



2005 yılında gelişmekte olan ülke piyasalarının yıldızının parladığı bir süreç yaşandı. Böyle bir tabloda Avrupa Birliği , özelleştirmeler ve siyasi istikrar gibi önemli senaryolara sahip bir Türkiye'nin doğal olarak süreçten önemli bir şekilde faydalandığı görüldü. YTL cinsi yatırım araçlarının cazip olduğu ve şirketlerin performanslarıyla dikkat çektikleri bir dönemin ardından aynı trendin devam edip etmeyeceği en fazla merak edilen soru olarak öne çıkıyor.

Döviz cinsi yatırım yapanların bu trendden 2005 yılında faydalanamadığı görülmüştür. 2004 yılı sonu itibarıyla 1.3363 YTL düzeyindeki USD/YTL paritesi 2005 sonunda 1.3483'e ulaşmıştır. Dolar yatırımcısı \$'ın konusu bir yıllık dönemde %0,90 oranında getiri elde etmiş , 1 dolar ve 0.77 eurodan oluşan kur sepetinde ise bir yıllık dönemde %5.97 oranında reel kayıp yaşanmıştır.

2005 yılındaki bahar havasının 2006 yılına ne ölçüde yansiyacağını Türkiye'nin makro verilerindeki performansına ve global yatırım ortamına bağlı olacağını düşünüyoruz.

Borçlanma maliyeti düşerken, vadesi de uzamaktadır. Özelleştirme gelirlerinin Hazine'ye aktarılması nedeniyle , gerek finansmanda büyük bir rahatlık sağlanacak gerekse önümüzdeki yıllarda faiz yükünün azalması adına bir avantaj yakalanmış olacaktır. Bunların yanında 2006 özelleştirme takviminde yer alan ihalelerin hedeflerin yakalanmasında etkili olabileceğini düşünüyoruz.

Hükümetin 2006 yılında kurumlar vergisini %30'dan %10'a indirmesi önümüzdeki dönemde IMKB'deki şirketlerin temettü potansiyelleri artıracak ve F/K oranları düşürecektir. Bunun yanında yine 2006 yılı içinde hükümet tarafından özellikle işsizlik ve kayıtdışı ekonomiyi önlemek amacıyla istihdam üzerindeki vergilerin azaltılması yönünde bir adım atılabilir.

Devam eden Avrupa Birliği sürecinin ise olası sıkıntılara rağmen Türkiye'de ki yatırım ortamını desteklemesi kaçınılmaz olacaktır. Doğrudan yatırımlarda artış beklerken , milli gelirdeki artış trendinin devam edeceğini öngörüyoruz. Tüm bu faktörlerin sonucu olarak S&P tarafından yapılabilecek not artışı sürpriz olmayacaktır.

2006 yılı içerisinde siyasi istikrar , Merkez Bankası başkanı seçimi ve enflasyon hedeflemesi uygulamaları içsel risk faktörlerini oluşturmaktadır. Ayrıca son dönemde ortaya çıkan kus gripi konusunda henüz piyasalar adına risk oluşmasa da , bu virüsün yayılmasına karşın gelişmelerin takip edilmesi gerekmektedir. Olası bir salgının ekonomi üzerinde kısa vade de önemli sayılabilecek etkileri gözlenebilir.

İç faktörlerin yanında 2005 yılında olduğu gibi global trendde piyasaların yakından takip edeceği bir parametre olacaktır. Global risk alma istahının dünyada varolan düşük faiz ortamından kaynaklandığı düşünülürse ABD , Avrupa ve Japonya gibi önemli ekonomik merkezlerin politikalarının içerisinde bulunduğumuz yılda önemini artırarak devam etmesi kaçınılmaz olacaktır.

Ayrıca ülkelerin makroekonomik verilerini yakından ilgilendiren ve şirket karlılıkları üzerinde önemli bir etkisi bulunan petrol fiyatları da dış faktörler içerisinde önceliğini korumaya devam edecektir.

Gelişmekte olan ülkeler içerisinde ise Latin Amerika bölgesi dikkat çekici bir boyut kazanacaktır. Bu bölgede 2006 yılında yapılacak seçimler ve seçimler sonrası ABD karşısı bir bölge oluşması ihtimali bu coğrafyanın popülaritesini artıracaktır. Doğal kaynak zengini ülkelerin ABD ile olası sürtüşmeleri hammadde fiyatları üzerinde etkili olabilir.

2005 yılında olduğu gibi birçok avantajın 2006 yılında da devam ettiği ancak risklerin de geçtiğimiz yıla oranla arttığı bir döneme girildiği görülmektedir. Bu açıdan YTL cinsi yatırım araçlarının cazibesinin sürmesini beklerken , bu enstrümanlar içerisinde yine ön planda olmasını beklediğimiz hisse senetleri piyasasında hassasiyetin daha da artacağını düşünüyoruz. Bu paralelde gelişmekte olan ülkeler içerisinde F/K bazında iskontolu görülen IMKB'de işlem gören hisse senetleri açısından seçiciliğin 2005 yılına göre daha da artmasını beklemekteyiz.

GSMH-2004	299,5 milyar USD	KİSİ BASI GSMH-2004	4.172 USD
YILLIK TÜFE-2005	%7,72	TCMB DÖVİZ REZERVİ	49,9 milyar USD
YILLIK ÜFE –2005	%2,66	TCMB KISA VADELİ FAİZLER	%13,50
IHRACAT (2005-11 AYLIK)	66 milyar USD	BÜTÇE AÇIĞI / GSMH (2004)	-%7,1
ITHALAT (2005-11 AYLIK)	104,5 milyar USD	FAİZ DİSİ FAZLA / GSMH (2004)	%6,1
CARI AÇIK (2005-11 AYLIK)	-18,7 milyar USD	KAMU BORÇLARI / GSMH (2004)	%73,8
CARI AÇIK / GSMH (2004)	-%5,2	KAMU NET BORÇ /GSMH (2004)	%63,5

KREDİ NOTLARI		17 AGUSTOS 2004 (17 SUBAT 2005 TEYİT)	
<b>STANDARD &amp; POORS (S&amp;P)</b>			
YEREL PARA		UZUN DÖNEM	BB / DURAGAN
YABANCI PARA			BB- / DURAGAN
YEREL PARA		KISA DÖNEM	B
YABANCI PARA			B
<b>FITCH RATINGS</b>			
<b>13 OCAK 2005 (06 ARALIK 2005 GÖRÜNÜM DEĞİŞİKLİĞİ)</b>			
YEREL PARA		UZUN DÖNEM	BB- / OLUMLU
YABANCI PARA			BB- / OLUMLU
YABANCI PARA		KISA DÖNEM	B
ÜLKE TAVANI			BB-
<b>MOODY'S</b>			
<b>14 ARALIK 2005</b>			
YABANCI PARA		UZUN DÖNEM	Ba3 / DURAGAN
YEREL PARA			Ba3 / DURAGAN
ÜLKE TAVANI			Ba3
<b>JAPON CREDIT RATING (JCR)</b>			
<b>10 MART 2005</b>			
YEREL PARA		UZUN DÖNEM	BB - / OLUMLU
YABANCI PARA			BB - / OLUMLU

IMF KREDİLERİ GERİ ÖDEME PROGRAMI (OCAK 2006)	1 SDR = 1.4464 USD (16.01.2006)				USD	
	2006	2007	2008	2009	2010	TOPLAM
ANAPARA	7,208,568,320	5,035,887,488	1,573,553,024	1,003,743,744	0	14,821,752,576
FAİZ/MASRAF	688,732,288	256,244,224	90,371,072	33,137,024	5,380,608	1,073,865,216
TOPLAM	7,897,300,608	5,292,131,712	1,663,924,096	1,036,880,768	5,380,608	15,895,617,792

### Milli Gelir

2004 yılı sonunda 299,5 milyar USD (kisi basi 4.172 USD) olarak gerçekleşen Türkiye'nin Milli Gelir rakamlarının, TÜİK (Türkiye İstatistik Kurumu) tarafından yapılacak olan çalışma ile 2005 yıl sonu itibarıyla AB'ye uyum çerçevesinde (ESA-European System of Accounts) revize edilmesi beklenmektedir. Yapılacak bu düzenleme ile 2005 yıl sonu için 360 milyar USD (kisi basi 5.000 USD üzeri) beklenen Milli Gelir hesaplarında önemli artış sağlanacak (%35-%40) ve GSMH'ye bağlı ülke rasyolarında (Cari Açık/GSMH, Bütçe Açığı/GSMH, Kamu Borcu/GSMH vb.) olumlu değişimler gerçekleşecektir.

