

EURO BÖLGESİ İZLEME RAPORU

EYLÜL-EKİM 2005



Durukan Payzanođlu **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, 1 Eylül ve 6 Ekim 2005 tarihlerinde düzenlediği toplantılarda, marjinal kredi imkanı için % 3.0, depo imkanı için % 1.0 ve refinansman 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. Ancak, Ekim ayındaki faiz kararının ardından ECB'nin enflasyonist riskler konusundaki üslubunun sertleştiği görülmektedir. Uzun süreden bu yana parasal genişlemenin uzun vadede fiyat istikrarı için gerekenden fazla olduğu konusunda uyarıda bulunan ECB, petrol fiyatlarında yaşanan artışların enflasyon beklentileri kanalıyla fiyatlamaya davranışlarına ve ücretlere yansiyarak ikincil etkiler oluşturmasından kaygılanmaktadır.

• **AB-Çin zirvesinde, tekstil kotaları konusunda anlaşmaya varıldı.** Çin'den yapılan tekstil ithalatına getirilen kısıtlamaların yarattığı ürün darboğazı, Eylül ayında Pekin'de sekizincisi düzenlenen AB-Çin zirvesinde çözülmüştür. Bu çerçevede, bazı ürünler için 2006 kotalarının bir kısmı 2005 yılına aktarılmıştır. Bazı ürünler için ise, kotası dolmayan ürünlerden kota aktarılacaktır. Ayrıca, 2006 yılı için kazak ithalatının yıllık artış hızı % 5, pantolon ve kadın iç çamaşırı ithalatı için ise % 7 ile sınırlandırılacaktır.

Hatırlanacağı üzere, DTÖ Kuralları gereğince 2005 yılı sonunda son bulan tekstil kotaları, ABD ve AB olmak üzere birçok ülkede sorun yaratmıştı. Yürütülen ikili müzakereler sonucunda, Haziran ayında Çinli ve AB'li yetkililer arasında varılan uzlaşma ile, Çin'den gelen 10 ürünün ithalatının artış hızı % 8-12.5 ile sınırlandırılmıştı. Ancak, özellikle ithalat anlaşmalarının 12 ay öncesine kadar dayanıyor olması nedeni ile 2005 kotaları kısa sürede dolmuş, gümrük depolarında Çin malı hazır giyim ürünleri birikmeye başlamıştı. Mevcut durumda yaklaşık 75 milyon kazak ve pantolonun gümrüklerde beklediği ifade edilmektedir. Bu sorun AB içerisinde tekstil üreticisi olan Fransa, İtalya ve İspanya ile, darboğazdan en çok etkilenen perakende sektörünün güçlü olduğu Almanya ve İsveç'i karşı karşıya getirmişti. Ürün darboğazının artması sonrasında, kotaların esnetilmesi gündeme gelmişti. Avrupa Komisyonu ve AB üyesi ülkelerin de bu metnini onaylamasının ardından, 14 Eylül 2005 tarihinden itibaren, Çin'den ithal edilen tekstil ürünleri serbest bırakılmaya başlanmıştır.

• **Euro Bölgesi ekonomisinin 2005'te % 1.3 büyüyeceği tahmin edilmektedir.** Euro Bölgesi'nin önde gelen üç araştırma kuruluşunun (Alman Ifo, Fransız INSEE, İtalyan ISAE) ortak tahminlerine göre, Euro Bölgesi büyümesinin yılın son iki çeyreğinde % 0.3-0.4 (çoq) aralığında seyretmesi beklenmektedir. Enflasyonun ise, 2005 yılını % 2.2 ile bitirirken, 2006 yılının ilk çeyreğinde % 2.4'e yükseleceği tahmin edilmektedir.

Ifo-INSEE-ISAE Ortak Tahminleri

% değişim	2005 Q3		2005 Q4		2006 Q1		2005 yıllık
	çeyreklik	yıllık	çeyreklik	yıllık	çeyreklik	yıllık	
GSYİH	0.4	1.3	0.3	1.4	0.4	1.4	1.3
Tüketim Hr.	0.3	1.4	0.2	0.7	0.3	0.9	1.2
Sanayi Ür.	0.4	0.8	0.3	1.3	0.4	1.6	0.9
Uyumlaştırılmış TÜFE	2.3		2.3		2.4		2.2

• **IMF, Euro Bölgesi büyümesinin zayıf seyretmeye devam edeceğini öngörmektedir.** IMF 'Dünya Ekonomik Görünümü' (DEG) raporunda, Euro Bölgesi'nde ekonomik büyümenin hayal kırıklığı yaratmaya devam ettiğini belirtmiştir. Bu çerçevede, Nisan ayı raporuna göre, büyüme tahminlerinde aşağı yönde önemli revizyonlar yapılmıştır. **IMF, bölgenin temel problemi olarak zayıf iç talebi vurgulamakta ve Euro Bölgesi'ndeki zayıf büyümenin küresel ekonomi için risk oluşturduğunu ifade etmektedir.** Hatırlanacağı üzere IMF, küresel dengesizliklerin giderilebilmesi için, Euro Bölgesi'nde yapısal reformların hız kazanması ve büyüme potansiyelinin artırılması gerektiğini dile getirmektedir. DEG raporunda da IMF, bu söylemini yinelemiştir. Siyasi iradenin, yapısal reformlar konusunda halkı ikna etmesi gerektiğini vurgulayan IMF, bölgenin resesyona girmesi ihtimalinin ise henüz bulunmadığını belirtmiştir. Ayrıca, ekonomik aktivite konusunda son dönemde bölgeden gelen sinyallerin karışık olduğu ve iniş-çıkışların devam edeceği dile getirilmektedir.

IMF Tahminleri

Yıllık % değişim	Euro Bölgesi		Almanya		Fransa		İtalya	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Büyüme	1.2 (1.6)	1.8 (2.3)	0.8 (0.8)	1.2 (1.9)	1.5 (2)	1.8 (2.2)	0.0 (1.2)	1.4 (2.0)
Enflasyon	2.1	1.8	1.7	1.7	1.9	1.8	2.1	2.0
İşsizlik	8.7	8.4	9.5	9.3	9.8	9.6	8.1	7.8
Bütçe Açığı/GSYİH (%)	-3.0	-3.1	-3.9	-3.7	-3.5	-3.9	-4.3	-5.1
Cari İ. Dengesi/GSYİH (%)	0.2	0.2	4.3	4.4	-1.3	-1.5	-1.7	-1.4

* Parantez içindeki rakamlar Nisan ayı tahminleridir.

