

EURO BÖLGESİ İZLEME RAPORU

TEMMUZ-AĞUSTOS 2005



Durukan Payzanoğlu **Evşen Özyörük**
durukan.payzanoglu@tcmb.gov.tr evsen.ozyoruk@tcmb.gov.tr

Dış Ekonomileri İzleme Müdürlüğü
Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü

- **Genel Ekonomik Gelişmeler**
- **Makroekonomik Gelişmeler**
 1. **Büyüme**
 2. **Enflasyon**
 3. **Parasal ve Finansal Gelişmeler**
 4. **Döviz Kuru ve Ödemeler Dengesi**
 5. **Mali Gelişmeler**

EURO BÖLGESİ'NE İLİŞKİN GENEL EKONOMİK GELİŞMELER

- Avrupa Merkez Bankası (AMB) Yönetim Konseyi, 7 Temmuz ve 4 Ağustos 2005 tarihlerinde düzenlediği toplantılarda, marjinal kredi imkanı için % 3.0, depo imkanı için % 1.0 ve refansman için % 2.0 olan anahtar faiz oranlarını değiştirmemiştir. Son dönemdeki büyüme, enflasyon ve para arzı gelişmeleri sonucunda ECB yönetimi, mevcut faiz oranlarının uygun seviyede olduğu kanaatine varmıştır. Beklenildiği üzere, basın açıklamasında söylem değişikliğine gitmeyen Başkan Jean-Claude Trichet, görevlerinin fiyat istikrarı olduğunu, buna bağlı kalınacağını ve Avrupa halkının fiyat istikrarına büyük önem verdiğini vurgulamıştır.

- **İngiltere AB Dönem Başkanlığı'nı devraldı.** 1 Temmuz 2005 itibariyle AB Dönem Başkanlığı'nı İngiltere devraldı. Hem AB'nin kendi içinde çözmesi gereken; Avrupa'nın sosyal modeli, bütçe, genişleme, hizmetler direktifi ve ekonomik reform gibi konular, hem de AB'nin uluslararası arenadaki etkinliği ile ilgili; Doha ticaret görüşmeleri, kalkınma ve iklim değişikliği gibi meseleler, İngiltere'nin gündemini öncelikli olarak meşgul edecek konular. Dönem Başkanlığı 31 Aralık 2005'te sona erecek İngiltere'nin ardından görevi, Avusturya devralacak. 16-17 Haziran 2005 tarihlerinde yapılan Liderler Zirvesi'nde, özellikle İngiltere Başbakanı Blair ve Fransa Cumhurbaşkanı Chirac arasında uzlaşmaya varılamamasından dolayı kilitlenen bütçe görüşmeleri, İngiltere'yi zorlayacak konuların başında geliyor. Blair, İngiltere'nin AB bütçesinden aldığı istisnaların müzakere edilebilmesi için, öncelikle Ortak Tarım Politikası reformunun da masaya getirilmesi gerektiği konusundaki ısrarını sürdürmektedir. Ancak Blair, Aralık ayı ortalarında bütçe ile ilgili uzlaşının sağlanması ve Birliğe yeni üye olan ülkelerdeki yatırım projelerinin ertelenmemesi çağrısında bulunmuştur.

- **BoE Ağustos ayında faiz indirimi kararı aldı. Faizler 25 bp düşürüldü.** İngiltere Merkez Bankası (BoE) Para Politikası Komitesi (MPC) 3-4 Ağustos tarihlerinde yaptığı toplantısında, beklenildiği üzere, politika faiz oranını % 4.75'ten % 4.5'e indirdi. BoE, ekonominin hız kazanması ve enflasyonist baskıların artması nedeni ile Kasım 2003-Ağustos 2004 döneminde 125 bp faiz artırımını yaparak, faiz oranlarını % 3.5'ten % 4.75'e yükseltmişti. Faiz artırımlarının etkisini görmek isteyen BoE, 11 aydır faizlerde değişiklik yapmıyordu. Bazı ekonomistler, tüketici harcamalarındaki yavaşlama eğilimi, resesyona giren sanayi üretimi, imalat sanayinde aktivitenin yavaşlaması ve bunun hizmetler sektörüne de yansımaları ihtimali, 2004'ün ikinci yarısında ve 2005'in ilk yarısında ekonominin beklenenden daha düşük bir performans sergilemesi ve bunun enflasyon üzerindeki baskıları azaltacağı gerekçeleri ile faiz indiriminin devam edeceğini beklemektedir. Diğer bazı ekonomistler ise; sterlinin değer kaybediyor olması ve faizlerin daha da indirilmesinin emlak piyasasının yeniden ısınmasına ve zaten yüksek olan hanehalkı borçluluk oranının daha da yükselmesine neden olacağı gerekçeleri ile BoE'nin yeni bir faiz indirimi kararı almadan önce bir süre bekleyeceğini düşünmektedir. Piyasalarda, bu ikinci görüş ağır basmakta olup BoE, faiz indiriminin tüketici harcamaları, tasarruf oranı ve emlak fiyatları üzerindeki etkilerini görmek için bir süre faizleri değiştirmeyecek gibi görünmektedir.

- **Almanya'da erken seçimler için ilk aşama tamamlandı. Schröder, güvenoyunu kaybetti.** Schröder kabinesi, parlamentoda gerçekleştirilen bir güven oylamasıyla düşürüldü. 595 üyeli Bundestag'da 296 milletvekili güvensizlik oyu kullanırken, 151 parlamenter güvenoyu verdi. 148 milletvekilinin çekimser oy kullanması ise ilgi çeken bir diğer nokta oldu. Başbakan Schröder, liderliğini yaptığı SPD'nin 39 yıldır yönettiği Kuzey Ren-Vestfalya eyaletinde 22 Mayıs'ta yapılan yerel seçimlerde hezimete uğramasının ardından, erken seçime gitme kararı almıştı. Ancak, 2006 sonbaharında yapılması gereken genel seçimlerin, erken bir tarihe alınabilmesi için öncelikle Parlamento'nun hükümete güvensizlik oyu vermesi gerekiyordu. Cumhurbaşkanı Horst Köhler, 21 gün içersinde Parlamento'yu feshedip erken seçim kararı alabilir. Ancak, Köhler'in bu kararı verebilmesi için önce, erken seçim için gerekli yasal dayanağın olduğuna kanaat getirmesi gerekiyor. 1983 yılında Anayasa

Mahkemesi'nin verdiği bir kararda, ancak Başbakan siyasi olarak ũlkeyi yönetemez duruma gelirse, erken seçime gidilebileceği belirtilmişti. Ancak, şu an Almanya'da böyle bir durum söz konusu değildir. Bu çerçevede Köhler, Schröder'in erken seçim kararını reddedebilir. Bu durumda Schröder'in istifa etmesi, Cumhurbaşkanı Köhler'in de yeni bir isme, 2006 yılında seçimler yapılana kadar görev yapacak geçici hkŔmeti kurma görevi vermesi gerekiyor. Bu noktada, SPD'den Franz Muentefering en güçlü aday gibi görünüyor. Ancak, Muentefering'in başbakan olarak atanabilmesi için Parlamento'dan da destek alması gerekiyor. Köhler'in erken seçim kararını onaylaması halinde ise, Parlamento'nun feshinden sonra 60 gün içerisinde seçimlerin yapılması gerekiyor.