Dönemler itibarıyla GSMH sonuçlarını revize edecek TÜİK, bu kapsamda, mevcut sistemde 1987 olan baz yılı, sanayideki son input-output değerlerinin çıktığı 1998 olarak değiştirecek ve hesaplar buna göre yapılacaktır. Yeni sistemde eksik kapsam giderilecek ve mevcut sistemde üretim yöntemiyle hesaplanan GSMH rakamlarında kapsam dışında kalan ÖFK'lar, leasing, factoring şirketleri ve bağımsız kurullar sisteme eklenirken, kitap yazma ve beste yapma gibi edebi-sanat eserlerine de üretim olarak bakılacaktır.

### AB'YE ÜYE OLAN SON 10 ÜLKENİN MÜZAKERELER SÜRESİNCE KİSİ BASINA MİLLİ GELİRLERİ

USD	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Çek Cumhuriyeti	5,904	5,744	5,425	5,935	7,198	8,832	10,462
Estonya	4,003	4,036	3,997	4,400	5,218	6,771	8,227
Kıbrıs Rum Kesimi	12,283	12,382	11,603	11,913	12,931	16,101	18,562
Macaristan	4,579	4,687	4,565	5,081	6,379	8,085	9,908
Letonya	2,746	3,019	3,256	3,492	3,929	4,748	5,876
Litvanya	3,127	3,078	3,252	3,474	4,051	5,313	6,391
Malta	9,804	10,136	9,811	9,758	10,289	12,293	14,074
Polonya	4,386	4,255	4,310	4,809	4,958	5,430	6,265
Slovakya	4,113	3,781	3,757	3,866	4,487	6,047	7,607
Slovenya	10,598	10,836	9,710	9,974	11,246	14,106	16,359
TÜRKİYE	3,034	2,753	2,920	2,101	2,621	3,364	4,172

Müzakerelere başlama tarihleri

AB'ye Üyelik Tarihleri

**Vergi**

Hükümetin 2006 yılında kurumlar vergisini %30'dan %10'a indirmesi önümüzdeki dönemde İMKB'deki şirketlerin temettü potansiyelleri artıracak ve F/K oranları düşürecektir. Yapılan bu indirimle şirket karları diğer koşullar sabit kaldığında yaklaşık %14 artacaktır. Bunun yanında yine **2006 yılı içinde hükümet tarafından özellikle işsizlik ve kayıt dışı ekonomiyi önlemek amacıyla istihdam üzerindeki vergilerin azaltılması gündemdedir. Kurumlar vergisine ek olarak bu yönde yapılacak olan düzenleme hem Türkiye'deki yatırım ortamını iyileştirecek hem de İMKB'ye kote olan şirketlerin karlılığına olumlu katkı yapacaktır.**

<b>ÇALISAN BASINA ORTALAMA VERGI YÜKÜ (TAX WEDGE)*</b>			
	ÜLKE	2004	2003'E GÖRE DEĞİŞİM
1	BELÇİKA	54.2%	-0.4%
2	ALMANYA	50.7%	-1.2%
3	İSVEÇ	48.0%	0.1%
4	FRANSA	47.4%	-0.9%
5	MACARİSTAN	45.8%	0.2%
6	İTALYA	45.7%	0.3%
7	AVUSTURYA	44.9%	-0.1%
8	FINLANDIYA	43.8%	-0.6%
9	ÇEK CUMHURİYETİ	43.6%	0.4%
10	HOLLANDA	43.6%	8.4%
11	POLONYA	43.1%	0.2%
<b>12</b>	<b>TÜRKİYE</b>	<b>42.7%</b>	<b>0.5%</b>
13	SLOVAKYA	42.0%	0.6%
14	DANİMARKA	41.5%	-1.2%
15	İSPANYA	38.0%	0.3%
16	NORVEÇ	36.9%	0.1%
17	YUNANİSTAN	34.9%	0.5%
18	PORTEKİZ	32.6%	0.0%
19	KANADA	32.3%	-0.1%
20	LÜKSEMBURG	31.9%	0.4%
21	İNGİLTERE	31.2%	0.2%
22	İZLANDA	29.7%	0.3%
23	ABD	29.6%	0.1%
24	İSVİÇRE	28.8%	-0.2%
25	AVUSTURALYA	28.6%	0.3%
26	JAPONYA	26.6%	-0.1%
27	İRLANDA	23.8%	-0.4%
28	YENİ ZELANDA	20.7%	0.4%
29	KORE	16.6%	0.3%
30	MEKSİKA	15.4%	-1.8%
<b>OECD ORTALAMASI</b>		<b>36.5%</b>	<b>0.2%</b>
<b>*VERGI YÜKÜ (TAX WEDGE): GELİR VERGİSİ + İSVEREN VE İŞÇİ SOSYAL GÜVENLİK KATKISI – NAKİT YARDIMLAR</b>			
<i>Kaynak: OECD</i>			

Kurumlar vergisi düşüsünden faydalanabilecek olası şirketler ; Vestel , Çimsa , THY , Tüpras , İş Bankası , Akbank , Turkcell , Bossa , Hürriyet Gazetesi , TEB , Finansbank , Tansas , Eczacıbaşı İlaç , Türk Traktör , Türk Demir Döküm , Petrol Ofisi , Hektas , Usas , Otokar , Döktas , Yünsa , Çemtas , Borusan Boru.

**Merkez Bankası Başkanı Seçimi**

Merkez Bankası Başkanı Süreyya Serdengeçti'nin görev süresi Mart ayında doluyor. Global piyasalar adına önemli bir faktör olan FED başkanının belirlenmesinin ardından , Türkiye için faiz ve para politikalarının belirlenmesi açısından TCMB'nin yeni başkanının belirlenmesi iç piyasalar adına önemli bir gündem başlığıdır.

**Türkiye'nin 2006 yılı ile beraber açık enflasyon hedeflemesi sistemine geçecek olması yeni Merkez Bankası Başkanının önemini artırmaktadır.**

**Enflasyon Hedeflemesi**

2005 yılında enflasyon TÜFE bazında yıllık %7,72 (hedef %8) ÜFE bazında ise %2,66 olarak gerçekleşmiş ve bu konuda önemli bir kazanım elde edilmiştir. Türkiye'nin 2006 yılı ile beraber açık enflasyon hedeflemesi sistemine geçecek olması ise özellikle yeni TCMB Başkanının önemini artırmaktadır. Ayrıca enflasyonun %10 değerinin altına indigi gelişen ülkelerde enflasyon volatilitésinin arttığı da bilinmektedir. Dolayısıyla 2006 açık enflasyon hedeflemesi uygulanmasında bazı sorunlar beklenmektedir:

-Gelmekte olan ülkelerin 1990'ların basından itibaren gelişmiş ülkelerde başarıyla uygulanan enflasyon hedeflemesi politikası için gerekli **teknik ve kurumsal alt yapı** kurmaları daha güç olmaktadır. Bu durum Türkiye açısından fazla bir sorun teşkil etmeyecektir.

-Enflasyon hedeflemesinin para politikası olarak uygulanmaya başlanmasından önce Merkez Bankası ve siyasi otorite arasında **tam bir mutabakatın** sağlanması zorunludur. Bu konuda her ne kadar Türkiye'de siyasi otorite ve TCMB arasında bir anlaşma olsa da Mart ayında yeni Merkez Bankası başkanının kim olacağı konusu endişe yaratmaktadır.

-Enflasyon hedeflemesi politikalarına geçilebilmesi ve bunun sürdürülebilmesi için **mali baskınlık** ölçütü de önemli yer tutmaktadır. Buna göre, kamu kesiminin baskısının ekonominin tümü üzerindeki yoğunluğunun derecesi anlamına gelen mali baskınlık Türkiye'de özellikle 2001 yılı sonrası uygulanan ekonomi politikalarıyla önemli ölçüde azalmıştır. Bu politikalar sonucu özellikle bütçe açığı, faiz disisi fazla da olumlu gelişmeler gözlenmiş ve buna bağlı olarak kamu kesimi borçlanma gereği azalmıştır.