Euro Bölgesi faiz oranları konusunda ise IMF, ECB ile paralel bir söyleme sahiptir. IMF; ekonomik aktivite açısından asıl yapılması gerekenin yapısal reformlar yoluyla potansiyel büyümenin artırılması olduğu, faizleri indirmenin kalıcı çözüm olmayacağı görüşündedir.

• **Almanya'da gerçekleştirilen genel seçimlerde en çok oyu alan Hristiyan Demokratlar, Sosyal Demokrat Parti ile birleşerek Büyük Koalisyon kurmuştur.** 18 Eylül 2005 Pazar günü yapılan genel seçimlerde, Hristiyan Demokratlar (CDU/CSU) % 35.2, Sosyal Demokratlar (SPD) ise % 34.3 oy almışlardır. Dresden eyaletinde adaylardan birinin ölümü nedeni ile söz konusu eyaletteki seçimler 2 Ekim'de gerçekleştirilmiş ve CDU/CSU bu eyalette de galip gelmiştir.

	2005 Seçimleri		2002 Seçimleri	
	Oy Yüzdesi	Sandalye Sayısı	Oy Yüzdesi	Sandalye Sayısı
CDU/CSU	35.2	225	38.5	248
SPD	34.3	222	38.5	251
FDP	9.8	61	7.4	47
Yeşiller	8.1	51	8.6	55
Sol Parti	8.7	54	4.0	2

Genel seçim sonuçları, CDU/CSU'nun daha önce de ortaklık kurduğu FDP ile koalisyon hükümeti oluşturmasına engel olmuştur. Bu nedenle Hristiyan Demokratlar, SPD ile birlikte Büyük Koalisyon kurma yolunu seçmişlerdir. Seçimler öncesinde özellikle sosyal güvenlik ve vergi reformu konusunda görüş farklılıkları bulunan koalisyon üyelerinin, ortak politikalar geliştirmekte güçlük çekeceğine dair görüşler yoğunluk kazanmıştır. Ancak, koalisyon görüşmeleri beklenenden olumlu geçmiş ve karşılıklı tavizlerle 22 Kasım'da Merkel Hükümeti göreve başlamıştır.

Merkel Hükümeti

Başbakan
Başbakanlık Müsteşarı
Ekonomi Bakanı
İçişleri Bakanı
Savunma Bakanı
Eğitim ve Araştırma Bakanı
Tarım Bakanı
Aile Bakanı

Başbakan Yardımcısı ve Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanı
Dışişleri Bakanı
Maliye Bakanı
Adalet Bakanı
Sağlık Bakanı
Ulaştırma Bakanı
Kalkınma Bakanı
Çevre Bakanı

Hristiyan Demokratlar

CDU Lideri **Angela Merkel**
Saksonya Eyaleti İçişleri Bakanı **Thomas de Maiziere**
Bavyera Eyaleti CSU Başkanı **Michael Glos**
Eski CDU Lideri **Wolfgang Schaeuble**
Hesse Eyaleti CDU Parlamento Grup Başkanı **Franz Josef Jung**
Baden-Württemberg Eyaleti Kültür Bakanı **Annette Schavan**
CSU Başkan Yardımcısı **Horst Seehofer**
Aşağı Saksonya Eyaleti Sosyal İşler Bakanı **Ursula von der Leyen**

Sosyal Demokratlar

SPD Eski Başkanı **Franz Müntefering**
Başbakanlık eski Müsteşarı **Frank-Walter Steinmeier**
Kuzey Ren-Vestfalya Eyaleti eski Başbakanı **Peter Steinbrück**
Adalet Bakanı **Brigitte Zypries**
Sağlık ve Sosyal Güvenlik Bakanı **Ulla Schmidt**
Leipzig Belediye Başkanı **Wolfgang Tiefensee**
Kalkınma Bakanı **Heidermarie Wieczorek-Zeul**
Aşağı Saksonya Eyaleti eski Başbakanı **Sigmar Gabriel**

- **Merkel Hükümeti'nin birincil önceliğinin mali disiplin olduğu göze çarpmaktadır.** Son 5 yıldır İstikrar ve Büyüme Paketi bütçe limitlerini (% 3) aşan Almanya'ya, bütçe açığını % 3'ün altına çekmek için 2007 yılı sonuna kadar süre verileceği tahmin edilmektedir. Bu kapsamda, üzerinde anlaşmaya varılan 4 yıllık hükümet programı uyarınca, önümüzdeki iki yılda bütçede 35 milyar €'luk bir kesintiye gidilecektir. Daha sonraki dönemde ise denk bütçe hedeflenmektedir. Söz konusu hedefe ulaşabilmesi için öngörülen önlemler ise şöyledir:

Vergi Reformu:

- Şu an itibariyle % 16 düzeyinde olan KDV oranı 2007 yılında % 19'a yükseltilecektir. Bu artıştan elde edilmesi planlanan 20 milyar €'nun 2/3'sinin bütçe açığının kapatılmasında, kalan kısmının ise sosyal güvenlik katkı payı reformunda kullanılması hedeflenmektedir.
- Şu anda % 25 olan kurumlar vergisi oranının 2008 yılında düşürülmesi planlanmaktadır. Vergi idaresinde, KOBİ'ler ile büyük şirketler arasındaki uygulama farklılığı ortadan kaldırılacak; birçok sektördeki sübvansiyonlara ve vergi istisnalarına son verilecektir.
- En üst gelir dilimine uygulanan gelir vergisi oranı % 42'den % 45'e yükseltilecek, vergiden kaçınma olanakları sınırlandırılacak.

Sosyal güvenlik reformu:

- İşverenler tarafından ödenen ve şu anda % 6.5 olan sosyal güvenlik katkı payı, % 4.5'e kadar düşürülecektir. Söz konusu kesinti ile rekor düzeydeki işsizliğin azaltılması hedeflenirken, reformun yaratacağı mali yük KDV gelirleri ile karşılanacaktır.
- Emekli maaşları önümüzdeki 4 yıl boyunca değiştirilmeyecektir. 2035 yılına kadar emeklilik yaşı 65'ten 67'ye çıkarılacaktır.
- Daha önce 6 ay olan iş güvenliği istisnasının¹, 2 yıla çıkarılarak işten çıkarmaların kolaylaştırılması hedeflenmektedir.
- Uzun süredir işsiz olanlara ödenen yardımlarda 2007 yılında toplam 4 milyar €'luk kesintiye gidilecektir.