- **Londra'ya terörist saldırılar gerçekleştirildi.** Londra'da 7 Temmuz 2005 tarihinde gerçekleştirilen bombalı saldırıların etkisiyle yatırımcıların tahvil ve emtia talebi artarken, İngiltere ve Euro Bölgesi hisse senedi piyasaları gelen "kontrollü panik" satışlarıyla geriledi. ABD ve Asya piyasalarının ise saldırılara tepkisi sınırlı oldu. Saldırıların turizmi ve tüketicisi olumsuz etkileyeceği kaygısı özellikle, seyahat-ulaşım ve perakende sektörü hisse fiyatlarında sert düşüşlere yol açtı.

- **İtalya ve Portekiz'e Aşırı Açık Prosedürü uygulanmasına karar verildi.** Avrupa Komisyonu Haziran ayı içerisinde, İtalya ve Portekiz aleyhine Aşırı Açık Prosedürü uygulanmasını teklif etmişti. Konuyu görüşen Eurogroup ũyeleri, bütçe açığını % 3'n altına indirmesi için İtalya'ya iki yıllık, Portekiz'e ise ũ yıllık bir süre vermeyi kararlaştırdı. Portekiz Hkmeti'nin, 2008 yılı itibariyle bütçe açığının % 3'n altına çekilmesini hedefleyen programını memnuniyetle karşılayan bakanlar, bazı öngörülerin "oldukça iyimser" olduğunu vurguladı. Toplantı sonrasında yapılan açıklamalarda, ECB'nin faiz politikası eleştirilmeye devam edildi. Belçika Maliye Bakanı Didier Reynders, mevcut durumda ekonomiyi canlandırmak için para politikasının maliye politikasına oranla daha fazla hareket alanı bulunduğunu dile getirdi. Eurogroup toplantısında sunulmak ũzere Avrupa Komisyonu tarafından hazırlanan bir rapor, Euro Bölgesi'nin en hızlı büyüyen ekonomisi ile en yavaş büyüyen ekonomisi arasındaki farkın % 4.5'e ulaştığını gösteriyor. 1990'dan bu yana büyüme oranları arasındaki farklılıkların, işgücünün büyümeye katkısındaki farktan kaynaklandığı bulgusuna yer verilen raporda, sosyal alandaki yapısal reformların bir an önce hayata geçirilmemesi durumunda bu farklılığın katılaşabileceğine de değinilmekte. Böylelikle Komisyon, ekonomik büyümedeki farklılığı ECB'nin "tek beden" faiz politikasına bağlayan politikacların savlarının aksine bulgular sergilemiş oluyor.

- **Maliye Bakanları toplantısı yapıldı.** Maliye Bakanları, petrol fiyatlarındaki son artışların Euro Bölgesi'nin büyüme performansında 0.2 yüzde puanlık bir düşüş yaratacağını ngrmekteler. Böylelikle daha önce % 1.6 olarak açıklanan 2005 yılı büyüme tahminlerinin % 1.3-1.4 aralığına çekilmesi gündeme gelecektir. Ancak, euronun dolar karşısında son dönemde yaşadığı gerileme, ihracat performansını olumlu etkiliyor. Bu nedenle dış ticaret tarafından gelecek olumlu katkının boyutu kesinleşmeden büyüme tahminini aşağı yönlü değiştirmek erken atılmış bir adım olur. Ancak, petrolün dolar cinsinden işlem görmesi nedeniyle, euronun değer kaybının ihracatta yaratacağı olumlu etkinin kısmen de olsa petrol faturasındaki artışla dengelenmesi beklenmektedir.

- **Komisyon ile İngiltere Dönem Başkanlığı arasında 2006 Btesi konusunda anlaşmazlık ıktı.** İngiltere Dönem Başkanlığı tarafından sunulan ve 2006 yılı bütçesinde kesinti öngören tasarı, Avrupa Komisyonu tarafından sert bir dille eleştirilince, finansör ũlkeler ile Komisyon arasındaki anlaşmazlık tekrar gündeme oturmuş oldu. Daha önce 112.6 milyar € olarak öngörülen 2006 bütçesinde 1.2 milyar € indirime giden teklifin hayata geçirilmesi durumunda, AR-GE faaliyetlerinde kısıntıya gidilmesi gerekeceği, ayrıca genişleme sonrasında Komisyon'da gerek duyulan ek istihdamın sağlanamayacağı belirtiliyor. 2007-2013 bütçesinin Aralık ayına kadar bağlanamaması durumunda ise ortaya çıkacak kriz, İngiltere için 1.2 milyar € tutarında bir kesintiden çok daha ciddi