-Bu yöntemin ülkemizde ilk defa uygulanması nedeniyle diğer ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de Merkez Bankası'nın **bağımsızlığı** öne çıkmaktadır. T.C. Merkez Bankası diğer örnek ülkelerdeki bankalarla kıyaslandığında operasyonel bağımsızlığını önceden elde ettiğini görülmektedir ve bu da program için avantaj teşkil edecektir.

-Enflasyonist beklentilerin bandın üst tarafında oluşmasını engellemek için Merkez Bankasının **en önemli politika aracı ise para politikası ve dolayısıyla faiz hadleridir**. Su dönemde dahi Türkiye'de reel faizlerin yüksek olduğu eleştirileri siyasi otorite, özel kesim ve ekonomistler tarafından yapılırken enflasyon hedeflemesi çerçevesinde bu konuda TCMB çok da rahat olamayacaktır. Faizlerin yüksek tutulması, iç talebi kontrol altında tutarak enflasyonu baskıladığı gibi YTL'ye değer kazandırmakta ve yine bu yolla enflasyona olumlu etki yapmaktadır. Fakat YTL'nin değer kazanması diğer yandan dış ticareti dolayısıyla cari açığı olumsuz etkilemektedir ki bu Türkiye ekonomisinin en önemli sorunlarından bir tanesidir.

YIL SONU HEDEFİ İLE TUTARLI ENFLASYON PATİKASI VE BELİRSİZLİK ARALIĞI				
	Mar.06	Haz.06	Eyl.06	Ara.06
Belirsizlik Aralığı Üst Sınır	9.4%	8.5%	7.8%	7.0%
<b>Hedef</b>	<b>7.4%</b>	<b>6.5%</b>	<b>5.8%</b>	<b>5.0%</b>
Belirsizlik Aralığı Alt Sınır	5.4%	4.5%	3.8%	3.0%

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasında Enflasyon Raporu'nun yanı sıra, Para Politikası Kurulu toplantı özetleri de iletişim politikasının önemli araçlarından biri olacaktır. Bugüne kadar benzer bir işlevi üstlenen aylık Enflasyon ve Görünüm Raporu yerini ikili bir raporlama sistemine bırakacaktır: Para politikası kararının hemen ardından, karar ile birlikte kararın gerekçesini özetleyen kısa bir metin yayımlanacaktır. Para Politikası Kurulu'nun değerlendirmelerini ve enflasyon görünümüne yönelik duruşunu özetleyen metin ise toplantı tarihinden sonra 5 iş günü içinde yayımlanacaktır.

2005 yılından farklı olarak, toplantı tarihleri her ayın aynı gününe denk gelmeyecek, ancak şeffaflık ilkesiyle uyumlu olarak, toplantı tarihleri yıllık olarak önceden kamuoyuna ilan edilecektir. Toplantıların her ayın ikinci yarısına denk gelmesi ilkesi benimsenmiştir. Yeni dönemde toplantılar saat 14.00-17.00 arasında yapılacak ve alınan karar, gerekçesiyle birlikte aynı gün saat 17.00 ile 19.00 arasında Merkez Bankası tarafından bir basın duyurusu ile açıklanacak ve internet sitesinde yer alacaktır.

#### Ülkeler İtibarıyla Enflasyon Hedeflemesi Uygulamaları

Ülke	Baslangıç Tarihi	Enflasyon Ölçüsü	Hedef Belirleme Yetkisi	İlk Hedef (%)	Hedefleme Tarihindeki Oran (%)	12 Ay Sonraki Oran (%)
<b>Gelişmiş Ülkeler</b>						
Avustralya	Nisan 93	TÜFE	Merkez Bankası ve Hükümet	2 – 3	1,22	1,74
İngiltere	Ocak 92	TÜFE	Hükümet	1 – 4	3,57	1,35
İsveç	Ocak 93	TÜFE	Merkez Bankası	2 (+1)	1,76	1,70
İsviçre	Ocak 00	TÜFE	Merkez Bankası	<= 2	1,63	0,90
İzlanda	Mart 91	TÜFE	Merkez Bankası ve Hükümet	2,5 (-1,5 +3,5)	4,05	8,72
Kanada	Subat 91	Çekirdek Enflasyon	Merkez Bankası ve Hükümet	3 – 5	6,83	1,68
Norveç	Mart 01	Çekirdek Enflasyon	Hükümet	2,5	3,64	1,10
Yeni Zelanda	Mart 90	Çekirdek Enflasyon	Merkez Bankası ve Hükümet	3 – 5	7,03	4,52
<b>Ortalama</b>				<b>2,8</b>	<b>3,72</b>	<b>2,71</b>
<b>Gelişmekte Olan Ülkeler</b>						
Brezilya	Haziran 99	TÜFE	Hükümet	8 (+-2)	3,15	6,51
Çek Cumhuriyeti	Ocak 98	TÜFE	Merkez Bankası	5,5 – 6,5	9,98	3,50
Filipinler	Ocak 02	TÜFE	Merkez Bankası ve Hükümet	4,5 – 5,5	3,80	2,70
Güney Afrika	Subat 00	Çekirdek Enflasyon	Hükümet	3 – 6	2,65	7,77
Güney Kore	Ocak 98	Çekirdek Enflasyon	Merkez Bankası	9 (+-1)	6,57	1,46
İsrail	Ocak 92	TÜFE	Hükümet	14 – 15	18,03	10,74
Kolombiya	Eylül 99	TÜFE	Merkez Bankası ve Hükümet	15	9,22	9,35
Macaristan	Haziran 01	TÜFE	Merkez Bankası	7 (+-1)	10,78	4,87
Meksika	Ocak 99	TÜFE	Merkez Bankası	<= 13	18,61	11,03
Peru	Ocak 94	TÜFE	Merkez Bankası	15 – 20	39,49	13,71
Polonya	Ekim 98	TÜFE	Merkez Bankası	<= 9,5	10,44	8,82
Sili	Ocak 91	TÜFE	Merkez Bankası	15 – 20	27,31	19,47
Tayland	Nisan 00	Çekirdek Enflasyon	Hükümet	0 – 3,5	1,04	2,47
<b>Ortalama</b>				<b>9,87</b>	<b>12,39</b>	<b>7,88</b>

## 2006 AB Süreci

Türkiye'nin 1959 yılında Avrupa Ekonomik Topluluğu'na ortaklık başvurusuyla başlayan Avrupa Birliği serüveni 3 Ekim ile birlikte yeni bir boyut kazandı. Fransa ve Hollanda'daki referandumlar , Almanya'daki erken seçim ve son dönemde Kıbrıs Rum Kesimi ve Avusturya'nın isteklerinin yarattığı olumsuz havaya rağmen Ankara-Lüksemburg hattında süren görüşmeler uzlaşmayla sona erdi.3 Ekim'de tam üyelik için görüşmeler resmen başladı. Bu tarihten sonra iki taraf arasında mevzuat uyumunun sağlanacağı süreç başladı. Yaklaşık bir yıl sürmesi beklenen dönemde Kıbrıs konusu ve Ocak-2006'da Avusturya'nın dönem başkanlığını devralmış olması en önemli risk potansiyeline sahip başlıklar olarak karşımıza çıkmaktadır.

Kıbrıs Rum Kesimi'nin tanınması ve limanların açılması gibi konularda bir asama kaydedilememiş olunması nedeniyle üyelik sürecinin birçok döneminde Türkiye açısından risk olusturacaktır. Ancak tartışmalı ortam devam etse de , adada bir çözümün sağlanması açısından Kıbrıs Rum Kesimi'nin veya Yunanistan'ın ciddi bir engel oluşturmalarını beklemiyoruz. Bir diğer risk olarak algılanması gereken ise Avusturya'nın Ocak-2006 tarihinde dönem başkanlığını devralmış olmasıdır. 3 Ekim öncesi iç siyasetine yönelik kaygıları nedeniyle Türkiye kozunu AB'ye karşı kullanan Avusturya'nın tavrının dönem başkanlığında da devam edip etmemesi sürecin işleyiş açısından etkili olacaktır.

