

# EURO BÖLGESİ İZLEME RAPORU

MAYIS-HAZİRAN 2005



**Durukan Payzanođlu** **Aysun Tekkaya**  
[durukan.payzanoglu@tcmb.gov.tr](mailto:durukan.payzanoglu@tcmb.gov.tr) [aysun.tekkaya@tcmb.gov.tr](mailto:aysun.tekkaya@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, 4 Mayıs ve 2 Haziran 2005 tarihlerinde düzenlediği toplantılarda, anahtar faiz oranlarında değişiklik yapmama kararı almıştır. Söz konusu oranlar, **refinansman için % 2, marjinal kredi imkanı için % 3 ve depo imkanı için % 1**'dir. Faiz indirimi baskılarına rağmen, enflasyonist risklerin yukarı yönlü olması ve ekonominin toparlanmaya başlayabileceğine dair sinyallerin bulunması nedeni ile faizler mevcut seviyesinde bırakılmıştır. AMB, makroekonomik göstergelerin biraz daha netleşmesi için 'bekle-gör' stratejisine devam etmektedir.
- AMB Haziran ayı tahminlerini yayınladı.** AMB tarafından üç ayda bir yayınlanan makroekonomik tahminlerin Haziran ayında, 2005 yılı için enflasyon tahmini yükseltilirken, büyüme tahmini düşürülmüştür. AMB tahminleri, petrol fiyatlarının 2005 yılı için yıllık ortalama 50.6 varil/\$, 2006 yılı için ise 50.7 varil/\$ olacağı varsayımına dayanmaktadır. Tahminlere göre, Euro Bölgesi'nde II. çeyrekte I. çeyreğe göre yaşanacak bir yavaşlamanın ardından, III. ve IV. çeyreklerde % 0.5 (çoq) seviyelerinde bir büyüme performansı sergilenecektir. Dış talebin ekonomiyi desteklemeye devam etmesi, iç talebin ise kademeli bir şekilde toparlanması beklenmektedir. İşsizliğin ise, 2006'dan itibaren düşmeye başlayacağı öngörülmektedir. Enflasyon tahminlerinde; petrol fiyatlarında istikrarlı; ücretlerde, kamu fiyatlarında ve dolaylı vergilerde ise ılımlı bir seyrin olacağı öngörülmektedir.

### AMB Haziran Ayı Tahminleri

yıllık % değişim	2004 (g)	2005		2006	
		Mart Tahmini	Haziran Tahmini	Mart Tahmini	Haziran Tahmini
<b>Uyumlaştırılmış TÜFE</b>	2.1	1.6-2.2	1.8-2.2	1.0-2.2	0.9-2.1
<b>GSYİH</b>	1.8	1.2-2.0	1.1-1.7	1.6-2.6	1.5-2.5

(g):gerçekleşen

- OECD, AB Ekonomisi konusunda karamsar bir tablo çizdi.** OECD tarafından 24 Mayıs'ta yayınlanan **Ekonomik Görünüm Raporu**'nda, Euro Bölgesi ve özellikle İtalya için karamsar bir senaryo çizilirken, AMB'nin faizleri bir an önce indirmesi gerektiği savunuluyor. Raporda, 2004'ün ikinci yarısında ekonomik toparlanmada görülen yavaşlamanın 2005'te de süreceği; ancak 2006 yılından itibaren büyümenin tekrar hız kazanacağı ifade edilmekte. Üretim boşluğunun negatif olacağı ve istihdam artışının sınırlı kalacağı öngörüsünde bulunan OECD, petrol fiyatlarının düşmesiyle birlikte enflasyon oranının da % 1.3'e kadar gerileyebileceğini tahmin ediyor. Böylelikle, zayıf iç talep, değerlenen euro ve gerileyen enflasyon oranının faiz indirimi konusunda AMB'ye yeterince manevra alanı sağladığı düşünülmekte. Bu kapsamda OECD, tahminlerine temel olan varsayımlarında ECB'nin 2005 ortasında 0.5 yüzde puanlık bir faiz indirimine gideceğini; bir yıl bu seviyede tuttuktan sonra da 2006 sonuna kadar % 2.25'e yükselteceğini öngörmekte.

### OECD Bahar Tahminleri

	Büyüme (%)			Enflasyon (%)			Bütçe Dengesi (%)		
	2004 (g)	2005	2006	2004 (g)	2005	2006	2004 (g)	2005	2006
<b>Fransa</b>	2.3	1.4	2.0	2.3	1.6	1.7	-3.7	-3.0	-3.0
<b>Almanya</b>	1.0	1.2	1.8	1.8	1.2	0.8	-3.6	-3.5	-3.2
<b>İtalya</b>	1.0	-0.6	1.1	2.3	2.0	2.0	-3.1	-4.4	-5.0
<b>İngiltere</b>	3.1	2.4	2.4	1.3	2.0	2.1	-3.4	-2.9	-3.0
<b>Euro Bölgesi</b>	1.8	1.2	2.0	2.1	1.8	1.3	-2.7	-2.8	-2.7

(g): Gerçekleşme

• **Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşu Fitch, İtalya'nın görünümünü 'durağan'dan 'negatif'e çevirdi. S&P ise, Portekiz'in kredi notunu (AA)'dan (AA-)'ye düşürdü.** Her iki kuruluşun kararında da, bu ülkelerin kamu maliyesinde görülen kötüleşme, yüksek bütçe açığı ve kamu borcu ile geniş çaplı bir mali reform gereği etkili olmuştur (bkz. Mali Gelişmeler, sayfa 11).

• **Fransız ve Hollanda halkı Avrupa Anayasası'na "hayır" dedi.** 29 Mayıs 2005'te Fransa, 1 Haziran 2005'te ise Hollanda, yaptıkları referandumlarda Avrupa Anayasası'nı reddetti. Fransız halkının % 45'i 'evet', % 55'i 'hayır'; Hollanda halkının ise % 38'i 'evet', % 62'si 'hayır' oyu kullanmıştır. Her iki ülkede de, katılımın beklenenin üzerinde olması ve AB'nin iki kurucu üyesinde Anayasa'nın açık arayla reddedilmesi, hem Avrupa'nın hem de Anayasa'nın geleceği konusunda yoğun tartışmalara neden olmuştur. Fransız halkı, hükümete duyulan tepki, yüksek işsizlik oranı, Avrupa'nın sosyal modelinin zarar göreceği düşüncesi ve Türkiye'nin üyeliğine duyulan karışıklık; Hollanda halkı ise, AB bütçesine kişi başına en fazla katkı yapan ülke olunmasının yarattığı rahatsızlık, AB içinde Hollanda'nın etkisinin ve ağırlığının özellikle büyük ülkeler lehine azalacağını düşünülmesi, AB politikalarına duyulan tepki, Hollanda'nın milli egemenliğinin ve kimliğinin zarar göreceği korkusu, hükümete duyulan güvenin azalması (özellikle ekonomideki olumsuz gidişat nedeniyle) ve Türkiye'nin üyeliğine duyulan karışıklık, nedenleriyle 'hayır' oyu kullanmıştır. Hollanda referandumunu bağlayıcı nitelik taşımasa da, Hollanda Parlamentosu halkın kararına saygı duyacaklarını belirtmiştir. Referandumların ardından, 16-17 Haziran 2005 tarihlerinde yapılan liderler zirvesinde, Anayasa'yı referanduma sunacak diğer ülkelere, halklarını Anayasa'nın Birliğe getirecekleri konusunda aydınlatılabilmeleri için zaman verilmesi, Parlamento'da oylanacak ülkelerde ise oylama sürecinin önceden belirlendiği gibi devam etmesi kararlaştırılmıştır. Bunun üzerine, Polonya, Portekiz, Danimarka, İrlanda, İsveç ve İngiltere referandum tarihlerini ertelemişlerdir. Hollanda referandumunun ardından, Letonya ve Güney Kıbrıs Rum Kesimi, Parlamento oyu ile Anayasa'yı kabul etmişlerdir.

