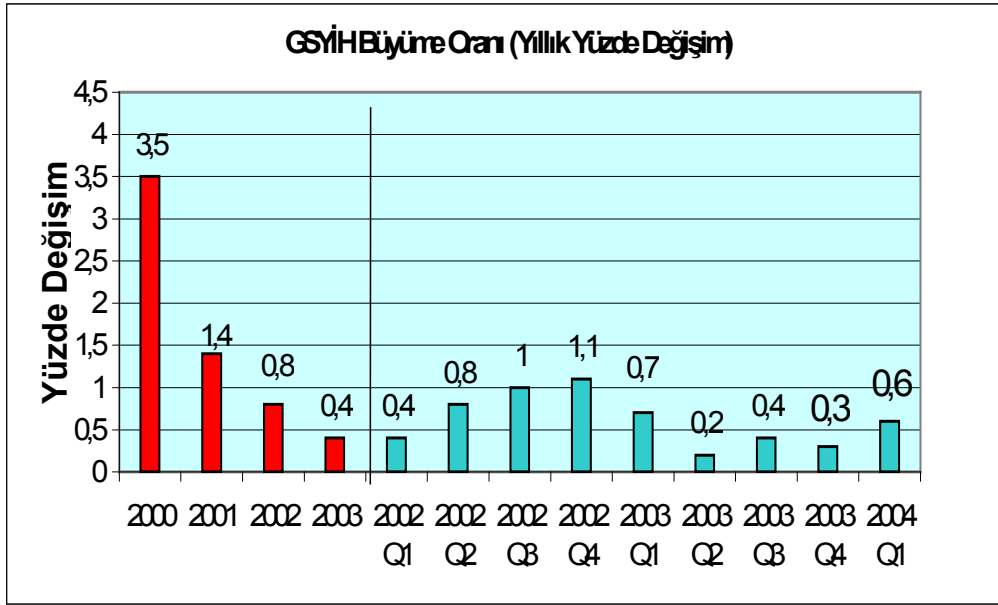


Euro Bölgesi İzleme Raporu

Nisan-Mayıs 2004

Genel Değerlendirme:

Avrupa Merkez Bankası (AMB) Yönetim Konseyi, 1 Nisan ve 6 Mayıs 2004 tarihinde yaptığı toplantıda anahtar faiz oranlarında herhangi bir değişiklik yapmama kararı almıştır. Söz konusu oranlar, refinansman için yüzde 2.0, marjinal kredi imkanı için yüzde 3.0 ve depo imkanı için yüzde 1.0 olarak kalmıştır¹.



Ekonomik Analiz:

2003 yılının dördüncü çeyreğine dair verilerin kesinleşmesiyle beraber, dördüncü çeyrekte Euro Alanı ekonomisinin üçüncü çeyrekte daha kötü bir performans sergilemesinin ayrıntılı nedenleri belirginleşmiştir. Üçüncü çeyrekte büyümeye oldukça iyi bir katkı sağlayan güçlü ihracatın dördüncü çeyrekte ortadan kalktığını görmekteyiz. Son revizyonlar ışığında, ihracatın büyümeye yüzde 0.5'lik

¹ 1 Mayıs 2004 tarihinde AB üyesi olan ülkelerin ekonomik görünümünü ve AB ekonomisi üzerine etkilerini değerlendiren bir çalışma bu raporun sonuna eklenmiştir

negatif katkısı, çeyrek bazdaki daralmayı açıklamaktadır. Buna karşın ithalat, düşük iç talebe rağmen, dördüncü çeyrekte sivri bir yükseliş kaydetmiştir. Hem üçüncü çeyrekte hem de dördüncü çeyrekte zayıflığını koruyan tüketim harcamaları üçüncü çeyrekte dördüncü çeyreğe değişiklik göstermemiştir. Yatırımlardaki canlanma, dördüncü çeyrek büyümesine yüzde 0.6'lık bir katkı sağlamıştır.

Dördüncü çeyrekte ekonominin arz tarafında olumlu bir canlanma dikkat çekerken, talep tarafının zayıf seyretmesi ve güçlü ithalat verilerinin buna eşlik etmesi, beklenmeyen bir stok artışını işaret etmektedir. Ancak, izleyen dönemlerde verilerin revize edilmesi sonucunda stok artışının daha makul düzeylere gerilemesi mümkündür.