Avusturya'nın dönem başkanlığı sırasında Türkiye-AB ilişkileri açısından Türk limanlarının Rum bandralı gemilere açılması ve ek protokolün TBMM'de onaylanmasıyla ilgili tartışmalar da gündemde olacaktır. Türkiye-AB ilişkilerinde AB anayasası konusu da önemli bir başlık olarak öne çıkmaktadır. Geçtiğimiz yıl Fransa ve Hollanda'da düzenlenen referandumlarda reddedilen AB anayasasının durumu önümüzdeki 6 ay içerisinde yeniden gündeme gelecektir.

Avusturya Hükümeti yapmış olduğu son açıklamada ise ,Türkiye'nin AB ile ilk detaylı üyelik müzakerelerine 2006 yılının ilk yarısında başlayabileceğini bildirdi. Avusturya, kendi dönem başkanlığı sırasında AB hükümetlerine Türkiye'nin tarama sürecine ilişkin değerlendirmesini sunacağını belirtti. Bu da asıl müzakere sürecinin ilk adımı olacaktır.

### Üyelik Süreci

AB üyesi ülkelerin devlet ve hükümet başkanlarının katıldığı AB zirvesinde adaylığı resmen kabul edilen bir ülke, aday statüsünden tam üyelige uzanan yolculuğunda tarama, müzakere ve onay olmak üzere üç ana süreçten geçiyor.

### Tarama Süreci

Tarama süreci adından da anlaşılacağı gibi bir aday ülkenin ulusal mevzuatının Avrupa Birliği müktesebati ile karşılaştırılmasına ilişkin bir süreçtir. Dolayısıyla bu süreçte ulusal mevzuat ayrıntılı bir incelemeye tabi tutulmaktadır. Bu incelemeyi, kolaylıkla görülebileceği gibi aday ülkeyle Avrupa Birliği Komisyonu ortaklaşa yapmaktadırlar. Süreç 20 Ekim 2005 tarihinde fiilen başlamıştır ve 1 yıla yakın sürmesi beklenmektedir. (1 Mayıs 2004 tarihinde AB'ye üye olan ülkelerin tarama süreçleri 1-2 yıllık bir dönemi kapsamıştır) AB Müktesebati başlıkları şunlardır:

**1) Malların Serbest Dolasımı 2) İşçilerin Serbest Dolasımı 3) Yerleşim Hakkı ve Hizmet Sunumu Serbestisi 4) Sermayenin Serbest Dolasımı 5) Kamu Alımları 6) Sirketler Hukuku 7) Fikri Mülkiyet Hukuku 8) Rekabet Politikası 9) Mali Hizmetler 10) Bilgi Toplumu ve Medya 11) Tarım ve Kırsal Kalkınma 12) Gıda Güvenliği, Veterinerlik ve Bitki Sağlığı 13) Balıkçılık 14) Tasımacılık Politikası 15) Enerji 16) Vergilendirme 17) Ekonomik ve Parasal Politika 18) İstatistik 19) Sosyal Politika ve İstihdam 20) İşletme ve Sanayi Politikası 21) Trans-Avrupa Sebekeleri 22) Bölgesel Politika ve Yapısal Araçların Koordinasyonu 23) Yargı ve Temel Haklar 24) Adalet, Özgürlük ve Güvenlik 25) Bilim ve Araştırma 26) Eğitim ve Kültür 27) Çevre 28) Tüketicinin ve Tüketici Sağlığının Korunması 29) Gümrük Birliği 30) Dis İlişkiler 31) Dis, Güvenlik ve Savunma Politikaları 32) Mali Kontrol 33) Mali ve Bütçesel Hükümler 34) Kurumlar 35) Diğer Konular**

### 2006'da tarama yapılacak başlıklar

- 16-20 Ocak malların serbest dolasımı tanıtıcı tarama(20-24 Subat ayrıntılı tarama)
- 23-25 Ocak Adalet, Özgürlük ve Güvenlik tanıtıcı tarama(13-15 Subat ayrıntılı tarama)
- 31 Ocak-1 Subat Gümrük birliği tanıtıcı tarama(13-14 Mart ayrıntılı tarama)
- 6-7 Subat Fikri Mülkiyet Hukuku tanıtıcı tarama(2-3 Mart ayrıntılı tarama)
- 8-10 Subat Sosyal Politika ve İstihdam tanıtıcı tarama(20-22 Mart ayrıntılı tarama)
- 16-17 Subat Ekonomi ve Parasal Politika tanıtıcı tarama(23-24 Mart ayrıntılı tarama)
- 24 Subat Balıkçılık tanıtıcı tarama(31 Mart ayrıntılı tarama)
- 6-17 Mart Gıda Güvenliği , Veterinerlik ve Bitki Sağlığı tanıtıcı tarama
- 20-22 Mart Yargı ve Temel Haklar tanıtıcı tarama(24 Nisan –3 Mayıs ayrıntılı tarama)
- 27-28 Mart İşletmeler ve Sanayi Politikaları tanıtıcı tarama(4-5 Mayıs ayrıntılı tarama)
- 29-30 Mart Mali Hizmetler tanıtıcı tarama(2-3 Mayıs ayrıntılı tarama)
- 03-11 Nisan Çevre tanıtıcı tarama(29 Mayıs –2 Haziran ayrıntılı tarama)
- 15-17 Mayıs Enerji tanıtıcı tarama
- 18 Mayıs Mali Kontrol tanıtıcı tarama
- 6-7 Haziran Vergilendirme tanıtıcı tarama
- 8-9 Haziran Tüketicinin ve Tüketici Sağlığının Korunması tanıtıcı tarama

Tarama sürecinde Türkiye'yi en fazla zorlayacak konu başlıkları, gıda güvenliği, tarımdaki nüfusun azaltılması ve hayvancılıkta yapılanma olmasını bekliyoruz.

Tarım ile ilgili mevzuatların karşılaştırılacağı 'ayrıntılı tarama' süreci de 28 Ocak 2006'da başlayacak. Avrupa Birliği, yüzde 33 olan tarımdaki nüfusun yüzde 10'a indirilmesini istiyor. Bölgesel farklılıkların azaltılması, tarıma dayalı sanayiinin geliştirilmesi, verim ve kalitenin artırılması da Avrupa Birliği'nin talepleri arasında yer alıyor. AB'nin hesaplamasına göre, Türkiye'nin tarım alanında uyumu için yıllık ortalama 11.3 milyar euro kaynak gerekmektedir. 2006 bütçesinden bu alana ayrılan tutarın sadece 4 milyar YTL olduğu belirtilmektedir. Başlangıçta yukarıda belirtilen 35 başlığın tamamına ilişkin tarama sürecinin bitirilip ardından müzakerelerin başlaması yönünde başlangıçta bir yaklaşım söz konusuydu. Ancak bunun oldukça uzun bir zaman alacağı göz önüne alınarak başlık başlık gitme yönünde bir yaklaşımın daha mantıklı olacağı anlaşılmıştır. Bunun sonucu olarak Türkiye'nin fazla zorlanmayacağı alanlar seçilerek bunlarda bir an önce tarama sürecinin bitirilmesi sağlanacak, bunun ardından hemen taraması yapılan başlıkta müzakereler başlayacaktır.

## Müzakere Süreci

AB Komisyonu, tarama süreci başarıyla sona eren alanla ilgili ortak pozisyon belirleyen bir taslak rapor oluşturunca ve bunun üye devletlerce onaylanmasının ardından o bölümle ilgili müzakereleri başlatacak. Başlıklar halinde yürütülen müzakerelerde aynı anda birden fazla başlık ele alınabiliyor. Müzakerelerde AB Komisyonu önemli rol oynuyor ve teknik işlerin çoğu Komisyon tarafından yürütülüyor. Buna karşılık, son sözü üye ülkelerin siyasi temsilcileri söylüyor. Müzakerelerin başlangıç dönemlerinde birden fazla başlığa ilişkin görüşmelerin paralel olarak sürdürülmesi mümkün olabiliyor. Başlıkların açılma tarihleri AB'nin önerisi üzerine netlik kazanıyor.

Avrupa Komisyonu'ndan yapılan açıklamada eğitim, kültür ile bilim ve araştırma başlıklarıyla ilgili ocak ayında üye ülkelere rapor sunacaklarını ve üye ülkelerin de yeşil ışık yakmasıyla, bu iki başlıkta müzakerelerin mart ayında başlayabileceği belirtildi.