• **AB bütçesi konusunda uzlaşya varılamadı.** 16-17 Haziran 2005 tarihlerinde Brüksel'de yapılan Avrupa Konseyi toplantısında, İngiltere'ye tanınan istisnalar ve tarımsal fonlar konusunda uzlaşya sağlanamadığı için, 2007-2013 bütçesi üzerinde anlaşmaya varılamadı. Bu durum, özellikle yeni üyelerin AB'ye uyumunu sağlamak amacıyla gerekli olan fonların gecikmesine neden olabilecektir.

➤ **İngiltere'ye tanınan istisnalar:** Bütçe tartışmalarının en hararetli konusu, İngiltere görece fakirken, 1984 yılında Margaret Thatcher tarafından kazanılan istisnadır. Tüm ülkeler, tanınan bu istisnanın 25 üyeli AB'de meşruiyetinin kalmadığını savunurken, İngiltere bu konunun müzakere edilebilmesi için bile tarımsal yardımların müzakere masasına getirilmesi gerektiğini savunmaktadır. Orijinal pakette istisnanın genişleme öncesindeki 4.6 milyar € düzeyinde sabitlenmesi ve 2008 yılından itibaren aşamalı olarak azaltılması öngörülmüyordu. Ancak Lüksemburg Dönem Başkanlığı, son anda hazırladığı bir taviz paketinde, 4.6 milyar €'luk istisnanın 2013 yılına kadar azaltılmadan kalmasını; bu tarihten sonra istisnada indirime gidilmesi konusunun tarımsal fonlarla birlikte müzakere edilmesini teklif etmişti. Ancak, İngiliz Hükümeti bu teklifi reddetmiştir.

➤ **Tarımsal Fonlar:** AB GSYİH'sinin % 1.6'sını oluşturan bir sektöre bütçeden % 40'ın üzerinde pay ayrılmasını kabul etmeyen İngiltere, kendisine tanınan istisnaların müzakere edilebilmesi için tarımsal yardımların da tekrar müzakere sürecine dahil edilmesini istiyor. Fransa ise, 2002 yılında imzalanan bir anlaşma ile 2013 yılına kadar sabitlenmiş olan tarımsal fonların tekrar müzakere edilemeyeceğini ileri sürüyor. Zira Fransa, genişleme gerçekleşmeden önce böyle bir anlaşmayı imzalayarak, kendisine aktarılan fonların genişlemeden

etkilenmemesini sağlamış oldu. Hatırlanacağı üzere Fransa, tarımsal fonlardan en çok yararlanan ülke olmayı sürdürüyor.

- **Tekstil ithalatı konusunda Çin ile uzlaşya varıldı.** 10 Haziran'da AB ve Çin arasında sağlanan uzlaşya ile, Çin'in Dünya Ticaret Örgütü üyeliği çerçevesinde verilen hakka<sup>1</sup> paralel olarak, Çin'den ithal edilen bazı tekstil ürünlerinde artış hızının 2008 yılına kadar sınırlanması kararlaştırıldı. Bu uzlaşya göre, tişört ve kazak gibi 10 üründe artış hızı % 8-12.5 aralığında sınırlandırılacaktır. Eğer Çin ile uzlaşya varılamasaydı, bu yılın sonuna kadar bazı ürünlerin ithalatında artış hızı tek taraflı olarak % 7.5 ile sınırlandırılabilirdi. 1 Ocak 2005'te tekstil kotalarının kaldırılması ile, Çin'den ithal edilen kazak, pantolon gibi ürünlerde ithalat artış hızı % 400'ü; ayakkabı ithalatında ise % 700'ü aşmıştı. Bunun üzerine, Avrupa Komisyonu tarafından 'erken uyarı sistemi' geliştirilmişti. Bu sisteme göre, Çin'den gelen ithal tekstil ürünleri için ayrı ayrı ikaz eşikleri belirlenecektir. O ürünün ithalatı, bu ikaz eşikliğini aştığı zaman (ani ve ciddi bir miktar artışı ya da fiyat düşüşü yoluyla) Komisyon araştırma başlatacak, daha sonra Çinli yetkililerle görüşecek ve son incelemede ithalat sınırlaması getirebilecektir. Çin ile varılan uzlaşya da, erken uyarı sistemi çerçevesinde araştırma başlatılan ürünler çerçevesinde olmuştur.

---

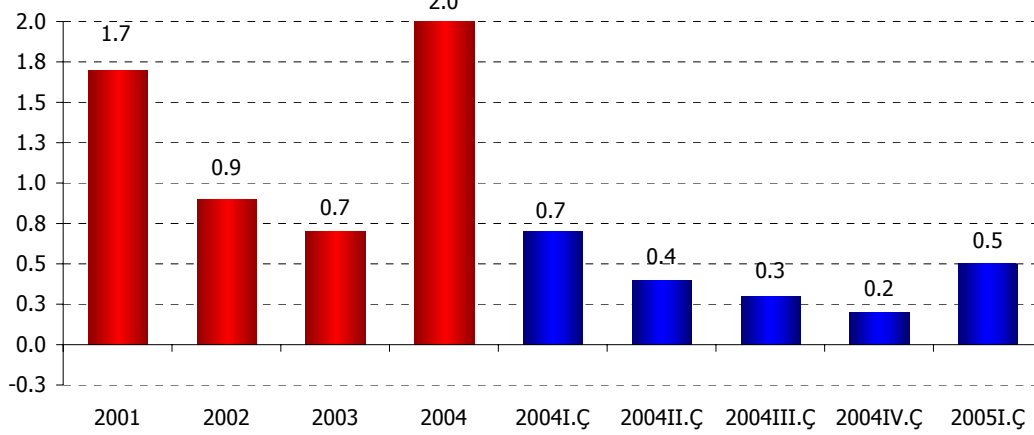
<sup>1</sup> 2001 yılında Çin'in Dünya Ticaret Örgütü'ne üyeliği kapsamında, diğer üye ülkelere, Çin'den yaptıkları tekstil ithalatlarındaki yıllık artışı 2008 yılına kadar % 7.5 ile sınırlayabilme hakkı tanınmıştı.

## MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER

### 1. Büyüme

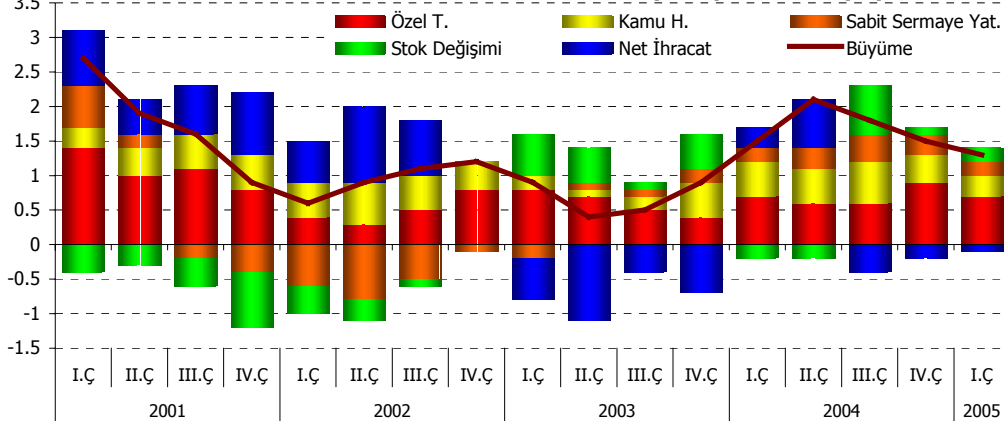
• 2004'ün son çeyreğinde % 0.2 (çoq) artış gösteren Euro Alanı GSYİH'si, **2005'in ilk çeyreğinde** % 0.5 arttı (Grafik: 1). Ancak, bir yandan büyümedeki hızlanmada istatistiksel nedenler (çalışılan gün sayısı açısından) rol oynarken, diğer yandan alt kalemler pek de iç açıcı bir tablo oluşturmamaktadır. 2004'ün son çeyreğinde % 0.4 (çoq) artan iç talep, 2005'in ilk çeyreğinde artış göstermemiştir (% 0.0). Petrol fiyatlarının yüksek seyri, hem tüketim hem yatırım harcamaları üzerinde olumsuz bir etki yaratmıştır. Özellikle yatırım harcamaları ilk çeyrekte % 0.7 (çoq) azalmıştır. Yapısal reformların yarattığı belirsizlik ve yüksek işsizlik de tüketici güveni üzerindeki olumsuz etkisini sürdürmektedir. Euro Alanı'nın önde gelen ekonomilerinin (Almanya, Fransa, İtalya) bütçe açığını İstikrar ve Büyüme Paketi üst limitinin (% 3) altına çekme gereği de, kamu harcamalarının azalmasına neden olmuştur.

**Grafik 1: Euro Alanı GSYİH Büyüme Oranı (%)**



2005'in ilk çeyreğinde, net ihracatın büyümeye negatif etkisinin azalmasında ise, ihracat artışından ziyade, ithalattaki büyük çaplı daralma rol oynamıştır. Eurodaki değerlenmenin gecikmeli etkileri ihracata yansırken, zayıf seyreden ekonomik aktivite ile tüketim eğiliminin ve tüketici güveninin zayıf seyri ithalatı etkilemektedir.

**Grafik 2: Harcamalar Cinsinden Alt Kalemlerin Büyüme Katkıları (%)**



2005'in ikinci çeyreğine ilişkin ilk veriler ise, ekonominin ilk çeyreğe göre yavaşlayacağına işaret ediyor. Özellikle, özel tüketim harcamaları ile ilgili sinyal veren perakende satışların, Nisan ve Mayıs aylarında ortalama % 0.6'lık bir düşüş sergilemesi, tüketim harcamalarında toparlanmanın sağlanmadığına işaret ediyor. Bu çerçevede, ekonominin henüz sürdürülebilir bir toparlanma içerisine giremediği ve

yüksek petrol fiyatlarının, zayıf güvenin ve küresel dengesizliklerin ekonomi için risk oluşturmaya devam ettiği söylenebilir.

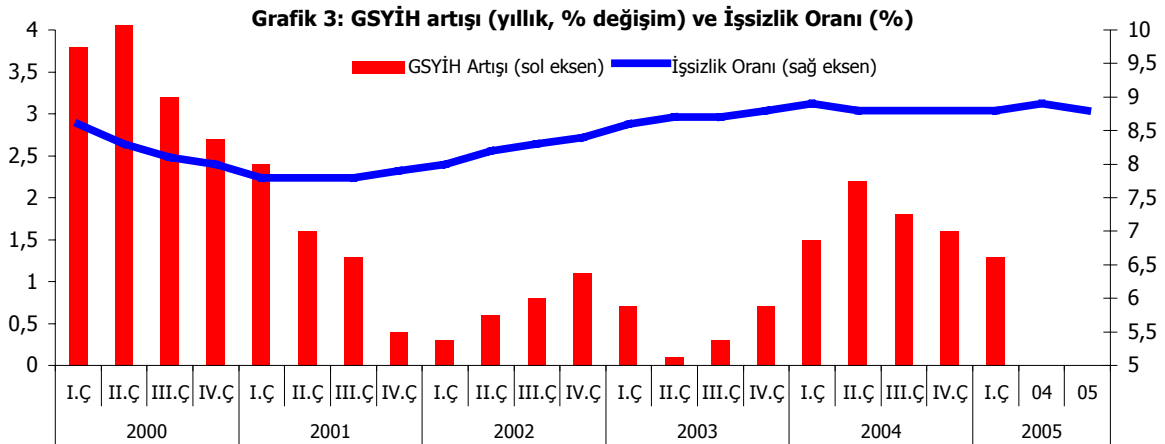
- Euro Alanı **sanayi üretimi**, Şubat ayında % 0.7 (mom) azalmış, Mart ayında da % 0.1 gerilemiştir (Ocak: % +0.5). Bu çerçevede sanayi üretimi yılın ilk çeyreğinde % 0.1'lik (qoq) bir artış kaydetmiştir. Nisan ayında ise sanayi üretimi, özellikle ara ve tüketim mali üretimindeki artış ile % 0.6 (mom) yükselmiştir. Ancak, Nisan ve Mayıs ayları PMI verileri, imalat sanayi sektöründe iki aydır daralma yaşandığına işaret ediyor. Bu durum göz önünde bulundurulduğunda, söz konusu toparlanmanın gelecek aylarda sürüp sürmeyeceği konusunda şüphe oluşuyor. Yıllık bazda ise, Mart ayında % 0.1 artan sanayi üretimi, Nisan ayında da % 0.9 artmıştır.