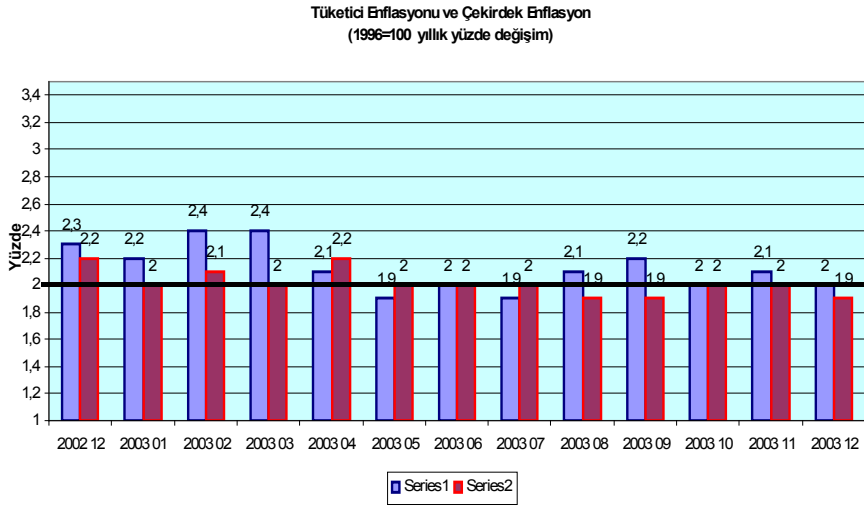
Sektörel bazdaki gelişmelere bakıldığında, yine sanayi sektörünün ekonomideki canlılığın temel kaynağı olduğu görülmektedir (yeni sipariş verileri, 2004 yılının Ocak ayında da sanayi ürünlerine talebin arttığını göstermektedir. Ancak, bu artış hızı 2003'ün son çeyreğinden daha düşük seyretmektedir). Sanayi sektöründen gelen katkıda ara malları ve sermaye malları üreten sektörlerin rolü, artan yatırımların bir yansıması olarak büyük olmuştur. Hizmetler sektörü de dördüncü çeyrekte pozitif katkıda bulunmakla birlikte, bu katkı, sanayi sektörünün sağladığı katkıdan daha düşük, ancak, bu sektörün üçüncü çeyrekte ortaya koyduğu performanstan daha yüksek olmuştur. Bu gerileme, zayıf tüketimin bir yansıması olarak değerlendirilebilir.

Sanayi üretimine yakından bakıldığında, Şubat ayında yüzde 0.4 artış gösterdikten sonra, Mart ayında yüzde 0.2 oranında küçülmüştür. Sanayi üretimi bu dönemde oynak görüntüsünü sürdürerek, ekonomik toparlanmanın gücü konusunda belirsiz sinyaller vermiştir.

İmalat sektörünün ekonomiye bakışını yansıtan PMI Endeksi (Purchasing Managers' Index), hem Mart hem de Nisan'da aylarında yükselmeye devam etmiştir. Komisyon anket sonuçları, Mart ayı içerisinde gerçekleşen Madrid terörist saldırıları sonrasında toplanmasına karşın, bu olayların imalat sektörünün ekonomiye bakışını fazla etkilemediğini göstermektedir. PMI Endeksi, beklentileri yansıtmaktan çok, ekonomide mevcut koşullar hakkında bilgi verdiği için, Madrid Olayları'nın beklentiler üzerindeki ortaya koymamaktadır.

AB Komisyonu'nun gerçekleştirdiği ekonomi anketlerinde, ileriye dönük beklentileri ortaya koyan unsurlar 2004 ilk çeyreği için olumlu bir manzara çizerken, geriye dönük gelişmelerden etkilenen ve eski üretim trendlerin devam ettiğini gösteren unsurlar ise toparlanmanın ilk çeyrekte gelmeyeceğini göstermektedir.

Euro Alanı işsizlik oranları hem Şubat hem de Mart aylarında değişmeyerek, yüzde 8.8 düzeyinde kalmayı sürdürmüştür. Mevsimsellikten arındırılmış rakamlar, Mart ayı içerisinde aylık bazda yaklaşık 28,000 kişinin işsizlik rakamına eklendiğini ortaya koymaktadır. Bu rakam Ocak ve Şubat rakamları ile paralellik taşımaktadır.



Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP) ile ölçülen Euro Alanı enflasyon düzeyi, Eurostat'ın ilk tahminlerine göre Mayıs ayında yüzde 2.5 seviyesine yükselmiştir. Nisan ayında yüzde 2 olan Euro Alanı enflasyon seviyesi, son dönemde petrol fiyatlarında görülen artışa bağlı olarak, bir sıçrama gerçekleştirmiştir. Petrol fiyatları 17 Mayıs tarihinde, bugüne dek görülen en yüksek değerine ulaşarak, varil başına ham petrol fiyatı 41,8 \$ üzerinden işlem görmüştür.

Diğer taraftan Nisan ayı ve Mart ayı enflasyon oranlarını ayrıntılı olarak incelersek, geçen yıl Nisan ayında Irak Savaşı'nın patlamasıyla petrol fiyatlarında görülen belirgin düşüş ve güçlü baz etkisinin de yardımıyla, 2004 Nisan ayında Euro Alanı enflasyon oranı yüzde 2 seviyesine yükselmiştir.