Ocak-2006 tarihinde dönem başkanlığını devralan Avusturya Hükümeti yapmış olduğu son açıklamada ise ,Türkiye'nin AB ile ilk detaylı üyelik müzakerelerine 2006 yılının ilk yarısında başlayabileceğini bildirdi.Avusturya, kendi dönem başkanlığı sırasında AB hükümetlerine Türkiye'nin tarama sürecine ilişkin değerlendirmesini sunacağını belirtti. Bu da asıl müzakere sürecinin ilk adımı olacaktır.

## Onay Süreci

Kapatılan her müzakere başlığı için AB ve aday ülke arasında varılan anlaşma, Katılım Anlaşması'nın temellerini oluşturuyor. Katılım Anlaşması'nda aday ülkenin hangi tarihte AB'ye gireceği, hangi konulara ilişkin geçiş dönemlerine kadar süreyle uygulayacağı detaylı şekilde belirtiliyor. Anlaşmanın üye ülke temsilcileri tarafından imzalanmasının ardından onay süreci başlıyor. AB, üye ülkeleri onay sürecinde seçecekleri yönteme ilişkin serbest bırakıyor. Buna göre, ülkeler Anlaşmayı ya Parlamentolarında oyluyorlar ya da referanduma götürüyorlar.

Müzakere sürecinde Türkiye'nin liman ve havaalanlarını Rum gemi ve uçaklarına açmamasının sıkıntı yaratacak en önemli problem olacağı düşünülmektedir.Ek protokolünde henüz TBMM' de onaylanmaması nedeniyle bu konuyla ilgili başlıkların (gümrük birliği) müzakerelere açılmayacağı belirtilmektedir.AB Türkiye'nin ek protokolü imzalamasıyla birlikte yayınladığı deklarasyonun ardından yayınladığı karşı deklarasyonda protokolün onaylanmamasının ve buna bağlı olarak uygulanmamasının bütün müzakere sürecini olumsuz etkileyebilecek bir durum olduğunu belirtmiştir.

## Özelleştirme

Son 20 yılda elde edilen özelleştirme gelirin 2.5 katı sadece 2005 yılında elde edilmiştir. Özelleştirmeden elde edilen gelir 2003 yılında 830 milyon \$ iken, 2004'te 1.3 milyar \$'a, 2005 yılında ise 16.9 milyar \$'a ulaşmıştır. Ekonomik hedeflerin yakalanması açısından önem taşıyan özelleştirmelerin 2006 yılında gündeme gelmesi beklenenler ; Tekel Sigara , Milli Piyango , Elektrik Dağıtım şirketleri , THY , Petkim , Basak Sigorta , Seker Fabrikaları , TCDD Limanları , Emekli Sandığı Otelleri ve Halkbank...

## Avrupa Ekonomisi

2005 yılını dünya ekonomisinin %4.3 büyüme ile kapatması ve 2006 yılında da bu büyüme seviyesinin korunması beklenmektedir.Bununla birlikte, Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) verilerine göre, 2004 yılında %2.5 büyüyen ve Türkiye'nin en önemli ticaret ortağı olan AB ekonomisinin 2005 yılını %1.6 büyüyerek tamamlanması ,2006 yılında ise AB ülkelerinin büyüme hızının %2.1 olması öngörülmüştür.

Enflasyonda da endise verici gelişme bulunmuyor. Son veriler itibarıyla ortak para euroyu kullanan 12 ülkede 2005 yılı enflasyonunu %2.2 olarak açıkladı. Buna göre yüksek petrol fiyatlarının etkisiyle eylül ayında %2.6'ya kadar çıkarak endise yaratan enflasyon, %2.4 olan 2004 yılı seviyesinin de altında gerçekleşmiş oldu. Son açıklanan verilerle euro ülkelerinde enflasyonun yüzde 2.2 seviyesine kadar gerilemesi, yeni bir faiz artırımını yakın bir sürede gündeme alma ihtimalini azaltmış oldu. Avrupa'da spekülasyon balonlarından ve enflasyonist hareketlerden söz etmek yanlış olacağından Avrupa Merkez Bankası'nın FED'e oranla daha temkinli davranmasını bekliyoruz.

Avrupa'da ekonomiyi destekleyebilecek iki önemli beklenti mevcuttur. Bu iki beklenti Almanya kaynaklıdır. İlki Almanya'nın geçtiğimiz yıl seçilen başbakanı Merkel'in politikaları , diğeri ise 2006 Dünya Futbol Şampiyonası'nın etkileridir.

Almanya Başbakanı Angela Merkel, göreve gelmesi sonrası parlamentodaki ilk konuşmasında hükümetinin ekonomik büyümeye ağırlık vereceğini ifade etmiştir. Avrupa ekonomisinin lokomotifini konumundaki Almanya'da Merkel politikalarının başarı olasılığını yüksek görüyor ve bunun şirket karları üzerinde etkili olmasını bekliyoruz.

Son yıllarda ekonomisi büyük sıkıntılar yaşayan ve işsizlik oranlarının giderek yükseldiği Almanya için haziran ayında yapılacak olan 2006 Dünya Futbol Şampiyonası ayrı bir önem taşıyor. Dünya Kupası organizasyonu nedeniyle on binlerce taraftarın Almanya'ya yönelmesi öngörüldükçe, bu talebin 60 bin kişilik istihdam yaratması ve milli geliri artırması beklenmektedir.

2006 finallerinin etkilerinin Alman ekonomisi üzerinde kısa vadede kendini göstermesi beklenirken, tüketici güveninin artması ve yapılacak harcamaların milli geliri %0.5 artıracığı tahmin edilmektedir. Özellikle perakende şirketleri, inşaat firmaları ve otellerin istihdamlarını önemli oranda artırması beklenmektedir.

Dünya kupası maçlarının etkisiyle, hizmet sektöründe(turizm, gıda, eğlence, perakende ve güvenlik) kar patlaması bekleniyor. Şampiyonanın etkileyeceği önemli sektörlerden biri de televizyon sektörü olacaktır. Yayıncılar, televizyon firmaları ve perakendeciler özellikle high-definition (yüksek çözünürlüklü) TV satışlarında patlama bekliyorlar. **(Vestel , Beko ve Arçelik açısından önemli olacaktır)**

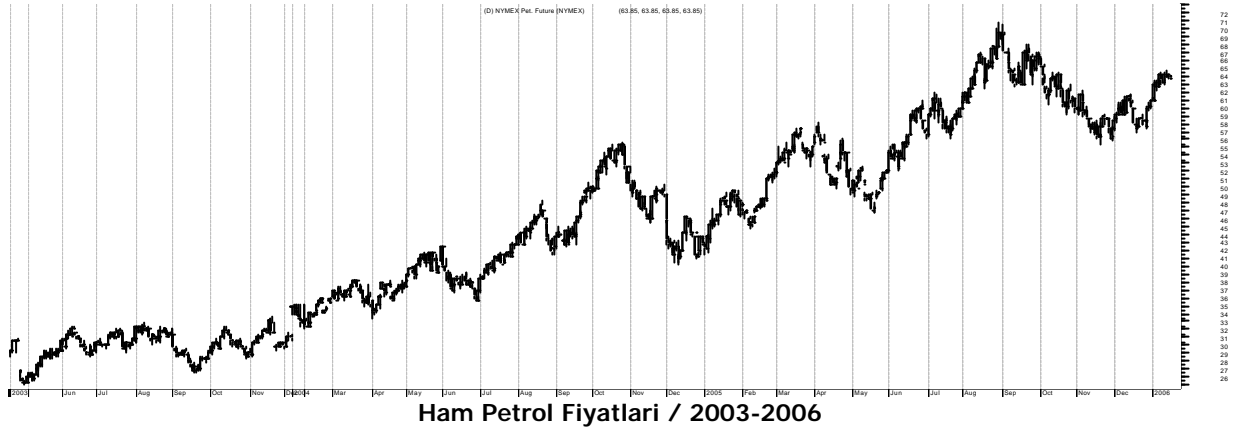
Avrupa ekonomisinde olası bir büyümenin Türkiye açısından önemi oldukça büyüktür. Bunun nedeni Türkiye'nin ihracat yapısından kaynaklanmaktadır. Toplam ihracatının %52,3'ünü Avrupa Birliği ülkelerine gerçekleştiren Türkiye açısından , bu bölgedeki büyüme ihracatçı şirketler adına önemli bir avantajdır.