Yıllık % değişim	Ocak 05	Şubat 05	Mart 05	Nisan 05
<b>Sanayi Üretimi</b>	2.3	0.5	0.1	0.9
<b>Ara mali</b>	3.2	0.2	-0.5	0.1
<b>Enerji Üretimi</b>	0.0	2.1	2.0	-0.5
<b>Yatırım Mali</b>	2.9	1.3	1.5	2.7
<b>Dayanısız Tüketim Mali</b>	3.3	0.0	-0.7	0.9
<b>Dayanıklı Tüketim Mali</b>	-2.7	-3.8	-4.1	-1.0

- Euro Alanı **işsizlik oranı** (Grafik: 3), Nisan ayında bir önceki aya göre değişmeyerek % 8.9 seviyesinde gerçekleşmiştir. Mayıs ayında ise işsizlik oranı, hafif bir düşüşle % 8.8 olmuştur. Bu çerçevede, son 5 ayda ortalama 400.000 artan işsiz sayısı, Mayıs ayında 20.000 azalmıştır. Ayrıca, işsizlik verileri Ocak ayından bu yana teknik anlamda farklılık göstermektedir. Bu çerçevede, Almanya ve İtalya'da istihdam verilerinin toplanması ve değerlendirilmesine ilişkin değişiklik, Euro Bölgesi verilerinin de düzeltilmesini gerekli kılmıştır. Yapılan değişiklik sonrasında Euro Bölgesi işsizlik oranı, 1990'ların başından bu yana ortalama 0.2 yüzde puan aşağı revize edilmiştir.

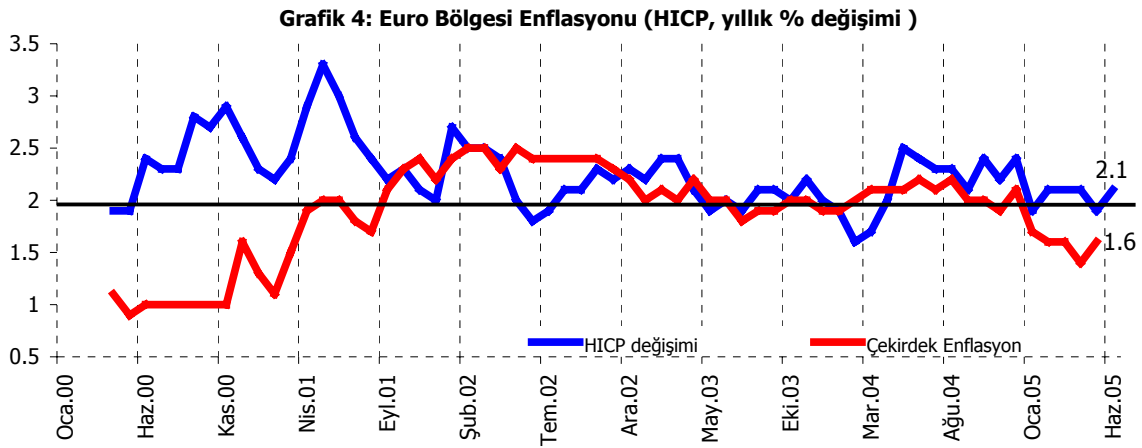
Euro Bölgesi'nde işsizlik oranı Eylül 2003'ten bu yana % 8.8-8.9 aralığında bulunmaktadır. Dış talebe dayalı bir büyümenin olduğu Euro Bölgesi'nde, küresel ekonomide yavaşlama ve artan petrol fiyatları ihracat ile ilgili endişeleri artırdıkça, gözler iç talebe çevrilmektedir. Ancak, özellikle yüksek işsizliğe bağlı olarak tüketici güveni zayıf bir seyir izlemekte ve tüketim harcamalarında toparlanma sağlanamamaktadır.

**İstihdam** ise, 2004'ün IV. çeyreğinde olduğu gibi, 2005'in ilk çeyreğinde de % 0.2 artmıştır. İstihdam, inşaat ve hizmetler sektöründe artarken, imalat sanayiinde azalmıştır.



## 2. Enflasyon

• Son dönemde enflasyon oranındaki oynaklığın temel nedeni petrol fiyatlarıdır. Nisan 2004'ten itibaren ECB'nin orta vadeli fiyat istikrarı hedefinin üzerinde seyreden **Euro Bölgesi enflasyonu** (Grafik: 4), 2005 yılı Ocak ayında % 1.9 olmuştur. Artan enerji fiyatları nedeniyle Şubat ayında yeniden % 2.1'e yükselen enflasyon, Nisan ayına kadar aynı düzeyde kalmıştı. Mayıs ayında ise, enflasyon oranı tekrar % 1.9 seviyesine geriledi. Alt kalemlere bakıldığında, Mayıs ayında tüketici enflasyonunda yaşanan yavaşlamanın enerji fiyatlarından kaynaklandığı görülmektedir. Nisan ayında % 10.2 artan enerji fiyatları, kısmen petrol fiyatlarındaki gerileme, kısmen de geçen yılki artışlardan kaynaklanan baz etkisiyle, Mayıs ayında % 6.9'a gerilemiştir. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışlar ise küçük de olsa hız kazanmıştır (Nisan: % 0.8, Mayıs: % 1.0). Haziran ayında tekrar yükselişe geçen tüketici enflasyonu % 2.1 olmuştur. Haziran ayı gelişmelerinin belirleyici faktörü, petrol fiyatlarının hızla artarak ay sonunda 60 dolar barajını aşmasıdır. Petrol fiyatlarında Mayıs ayında yaşanan artışların gecikmeli etkisi ve euronun dolar karşısındaki gerilemesinin ithalat faturasında yarattığı etki de Haziran ayındaki hızlanmaya katkıda bulunmuştur.



• Enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarını dışlayan, **çekirdek enflasyonun** seyrine bakıldığında, Nisan ayındaki 0.2 puanlık gerileme dışında, son dört aydır % 1.6 seviyesinde seyrettiği görülmektedir. Ancak, Nisan ayındaki gerileme mevsimsel bir dalgalanmadan kaynaklandığı için genel eğilimden sapma oluşturduğu düşünülebilir. Paskalya tatilinin Mart ayına kayması nedeniyle, Nisan ayında paket tatil fiyatlarındaki gerileme, çekirdek enflasyona yansımıştır. ECB tarafından yapılan açıklamada da söz konusu mevsimsel etki dışlandığında, çekirdek enflasyonun Şubat ayından bu yana % 1.6 düzeyinde sabit seyrettiği dile getirilmektedir. İlimli ücretler, dış rekabet ve iç talepteki zayıflık nedeniyle artan girdi maliyetlerinin çıktı fiyatlarına yansıtılamaması, çekirdek enflasyonun kontrol altında tutulmasını sağlamaktadır.