Mart ayına ilişkin çekirdek enflasyon verileri, işlenmemiş gıda ve enerji malları fiyatlarının dahil edilmediği mal sepetinin Mart ayında yüzde 0.1 artarak yüzde 2.1 seviyesine yükseldiğini göstermektedir. Söz konusu artış, bazı Euro Alanı ülkelerinde tütün vergilerine yapılan zamlar sonrasında ortaya çıkmıştır (Tütün fiyatlarında yıllık bazda artış oranı Mart ayında yüzde 13.9 oranında gerçekleşirken, bu güçlü artış, işlenmiş gıda fiyatları yıllık enflasyonunda yüzde 2.7 puanlık bir artışa yol açmıştır). Sonuç olarak, Euro Alanı tüketici fiyatları petrol fiyatlarındaki artışa bağlı olarak artarken, çekirdek enflasyon fiyatları da vergi zamları nedeniyle yüksek seyretmektedir. Bu bağlamda petrol fiyatlarının etkisinin önümüzdeki dönemde de güçlü kalacağı, ancak, vergilerde yapılan artışların geçici bir etkiye sahip olacağı düşünülmektedir.

Parasal Analiz:

2004'ün Şubat ve Mart aylarında para dinamiklerindeki gelişmeler, M3 para arzındaki düşüş eğiliminin devam ettiğini göstermektedir. Ocak ayında 6.5 oranında büyüyen M3, Şubat ve Mart aylarında yüzde 6.3 oranında büyümüştür. Böylece para dinamiklerindeki gelişmeler, Euro Alanı yatırımcılarının portföylerini daha uzun vadeli ve riskli varlıklara kaydırmaya devam ettiklerini, ancak özellikle M1 para arzında, düşük faiz oranlarından ötürü likit varlıklara olan talebin arttığı dikkat çekmektedir.

M3 bünyesinde yer alan parasal büyüklükler

M1

Dolaşımdaki para

Gecelik mevduat

M2 – M1 (=diğer kısa vadeli mevduat)

İki yıla kadar vadeli mevduat

3 aya kadar ihbarlı çekilebilen mevduat

M2

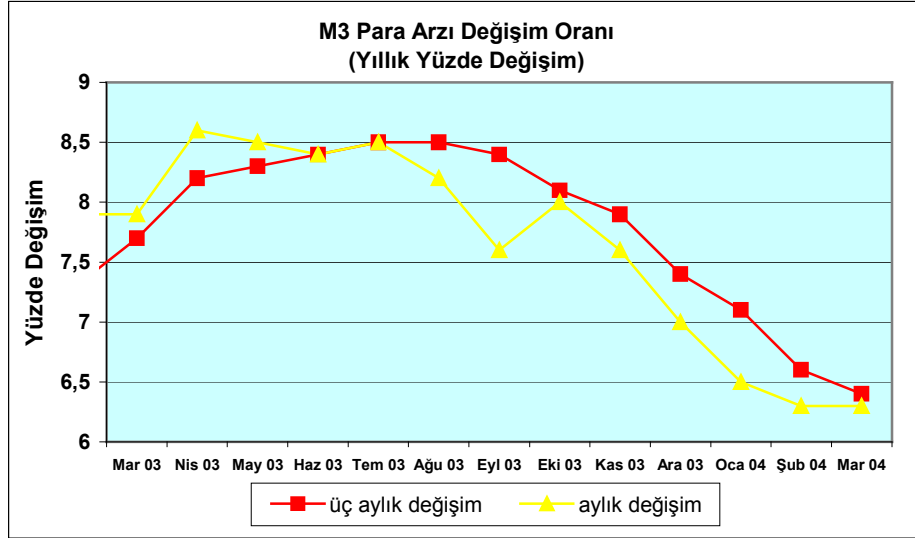
M3-M2 (=Pazarlanabilir araçlar)

REPO

Para piyasası Fon payları

İki yıl vade ile ihraç edilmiş borçlanma varlıkları

M3'ün üç aylık ortalama büyüme hızı 2004 yılının ilk aylarında da düşme eğilimi göstermektedir. Aralık 2003 ve Şubat 2004 döneminde yüzde 6.6 oranında büyüme gösteren üç aylık ortalama M3 büyüme hızı, Ocak 2004 ve Mart 2004 döneminde yüzde 6.4 oranında büyümüştür. M1 para arzına bakıldığında, yıllık bazda Şubat ayında yüzde 11.1 oranında büyüyen M1, Mart ayında yüzde 11.4 oranında büyümüştür. M1'in büyüme hızındaki artış tamamen gecelik mevduatın büyüme hızındaki artıştan kaynaklanmaktadır. Şubat ayında 9.2 oranında büyüyen gecelik mevduat Mart ayında 9.6 oranında büyümüştür. Yinelemekte fayda olan bir konu kısa vadeli varlıkların faiz getirilerinin düşük olması, bu nedenle de elde para tutmanın düşük maliyetinden ötürü likit varlıklara yönelişin artmasıdır.



M1'deki canlılığa karşın, M2 para arzı bünyesindeki varlıkların büyüme oranlarında bir düşüş görülmektedir. M2 para arzı Şubat ayında yüzde 7 oranında büyürken, bu oran Mart ayında yüzde 6.8 seviyesine düşmüştür. Gecelik mevduat dışındaki kısa vadeli mevduatlar, yıllık bazda Şubat ayında yüzde 3 büyürken, Mart ayında yüzde 2.2 oranında büyüme kaydetmiştir.