Bu avantajı değerlendirilmesi muhtemel halka açık şirketlerden bazıları ; **Vestel , Tofas Oto Fabrika , Ford Otosan , Bossa , Eczacıbaşı Yapı , Beko , Kordsa , Yünsa , Soda Sanayi , Menderes Tekstil , İzmir Demir Çelik , Sarkuysan , Demisas , Döktas , Denizli Cam , Ceylan Giyim , Uki Giyim , Frigo Pak Gıda , Söktas , Akin Tekstil , Ersu Gıda , Ege Endüstri...**

## Petrol Fiyatları

En zengin petrol sahalarına sahip olan Ortadoğu'da mevcut riskler ve savaşlar nedeniyle üretimin etkin şekilde yönetilememesinden dolayı istenen düzeyde üretim artışı gerçekleştirilememesi petrol fiyatlarının artmasında etkili olmaktadır.

Petrol fiyatlarının artmasında, Çin ve Hindistan gibi ülkelerdeki tüketim artışı, Ortadoğu'ya alternatif Kafkasya, Orta Asya ve Batı Afrika gibi petrol bölgelerinin üretime dahil edilememesi ve 2005 yılında ABD'de meydana gelen kasırgaların petrol üretim tesislerini tahrip etmesi de etkin rol oynamıştır.



1993 yılına kadar petrol ihracatçısı bir ülke olan Çin, sürekli büyüme hedefine paralel olarak artan enerji ihtiyacını karşılayamamış ve petrol ithalatçısı konumuna gelmiştir. Günümüzde ise yalnızca kendi iç talebinin bir kısmını karşılayabilecek kısıtlı miktarda petrol üretebilen Çin'in petrol rezervlerinin 14 yıl içinde tükenmesi beklenmektedir. Bu açıdan Çin, mevcut ekonomik yapısını korumak ve kalkınmasını sürdürmek açısından kesintisiz enerji elde edebileceği kaynaklara ihtiyaç duymaktadır.

Çin'in toplam mal ve hizmet ihracat ve ithalatı toplamı milli hasılasının %75'i düzeyinde iken, Japonya, Hindistan ve Brezilya gibi ülkelerde bu oran %25- 30'lar düzeyindedir. Ülkenin büyüklüğünü düşündüğümüzde Çin'in küresel arz ve talep üzerindeki etkisinin önemi artmaktadır. Bunun yanında Çin, alüminyum, bakır, çelik, kömür gibi malların ticaretinde dünyanın en büyük, petrole ise ikinci büyük tüketicisidir. Dolayısıyla Çin'in bu ürünlere yönelik talebinin değişimi dünya fiyatları üzerinde büyük bir etkiye yol açabilecektir.

Çin günümüzde petrol ihtiyacının üçte birini dış ülkelere karşılamaktadır. Bu oranın 2020 yılında %50'ye , 2030 yılında %80'e çıkması beklenmektedir. 2003 yılından bu yana dünyanın en fazla petrol tüketen ikinci ülkesi olan Çin'de , ülke ekonomisini ayakta tutacak olan sağlam petrol kaynakları ile güçlü bağlantılar kurmak Çin dış politikasının ana hedeflerinden birisi olmaya devam edecektir. Bu noktada her geçen gün büyüyen ekonomisi ile dünyada büyük bir güç odacı haline gelen Çin'in petrol fiyatları üzerindeki belirleyici rolünün artmasını beklediğimiz ifade etmeliyiz.

### Petrol Fiyatlarının Türkiye'ye Etkisi

Petrol fiyatlarına ilişkin endiseler , petrol ithalatçısı olan ülkelere ödemeler dengesi ve fiyatlar üzerinde baskı yaratmaya ve büyümeleri etkilemektedir. Türkiye'de bu ülkelere biri ve Türkiye'nin ciddi oranlarda cari açık problemi bulunmaktadır. Petrol fiyatlarındaki artış , Türkiye'nin petrol ithalatında 5,5 milyar\$ ek yük getirmektedir. Bunun yanında petrol fiyatlarının enflasyon üzerinde %1-1.5'lük artırıcı etkisi olacaktır.

### Beklenti...

Petrol fiyatlarının seyrinde Çin ve Hindistan gibi iki önemli ekonominin talebi kuskusuz önemli bir belirleyicidir. Bu bakımdan bu iki ülkenin makroekonomik beklenti ve gerçekleştirmelerinin dikkatli bir şekilde takip edilmesi gerekmektedir.

Çin'de 3.çeyrek yıllık büyümesi (2005) %9.4 olarak gerçekleşmiştir. 2006 ve 2007'de ise bu rakam sırasıyla %7.8 ve %7.5 olarak beklenmektedir. Hindistan'da ise 2005 yılı büyüme verisi %7.2 beklenirken , 2006-2007 ortalaması %6.6 olarak öngörülmektedir.

Çin ve Hindistan'da 2006'ya yönelik büyüme projeksiyonunda geçmiş döneme nazaran bir miktar gerilemenin gözlenmesi , bu ülkelerin petrol talebinde düşüş yaşanabileceğinin bir göstergesidir. Olası bir talep düşüşü petrol fiyatlarının 2006 yılında daha stabil bir seyir izlemesini sağlayabilir.

Petrol fiyatlarının eski gücünü kaybetmesiyle bir başka gelişimde Arap Borsalarında gözlenebilir. Yatırımcıların petrolden elde ettikleri kazançları bölgesel borsalarda değerlendirmeyi tercih etmeleri neticesinde bu yılın en yüksek performans gösteren on borsasından sekizi Arap borsası olurken, en büyük artış Mısır'da görüldü. Mısır CASE 30 endeksi 2005 yılında yaklaşık %150 değer kazanırken, onu yüzde %130'luk artışla Dubai Finansal Piyasalar Endeksi izledi. Suudi Arabistan ve Ürdün'de ise endeksler iki kata yakın yükseldi. Hisselerin toplam piyasa değerleri de Tunus, Birleşik Arap Emirlikleri, Ürdün, Lübnan, Katar, Kuveyt, Yemen, Mısır, Suudi Arabistan, Bahreyn ve Fas'ta iki kattan fazla artış gösterdi.

**Petrol fiyatlarının 2005 yılındaki performansını sergileyememesi , yatırımcıların bu borsalardaki yatırımlarını yeniden gözden geçirmesine neden olacaktır. Yatırımcıların yüksek kazançlar sağladıkları bölge borsalarından olası çıkışları sonrasında Türkiye gibi temel senaryolara sahip ülkelere yönelebileceğini düşünüyoruz.**

Petrol fiyatları adına takip edilmesi gereken riskleri ise OPEC üretiminin düşmesi ve petrol ihracatçısı ülkelerde çıkabilecek siyasi sorunlar olarak öngörüyoruz.

### Arjantin ve Brezilya'nın IMF'e Olan Borçlarını Erken Ödemesi

Geçtiğimiz yıl sonunda Arjantin ve Brezilya'nın IMF borçlarını geri ödeyeceklerine ilişkin açıklamaları tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de gündemin ilk sıralarına yerleşti. Özellikle de Brezilya-Türkiye karşılaştırması yapılırken, Arjantin ise nüfusunun %55'i fakirlik içinde yaşayan ve son elli yılda en çok kişi başına gelir düzeyi kaybetmiş ülkesi olduğu için gündem de Brezilya kadar yer bulamadı.

Arjantin ve Brezilya'nın bu girişimleri ülkemizde de IMF'e olan borçlarımızın kapatılıp kapatılmayacağı söylemlerini gündeme getirdi. Bu noktada sunu belirtmekte fayda var ki IMF'e olan borçlar Türkiye'nin dış aleme olan döviz borçlarından da, ülke içine olan TL veya dövize endeksli borçlarından da daha düşük faiz içeriyor. Ayrıca belirtilmesi gereken diğer bir noktada bu ülkelerin ekonomilerinin de iyi bilinmesi gerektirir.