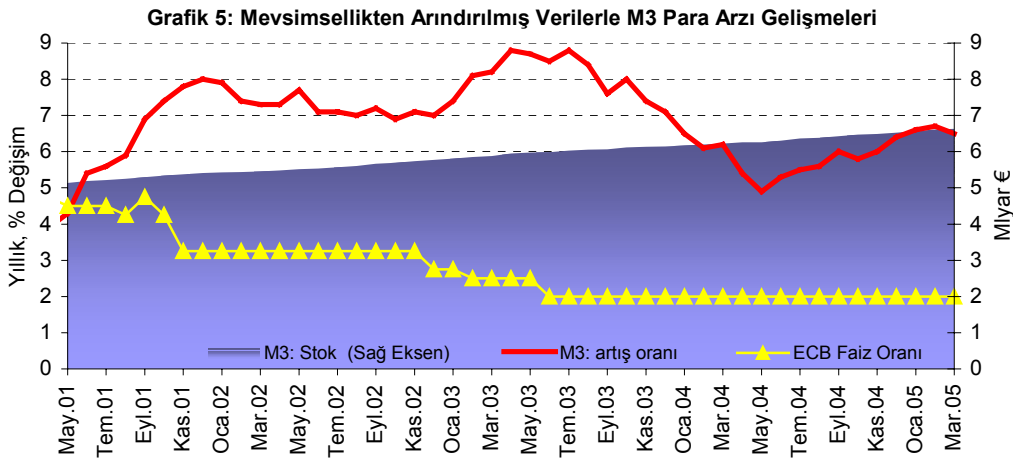
• Ocak ayında % 3.9 olan, Şubat ayında ise % 4.2'ye yükselen **üretici fiyatları enflasyonu**, Mart ve Nisan aylarında da bu seviyede kalmıştı. Nisan ayı verileri daha sonra % 4.3'e revize edilirken, üretici enflasyonu Mayıs ayında % 3.5'e gerilemiştir. Söz konusu yavaşlamada, enerji fiyatlarındaki gerilemenin etkili olduğu görülürken, son zamanlarda petrol fiyatlarındaki artışlara bağlı olarak üretici fiyatlarındaki artışların gelecek aylarda tekrar hızlanma eğilimine girmesi beklenmektedir. Ayrıca halen oldukça yüksek bir seyir izleyen üretici fiyatlarında, tüketim mallarından ziyade, sermaye ve ara malı fiyatlarında geçiş etkisi görülmektedir. Bu durum, üretim maliyetlerindeki artışların zayıf iç talep nedeniyle tüketicilere yansıtılmadığının bir diğer göstergesidir.

Tablo 2: Euro Bölgesi Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi (yıllık % değişim)									
TÜFE		2003	2004	01/05	02/05	03/05	04/05	05/05	06/05
	Enerji	2.1	2.1	1.9	2.1	2.1	2.1	1.9	2.1
	İşlenmemiş Gıda	3.0	4.5	6.2	7.7	8.8	10.2	6.9	9.4
	İşlenmiş Gıda	2.1	0.6	-0.6	0.7	1.3	0.8	1.0	0.6
	Enerji Hariç Sanayi Malları	3.3	3.4	2.8	2.6	1.6	1.6	1.5	1.5
	Hizmetler	0.8	0.8	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
	Diğer Fiyat Göstergeleri	2.5	2.6	2.4	2.4	2.5	2.1	2.5	2.2
	Üretici Fiyatları	1.4	2.3	3.9	4.2	4.2	4.3	3.5	-
	Petrol Fiyatları (EUR/varil)	25.1	30.5	33.6	35.2	40.4	41.4	39.4	45.7

- Euro Bölgesi'nde yavaş büyüme ve yüksek işsizlik çerçevesinde ılımlı seyreden işgücü maliyetleri ve zayıf iç talep, enflasyonda yukarı yönlü baskı yaratan unsurları dengelemektedir. Bu nedenle, enflasyondaki seyrin bir süre daha mevcut seviyesinde devam etmesi beklenmektedir. Ancak artan petrol fiyatları, kısa dönemde enflasyon oranının ECB'nin hedefinin (% 2) üzerinde seyretmesine neden olabilir. Petrol fiyatlarındaki artışın ikincil etkilerinin görülme olasılığı ise, risk unsurlarının başında gelmektedir. Bu nedenle ECB'nin, söz konusu ikincil etkilerin oluşup oluşmadığını dikkatle izlemesi beklenmektedir.

### 3. Parasal ve Finansal Gelişmeler

- 2003 yılı Nisan ayında % 8.8 ile zirveye ulaşan **M3** artış hızı, 2004 yılında yavaşlamış ve son çeyrekte artış hızı % 6 olmuştur. Ancak, 2005 başından itibaren tekrar yükselişe geçen M3 artış hızı ilk çeyrekte % 6.7 olarak gerçekleşmiş, Nisan ve Mayıs aylarında ise sırasıyla % 6.8 % 7.3 olmuştur.
- Euro Bölgesi'nde iki zıt eğilim M3 artış hızını etkilemektedir. İlk olarak, düşük faiz oranları kredi talebinde ciddi artışlara neden olmakta; ayrıca likit kalmanın alternatif maliyetini azaltarak, portföy tercihlerini etkilemektedir. Diğer yandan, 2001-2003 yılları arasındaki aşırı likidite talebinin ardından, portföy tercihlerinin normalleşiyor olması, daha uzun vadeli yatırım araçlarına yönelik talepleri artırmaktadır. 2001-2003 yılları arasında, Euro Bölgesi ekonomisi ve küresel finansal piyasalardaki (özellikle hisse senedi piyasası) belirsizlikler sonucu, risken 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 olmuştur. Ancak bu sürecin yavaş işlemesi, Euro Bölgesi'nde büyüme için gerekli olandan daha fazla likidite bulunmasına neden olmaktadır. Ayrıca, özel sektöre açılan kredilerin seyri, enflasyonist baskı yaratma riskinin yanı sıra, varlık piyasalarında şişkinlik yaratma tehlikesini de beraberinde getirmektedir.





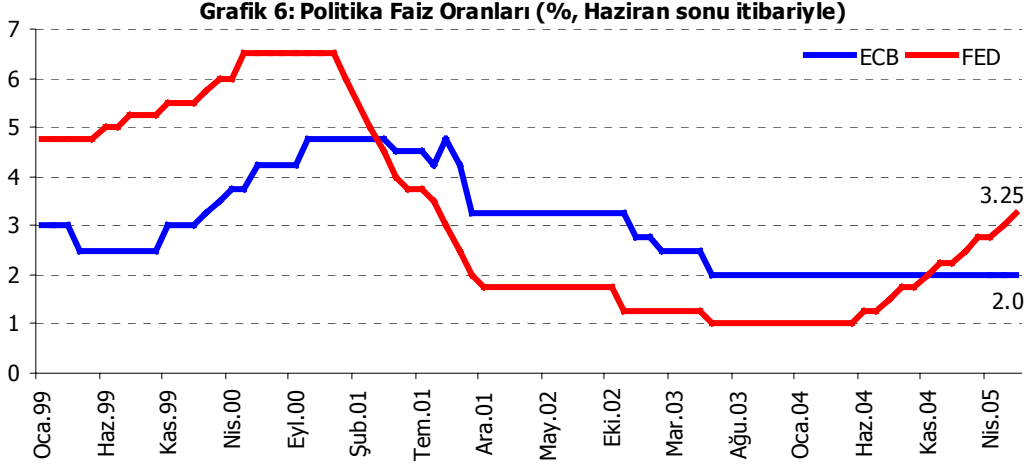
- **M3 para arzının temel bileşenlerine** bakıldığında (Tablo 3); M3 artış hızına en önemli katkısı M1 para arzının yaptığı görülmektedir. Şubat ayında hızlanan M1 artış hızı, Mart ve Nisan aylarında yavaşladıktan sonra Mayıs ayında tekrar hız kazanmıştır. Diğer kısa vadeli mevduatların ve repo işlemlerinin seyrine bakıldığında ise, 2004'ün ikinci yarısından itibaren Euro bölgesi yerleşiklerinin taleplerindeki artış eğiliminin sürdüğü görülmektedir. 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 para piyasası fonları ise, özellikle Nisan ve Mayıs aylarında ilginç bir seyir almıştır. Portföy yapılarının normalleşmesine paralel olarak yavaşlayan para piyasası fonları artış hızı, 2005 yılının ilk üç ayında geriledikten sonra, Nisan (% 2.6) ve Mayıs (% 4.2) aylarında tekrar hızlanmıştır. Ekonomik büyümenin hız kesmesi, tüketici/üretici güvenindeki bozulma ve söz konusu aylarda AB Anayasası referandumu üzerine yapılan tartışmalar, yatırımcıların temkinli davranmasına neden olmuştur.
- **Kredi gelişmeleri** incelendiğinde; özel sektöre açılan kredilerin Nisan (% 7.5) ve Mayıs (% 7.7) aylarında hızlanarak arttığı görülmektedir. Ayrıca, çoğunluğu emlak alımlarından kaynaklanan, hane halklarına açılan kredilerin seyri, 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)**