Euro Alanı'nda halen ekonomik büyümeyi finanse edecek likiditenin çok üzerinde bir para arzı artışı söz konusudur. Ekonomik toparlanmanın güçlenmesiyle beraber, M3 para arzı büyümesinin yüksek büyüme hızını koruması durumunda enflasyonist baskıların ortaya çıkma riski halen mevcuttur.

Fazla likiditeyi yaratan unsurlar: i) Geçmişteki geniş çaplı portföy kaymalarından (Bu portföy tercihlerindeki kaymalar 2001 ile 2003 yılları arasındaki dönemde

hisse senedi fiyatlarında yaşanan düşüş ve hisse senedi piyasalarındaki oynaklığın neden olduğu belirsizlikten ileri gelmiştir), ii) düşük faiz oranları nedeniyle yatırımcıların daha likit fonlara yönelmesinden (Bu fonların bir kısmının işlem amaçlı olarak gelecekte kullanılması mümkündür) ve iii) ekonomik belirsizlik ve olumsuz istihdam tahminleri sonucunda tasarruf eğiliminin artmasından kaynaklanmıştır.

Son olarak pazarlanabilir piyasa araçları Şubat ayında yüzde 2.4 oranında, Mart ayında da yüzde 3.2 oranında büyümüştür. İki yıla kadar vade ile ihraç edilmiş borçlanma varlıklarında görülen güçlü artış, pazarlanabilir araçların Mart ayındaki artışının nedeni görünmektedir. Buna karşın REPO işlemlerinin yıllık bazdaki değişiminde bir azalma göze çarpmaktadır. Para piyasası fon paylarının yıllık büyüme hızında ise Mart ayında bir değişiklik görülmemiştir. Yatırımcıların güvenli ve likit yapısı nedeniyle çoğu zaman sığındıkları para piyasası fon paylarında son aylarda görülen düşüş, yatırımcıların bu eğiliminin tersine döndüğünü göstermektedir.

M3'ün Euro Alanı mali ve finansal kurumlarının bilançolarındaki karşılığına bakıldığında, Mart ayında özel sektöre banka ve finansal kesimin verdiği krediler Şubat ayına göre değişmeyerek, yüzde 5.5 oranında büyümüştür. Banka ve finansal kesimin hane halkına açtığı kredi miktarı hızla artarken, ticari kredilerin sakin seyrettiği görülmektedir. Hane halkına açılan krediler arasında emlak kredilerinin Mart ayında güçlü seyrettiği, ancak tüketici kredilerinde aynı canlılığın görülmediği dikkat çekmektedir. Mart ayında konut kredilerinin artış hızı yüzde 8.2 olurken, tüketici kredilerinde artış hızı 4.8 seviyesinde olmuştur.

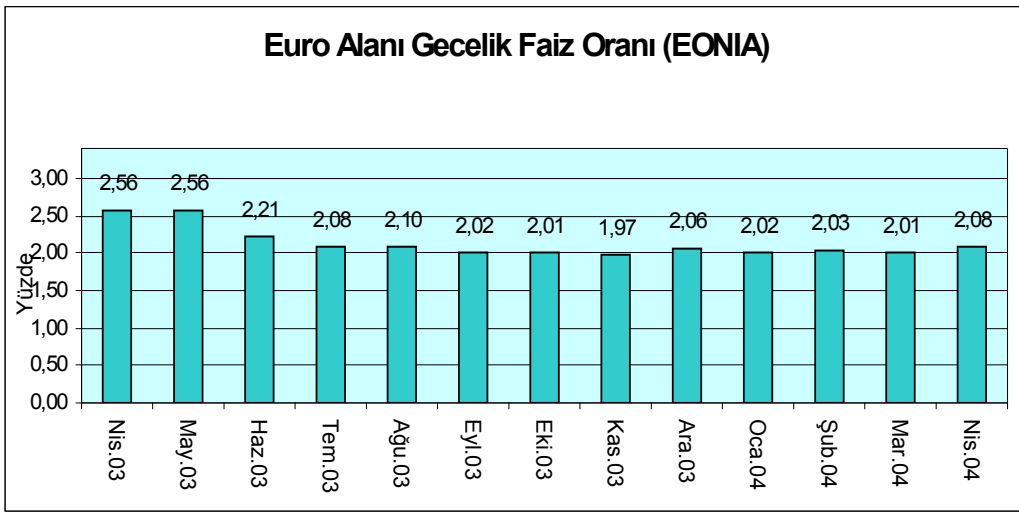
Diğer taraftan ticari kesime verilen krediler Mart ayında önemli bir değişiklik göstermemiştir. Ticari kesimin finansman bakımından banka kredileri yerine kendilerini dolaylı olarak sigorta şirketleri ve emeklilik fonları aracılığıyla fonlamaları yüksek bir ihtimal olarak görünmektedir. Şubat ayında söz konusu aracı kurumların banka ve finansal kesimden aldıkları kredilerin büyüme oranı yüzde 6.8 iken, bu oran Mart ayında yüzde 9.5'e yükselmiştir.