1990'ların başında ekonomisi büyüme ve enflasyon bakımından Brezilya'dan daha kötü durumda olan Arjantin 'de kati bir sistem olan para kurulu benimsendi. 2002 yılına gelindiğinde ise para kuruluna son verilerek devalüasyonun yapıldığı ülkede yabancı sermaye çıkışının engellenememesi nedeniyle hükümet Eurotahvil geri ödemelerini durdurdu. 2003 yılında IMF ile yapılan pazarlıklar sonucu yapılacak borç geri ödemesi miktarları çok azaltılırken, buradan sağlanan bütçe kaynakları yoksulluk ve işsizlikle mücadeleye ve kamu yatırımlarına ayrıldı. Bu sayede Arjantin 2004'te %8'lik bir büyüme yakalamayı ve işsizliği azaltmayı başardı. 2005 yılı Ekim ayı verileriyle büyüme oranı %10, enflasyon %12, dış ticaret dengesi 11,5 milyar dolar, cari dengesi ise 2,9 milyar dolar fazla vermektedir. IMF'e olan borcu 9,9 milyar dolar olan Arjantin'in 25,7 milyar dolar döviz rezervi bulunuyor. 1 yıl önce 80 milyar dolar olan borcunu sağlanan anlaşmalarla 30 milyar dolara indiren ve kredi şartlarını da değiştiren Arjantin'in IMF'e olan borçlarını ödemesinin nedeninin siyasi ve anti-amerikan rüzgarı olduğu düşünülmektedir.

Latin Amerika'nın nüfus ve ekonomi açısından en büyük ülkesi olan Brezilya'ya baktığımızda ise 2005 yılı sonunda %3 büyüme beklendiğini, enflasyonun %6 civarında olduğunu, Ekim ayı itibarıyla dış ticaret fazlasının 44 milyar dolar, cari fazlasının ise 13 milyar dolar olduğunu görmekteyiz. IMF'e 16 milyar borcu bulunan Brezilya'nın 60 milyar dolar döviz rezervi bulunmaktadır. 1999 yılında cari açığın finanse edilememesi sonucu devalüasyon yapılan ülkede , mevcut ekonomik sıkıntıların üzerine bir de devalüasyon eklenmesiyle birlikte 1994 yılında hükümet değişikliği yaşanmıştır. Halen dünyanın en yüksek reel faizine sahip ülkesi olan Brezilya 'da işsizlik oranı da %12 civarındadır. 2006 yılı içerisinde seçimlerin yapılacağı ülkede yüksek faiz oranları hükümet için oldukça olumsuz bir tablo çizmektedir. Bu bağlamda da Brezilya'da da IMF'e olan borçların erken kapatılmasının nedeninin büyük ölçüde siyasi olduğu düşünülmektedir.

Türkiye de ise büyüme %6 , enflasyon %8 , kısa vadeli faizler %14 civarında iken buna karşılık 2005 yıl sonu itibarıyla 22 milyar dolar civarında cari açık rakamı beklenmektedir. IMF'e 2006-2009 döneminde ödenmesi gereken 14 milyar dolar olan borca karşılık Türkiye'nin döviz rezervi yaklaşık olarak 50 milyar dolar civarındadır.

Arjantin ve Brezilya ile kıyaslandığında Türkiye'nin dış ticaret ve cari denge dışında daha iyi durumda olduğunu görmekteyiz. Kısa ekonomi açısından Türkiye ile bu ülkeler birbirinden farklı birer tablo çizmektedirler. Ayrıca yukarıda da belirttiğimiz gibi IMF'e olan borçlar Türkiye'nin dış aleme olan döviz borçlarından da, ülke içine olan TL veya dövize endeksli borçlarından da daha düşük faiz içermektedir. Bu bağlamda bütün veriler ışığında 2006 yılı içerisinde Türkiye için herhangi bir erken ödeme beklentisine sahip değiliz.

### Latin Amerika'da Seçimler

ABD'de tarihin en muhafazakar yönetimlerinden biri iktidardayken, Venezuela Devlet Başkanı Hugo Chavez ile Latin Amerika'da dalgalanmaya başlayan sol hareket yükselise geçti. 2006 yılının sonuna kadar bölgede yapılacak 11 başkanlık seçiminde eğilimin sürmesi bekleniyor. Belirttiğimiz eğilimin anti-ABD olumunu kuvvetlendirmesi kaçınılmaz olacaktır.

Seçim Takvimi	
Ülke	Tarih
Sili	15 Ocak 2006
Kosta Rika	5 Şubat 2006
Haiti	15 Şubat 2006
El Salvador	12 Mart 2006
Peru	9 Nisan 2006
Kolombiya	Nisan 2006
Meksika	2 Temmuz 2006
Ekvador	15 Ekim 2006
Nikaragua	Ekim 2006
Brezilya	1 Kasım 2006
Venezuela	Kasım 2006





## Global Likidite ve Açık Pozisyon Riski

ABD'de uzun vadeli faizlerin uzun bir süre düşük seyretmesi, yüksek getiri sağlayan gelişmekte olan ülke menkul kıymetlerine yönelen fon miktarını arttırmıştır. Bunun yanında, gelişmekte olan ülkelerin makro ekonomik görünümündeki düzelmeye belirttiğimiz fon akımlarını desteklemektedir. Ancak uluslararası piyasalarda oynaklığın genel olarak düşük seyretmesi, risk alma istahını artırmakta ve yatırımların görece olarak daha riskli ve daha yüksek getirili olan gelişmekte olan ülke araçlarına kaymasına yol açmaktadır.

Risk alma istahının yüksek seyretmesinin kaynağında ABD (FED), Avrupa(ECB) ve Japonya(BOJ) Merkez Bankalarının politikalarının ve açıklamalarının yattığını belirtmemiz yanlış olmayacaktır. Bu açıdan dönemsel dalgalanmaların kaynağında genel olarak belirttiğimiz banka yönetimlerinden gelen sinyallerin etkisi oldukça yüksektir.

ABD ve Avrupa Merkez Bankaları'nın faiz artırım silahlarını yeniden kullanmaya başlamaları, düşük maliyetli borç arayanların son kaynağı olan Japonya'nın önemini artırmaktadır.

Japonya'da ekonomi yönetimi yenin güçlenmesini istemektedir. Bunun sebebi ise Japonya'nın halen deflasyondan tam olarak kurtulamamasıdır. Değer kazanmış yen, Japon ihracatının rekabet gücünü azaltacaktır. Bu nedenle Japon Maliye Bakanlığı ve Japonya Merkez Bankası yenin değerini düşürmek politikalarını sürdürmektedir.

Ancak Japonya Merkez Bankası'nın 2006 yılı içinde para politikasını büyük bir olasılıkla değiştirecek olabileceğine yönelik beklentiler yoğunlaşmaktadır. Dünya piyasalarına bakıldığında yatırımcıların yende ciddi bir açık pozisyon tasidığı görülmektedir. Bu açıdan Japonya'da gelebilecek haberlerle yende başlayabilecek değerlendirme süreci uluslararası piyasalarda volatilitede yükselecektir.