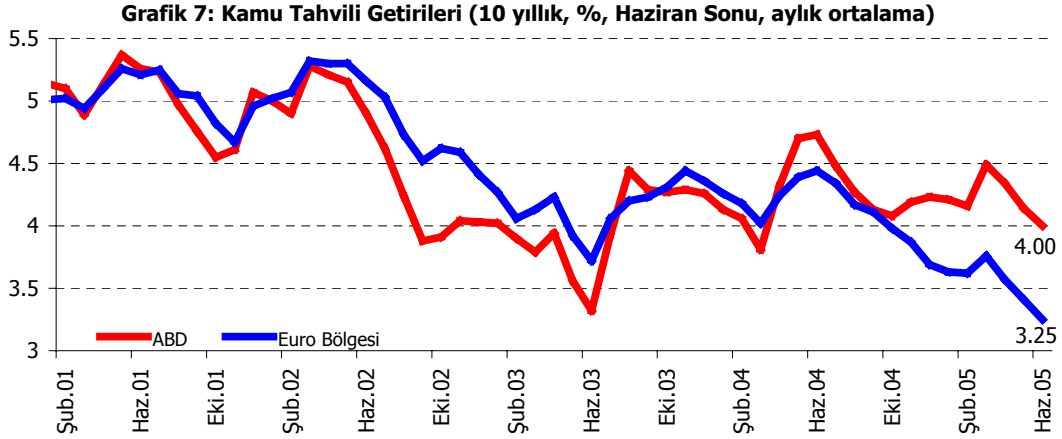
	M3'e oranı (%)	2004 IV. Çey	2005 I.Çey	2005 Nisan	2005 Mayıs
<b>M1</b>	<b>45.3</b>	<b>9.3</b>	<b>9.7</b>	<b>9.3</b>	<b>10.1</b>
Dolaşımdaki Para	7.2	19.1	18	17.5	17
Gecelik Mevduat	38.1	7.7	8.2	7.9	8.8
M2-M1(=diğer kısa vadeli mev.)	40.2	3.5	4.4	5.3	4.9
İki yıla kadar vadeli mev.	15.2	-2.4	0.5	3.2	1.9
3 aya kadar vadeli, ihbarlı mev.	25	7.4	7	6.6	6.8
<b>M2</b>	<b>85.5</b>	<b>6.4</b>	<b>7.1</b>	<b>7.4</b>	<b>7.6</b>
M3-M2 (=piyasa araçları*)	14.5	3.9	4	3.2	6
<b>M3</b>	<b>100</b>	<b>6.1</b>	<b>6.7</b>	<b>6.8</b>	<b>7.3</b>
<b>Özel Sektöre açılan krediler</b>	<b>Toplam içindeki payı (%)</b>				
Ticari Krediler	41.6	5.1	5.8	6	6.3
Hanehalkı (emlak+tüketici kredileri)	50.3	7.9	8.1	8	8.2
Sigorta Şirketleri ve Emeklilik Fonları	0.8	14.4	23.1	14.3	8.9
Parasal Olmayan Diğer Mali Araçlar	7.3	9.7	10.0	9.9	10.4

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

- **Kısa vadeli faiz oranları**, Mart ayından itibaren piyasa beklentilerindeki değişimin etkilerini yansıtmaya devam etmektedir. Özellikle "futures" kontratlarının seyri, piyasa aktörlerinin 2006'nın ikinci yarısından önce bir faiz artırımını beklemediklerine işaret etmektedir. Ancak, ECB yetkililerinin faiz oranlarının uygun olduğunu ısrarla vurgulamaları, son zamanlarda artan faiz indirimi beklentilerinin zayıflamasına neden olarak, Haziran ayı sonunda "futures" kontratlarının artmasına neden olmuştur. Böylelikle Şubat sonunda % 2.2-2.6 aralığında bulunan ve Nisan sonu itibarıyla % 2.1-2.2 aralığına gerileyen Eylül ve Aralık 2005 vadeli üç aylık EURIBOR futures kontratların getirileri, Haziran ayı sonunda % 2.1 seviyesinde kalırken, Mart ve Haziran 2006 vadeli kontratlardan elde edilen getiri, sırasıyla % 2.13 ve % 2.22 olarak gerçekleşti.

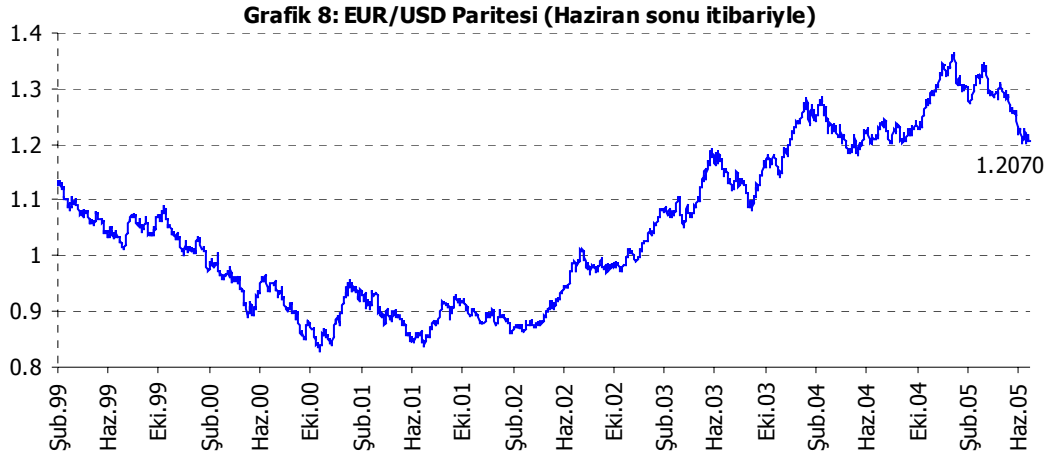


- **Uzun vadeli faiz oranlarındaki** gelişmelere bakıldığında ise, Mayıs ayında tahvil getirilerinin düştüğü, Haziran ayında ise dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. Euro Bölgesi'nde ekonomik görünüme ilişkin beklentilerdeki bozulma, ABD'de ise iyimserleşen enflasyon beklentileri, uzun dönemli getirilerin Mayıs ayında gerilemesine neden olmuştur. Haziran ayında ise, Euro Bölgesi ve ABD'de açıklanan makroekonomik verilerin karışık sinyaller vermesi, ay içerisinde geniş dalgalanmalar yaratmış; ancak ortalama olarak faiz oranlarının gerilediği görülmüştür (Grafik 7).