Para, Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler

2003'ün sonundan itibaren para piyasası uzun vadeli faiz oranlarında görülen düşüş, Nisan ayı ile beraber tersine dönmüş görünmektedir. Dört ay boyunca düşüş gösterdikten sonra artış gösteren para piyasası faiz oranları, örneğin 12

aylık EURIBOR oranları Mart sonu ve 5 Mayıs arasındaki dönemde 23 bp artış kaydetmiştir. Nisan ayında piyasa aktörleri kısa vadeli faizlere ilişkin önümüzdeki dönem beklentilerini yukarıya çekmiş görünmektedirler.

Eurosistem'in temel refinansman operasyonlarında EONIA Nisan ayı boyunca yüzde 2 seviyesinin biraz üzerinde yer alarak istikrarlı bir görüntü çizmiştir. EONIA 6 Nisan tarihinde yüzde 2.75 ile işlem görerek, dönem sonunda yaşanan likidite sıkışıklığının da etkisiyle hafif yükselmiştir. Eurosistem'in temel refinansman işlemlerinde ihale faiz oranları Nisan ayı boyunca yüzde 2 seviyesine yakın seyretmiştir.

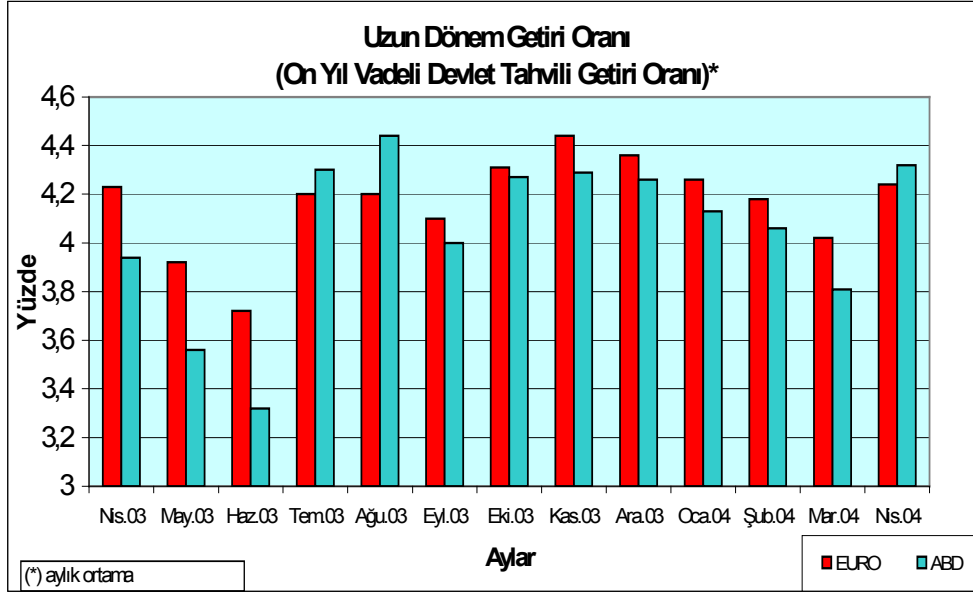


Nisan ayı boyunca Euro Alanı ve ABD uzun dönemli devlet tahvillerinin getirileri yükselmiştir. Tahvil getirilerindeki yükseliş ABD'de güçlü çıkan makroekonomik verilerin etkisiyle beklenenden olumlu olmuştur.

ABD uzun dönemli tahvil getirileri Mart sonu ve 5 Mayıs arasındaki dönemde güçlü bir yükseliş kaydederek, yaklaşık 70 bp artmıştır. Tahvil getirilerindeki yükselişin büyük bölümü, bu dönemde açıklanan ABD işgücü piyasasına ilişkin verilerin olumlu etkisiyle Nisan başında gerçekleşmiştir. Aynı dönemde yatırımcıların uzun dönemli ortalama enflasyon beklentileri de hafif bir yükseliş kaydederken, ABD tahvil piyasasına ilişkin gelecekte beklenen belirsizliğin Nisan ayında artış gösterdiği dikkat çekmektedir.

Euro Alanı uzun dönemli devlet tahvillerinde, ABD tahvil getirilerindeki yükselişe paralel bir hareket söz konusu iken, Euro Alanındaki yükseliş daha düşük olmuştur. Mart sonu ile 5 Mayıs arasındaki dönemde Euro Alanı uzun

dönemli getiri oranları 25 bp artarak, dönem sonunda yüzde 4.3 seviyesine çıkmıştır. Euro Alanı tahvil piyasasındaki gelişmeler daha çok ABD piyasalarındaki olumlu havanın bir yansıması olarak algılanmalıdır.



Japon uzun dönem devlet tahvillerinin getirileri Mart sonu ile 5 Mayıs arasındaki dönemde 10 bp artış göstererek, dönem sonunda yüzde 1.55 seviyesinden işlem görmüştür. Japon uzun dönemli devlet tahvillerindeki artış Japon piyasasındaki ekonomik aktiviteye dair güven endekslerinden çıkan olumlu gelişmelere bağlı olarak gerçekleşmiştir.