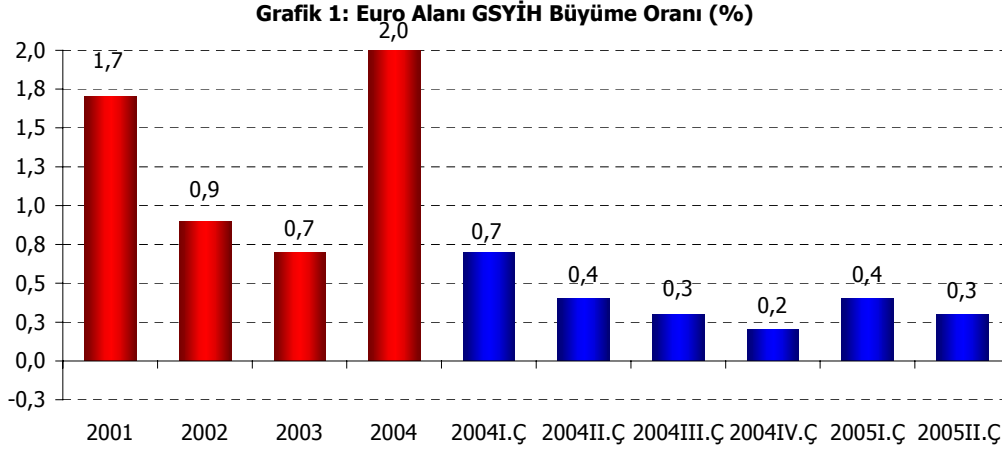
sonuçlar doğurabilecektir. Ancak, 2006 bütęesi İngiltere'nin harcama kesintileri konusunda ne kadar ciddi olduğunu göstermesi açısından önemli. Dönem Başkanı olarak, diğer ülkelerden gelen kesinti talebini iletmiş olsa da, İngiltere'nin söz verdiğinin aksine yıl sonuna kadar 2007-2013 bütęesini bağlaması beklenmiyor. Almanya Maliye Bakan Yardımcısı Caio Koch-Weser ise daha ileri giderek, ECOFIN'de üzerinde anlaşılan paketin fazla cömert olduğunu, söz konusu kesintilere rağmen bir yılda % 4.5 harcama artışı öngören bir bütęenin kabul edilebilir olmadığını belirtti.

• **Banca Antonveneta'nın satışında yaşanan skandal İtalya Merkez Bankası Başkanı Fazio'yu zora sokmuştur.** İtalya'nın 9. büyük bankası olan Banca Antonveneta'yı devralmak üzere Hollandalı ABN Amro ve İtalyan Pop Italiana karşı karşıya gelmişlerdi. Banka birleşmelerindeki tek otorite olan İtalyan Merkez Bankası Başkanı Antonio Fazio, Pop Italiana lehine taraflı davrandığı gerekçesiyle eleştirilmekteydi. Temmuz ayında Fazio'nun Pop Italiana CEO'su ile yaptığı bir telefon görüşmesi Fazio'yu iyice zor duruma sokmuştur. Telefon skandalının ardından Ağustos ayında Pop Italiana CEO'su Gianpiero Fiorani iki aylık bir süre için görevinden uzaklaştırılmıştır. Bu olayın ardından zaten eleştirilmekte olan "İtalya'da Merkez Bankası Başkanı'nın görev süresinin ömür boyu olması" ve "banka birleşmelerinde yetkili tek otorite olması" konularında reforma gidilmesi gündeme gelmiştir. Bu çerçevede; 1) Karar alma sürecinde daha fazla yetki paylaşımının olması, 2) Merkez Bankası Başkanı'nın görev süresinin sınırlanması, 3) Merkez Bankası'nın denetleme, düzenleme ve rekabet ile ilgili yetkilerinin yeniden düzenlenmesi ve 4) Merkez Bankası hissedarlarının yapısının (özel sektör ve kamu sektörü açısından) gözden geçirilmesi gerektiği düşünülmektedir. Fazio ise 26 Ağustos'ta bakanlardan oluşan 'Interministerial Credit And Saving Committee' (CICR) üyelerine savunmasını yapmış ve titiz bir şekilde İtalya ve AB hukuku kurallarını uyguladığını söylemiştir. Başbakan Berlusconi'nin partisi Forza Italia ile koalisyon ortaklarından bir çok isim Fazio'ya destek verirken, Maliye Bakanı Siniscalco ve Başbakan Yardımcısı Tremonti, Fazio'nun gerek Merkez Bankasının, gerek İtalyan finansal sisteminin imajını zedelediğini belirtmiştir. Berlusconi şu an herhangi bir soruşturma altında olmayan Fazio'yu yargılamak gibi bir niyetleri olmadığını söylemiştir. Gelecek yıl yapılması beklenen genel seçimlerde başbakanlığa oynayan Avrupa Komisyonu eski başkanı Romano Prodi ise iktidara gelmesi durumunda Merkez Bankası Başkanı'nın görev süresinin sınırlandırılması konusunda gerekli düzenlemeyi yapacağını ifade etmiştir.

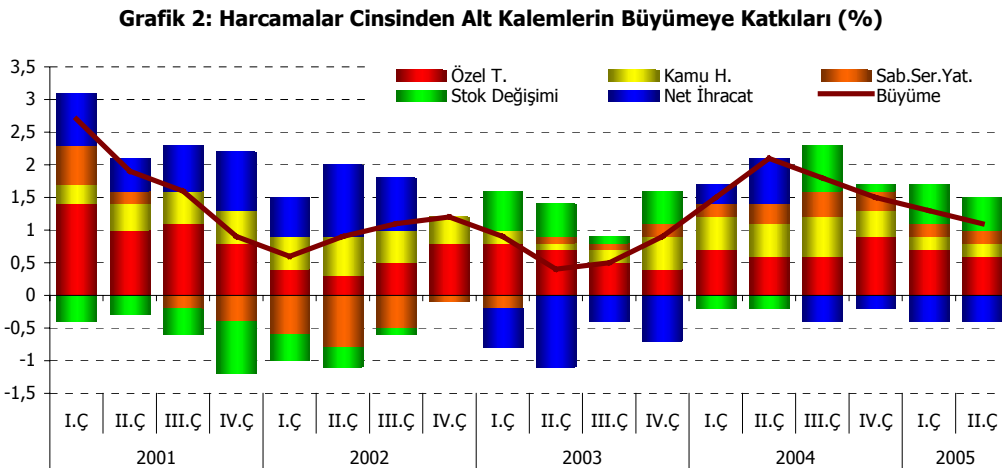
MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER

1. Büyüme

- Euro alanı GSYİH artışı, 2005'in I. çeyreğe ilişkin olarak önce % 0.5 olarak açıklanmış, daha sonra ise % 0.4'e revize edilmiştir. II. çeyrekte ise büyüme % 0.3 olmuştur. (Grafik: 1) Euro bölgesi GSYİH artışı ivme kaybetmiş gibi görülmekte büyümedeki yavaşlamada istatistiksel nedenlerin (çalışılan gün sayısındaki farklılıklar gibi) etkili olduğu söylenebilir. GSYİH artışının alt kalemleri incelendiğinde, II. çeyrekte büyümeye en büyük katkının iç talepten gelmekte olduğunu görmekteyiz. (Grafik: 2) Aylık



bazda Mayıs ve Haziran aylarında perakende satışlarda artış kaydedilmiş ancak II. çeyrekte perakende satışlar % 0.2 azalmıştır. Perakende satışlardaki düşüş, petrol fiyatlarındaki artış sonucunda tüketim harcamaları artışında yaşanan yavaşlamayı yansıtmaktadır. Yatırım harcamaları % 0.2 (çoq) artarken, net ihracatın büyümeye katkısı sıfıra yakın olmuştur. II. çeyrekte ithalattaki güçlü artış ihracat artışının büyümeye olan olumlu katkısı ile dengelenmiştir. Yüksek petrol fiyatları ve işsizlik, tüketici güvenini ve tüketim harcamalarını olumsuz etkilemekte, zayıf iç talep Euro alanı ekonomisini dışa bağımlı hale getirmektedir. Küresel dengesizlikler de euro alanı ekonomisinin büyümesi konusundaki diğer bir risk faktörüdür.