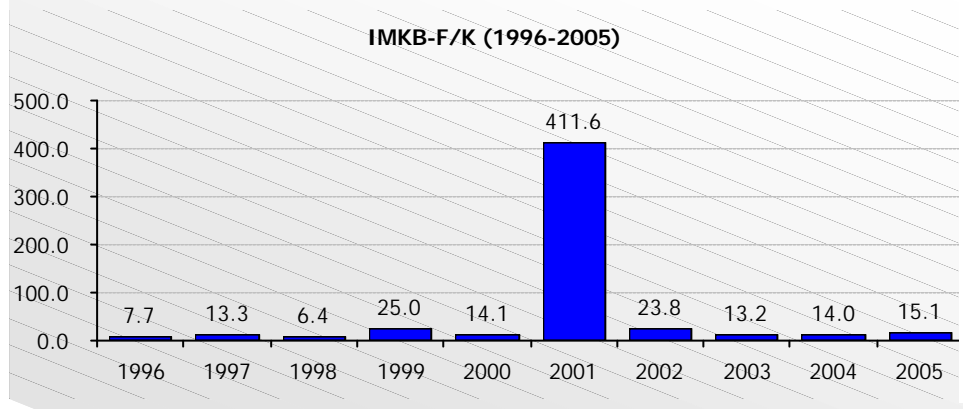
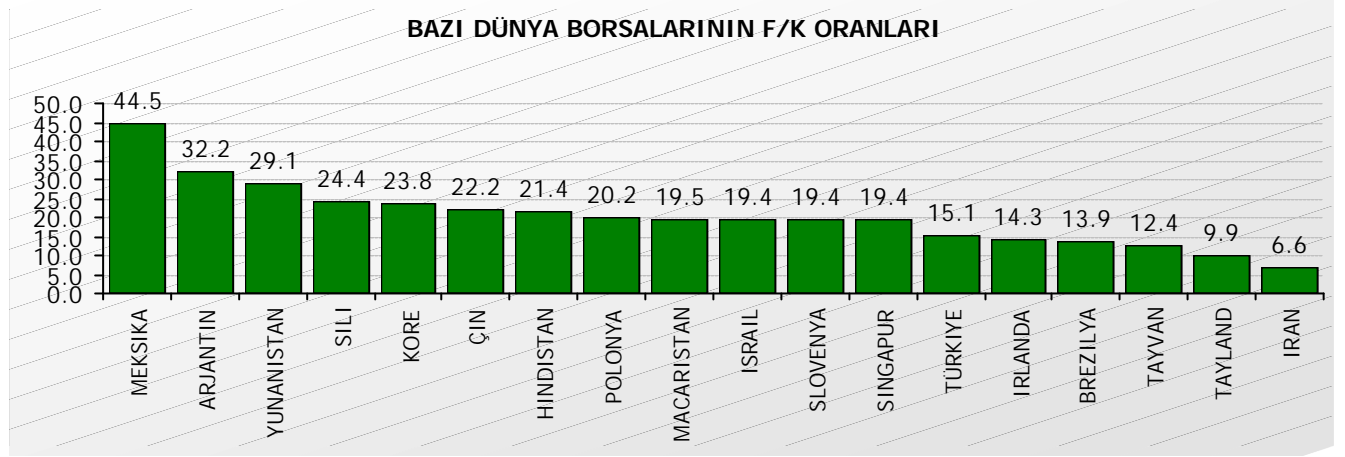
Olusan dalgalanmada piyasalarda da risk algılamasını yükseltecektir. Bu açıdan ilk asamalarda piyasalarda olumsuz bir baskı oluşabilir. İlk sarsıntının ardından Türkiye lehinde gelişmeler yaşanması olasılığı yüksektir. Yenle beraber euro değer kazanacağı için döviz sepeti bazında sıkıntı oluşmayacaktır. Ayrıca yenin dolar karşısında değer kazanması döviz açık pozisyon taşıyan yatırımcılar nedeniyle hisse senedi piyasasını olumlu etkileyecektir.

Merkez Bankaları Ajandası	
Tarih	Toplantı
<b>Ocak</b>	
12 Ocak 2006	ECB Konsey Toplantısı yapılacak. Sonuçlar TSI 14:45'te açıklanacak
18 Ocak 2006	Brezilya Merkez Bankası Para Politikası Komitesi toplantısı
20 Ocak 2006	BOJ Para Politikası Komitesi toplantısı
23 Ocak 2006	TCMB Para Politikası Kurulu Toplanacak ve ardından faiz oranları açıklanacak
25 Ocak 2006	BOJ, 15 -16 Aralık tarihli toplantı tutanaklarını açıklayacak
31 Ocak 2006	FED Faiz Toplantısı
<b>Subat</b>	
2 Subat 2006	ECB Konsey Toplantısı yapılacak. Sonuçlar TSI 14:45'te açıklanacak
9 Subat 2006	BOJ Para Politikası Komitesi toplantısı
23 Subat 2006	TCMB Para Politikası Kurulu Toplanacak ve ardından faiz oranları açıklanacak
<b>Mart</b>	
2 Mart 2006	ECB Konsey Toplantısı yapılacak. Sonuçlar TSI 14:45'te açıklanacak
8 Mart 2006	Brezilya Merkez Bankası Para Politikası Komitesi toplantısı
9 Mart 2006	BOJ Para Politikası Komitesi toplantısı
14 Mart	BOJ, 8-9 Subat tarihli toplantı tutanaklarını açıklayacak
23 Mart 2006	TCMB Para Politikası Kurulu Toplanacak ve ardından faiz oranları açıklanacak
28 Mart 2006	FED Faiz Toplantısı
<b>Nisan</b>	
2 Nisan 2006	ECB Konsey Toplantısı yapılacak. Sonuçlar TSI 14:45'te açıklanacak
19 Nisan 2006	Brezilya Merkez Bankası Para Politikası Komitesi toplantısı
27 Nisan 2006	TCMB Para Politikası Kurulu Toplanacak ve ardından faiz oranları açıklanacak
<b>Mayıs</b>	
4 Mayıs 2006	ECB Konsey Toplantısı yapılacak. Sonuçlar TSI 14:45'te açıklanacak
10 Mayıs 2006	FED Faiz Toplantısı
25 Mayıs 2006	TCMB Para Politikası Kurulu Toplanacak ve ardından faiz oranları açıklanacak

### BAZI ÜLKE MERKEZ BANKALARININ KISA VADELİ FAİZ ORANLARI

ABD	4.25%	GÜNEY KORE	3.75%
ARJANTİN	4.50%	MACARİSTAN	6.00%
AVRUPA	2.25%	MEKSİKA	8.25%
BREZİLYA	18.00%	POLONYA	4.50%
HİNDİSTAN	6.00%	SLOVENYA	2.25%
İNGİLTERE	4.50%	SİLİ	4.50%
İSRİL	4.50%	TAYLAND	4.00%
JAPONYA	0.00%	ÇİN	2,25%
<b>TÜRKİYE</b>		<b>13.50%</b>	

## Dünya Borsaları Fiyat/Kazanç Oranları



2005 yılında İMKB başarılı bir performans sergilemiş olmasına rağmen, F/K oranı bazında ele alındığında gelişmekte olan ülkeler içerisinde iskontolu kaldığı görülmektedir.

Kurumlar vergisinin düşüsünün F/K'daki iskontoğu artırması ve şirket karlılıklarında yükselişin devam edeceği beklentisiyle İMKB'nin cazibesinin devam etmesi beklenebilir.

## Gelişmekte Olan Ülke Borsalarında 2005 Getirileri

Ülke	% Getiri (ABD\$)
Mısır	127
Kolombiya	108
Rusya	80
Güney Kore	52
<b>TÜRKİYE</b>	<b>52</b>
Meksika	42
Brezilya	41
Hindistan	38
Çek Cumhuriyeti	30
Güney Afrika	25
Macaristan	23
Polonya	22
İsrail	18

## Yabancı İşlemleri - İMKB

Yıl	Net Alım	Toplam Yabancı Hacmi
2000	-3,133	
2001	509	12,139
2002	-14	12,869
2003	1,010	17,333
2004	1,430	37,368
2005	3,830	72,900

Veriler Milyon \$ olup, 2005 yılı aralık datası açıklanmadığı için veri içerisinde yer almamaktadır.

Bu Rapor Yalnızca Bilgi Vermek Amacıyla Merkez Menkul Değerler AS Araştırma Departmanı Tarafından Hazırlanmış Olup Kurumu Bağlayıcı Değildir.

Hazırlayanlar : Özgür Yurtdasseven  
Yesim Aygün  
Fatih Demirtop  
Seyda Uzunyol Bozkus

Araştırma Departmanı Direktörü  
Araştırma Uzmanı  
Araştırma Uzmanı  
Araştırma Uzm. Yardımcısı

[ozgururdasseven@merkezmenkul.com.tr](mailto:ozgururdasseven@merkezmenkul.com.tr)  
[yesimaygun@merkezmenkul.com.tr](mailto:yesimaygun@merkezmenkul.com.tr)  
[fatihdemirtop@merkezmenkul.com.tr](mailto:fatihdemirtop@merkezmenkul.com.tr)  
[seydabozkus@merkezmenkul.com.tr](mailto:seydabozkus@merkezmenkul.com.tr)

[arastirma@merkezmenkul.com.tr](mailto:arastirma@merkezmenkul.com.tr)

[www.merkezmenkul.com.tr](http://www.merkezmenkul.com.tr)