Nisan 2004'de hisse senedi piyasalarındaki gelişmelere bakıldığında, Euro Alanı hisse senedi fiyatlarının yükseldiği, ancak ABD hisse senedi fiyatlarında bu dönemde önemli bir değişikliğin olmadığı göze çarpmaktadır. ABD ve Euro Alanındaki hisse senedi fiyatlarını etkileyen olumlu faktörler, hisse senedi piyasasındaki belirsizliğin azalması, şirket karlılıklarındaki bir düzelleme, olumsuz faktör olarak uzun dönemli tahvil getirilerinin artmasıdır.

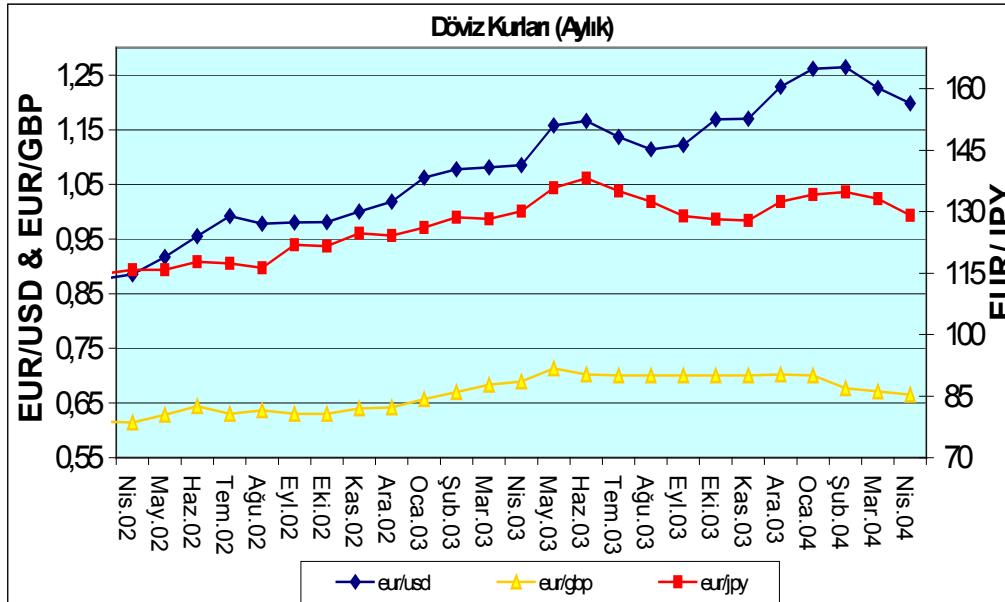
ABD Standard&Poors 500 Endeksi'nde, hisse senedi fiyatları Mart sonu ile 5 Mayıs arasındaki dönemde önemli bir değişikliğe uğramamıştır. ABD hisse senedi piyasalarında, Mart ayında gerçekleşen Madrid terörist saldırıları sonrasında tüm önde gelen hisse senedi piyasalarında artmış olan belirsizliğin giderek azalmasıyla beraber, hisse senedi fiyatları tekrar yükselmeye başlamıştır. Bu gelişmelerin ötesinde, piyasa aktörlerinin 2004'ün ilk çeyreğinde şirket karlarının iyileşeceği beklentisiyle de hisse senedi fiyatları güç kazanmıştır. Diğer taraftan

Nisan ayı içerisinde fazlasıyla spekülasyona uğrayan ABD faiz kararı nedeniyle hisse senedi fiyatlarında düşüşler görülmüştür.

Euro Alanı Dow Jones Endeksi'nde hisse senedi fiyatları Mart sonu ile 5 Mayıs arasındaki dönemde yüzde 2 oranında değer kazanmıştır. ABD hisse senedi piyasasında olduğu gibi hisse senedi piyasalarındaki yükselişin temel nedeni Madrid olayları sonrasında belirsizliğin azalmış olmasıdır. Şirket karlarında olumlu gelişmelere işaret eden yeni verilerin yayınlanması da yükselişe katkı sağlayan faktörlerden biridir. Bu dönemde Euro Alanı hisse senedi piyasalarının ABD piyasalarından daha fazla yükselmesinin nedeni Madrid olaylarının kendini Euro Alanı piyasalarında daha fazlasıyla hissettirmiş olması ve azalan belirsizliğin Euro Alanı hisse senetlerini daha olumlu etkilemesidir.

Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler

Mart sonu ve Mayıs başı arasındaki dönem boyunca, euro, genel olarak önde gelen para birimleri karşısında değer kazanmıştır. Euro yalnızca dolar karşısında bu dönemi değer kaybı ile kapatmıştır.