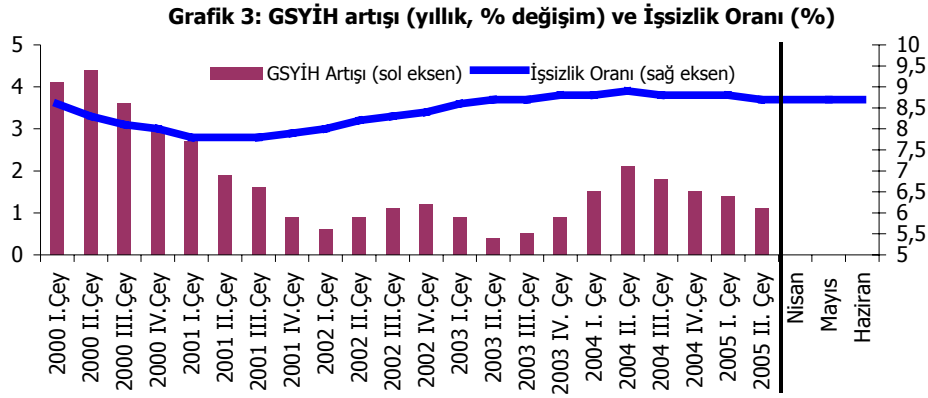


- Euro alanı **sanayi üretimi** hem Haziran ayı hem de II. çeyrek itibarıyla % 0.4 artmıştır. II. çeyrek verileri yatırım ve tüketim mali üretiminde artış gösterirken, aramalı ve enerji üretiminde azalma meydana gelmiştir. İmalat sektöründeki yeni siparişlerin II. çeyrekte artışa geçmesi, III. çeyrek için

olumlu bir gelişmedir. Haziran ve Temmuz PMI verileri, imalat sanayi ve hizmet sektöründe mütevazı artış öngörmektedir.

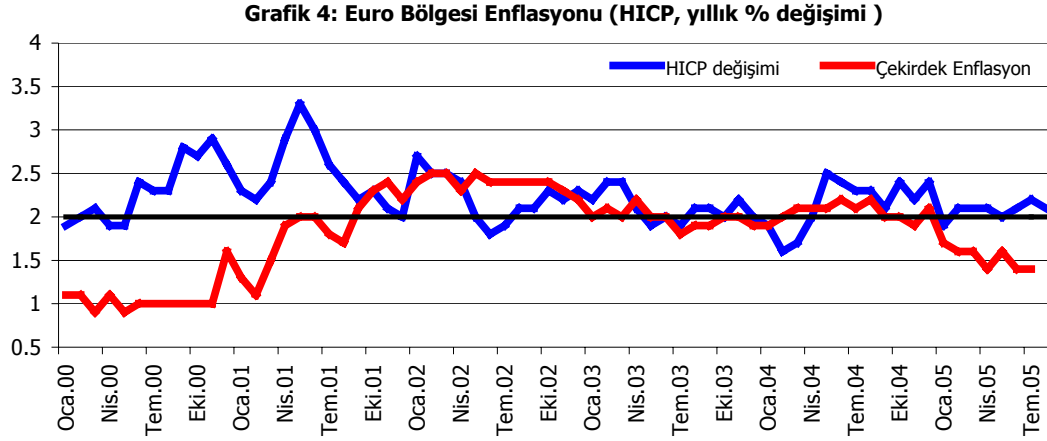
Yıllık % değişim	Mart 05	Nisan 05	Mayıs 05	Haziran 05
Sanayi Üretimi	0.1	0.9	0.0	0.4
Ara malı	-0.5	0.1	-0.6	-0.9
Enerji Üretimi	2.0	-0.5	1.1	2.4
Yatırım Malı	1.5	2.7	0.4	2.0
Dayanısız Tüketim Malı	-0.7	0.9	1.5	0.3
Dayanıklı Tüketim Malı	-4.1	-1.0	-4.1	-0.7

- Euro alanı **işsizlik oranı** (Grafik: 3) II. Çeyrekte, I. çeyreğe göre değişmeden, % 8.8 seviyesinde kalmıştır. Haziran ayında işsiz sayısı 40.000 kişi azalmıştır. İstihdam hizmet sektöründe artarken, inşaat hariç imalat sanayiinde azalmıştır. Avrupa Komisyonu anketi ve hizmet sektörü PMI verileri, ikinci çeyrekte istihdamda fazla değişme olmayacağına işaret ediyor. Temmuz ayında istihdama ilişkin beklentiler, hizmet sektöründe istihdam artışı olacağı ve imalat sektöründe mevcut istihdam seviyesinin korunacağı yönündedir.



2. Enflasyon

- Petrol fiyatlarındaki yükseliş nedeniyle Euro bölgesi enflasyonu (Grafik: 4) Temmuz ve Ağustos aylarında ECB'nin orta vadeli fiyat istikrarı hedefinin üzerinde kalmıştır. Euro Bölgesi enflasyonu, Haziran'da % 2.1 iken, euronun dolar karşısında değer kaybetmesi ve dolar cinsinden petrol fiyatlarının yükselmesi ile Temmuz ayında % 2.2 olarak gerçekleşmiştir. Öncü verilere göre, Ağustos ayında ise enflasyon bir miktar gerileyerek % 2.1 olmuştur. Enerji fiyatları Haziran ayında % 9.4, Temmuz'da ise % 11.8 artış kaydedmiştir.
- Enerji ve işlenmemiş gıda fiyatları hariç hesaplanan çekirdek enflasyon ise, paket tatil ve otel fiyatlarındaki dalgalanmanın etkisiyle gerileyen hizmet fiyatları sayesinde, Mayıs'ta % 1.6 seviyesindeyken Haziran ve Temmuz aylarında % 1.4'e düşmüştür. Enerji hariç sanayi malları fiyatlarında, mevsimsel indirim sezonu nedeniyle önemli ölçüde düşüş kaydedilmiştir. Hizmet fiyatları ise % 2.2'den % 2.3'e yükselmiştir.