¹ İş güvenliği istisnası, yeni işe alınanların 6 aylık bir deneme süresi içerisinde bürokratik işlem olmaksızın işten çıkarılmalarına olanak sağlamaktadır. Yeni tasarı ile bu süre 24 aya çıkarılmaktadır.

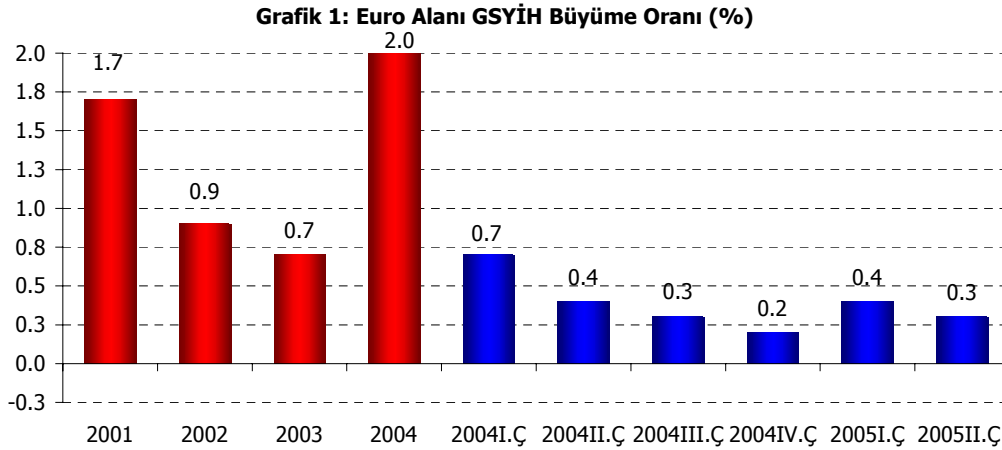
• **27 Ekim 2005 tarihinde Gayriresmi AB Konseyi toplantısı gerçekleştirilmiştir.** AB liderleri, 27 Ekim 2005 tarihinde İngiltere Surrey’de gerçekleştirilen gayriresmi zirvede biraraya gelmişlerdir. Toplantının üç ana gündem maddesi; küreselleşme çerçevesinde sosyal adaletin ve rekabetin korunması, Avrupa’nın dünyadaki rolü ve güvenlidir. Zirvede öne çıkan başlıklar şunlardır:

- Haziran ayında 2007-2013 AB bütçesi konusunda yaşanan çetin tartışmaların ardından, ilk defa biraraya gelen liderler, Hampton Court Zirvesi’nde anlaşmaya varamamışlardır. Ancak, toplantının ılımlı bir havada geçmesi, Aralık ayındaki bütçe görüşmeleri açısından olumlu bir gelişme olarak nitelendirilmektedir.
- Küreselleşmenin getirdiği tehlikelere karşı birlikte hareket edilmesi konusunda görüş birliği bulunmaktadır. Ancak, ARGE, göç ve güvenlik, enerji ile demografi gibi alanlarda çalışma grupları kurulması dışında somut adımlar atılamamıştır.
- Küreselleşmenin yarattığı rekabet baskısı nedeniyle işsiz kalanlara destek olmak amacıyla kurulması planlanan 3.5 milyar €’luk fon (Globalization Adjustment Fund) konusunda anlaşmaya varılamamıştır. Almanya ve İsveç, söz konusu fonun yapısal reformları yerine getirmeyen ülkeleri ödüllendireceğini ileri sürmektedir.

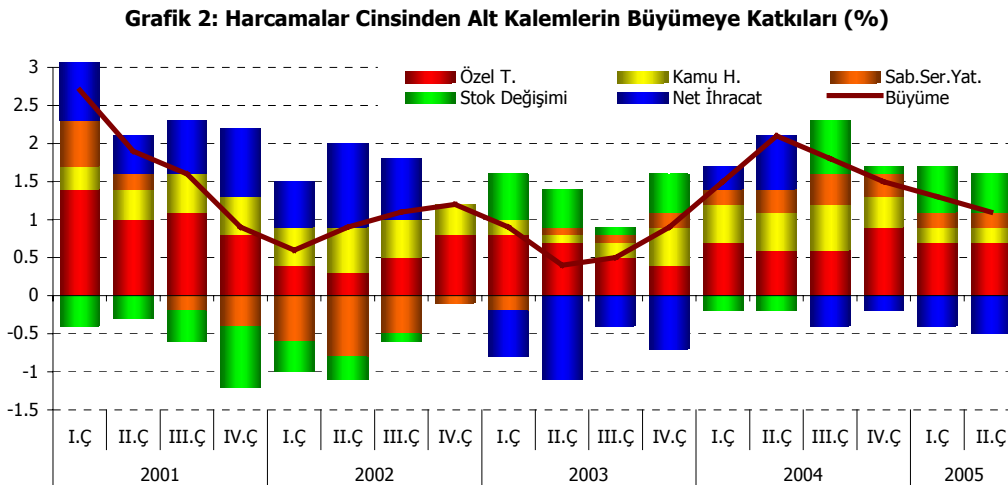
MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER

1. Büyüme

- Euro alanı GSYİH artışı, 2005'in I. çeyreğine 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 görünse de büyümedeki yavaşlamada istatistiksel nedenlerin (çalışılan gün sayısındaki farklılıklar gibi) etkili olduğu söylenebilir. Yine de Euro Bölgesi'nin 2005 yılının ilk yarısında gerçekleştirdiği büyüme performansı, tarihsel olarak düşük bir seviyededir.



GSYİH artışının alt kalemleri incelendiğinde, II. çeyrekte büyümeye en büyük katkının, ilk çeyrekte olduğu gibi, iç talepten gelmekte olduğu görülmektedir (Grafik: 2). Bu kapsamda, yılın I. çeyreğinde büyümeye % 0.7'lik bir katkıda bulunan tüketim harcamaları, % 0.2'lik bir katkıda bulunan kamu harcamaları ve % 0.5'lik bir katkıda bulunan stok değişimi aynı seviyede kalırken, yatırım harcamalarının büyümeye katkısı I. çeyrekteki % 0.1'lik seviyesinden II. çeyrekte % 0.2'ye yükselmiştir. Yatırım harcamalarındaki hafif artış, kış aylarında zayıf seyreden inşaat sektörü aktivitesindeki hareketlenmeyi yansıtmaktadır. I. çeyrekte büyümeye % -0.3'lük bir katkı yapan net ihracat ise, II. çeyrekte kötüleşerek % -0.5'lik bir etkide bulunmuştur. Dış ticaretteki bozulma, artan petrol fiyatlarının ithalat faturasında yarattığı sorunların yanısıra, özellikle ABD doları karşısında değer kazanan euronun rekabet gücünde yarattığı sorunlardan kaynaklanmaktadır.