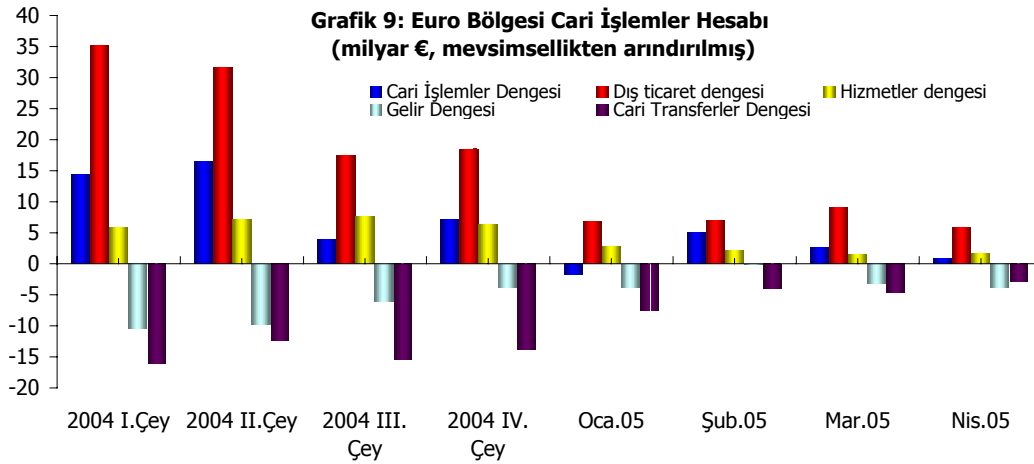


#### 4. Döviz Kuru ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri

- Mayıs ve Haziran aylarında ABD kaynaklı ekonomik verilerin Euro Bölgesine kıyasla daha olumlu bir büyüme eğilimine işaret etmesi, AB Anayasası'nın Fransa ve Hollanda'da yapılan referandumlarda reddedilmesi sonucunda oluşan belirsizlik ortamı ve daha önce ABD'nin ikiz açıklarına odaklanan piyasa aktörlerinin dikkatlerini tekrar getiri farklılıklarına çevirmeleri, **EUR/USD paritesinin** inceleme dönemi boyunca düşüş göstermesine neden olmuştur. Mayıs ve Haziran ayında euro, aylık bazda sırasıyla % 1.9 ve % 4.2 değer kaybetmiş ve Nisan sonunda 1.2873 olan EUR/USD paritesi, Haziran sonu itibariyle 1.21 seviyesine gerilemiştir.



- Mart ve Nisan aylarında açıklanan **ödemeler dengesi** verileri (revizyonlarla birlikte), Euro Bölgesi'nin Mart ayında mevsimsellikten arındırılmış verilerle 2.7 milyar € cari işlemler fazlası, Nisan ayında ise 0.8 milyar € cari işlemler açığı verdiğini göstermektedir. Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre dış ticaret fazlası ise, Mart ve Nisan aylarında sırasıyla 9.2 milyar € ve 5.0 milyar € olarak gerçekleşmiştir (Grafik 9).
- Mart ayında mal ve hizmet ticaretindeki fazla artarken, hizmet ticaretindeki fazla azalmıştır. Gelirler kalemindeki fazlanın açığa dönüşmesi ve cari transferler kalemlerindeki açığın artması da eklendiğinde, Şubat ayındaki 5.1 milyar €'luk fazla, 2.7 milyar €'ya gerilemiştir. Nisan ayında ise, mal ticareti fazlasındaki hızlı yavaşlama cari işlemler fazlasının açığa dönüşmesindeki en önemli etkidir. İtalya başta olmak üzere, euronun değerlenmesinden etkilenen euro bölgesi ihracatçıları, enerji fiyatlarındaki artışın ithalat faturasında yarattığı baskının yanısıra, dış talepteki görece yavaşlamanın da etkisi altında kalmaktadır. Ancak, Mayıs ayı sonundaki Anayasa referandumları sonrasında dolar karşısında değer kaybetmeye başlayan euronun, önümüzdeki dönemde dış ticaret üzerine olumlu etki yaratması söz konusu olabilir. Ancak, euronun değer kaybının dolar cinsinden işlem gören petrol faturasında yaratacağı etki de göz önünde bulundurulmalıdır. Bu nedenle, olumlu etkinin sınırlı kalma olasılığı bulunmaktadır. İthalat harcamalarındaki düşüşe rağmen, düşüş eğilimini sürdüren 12 aylık kümülatif cari işlemler fazlası, Nisan ayında 26.2 milyar € (GSYİH'nin % 0.3'ü) olarak gerçekleşmiştir.



- Finans hesabında ise (revizyonlarla birlikte), Mart ayında 4.5 milyar €, Nisan ayında ise 2.8 milyar €'luk net portföy yatırımı çıkışı yaşandığı görülmektedir. Doğrudan yatırımlarda ise, Mart ayında görülen 9.0 milyar €'luk çıkış, Nisan ayında 6.4 milyar €'ya gerilemiştir. Finans hesabının son

dönemdeki görünümüne bakıldığında, Euro Bölgesi'nin uluslararası yatırımcılar açısından çekiciliğini kaybetmeye başladığı görülmektedir. Euro Bölgesinde son 4 aydır aralıksız doğrudan yatırım çıkışı olurken, Nisan ayında, Mart 2000'den bu yana en yüksek hisse senedi satışının (30.5 milyar €) yaşanması, uzun dönemli sermaye akımlarının, ABD ve İngiltere başta olmak üzere, diğer piyasaları tercih ettiğini göstermektedir. Özellikle hisse senetlerine yönelik hareketin, Euro Bölgesi yerleşiklerinin yabancı hisselerle yönelik talep artışından çok, yabancıların portföylerindeki Euro bölgesi hisse senetlerini satmalarından kaynaklanması, yatırımcı güvenindeki bozulmayı göstermesi açısından önem taşımaktadır.