- Enerji sektöründeki hızlı fiyat artışları sonrasında, üretici fiyatları enflasyonu Mayıs ayında % 3.5 iken Haziran ayında % 4 artmıştır. Ücretlerde geçen yıllarda görülen düşüş trendi yavaş yavaş kaybolmaktadır. Ancak, ücretlerdeki artış yine de makul düzeydedir. Enerji ve inşaat sektöründeki fiyatlar hariç tutularak hesaplanan üretici fiyat enflasyonu ise Haziran ayında % 1.7'ye düşmüştür. Enerji sektörü fiyatlarındaki artış Haziran ayında % 13.3 olurken, tüketim malları fiyatlarının aynı dönemde % 0.8 azalması, enerji fiyatlarındaki artışların tüketiciye sınırlı oranda yansıtıldığını göstermektedir. Dış rekabet ve zayıf iç talep nedeniyle firmalar, özellikle hizmet sektöründe, kâr marjlarını kısarak girdi fiyatlarındaki artışları tüketiciye yansıtılmamaktadırlar.

Tablo 2: Euro Bölgesi Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi (yıllık % değişim)

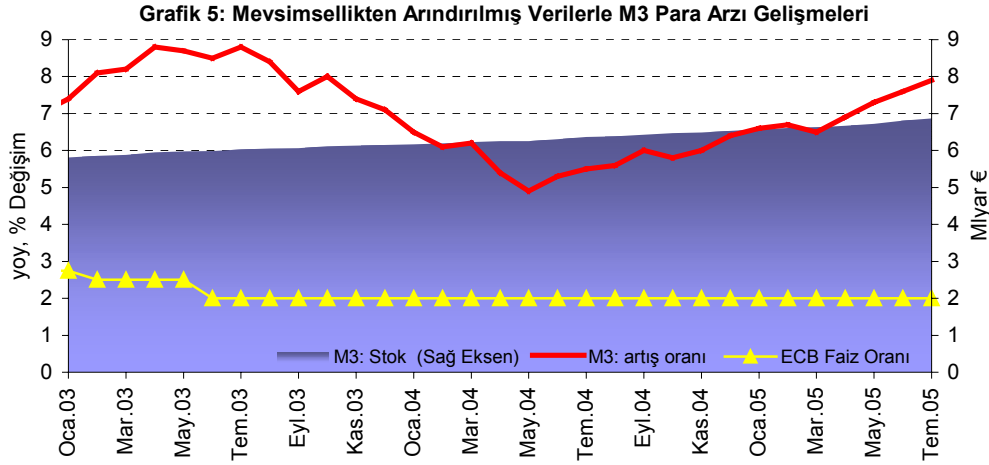
	2003	2004	03/05	04/05	05/05	06/05	07/05	08/05
TÜFE	2.1	2.1	2.1	2.1	1.9	2.1	2.2	2.1
Enerji	3.0	4.5	8.8	10.2	6.9	9.4	11.8	-
İşlenmemiş Gıda	2.1	0.6	1.3	0.8	1.0	0.6	0.3	-
İşlenmiş Gıda	3.3	3.4	1.6	1.6	1.5	1.5	1.6	-
Enerji Hariç Sanayi Malları	0.8	0.8	0.3	0.3	0.3	0.3	0.0	-
Hizmetler	2.5	2.6	2.5	2.1	2.5	2.2	2.3	-
Diğer Fiyat Göstergeleri								
Üretici Fiyatları	1.4	2.3	4.2	4.3	3.5	4.0	-	-
Petrol Fiyatları (EUR/varil)	25.1	30.5	40.4	41.4	39.4	45.7	48.3	51.9

- Petrol fiyatlarındaki gelişmeler dikkate alındığında kısa vadede enflasyonun % 2 seviyesinin üzerinde kalması beklenmektedir. Ücret artışlarının sınırlı olması nedeniyle, Euro bölgesinde henüz enflasyonist baskı oluşmadığını söyleyebiliriz. Ancak ithal fiyatlar, kamu tarafından belirlenen fiyatlar ve petrol fiyatlarında beklentilerin üzerinde oluşacak artışlar, orta vadede enflasyonist baskı yaratabilecek risklerdir. Petrol fiyat artışları ile yükselen enflasyonun ikincil etkilerinin, ücret ve fiyatlandırma davranışlarında görülmesi ise en büyük riski oluşturmaktadır. Bu çerçevede, uzun dönemde enflasyon beklentilerinin yakından takip edilmesi gerekmektedir.

2. Parasal ve Finansal Gelişmeler

- **M3** artış oranı, 2004 yılının ikinci yarısında başlayan hızlanma eğilimini sürdürerek, Haziran ve Temmuz aylarında sırasıyla % 7.6 ve % 7.9 olmuştur (Grafik 5). Temmuz ayına kadar Euro Bölgesi'nde iki zıt eğilim M3 artış hızını etkilemekteydi. İlk olarak; düşük faiz oranları, kredi talebinde ciddi artışlara neden olmakta, ayrıca likit kalmanın alternatif maliyetini azaltarak, portföy tercihlerini etkilemektedir. İkinci olarak, 2001-2003 yılları arasındaki aşırı likidite talebinin ardından, portföy

tercihlerinin normalleşiyor olması, Temmuz ayına kadar daha uzun vadeli yatırım araçlarına yönelik talepleri artırmaktaydı. 2001-2003 yılları arasında, Euro Bölgesi ekonomisi ve küresel finansal piyasalardaki (özellikle hisse senedi piyasası) belirsizlikler sonucu, riskten kaçınma güdüsüyle kısa vadeli ve likit aktiflere olan talep artmıştı. 2003'ün ikinci yarısından itibaren belirsizliğin azalması, yatırımcıların daha uzun vadeli yatırım araçlarına ve hisse senedi piyasalarına yönelmelerine neden olmuştu.