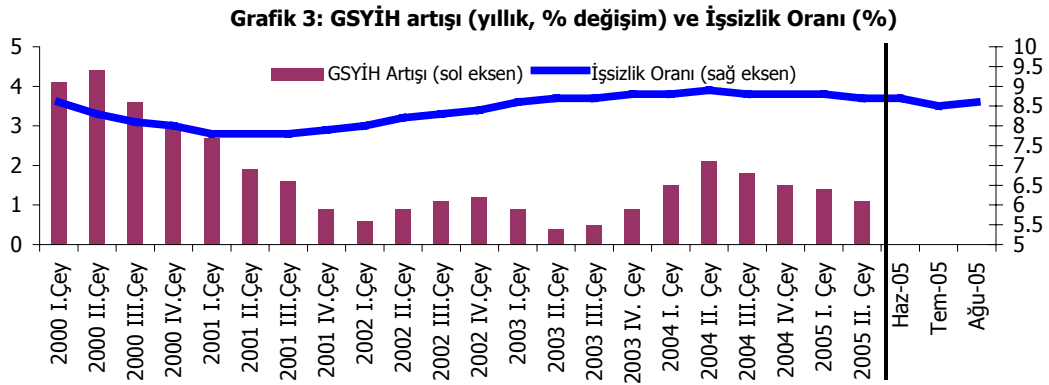


- Euro alanı **sanayi üretimi** Temmuz ve Ağustos aylarında aylık bazda sırasıyla % 0.2 ve % 0.8 artış göstermiştir. Söz konusu veriler, ekonomik aktivitenin yılın ikinci yarısında toparlanmaya

başladığına dair öncü göstergeleri doğrular niteliktedir. Ancak, sanayi siparişlerinin Temmuz ve Ağustos ayında azalması, söz konusu toparlanmanın boyutu konusunda belirsizlik yaratmaktadır. Yine de, PMI verilerinin Eylül ve Ekim aylarında yükseliş eğilimini koruması, yılın ikinci yarısında büyümenin hızlanacağına dair beklentileri güçlendirmektedir.

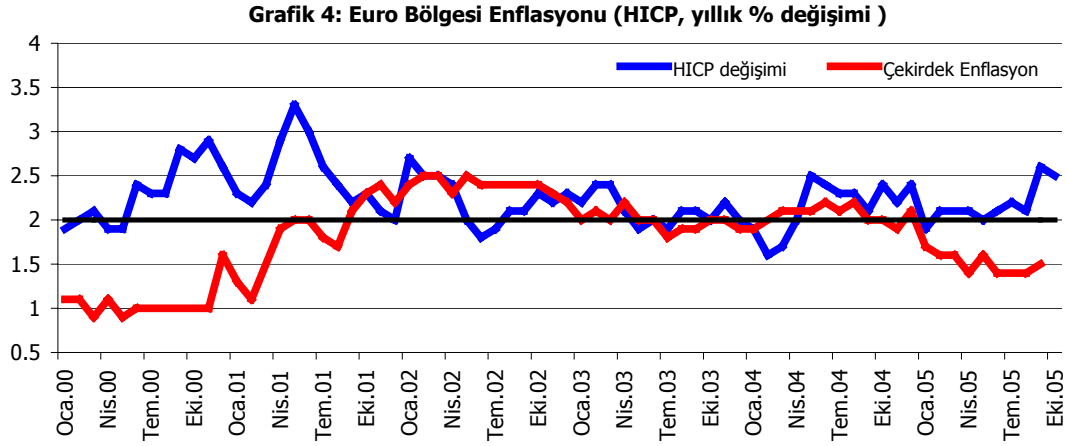
Yıllık % değişim	Mayıs 05	Haziran 05	Temmuz 05	Ağustos 05
Sanayi Üretimi	-0.1	0.6	0.5	2.5
Ara malı	-0.9	-1.2	-0.5	3.9
Enerji Üretimi	0.7	2.5	2.4	-0.5
Yatırım Mali	0.7	2.4	2.2	2.2
Dayanaksız Tüketim Mali	1.3	0.7	0.3	3.3
Dayanıklı Tüketim Mali	-4.3	-0.7	-2.3	1.7

- Euro alanı **işsizlik oranı** (Grafik: 3) I. çeyrekteki % 8.8 seviyesinden II. çeyrekte, % 8.7'ye gerilemiştir. Aylık bazda ise Temmuz ayında % 8.5 olan işsizlik oranı Ağustos ayında % 8.6'ya yükselmiştir. Ancak, Ağustos ayı verilerinin ihtiyatla değerlendirilmesinde yarar bulunmaktadır. Zira, Almanya'da 2005 yılı başında yapılan metodolojik değişiklikle, işgücü istatistiklerinin toplanması ve kümelenmesinde farklılıklar oluşmuştur. Almanya verileri dışlandığında Euro Bölgesi işsizlik oranı Ağustos ayında da düşüş eğilimini korumaktadır.



2. Enflasyon

- Euro Bölgesi enflasyonu (Grafik: 4), Katrina ve Rita kasırgalarının petrol fiyatlarında yarattığı sıçramanın etkisiyle Eylül ayında % 2.6'ya yükselirken, öncü tahminlere göre Ekim ayında baz etkisi nedeniyle % 2.5'e gerilemiştir. Enerji fiyatları Ağustos ayında % 11.6, Eylül'de ise % 15.2 artış kaydetmiştir.
- Enerji ve işlenmemiş gıda fiyatları hariç tutularak hesaplanan çekirdek enflasyon ise, Haziran-Ağustos 2005 döneminde % 1.4 seviyesinde seyrettikten sonra, Eylül ayında % 1.5'e yükselmiştir. Söz konusu yükselişte iki faktör etkili olmuştur. İlk olarak, Eylül ayında Almanya'da tütün mamullerine uygulanan vergi oranındaki artış, tüketici fiyatlarına yukarı yönde etki etmiştir. İkinci olarak, indirim sezonunun son bulmasıyla giyim eşyası fiyatlarının normal seviyelerine dönmesi, tüketici fiyatlarında yaşanan mevsimsel düşüşün ortadan kalkmasını sağlamıştır. Bu kapsamda, çekirdek enflasyonda yaşanan yükselişin genel eğilimde yaşanan bir değişimi yansıtmadığı düşünülmektedir.