Dolar/euro paritesine bakıldığında, ekonomik toparlanmaya dair ABD'den gelen olumlu haberlerden dolayı Nisan ayı boyunca, euronun dolar karşısında değer kaybettiği görülmektedir. Bu haberler arasında ABD işgücü piyasasında ortaya çıkan koşullar, tüketici güven endekslerindeki olumlu eğilim ve güçlü perakende satışlarını gösterebiliriz. Her ne kadar dolar lehine görülen bu olumlu

hava Nisan ayı boyunca sürdüyse de, Mayıs ayı başında euronun toparlanmasıyla parite, tekrar Mart sonundaki seviyesine ulaşmıştır. 24 Nisan'da ilan edilen G-7 Zirvesi'nin sonuçları ve 4 Mayıs'ta FED'in faizleri değiştirmeme kararının euro/dolar paritesi üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı dikkat çekmektedir. 5 Mayıs tarihinde euro 1.21 \$ üzerinden işlem görerek, Mart sonundaki değerinin yüzde 1'i oranında altında kalmıştır.

Mart ayının ikinci yarısında Japon yeni karşısında değer kaybeden Euro, inceleme dönemi boyunca yen karşısında değer kazanmayı başarmıştır. Aynı dönemde Japon yeni, diğer önde gelen para birimleri karşısında değer kaybetmiştir. Japon ekonomisinin güçlendiğine dair gelen olumlu haberlere karşın bu değer kaybı gerçekleşmiştir. Piyasa raporları yendeki bu hareketi, Japon yatırımcılarının yeni mali yılın başında yabancı varlıklara yönelik alımlarına bağlamıştır. 5 Mayıs tarihinde euro 131.9 JPY üzerinden işlem görerek, Mart sonundaki değerine göre günü yüzde 3.9 daha değerli kapatmıştır.

Euro, Japon yeni karşısında olduğu kadar olmasa da, sterlin karşısında da değer kazanmıştır. Nisan başında iç piyasada talebin güçlü seyretmesi ve fiyat baskısının ortaya çıkması nedeniyle sterlin karşısında değer kaybeden euro, Nisan sonunda ve Mayıs başında toparlanarak değer kazanmıştır. 5 Mayıs tarihinde euro 0.68 sterlin üzerinden işlem görerek, Mart sonundaki değerine göre yüzde 1.7 daha değerli seyretmiştir.

Euro Alanı'nın en önemli 12 ticaret ortağının euro karşısındaki döviz kurunun, söz konusu ülkelerin Euro Alanı dış ticaretindeki payı ile orantılandırılması sonucunda bulunan nominal efektif döviz kuru, 5 Mayıs 2004 tarihinde, Mart sonundaki değerinin çok az üzerinde hareket etmiştir. Nominal efektif döviz kuru 5 Mayıs tarihinde günü, 2003 ortalamasından yüzde 2.3 daha değerli kapatmıştır.

Ödemeler Dengesine İlişkin Gelişmeler

Ödemeler dengesine ilişkin verilerinde Şubat 2004 gerçekleşmelerine bakıldığında, mevsimsellikten arındırılmış cari işlemler fazlasının bir önceki aya göre arttığını, sermaye hesabında ise hem portföy yatırımlarının hem de doğrudan yatırımların arttığını görmekteyiz.

Euro Alanı cari işlemler fazlası Şubat ayında Ocak ayına göre artarken, gelirler dengesindeki açığın küçüldüğü, buna karşın mal ve hizmet dengesi fazlalarının azaldığı göze çarpmaktadır. Güçlü dış talebe bağlı olarak, Şubat ayında ihracat büyümesine karşın, ithalatın daha hızlı artmasıyla birlikte mal dengesi fazlası gerilemiştir. Bu gelişmeler sonrasında mevsimsellikten arındırılmış Euro Alanı cari işlemler açığı Şubat ayında 5.4 milyar € fazla vermiştir. Revize edilmiş verilere göre cari işlemler fazlası bir önceki aya göre 1.7 milyar € artmıştır. Bu artışın temel nedeni gelirler dengesindeki açığın 3.1 milyar € oranında azalmış olmasıdır.

Diğer taraftan sermaye hesabında, portföy yatırımları ve doğrudan yatırımların bileşeni olarak Şubat 2004’de 12.2 milyar € net sermaye girişi gerçekleşmiştir. Hem doğrudan yatırımlar hem de portföy yatırımları Ocak ayında önemli sermaye çıkışını işaret ederken, sermaye girişine yol açan etkenler doğrudan yatırımlar için Euro Alanında yerleşik olmayan şirketlerin Şubat ayında şirket içi kar transferleri gerçekleştirmeleri, portföy yatırımları için ise Euro Alanı tahvillerine olan talebin artması söylenebilir.