Bu kapsamda portföy tercihlerinin normalleşmesi, parasal genişlemeyi sınırlayıcı bir rol oynamaktaydı. Ancak, Temmuz ayına gelindiğinde, ECB tarafından özel olarak hesaplanan (portföy tercihlerindeki normalleşmenin M3 artışı üzerindeki etkilerini dışlayan) parasal genişleme göstergesi, M3 artışı ile aynı seviyeye ulaştı. Bu kapsamda, Temmuz ayında faiz oranlarının düşük seyrinin parasal genişleme üzerindeki etkisi tam olarak kendisini göstermiştir. 2004'ün III. çeyreğinde % 5.6 olan yıllık M3 artış oranının, 2005'in II. çeyreğinde % 7.0'ye yükselmesi, parasal genişlemenin orta-uzun vadede enflasyon açısından ciddi risk oluşturmaya başladığını göstermektedir.

- **M3 para arzının temel bileşenlerine** bakıldığında (Tablo 3); M3 artış hızına en önemli katkısı M1 para arzının yaptığı görülmektedir. 2005'in ilk çeyreğinde yıllık bazda % 9.6 artan M1, ikinci çeyrekte % 9.8 genişlemiştir. Diğer kısa vadeli mevduatların ve repo işlemlerinin seyrine bakıldığında ise, 2004'ün ikinci yarısında başlayan artış eğiliminin sürdüğü görülmektedir. Söz konusu mevduatlara olan talep özellikle hanehalklarından kaynaklanmaktadır. Faiz oranlarındaki düşüklük nedeniyle, likidite tutmanın alternatif maliyetinin azalması, piyasa aktörlerinin portföy yapılarını kısa vadeli oluşturmasında etkili olmaktadır. Genel olarak, Euro Bölgesi'nde ekonomik belirsizlik olduğu durumlarda piyasa tercihlerinin yoğunlaştığı piyasa araçları artış oranı, 2005'in I. çeyreğindeki % 3.9'luk yıllık artış seviyesinden, II. çeyrekte % 4.3'e yükselmiştir. Ekonomik görünüm, bir yıl öncesine göre çok daha olumlu bir tablo çizse de piyasa araçlarına olan talepte bir azalma olmaması, halen toparlanamayan tüketici güveninden kaynaklanıyor olabilir.

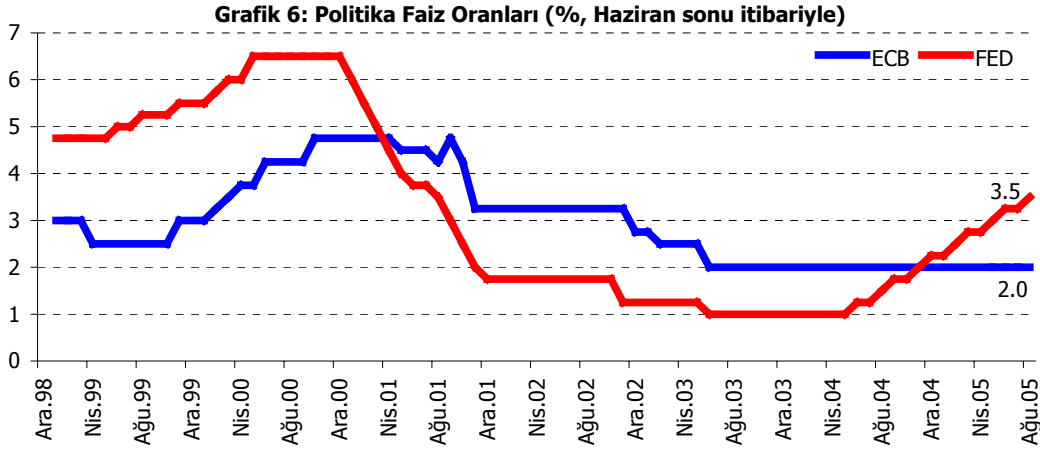
- **Kredi gelişmeleri** incelendiğinde; özel sektöre açılan kredilerin Haziran (% 8.0) ve Temmuz (% 8.2) aylarında hızlanarak arttığı görülmektedir. Ayrıca, çoğunluğu emlak alımlarından kaynaklanan, hanehalklarına açılan kredilerin hızla artması, düşük faiz oranlarının genişletici etkisini yansıtmaktadır. ECB'nin parasal gelişmeler konusunda dikkatle izlediği en önemli noktalardan biri, fazla likidite ve güçlü kredi artışının varlık fiyatlarında artışa neden olmasıdır.

Tablo 3: Euro Bölgesi Parasal Değişkenlerinin Özeti
(mevsimsellikten arındırılmış yıllık % değişim)

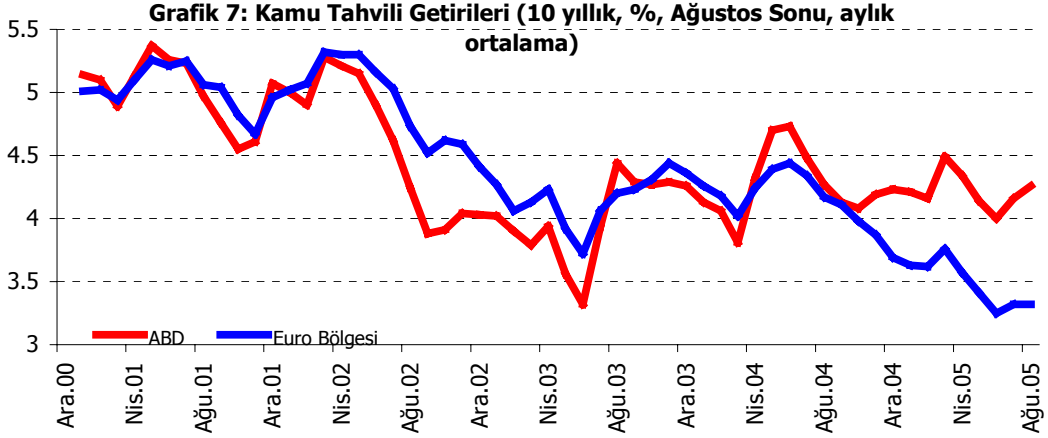
	M3'e oranı (%)	2005 I. Çey	2005 II. Çey	2005 Haziran	2005 Temmuz
M1	48.0	9.6	9.8	10.9	11.1
Dolaşımdaki Para	7.2	18.0	17.3	17.2	16.0
Gecelik Mevduat	40.8	8.2	8.5	9.8	10.2
M2-M1(=diğer kısa vadeli mev.)	37.5	4.5	5.0	5.1	5.3
İki yıla kadar vadeli mev.	15.2	0.5	2.6	3.4	4.1
3 aya kadar vadeli, ihbarlı mev.	22.2	7.1	6.6	6.1	6.0
M2	85.5	7.1	7.5	8.1	8.3
M3-M2 (=piyasa araçları*)	14.5	3.9	4.3	5.0	5.9
M3	100	6.6	7.0	7.6	7.9
Özel Sektöre açılan krediler	Toplam içindeki payı (%)				
Ticari Krediler	41.5	5.7	6.1	6.3	6.9
Hanehalkı (emlak+tüketici kredileri)	50.4	8.1	8.2	8.4	8.4
Sigorta Şirketleri ve Emeklilik Fonları	0.8	23.0	14.3	17.7	11.6
Parasal Olmayan Diğer Mali Araçlar	7.3	10.1	10.9	13.6	15.0