- Enerji sektöründeki hızlı fiyat artışları sonrasında, üretici fiyatları enflasyonu Temmuz ve Ağustos aylarında % 4.1 seviyesinde gerçekleşmiştir. Enerji ve inşaat sektörlerindeki fiyatlar hariç tutularak hesaplanan üretici fiyat enflasyonu ise Temmuz ayında % 1.3'e geriledikten sonra Ağustos ayında değişmeden kalmıştır. Söz konusu gelişmede sermaye ve tüketici malı fiyatlarındaki gerileme etkili olmuştur. Ayrıca bu durum, petrol fiyatlarındaki artışların enflasyonist baskılarda belirgin bir artış yaratmadığına işaret etmektedir. Dış rekabet ve zayıf iç talep nedeniyle firmalar, özellikle hizmet sektöründe, kâr marjlarını kısarak girdi fiyatlarındaki artışları tüketiciye yansıtılmamaktadırlar. Birim işgücü maliyetinde geçen yıllarda görülen düşüş trendi yavaş yavaş kaybolursa da, ücret artışları makul düzeydedir.

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

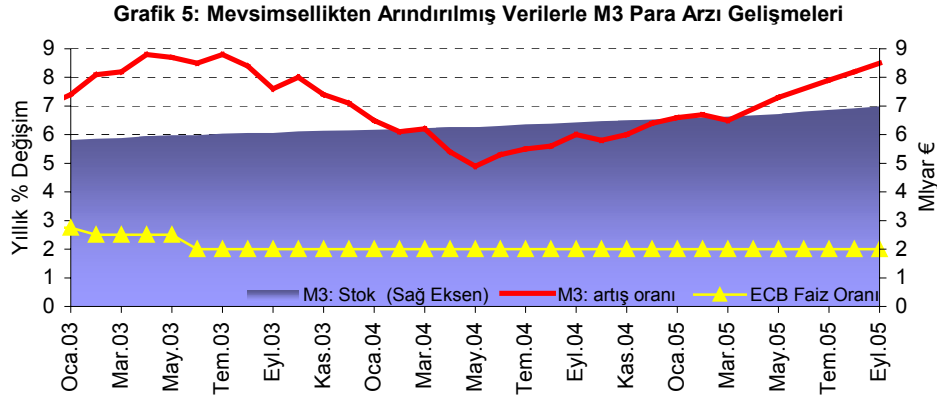
	2003	2004	05/05	06/05	07/05	08/05	09/05	10/05
TÜFE	2.1	2.1	2.0	2.1	2.2	2.2	2.6	2.5
Enerji	3.0	4.5	6.9	9.4	11.8	11.6	15.2	-
İşlenmemiş Gıda	2.1	0.6	1.0	0.6	0.3	1.1	1.1	-
İşlenmiş Gıda	3.3	3.4	1.5	1.5	1.6	1.7	2.3	-
Enerji Dışı San. Mal.	0.8	0.8	0.4	0.3	0.0	0.0	0.2	-
Hizmetler	2.5	2.6	2.5	2.2	2.3	2.3	2.2	-
Diğer Fiyat Göstergeleri								
Üretici Fiyatları	1.4	2.3	3.5	4.0	4.1	4.1	-	-
Petrol Fiyatları (€/varil)	25.1	30.5	39.4	45.7	48.3	52	52.2	49.3

- 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 ithalat fiyatları, 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.

3. Parasal ve Finansal Gelişmeler

- **M3** para arzı artışı, 2004'un ikinci yarısından bu yana hızlanarak devam etmekte olup, Ağustos ve Eylül aylarında sırasıyla % 8.2 ve % 8.5 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 5). Düşük faiz oranları ve likit kalmanın alternatif maliyetini azaltması parasal dengeleri etkileyen en önemli faktör olmaya devam etmektedir. Ancak likiditenin bol olduğu bir ortamda para arzı ve kredilerin güçlü artışı orta ve uzun dönemde fiyat istikrarına yönelik risk oluşturmaktadır.

Ayrıca, varlık fiyat dinamikleri de yakından incelenmeli ve yanlış fiyatlama olasılığı gözönünde bulundurulmalıdır. 2003 yılında ve 2004 yılının başlarında portföy tercihlerinde gözlenen normalleşme çerçevesinde yatırımcılar uzun vadeli yatırım araçlarına yönelmişlerdi. Diğer taraftan, parasal genişlemeyi sınırlayan yatırımların kısa vadeden uzun vadeye geçiş sürecinin sektöre uğradığı gözlemlenmektedir. Son aylarda M3 para arzındaki artış, Euro Bölgesi'nde likidite bolluğu olduğuna işaret etmektedir.



M3 para arzının temel bileşenleri incelendiğinde, (Tablo 3); M3 artış hızına en önemli katkının M1 para arzından geldiği görülmektedir: M1 yıllık bazda Ağustos ayında % 11.6, Eylül ayında ise, % 11.2 oranında artmıştır. M1 bileşenlerine bakıldığında ise, gecelik mevduat ile tedavüldeki paranın güçlü artışının devam etmekte olduğu görülmektedir. Kısa vadeli mevduatlara olan talep ise düşük faiz ortamında parayı elde tutmanın alternatif maliyetinin azalmasından kaynaklanmaktadır. Kısa vadeli mevduatlar ve repo işlemleri M3 para arzının yaklaşık olarak % 80'ini oluşturmaktadır. Söz konusu varlıklarda Eylül ayında kaydedilen artış, M3 para arzındaki artışın temel kaynağıdır. Piyasa araçları artış oranı, Ağustos'ta % 5.8, Eylül'de ise % 6.2 olarak gerçekleşmiştir. Hanehalkı ve şirketler tarafından ekonomik belirsizlik halinde likit olmak amacıyla tutulan piyasa araçlarındaki artışın son aylarda ılımlı olması, Euro Bölgesi yerleşiklerinin portföy tercihlerinin normalleştiğine işaret ediyor.