## 5. Mali Gelişmeler:

- Euro Bölgesi genelinde, faiz dışı harcamalarda yapılacak kesinti ile 2005 yılında bütçe açığı/GSYİH oranının % 2.7'den % 2.6'ya düşmesi beklenmektedir. 2006 yılında ise, vergi indirimlerinin harcama kesintilerini aşması sonucu, bütçe açığının yeniden % 2.7 olması öngörülmektedir. Ayrıca, Euro Bölgesi genelinde doğrudan vergiler ile sosyal güvenlik katkılarında yapılacak indirimin, dolaylı vergilerdeki artış, vergi kaçakçılığının azaltılması ve vergi tabanının genişletilmesi ile telafi edilmesi planlanmaktadır. Bütçe açığı problemi yaşayan ülkelerden (Almanya, Fransa, İtalya, Portekiz, Yunanistan) sadece Fransa'nın yeterli disiplini sağlayabileceği düşünülmektedir.
- AB İstatistik ofisi Eurostat, İtalya'nın 2003 ve 2004 yıllarında İstikrar ve Büyüme Pakti (SGP) bütçe açığı limitini (% 3.0) aştığını açıkladı. Daha önce İtalyan Hükümeti tarafından sırasıyla % 2.9 ve % 3.0 olarak açıklanan 2003 ve 2004 bütçe açıkları, Eurostat tarafından % 3.1 olarak düzeltilti. Eurostat'ın ardından ulusal istatistik ofisi ISTAT da 2000-2004 yılları arasındaki bütçe ve borç rakamlarını revize etmiştir (Tablo 4).

%	Bütçe Açığı/GSYİH*	Toplam Kamu Borcu/GSYİH*
<b>2000</b>	0.8 (0.6)	111.3 (111.2)
<b>2001</b>	3.2 (3.0)	110.9 (110.7)
<b>2002</b>	2.7 (2.6)	108.3 (108.0)
<b>2003</b>	3.2 (3.1)	106.8 (106.5)
<b>2004</b>	3.2 (3.1)	106.6 (106.6)

\* Parantez içindeki rakamlar, eski tahminleri ifade etmektedir.

- **İtalya'nın bütçe açığı rakamlarının revizyonunun ardından, Haziran ayında yayınlanan raporunda Avrupa Komisyonu, "Aşırı Açık Prosedürü"nü (AAP) uygulanması için gerekli nedenlerin bulunduğunu vurguladı.** Raporda, 2003 ve 2004 yıllarında % 3'lük bütçe açığı limitlerini aştığı halde, istatistiksel bilgilerin yanlış verilmesi nedeniyle AAP'ye tabi olmadığı belirtilen İtalya'nın, 2005 ve 2006 yıllarında da bütçe limitlerini aşacağı ifade edilmiştir. Böylelikle, bütçe açığının geçici bir nitelik taşımadığı belirtilen raporda, söz konusu açığın cezai müeyyidenin ortadan kalkmasını sağlayacak istisnai bir durumdan kaynaklanmadığının altı çizilmiştir. Kamu Borcu/GSYİH oranının da oldukça yavaş bir gerileme eğilimiyle % 106-107 düzeyine ulaştığı; bu nedenle Pakti'nin iki kuralının<sup>2</sup> da ihlal edildiği belirtilmiştir. Bu raporun ardından, üye ülkelerin Merkez Bankası ve Hazine temsilcilerinden oluşan "Ekonomik ve Mali Komite"nin de görüşü alınmıştır. Herhangi bir bağlayıcılığı olmasa da, Komite'nin görüşünü değerlendiren Avrupa Komisyonu, en son kararında aşırı açığın varlığına kanaat getirmiştir. Böylelikle Komisyon, Bakanlar Konseyi'ne AAP'nin uygulanmasına yönelik bir tavsiye kararını iletmiş oluyor. İtalya'nın içinde bulunduğu ekonomik durum da göz önünde bulundurularak, bütçe açığının % 3'ün altına çekilmesi için İtalya'ya 2007 yılına kadar süre verilmesi

<sup>2</sup> İstikrar ve Büyüme Pakti, üye ülkelerin bütçe açıklarının ve kamu borçlarının GSYİH'ye oranlarının sırasıyla % 3 ve % 60'ın altında kalmasını öngörüyor. Ancak, kamu borcunun istikrarlı bir şekilde azalması şartıyla, % 60'ın üzerinde seyretmesine izin veriliyor.

öngörülmektedir. Komisyon, mali disiplinin sağlanması için, öncelikle 2005 yılı bütçe planının sıkı bir biçimde uygulanması yoluyla bütçe açığının % 4'ün biraz üzerinde kalması gerektiğini belirtmektedir. Geriye kalan iki yıllık sürede ise yapısal açığın, kümülatif olarak GSYİH'nin % 1.6'sı kadar azaltılması gerektiğini belirten Komisyon, borç oranının % 60'a yaklaşması için halihazırda % 2 seviyesinde seyreden faiz dışı fazlanın da artırılması gerektiğini vurgulamaktadır. Bundan sonraki süreçte, 12 Temmuz'da toplanacak olan ECOFIN Konseyi, Komisyon'un önerisini karara bağlayacak.

	2004 (g)	2005 (t)	2006 (t)
<b>GSYİH (% değişim)</b>	1.2	1.2	1.7
<b>Bütçe Açığı/GSYİH Oranı</b>	-3.1	-3.6	-4.6
<b>Kamu Borcu/GSYİH Oranı</b>	106.6	105.6	106.3

g: gerçekleşen t: tahmin

• **Avrupa Komisyonu 22 Haziran'da yayınladığı raporunda, Portekiz'de SGP üst limitinin (% 3) üzerinde gerçekleşecek bütçe açığının, hem bu limitin çok üzerinde olduğunu, hem de geçici ve istisnai olmadığını belirtti.** Raporda bu çerçevede, Portekiz'in bütçe açığını ve kamu borcunu azaltmak için her fırsatı değerlendirilmesi gerektiği vurgulanmaktadır. Bundan sonraki aşamada Komisyon, ilk raporundan yola çıkarak, açığın ortadan kaldırılması için gerekli önlemleri ve bunun için verilecek süreyi belirten bir teklif hazırlayacaktır. Daha sonra ECOFIN Konseyi'nde oylanacak olan bu teklifin nitelikli çoğunlukla kabul edilmesi gerekmektedir. Söz konusu rapordaki sürelerle uyulmazsa, mali yaptırım uygulanması gündeme gelebilecektir. Avrupa Komisyonu'ndan da bütçe açığı konusunda uyarılar gelmesi üzerine, Başbakan Jose Socrates açığın süratle kapatılabilmesi için acil bir bütçe planı çıkarılmasını sağlamıştı. Yeni plan KDV, ÖTV ve gelir vergisi oranlarında artışın yanısıra bazı harcamaların dondurulması yoluyla, bütçe açığının gelecek yıl % 4.8'e düşürülmesini öngörüyor. Ayrıca, Portekiz hükümeti, üç yıl içerisinde bütçe açığını SGP üst limitinin altına indirmeyi hedefliyor.

Komisyon Tahminleri	2004 (g)	2005 (t)	2006 (t)
<b>GSYİH (% değişim)</b>	1.0	1.1	1.7
<b>Bütçe Açığı/GSYİH Oranı</b>	-2.9	-4.9	-4.7
<b>Kamu Borcu/GSYİH Oranı</b>	61.9	66.2	68.5

g: gerçekleşen t: tahmin

#### **KAYNAKLAR:**

1. ECB Monthly Bulletin (June-July 2005)
2. [www.ecb.int](http://www.ecb.int)
3. <http://europa.eu.int/comm/eurostat/>
4. [http://europa.eu.int/comm/index\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/index_en.htm)
5. Reuters