*Repo işlemleri, para piyasası fonları, vadesi iki yıla kadar olan ve finansal kuruluşlarca ihraç edilmiş borçlanma araçları
Kaynak: "ECB Monthly Bulletin, September 2005"

- **Kısa vadeli faiz oranları**, inceleme dönemi içerisinde piyasa beklentilerindeki değişimin etkilerini yansıtmaktadır. Özellikle "futures" kontratlarının seyri, daha önce ECB'nin 25bp'lik bir faiz indirimini fiyatlamaya başlayan piyasa aktörlerinin, söz konusu beklentiden vazgeçtiklerini göstermektedir. Ancak, futures fiyatları 2006'nın ikinci çeyreğinden önce bir faiz artırımını beklenmediğine işaret etmektedir. Böylelikle, Haziran ayı sonunda % 2.13 ve % 2.22 olan Mart ve Haziran 2006 vadeli üç aylık EURIBOR futures kontratların getirileri, Ağustos ayı sonunda % 2.18 ve % 2.25'e yükselmiştir.

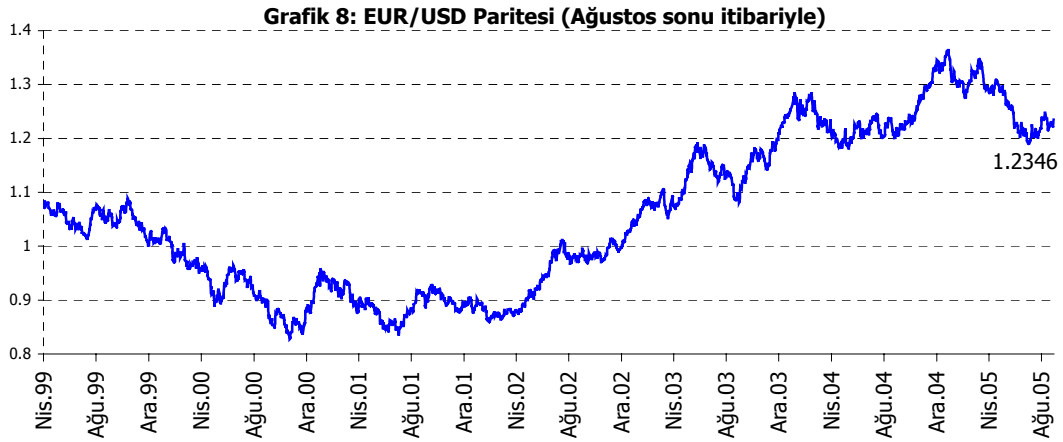


- **Uzun vadeli faiz oranlarındaki gelişmelere bakıldığında ise**, Haziran ayında ABD ekonomisinden gelen olumlu haberler, Temmuz ayından itibaren de Euro Bölgesi makroekonomik verilerinin pozitif sinyaller vermesi, piyasa aktörlerinin büyüme beklentilerinin yukarı yönde düzeltilmesine neden olmuştur. Böylelikle uzun dönemli getiriler, Temmuz ayı başından Ağustos ayı ortasına kadar hem ABD'de hem de Euro Bölgesi'nde yükselmiştir. Ancak, petrol fiyatlarındaki artışların büyüme beklentilerini tekrar olumsuz etkilemesi, uzun dönemli getirilerin Ağustos ayının ikinci yarısında hızla gerilemesine neden olmuştur (Grafik 7). Bu durum, aylık ortalama ifadelerle Euro Bölgesi uzun dönemli getirilerinin, Temmuz ayındaki yükselişin ardından, Ağustos ayında sabit kalması ile sonuçlanmıştır.



3. Döviz Kuru ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri

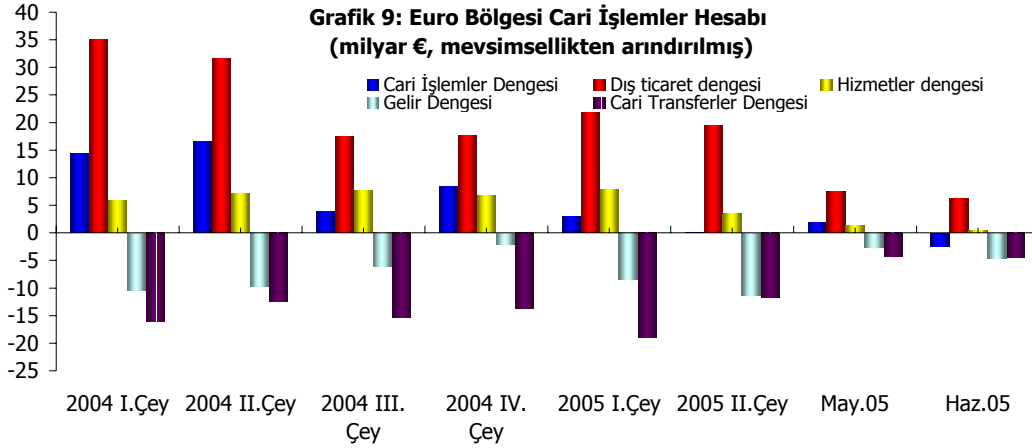
- Euro Bölgesi iş aleminin güveninin toparlanmaya başlaması ve yatırımcı güvenindeki artışlar, **EUR/USD paritesinin** Temmuz ayı başından Ağustos ayı ortalarına kadar yükselmesine neden olmuştur. Ancak, ABD'ye yönelik portföy yatırımı verilerinin ABD'nin dış denge sorunu ile ilgili olumlu sinyaller vermesi, Ağustos ayının ikinci yarısında doların euro karşısında tekrar değer kazanmasına yol açmış ve parite, 31 Ağustos itibarıyla 1.2346 seviyesinde gerçekleşmiştir. İki bölge arasındaki faiz oranı farklılığı da doları destekleyen bir diğer faktördür.