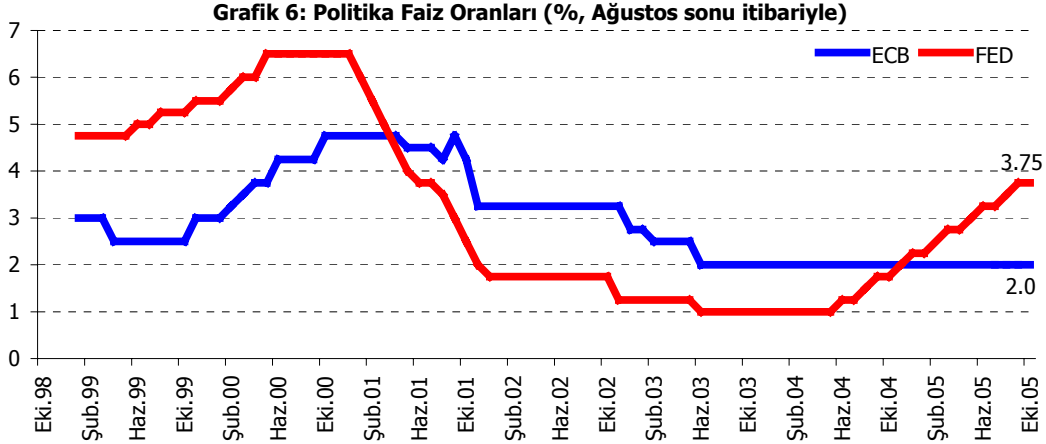
- **Kredi gelişmelerine** bakıldığında; özel sektöre açılan kredilerin Ağustos'ta % 8.4, Eylül'de ise % 8.6 arttığını ve hanehalkına açılan kredilerin ilk sırada yer aldığını görmekteyiz. Hanehalkına açılan krediler Ağustos ve Eylül aylarında % 8.6 oranında artış kaydetmiştir. Hanehalkına açılan krediler içerisinde konut alımı amacıyla alınan krediler başı çekmektedir. Euro Bölgesi emlak piyasasının canlanması ve düşük ipotek faizleri, konut kredisi artışının temel nedenleridir.

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

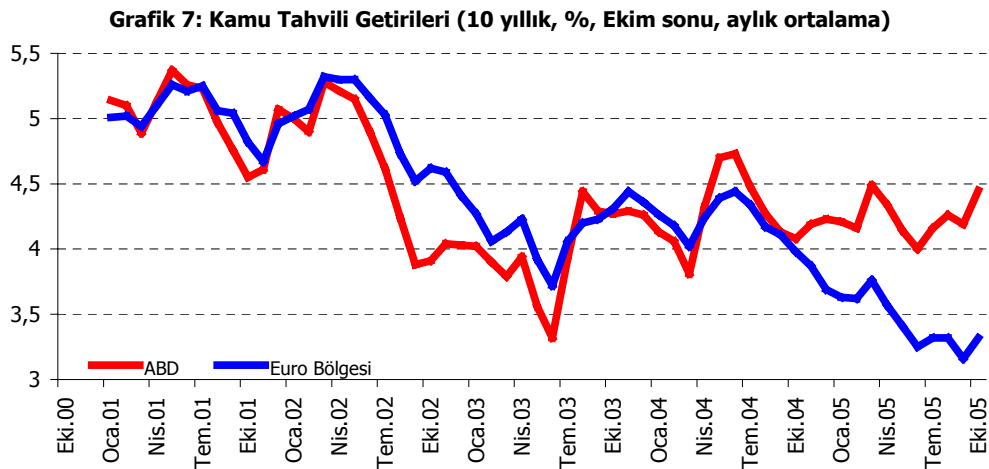
	M3'e oranı (%)	2005			2005	2005
		I. Çey	II. Çey	III. Çey	Ağustos	Eylül
M1	48.0	9.6	9.8	11.3	11.6	11.2
Dolaşımdaki Para	7.3	18.0	17.3	16.0	15.6	15.3
Gecelik Mevduat	40.7	8.2	8.5	10.4	10.9	10.4
M2-M1(=diğer kısa vadeli mev.)	37.7	4.5	5.0	5.4	5.3	6.5
İki yıla kadar vadeli mev.	15.5	0.5	2.6	4.5	4.2	7.1
3 aya kadar vadeli, ihbarlı mev.	22.1	7.1	6.6	6.0	6.0	5.9
M2	85.7	7.1	7.5	8.4	8.6	8.9
M3-M2 (=piyasa araçları*)	14.3	3.9	4.3	5.7	5.8	6.2
M3	100	6.6	7.0	8.0	8.2	8.5
Özel Sektöre açılan krediler	Toplam İçindeki Payı (%)					
Ticari Krediler	41.2	5.7	6.1	6.7	6.6	7.0
Hanehalkı (emlak+tüketici kredileri)	50.6	8.1	8.1	8.5	8.6	8.6
Sigorta Şirketleri ve Emeklilik Fonları	0.8	23.0	14.4	16.5	18.3	22.7
Parasal Olmayan Diğer Mali Araçlar	7.5	10.6	11.4	15.7	16.4	17.5

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

- **Kısa vadeli faiz oranlarına** bakıldığında; bir ay vadeli piyasa araçlarının getirileri Eylül ve Ekim aylarında istikrarlı bir seyir izlerken, üç, altı ve bir yıl vadeli araçların getirilerinin arttığı görülmektedir. Eylül sonu-Kasım başı arasında, Mart ve Haziran 2006 vadeli Üç aylık EURIBOR futures kontratlarının getirilerinde, 19 ila 31 bp'lik artış kaydedilmiştir. 2 Kasım 2005 itibariyle, Mart 2006 vadeli futures kontratının getirisi % 2.40, Haziran 2006 vadeli futures kontratının getirisi ise % 2.74 seviyesinde gerçekleşmiştir. Futures kontrat getirilerindeki artış, ECB'nin faiz artırımı olasılığının fiyatlanmasından kaynaklanmaktadır.

