların yatırım yapılabilir hisse senetlerine talebi, arzı çok aşmış durumda. Yükselen ekonomilerde zaten tahvil veya hisse senedi ihraç eden birkaç düzine büyük şirket var. Şirket tahvili piyasasının daha çok büyümesi için orta boy ölçekli işletmelerin de hisse senedi ve tahvil ihraç etmesi gerekir; fakat bunların yatırımcılar açısından kabul edilebilir olması için şirket yönetimlerinin ve şeffaflıklarını geliştirmeleri gerekmektedir.

Tahvil ihraç etme maliyeti başka bir problemdir. Bu da çeşitli formlar alabilir: kayıt harçları; kredi derecelendirme maliyeti; vergiler vs. Araştırma sonuçlarına göre Meksika’da tahvil ihraç etmek Brezilya veya Şili’de ihraç etmenin yarı maliyetindedir. Şili’de tahvil ihraç etmeyi pahalı hale getiren damga vergisinde 2002 yılında reform yapılmış ve damga vergisi maliyetinin birkaç tahvil ihracına bölünerek tahsil edilmesi imkanı getirilmiştir. Bu da ticari kağıt ihraç piyasasını canlandırmış gibi görünmektedir.

Yatırımcıların ellindeki tahvilleri istedikleri zaman piyasada oluşan, gözlenebilen fiyatlardan alıp satabilecekleri ikincil piyasaların likiditesi hayati önem taşımaktadır. Bununla birlikte yükselen ekonomilerden bir çoğunda şirket tahvilleri birkaç kurumsal yatırımcının elinde toplanmıştır ve bu yatırımcılar bu varlıkları tahvillerin vade tarihe kadar ellerinde tutmaktadır. Bu durum aktif olarak ticareti engellemekle kalmamakta, aynı zamanda tek yanlı bir piyasa oluşmasına da sebep olmaktadır. Bir başka problem, şirket tahvili ihraçlarının hacim açısından çok küçük olmasıdır. Hacim, likidite açısından önemlidir. Çünkü büyük hacimli ihraçların fiyatları etkilemesi olasılığı daha düşüktür.

Ticari bilgilerin varlığı, piyasalarda likiditeyi artırmak ve fiyatların belirlenmesini sağlamak açısından da önemlidir. Bir çok tahvilin ticareti “tezgah altı” gerçekleştirilmektedir ve bu tür işlemlere ait bilgiler herkese açık değildir. Fiyatlara ait verilerin bulunmaması, kurumsal yatırımcılar için özel olarak sıkıntı yaratmaktadır. Çünkü bu yatırımcıların portföylerini piyasaya açıklamaları gerekmektedir. Meksika ve Kore’de yatırımcılar, bağımsız satıcılardan fiyat kotası satın alarak bu sorunu aşmaya çalışmaktadır.

Son olarak tahvil sahipleri, yeterli ölçüde yatırımcı koruması talep etmektedirler. Çünkü şirketler ortadan kaybolursa yatırımcılar haklarını aramada daha az pazarlık gücüne sahip olacaklardır. İflas kanunları, şirket yönetimi standartları, zamanında ve yeterli enformasyon yatırımcı güvenini destekleyen önemli unsurlardır.

IMF'nin raporunda verilen mesaj, dikkate alınmalıdır. Mali istikrar için şirket tahvilleri piyasasının gelişmesi önemlidir. Bu, hem diğer finansman kaynaklarının kurulması halinde, hem de şirketin bilançosundaki dengesizliklerin azaltılması amacıyla bir tampon teşkil etmektedir. Ayrıca tasarruflar daha üretken yatırım alanları buldukça genel ekonomik refah da artar.

The Economist, 19 Kasım 2005, Syf:80