- Temmuz ve Ağustos aylarında açıklanan **ödemeler dengesi** verileri, Euro Bölgesi'nin Mayıs ayında mevsimsellikten arındırılmış (MA) verilerle 1.9 milyar € cari işlemler fazlası, Haziran ayında ise 2.5 milyar € cari işlemler açığı verdiğini göstermektedir. Dış ticaret fazlası ise, Mayıs ve Haziran aylarında sırasıyla (MA) 7.5 milyar € ve 6.2 milyar € olarak gerçekleşmiştir (Grafik 9). 3 aylık veriler ise, cari işlemler fazlasının I. çeyrekteki (MA) 3.0 milyar €'luk düzeyinden, II. çeyrekte 0.1 milyar €'ya gerilediğini göstermektedir.
- Euro Bölgesi mal ihracatı, bir yılı aşkın süredir devam eden artış eğilimini II. çeyrekte de sürdürmüştür. I. çeyrekteki (MA) % 1'lik zayıf yükselişin ardından II. çeyrekte yaşanan % 3.6'lık artış, ihracat fiyatlarının yanı sıra, ihracat hacmindeki genişlemeyi de yansıtmaktadır. Hizmet ihracatında ise gerileme yaşanmıştır. Diğer taraftan, mal ve hizmet ithalatındaki artışların ihracattaki yükselişi geçmesi sonucunda mal ve hizmet ticareti dengesinin azaldığı gözlemlenmektedir. Mal ihracatındaki toparlanma, küresel ekonomik aktivitenin canlılığını korumasının yanı sıra, euronun değer kaybının

yarattığı fiyat avantajından kaynaklanmaktadır. İthalattaki patlama ise, ithalat hacmindeki küçük çaplı bir artışın yanısıra, özellikle petrol fiyatlarındaki artışların ve euronun değer kaybının ithalat faturasında yarattığı şişkinliği yansıtmaktadır.

- 12 aylık kümülatif cari işlemler fazlası ise düşüş eğilimini sürdürmeye devam etmektedir: Mayıs ve Haziran aylarında sırasıyla 20.9 milyar € (GSYİH'nin % 0.3'ü) ve 15.5 milyar € (GSYİH'nin % 0.2'si). Geçen yıl aynı dönemlerdeki cari işlemler fazlasına göre yaşanan % 50 oranındaki düşüş, gelirler kalemindeki açığın daralması ve hizmetler kalemindeki fazlanın artmasına karşılık, mal ticaretindeki fazlanın azalmasına bağlıdır.



- Finans hesabında ise, Mayıs ayında 22.7 milyar €, Haziran ayında ise 105.1 milyar €'luk net portföy yatırımı girişi yaşandığı görülmektedir. Doğrudan yatırımlarda ise, Mayıs ayında görülen 3.3 milyar €'luk giriş, Haziran ayında 8.9 milyar € çıkışa dönüşmüştür. Finans hesabının son dönemdeki görünümüne bakıldığında, Haziran ayında Euro Bölgesi'nin uluslararası yatırımcılar açısından çekiciliğinde ciddi bir sıçrama olduğu görülmektedir. Euro bölgesi hisse senetlerinin diğer önde gelen ülkelere kıyasla halen ucuz olmasının yanısıra, Euro Bölgesi şirketlerinin II. çeyrekte açıkladıkları güçlü kârlılık rakamları, Haziran ayındaki gelişmelerin temel nedenini oluşturmaktadır. Böylelikle, Nisan ayında yaşanan büyük çaplı hisse senedi satışı da tersine dönmüştür. Bu durum, ekonomik görünümdeki zayıflık ve petrol fiyatlarındaki artışlara rağmen, şirketlerin rekabet güçlerini koruduklarına dair beklentilerin ağırlık kazandığını göstermektedir. Üç aylık veriler ise, 2005'in ilk çeyreğindeki 2.6 milyar €'luk net portföy yatırımı girişinin, II. çeyrekte 116.8 milyar €'ya yükseldiğini göstermektedir. Net doğrudan yatırım çıkışı ise, I. çeyrekteki 24.1 milyar €'luk düzeyinden, 10.5 milyar €'ya gerilemiştir.

4. Mali Gelişmeler

- Euro Bölgesi üyeleri tarafından açıklanan yarı yıl bütçe rakamları, AB Komisyonu'nun mali öngörülleri ile paralellik göstermektedir. Genel olarak, 2004 sonunda yayınlanan ulusal mali program hedeflerine ulaşamayacağı tahmin edilirken, Euro Bölgesi genelinde bütçe açığının 2005 yılında GSYİH'nin % 2.7'si seviyesinde, bir yıl önceki yıla göre değişmeden kalacağı öngörülmektedir. Ayrıca, halen Aşırı Açık Prosedürü'ne tabi olan Almanya, İtalya, Yunanistan ve Portekiz'in İstikrar ve Büyüme Paketi bütçe açığı limitini (% 3.0) 2005 yılında da aşması; Fransa'nın ise geçici önlemler sonucunda limite çok yakın bir bütçe açığı yaşaması beklenmektedir. Euro Bölgesi borç oranının ise son iki yıldır süren artış eğilimini bu yıl da sürdürmesi öngörülmektedir.

- Almanya, İtalya, Yunanistan ve Portekiz'deki bütçe gelişmeleri ise özellikle endişe vericidir. Söz konusu ülkelerin bütçe açıklarında yaşanan artış, kısmen de olsa ekonomik aktivitedeki bozulma ile

açıklanabilmektedir. Ancak, mali disiplin konusunda gerekli adımların atılmamış olması, bu ülkelerde yaşanan sorunların temel kaynağını oluşturmaktadır. Bakanlar Konseyi kararı ile Aşırı Açık Prosedürüne tabi tutulan İtalya ve Portekiz, sundukları gözden geçirilmiş mali istikrar programlarında sırasıyla 2007 ve 2008 yıllarında % 3.0 limitinin altına inmeyi taahhüt etmişlerdir. Almanya ile ilgili henüz bir gelişme olmazken, Aralık ayında söz konusu ülkenin de Konsey'den uyarı alması beklenmektedir. Bu kapsamda Almanya'ya, bütçe açığını düzeltmesi için 2007 ya da 2008 yılına kadar süre verileceği tahmin edilmektedir.

KAYNAKLAR:

1. ECB Monthly Bulletin (August-September 2005)
2. www.ecb.int
3. <http://europa.eu.int/comm/eurostat/>
4. http://europa.eu.int/comm/index_en.htm
5. Reuters