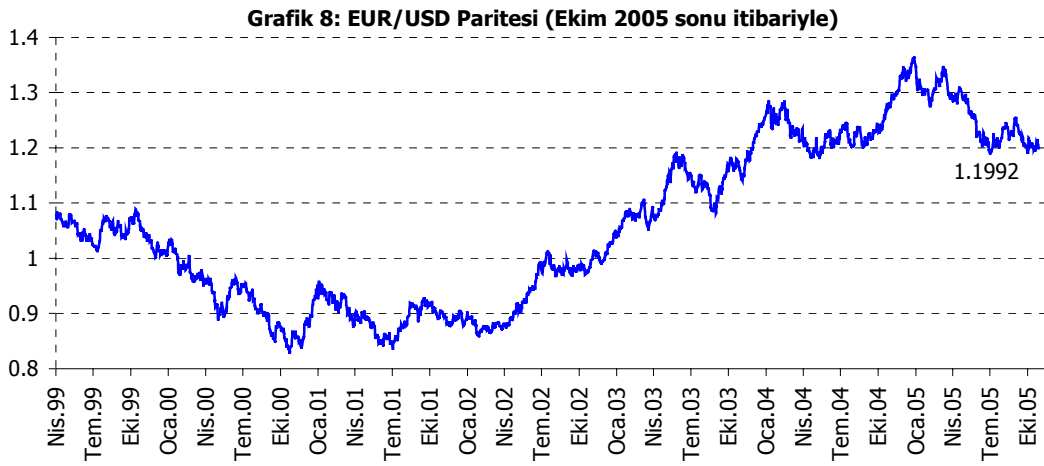


- **Uzun vadeli faiz oranları** Eylül ayında genel olarak istikrarlı bir seyir izlemiştir. ABD kamu tahvil getirilerinde Eylül ayında kaydedilen artış, büyümeye ilişkin olumlu beklentilerden kaynaklanmıştır. Katrina Kasırgası nedeniyle büyümeye ilişkin olumsuz beklentiler nedeniyle, ABD kamu tahvil getirileri Eylül ayı başında gerilemişti (Grafik 7). Kasırganın üretim kapasitesi üzerindeki olumsuz etkilerine ve petrol fiyatlarının artacağına yönelik endişeler, hem nominal hem de reel getirilerin azalmasına yol açmıştı. Euro Bölgesi kamu tahvil getirileri Eylül ayı boyunca değişmezken, ABD kamu tahvil getirilerindeki artışla beraber, getiriler arasındaki fark 115 bp'ye yükselmiştir. Ekim ayında ise yükselen uzun vadeli getiriler, hem reel faiz oranlarındaki artışı hem de petrol fiyatlarının bir miktar gerilemesiyle ekonomik büyümeye ilişkin güçlü beklentileri yansıtmaktadır. Euro Bölgesi ve ABD uzun vadeli getirileri Ekim ayında yaklaşık 30 bp artmıştır. Böylelikle, ABD ve Euro Bölgesi getirileri arasındaki fark 115 bp seviyesini korumuştur.



4. Döviz Kuru ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri

- Eylül ayı başında euro dolar karşısında değer kazanırken, parite 1.25 seviyesine yükselmiştir. Euronun değer kazanmasında, Katrina kasırgasının ABD'deki parasal sıkılaştırmayı yavaşlatacağı düşüncesi rol oynamıştır. Ancak 18 Eylül 2005'te Almanya'da yapılan genel seçimler sonucunda oluşan siyasal belirsizlik, euronun tekrar değer kaybetmesine neden olmuştur. Öte yandan, iki bölge arasındaki faiz oranı farklılığı ve ABD'ye yönelik net portföy yatırımlarının devam etmesi, euronun değer kaybına neden olan diğer faktörlerdir. Faiz oranı farkının dolar lehine olmaya devam etmesi, Ekim ayında **EUR/USD paritesinin** 1.20 seviyesinde seyretmesine neden olmuştur. ABD'ye olan portföy yatırımlarının artması da doları desteklemiştir. Euro Bölgesi'nde ise, iş aleminin güveninin artmasıyla parite üzerinde dolar lehine olan etkiler dengelenmiştir. Parite, 31 Ekim 2005 itibariyle 1.1992 seviyesinde seyretmiştir.

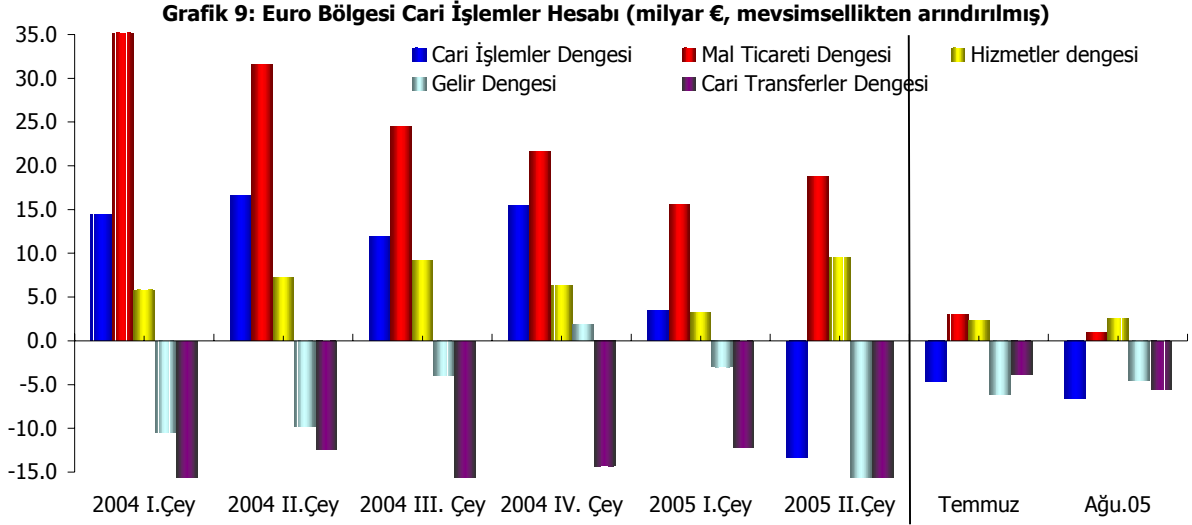


- Eylül ve Ekim aylarında açıklanan **ödemeler dengesi** verileri, mevsimsellikten arındırılmış (MA) verilerle Euro Bölgesi'nin Temmuz ayında 4.7 milyar €, Ağustos ayında ise 6.6 milyar € cari işlemler açığı verdiğini göstermektedir. Dış ticaret fazlası ise, Temmuz ayında 3 milyar €, Ağustos ayında 1 milyar € olarak gerçekleşmiştir (Grafik 9).

- Ödemeler dengesi verileri Euro Bölgesi'nde ihracatın artış eğilimini koruduğunu gösteriyor. 3 aylık verilere göre mal ve hizmet ihracatı, Nisan-Temmuz döneminde % 3.5, Mayıs-Ağustos döneminde ise % 3.6 oranında artış kaydetmiştir. İhracat fiyatlarındaki artış çok sınırlı kalırken, ihracat hacmi artmaya devam etmiştir. Mal ve hizmet ihracatı, artış trendini korumuştur. Diğer taraftan, yüksek petrol fiyatlarının etkisiyle ithalat da artmaktadır; 3 aylık verilerle ithalat Nisan-Temmuz döneminde % 6, Mayıs-Ağustos döneminde % 6.6 oranında yükselmiştir. İthalat kompozisyonu incelendiğinde ithalat hacminden çok, ithalat fiyatlarının arttığı gözlemlenmektedir. Özellikle petrol fiyatlarında % 40'a varan artış, ithalat artışını tetiklemiştir. İhracata ilişkin olarak ise, daha önce, euronun dolar karşısında değer kazanmasından dolayı ihraç malları fiyatı açısından dezavantajlı hale gelen Euro Bölgesi ihracatçıları, kâr marjlarını kısarak euro cinsinden ihraç malı fiyatlarını düşürüp rekabet güçlerini korumaya çalışıyorlardı. Son dönemde euronun dolar karşısında değer kaybetmesi ve güçlü küresel talep, ihracat artışını desteklemiştir. Euronun değer kaybı ihracatı arttıran bir faktör iken, diğer yandan ithalat faturasının yükselmesine neden olmuştur.

- 12 aylık kümülatif veriler cari işlemler fazlasının gerilemeye devam ettiğini göstermektedir. Cari işlemler fazlası Temmuz ve Ağustos aylarında sırasıyla 8.7 milyar € ve 5.2 milyar € olarak gerçekleşmiştir. Ağustos ayına kadar olan 12 aylık dönemde, cari işlemler fazlasının geçen yıl aynı

dönemine göre 46.5 milyar €'dan fazla azalması, gelirler kalemindeki açığın daralmasına ve hizmetler kalemindeki fazlanın artmasına rağmen, mal ticaretindeki fazlanın azalmasından kaynaklanmaktadır.



- Finans hesabı incelendiğinde, Temmuz ayında 75.3 milyar €'luk net portföy yatırımı girişi, Ağustos ayında ise 16.1 milyar €'luk net portföy yatırımı çıkışı gerçekleştiği görülmektedir. Doğrudan yatırım çıkışı, Temmuz ayında 81.2 milyar €, Ağustos ayında ise 15.7 milyar € olmuştur. Ağustos ayına kadar olan 12 aylık dönemdeki gelişmelere bakıldığında, 2004 yılının aynı döneminde 29.4 milyar €'luk net doğrudan yatırım ve portföy yatırımı çıkışına karşılık, 2005 yılında Euro Bölgesi'ne 73 milyar €'luk net giriş olduğu görülmektedir. Sermaye hareketlerinin yön değiştirmesi, yerleşik olmayanların euro cinsinden hisse senedi alımlarındaki artıştan kaynaklanmaktadır. Faizlerin düşük seviyelerde seyrettiği bir ortamda hisse senedi getirilerinin yüksek olması, sermaye girişini hızlandırmıştır. Rekor düzeydeki petrol fiyatlarına ve düşük büyüme oranına rağmen, Euro Bölgesi uluslararası yatırımcılar açısından cazibesini korumaya devam etmektedir. Bono-tahvil piyasasına yönelik olarak gözlenen talep, 2005 yılı ortalarına kadar artış göstermiş, ancak Temmuz ve Ağustos aylarında ABD ve Euro Bölgesi devlet bono ve tahvil getirileri arasındaki fark büyüdükçe, Euro Bölgesi borçlanma araçlarından çıkış yaşanmıştır. Doğrudan yatırımlardaki çıkış ise, Euro Bölgesi yerleşiklerinin yurtdışına yaptığı yatırımlardan kaynaklanmaktadır. Şirketlerin yurtdışına yatırım yaparak, üretim maliyetlerini düşürmeyi ve gelişmekte olan piyasalara erişimlerini arttırmayı amaçladıkları düşünülmektedir.

5. Mali Gelişmeler

- 9 Eylül'de Manchester'da yapılan ECOFIN toplantısında, Almanya ve Fransa'nın bütçe açıkları tartışılmıştır. Avrupa Komisyonu Almanya ve Fransa'ya Aşırı Açık Prosedürü uygulamamakla beraber, 2005 yılı sonuna kadar bütçe açıklarını GSYİH'nın % 3'ü seviyesine çekmelerine karar vermişti. Ancak Almanya ve Fransa'nın bütçe açıklarını 2005 yılı sonu itibariyle istenen düzeyde azaltabilmeleri beklenmiyor. 18 Eylül'de Almanya'da yapılan genel seçimler sonrasında kurulacak hükümetin mali disiplin konusunda somut adımlar atması beklenmektedir. Ekim ayında SPD ile CSU/CDU arasında yürütülen koalisyon görüşmelerinde 2007 yılında bütçe açığı limitine ulaşabilmek için 2007 bütçesinden 35 milyar euro tutarında bir kesinti yapılması konusunda uzlaşma sağlanmıştır. Fransız Maliye Bakanı Thierry Breton'un Eylül ayında parlamentoya sunduğu 2006 yılı bütçe taslağı ise bütçe açığının 2009 yılına kadar sıfırlanmasını öngörüyor. Eylül ayında Eurostat tarafından açıklanan veriler ise, Almanya ve Fransa'da gerçekleştirilen mali reformlar neticesinde Euro Bölgesi bütçe açığının 2004 yılında % 2.7'ye

gerilediğini göstermiştir. Euro Bölgesi genelinde bütçe açığının 2005 yılında GSYİH'nin % 2.7'si seviyesini koruyacağı tahmin edilmektedir.

Ayrıca, Avrupa Komisyonu'nun açıklamasına göre, halen Aşırı Açık Prosedürü'ne tabi olan Yunanistan'da istikrar programı sonucunda bütçe açığının 2005 yılında % 3.7'ye, 2006 yılında ise % 2.9'a gerilemesi beklenmektedir. Daha önce GSYİH'nin % 3.4'ü kadar olması beklenen İtalyan bütçe açığının ise, büyüme hızındaki yavaşlama nedeniyle % 4'ü geçeceği tahmin ediliyor. Ekonominin kötü gidişatı nedeniyle bütçe açığını % 3 limitine çekmesi için İtalya'ya 2007 yılına kadar süre tanınmıştır. Portekiz'in ise, bütçe açığı limitine ulaşmak için 2008 yılına kadar süresi var.

Ekim ayında düzenlenen Eurogroup toplantısında ise, Almanya'ya bütçe açığını azaltması için 2007'ye kadar süre verebileceği tartışılmıştır.

- Avrupa Komisyonu tarafından açıklanan verilere göre, AB bütçe harcamaları 2004 yılında % 13.7 artarak GSMH'nin % 0.93'üne ulaşmıştır. Almanya, Fransa, İtalya, İngiltere ve İspanya bütçeden en fazla kaynak kullanan ve aynı zamanda bütçeye en fazla kaynak aktaran ülkelerdir. Tarımsal fonlardan en fazla payı Fransa, yapısal fonlardan en büyük payı ise İspanya almıştır.

KAYNAKLAR:

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