Kaynak: ECB aylık bülten					12 AYLIK KÜM.
ÖDEMELER DENGESİ	2003	2003	2004	2004	2003
Milyar euro	Q2	Q3	OCAK	ŞUBAT	ŞUBAT
CARİ İŞLEMLER DENGESİ	2,5	12,1	3,7	5,1	28,7
MAL DENGESİ	26,9	34,4	11,4	10,9	111,4
İHRACAT	255,1	259,9	89,9	90,5	VY
İTHALAT	228,2	225,5	78,5	79,6	VY
HİZMET DENGESİ	2,0	3,8	1,9	1,3	16,5
GELİRLER DENGESİ	-11,8	-9,8	-4,3	-1,3	-40,9
CARİ TRANSFERLER DENGESİ	-14,6	-16,4	-5,3	-5,5	-58,2
*SERMAYE HAREKETLERİ (net)	47,5	-82,9	-26,8	12,2	1,8
DOĞRUDAN YATIRIMLAR	5,4	-12,4	-11,9	7,8	-24,9
PORTFÖY YATIRIMLARI	42,2	-70,5	-14,9	4,4	26,7

*Doğrudan Yatırımlar+Portföy Yatırımları

Hazırlayan: Ferhat Çamlıca

Uzman Yardımcısı-2471

ferhat.camlica@tcmb.gov.tr

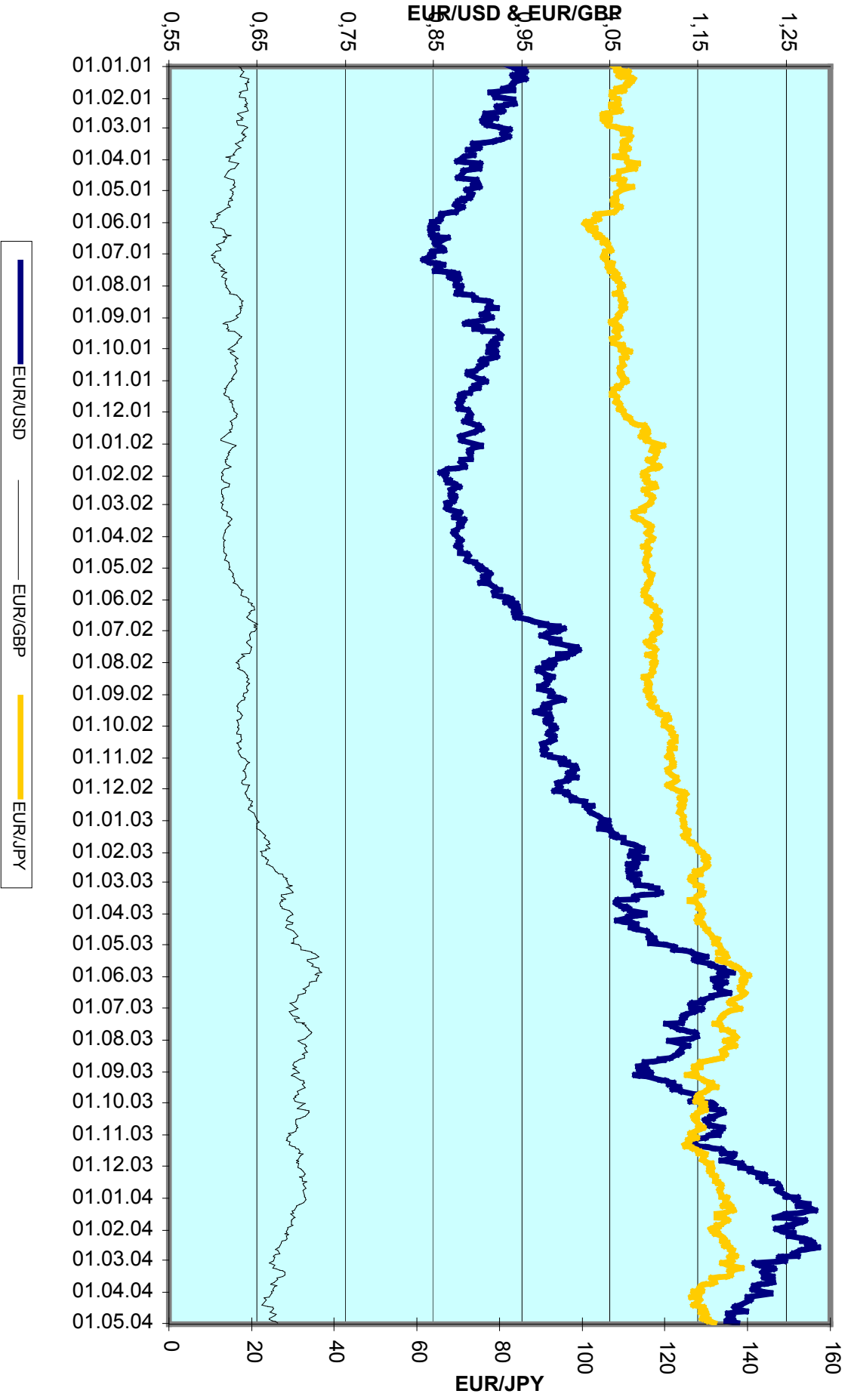
Kaynaklar: ECB Monthly Bulletin, Şubat, Nisan, Mayıs 2004

ECB Press Conference, 6 Mayıs 2004,

European Commission DG Economic Affairs, Quarterly Report on the Euro Area, NO 4/2003

European Commission DG Economic Affairs, Statistical Annex 2004 Spring

DÖVİZ KURLARI (GÜNLÜK)



Mayıs 2004 Genişlemesi Öncesinde Katılım Ülkelerinin Durumu

AB gündeminin 2004 yılında en önemli gelişmesi olarak, Genişleme sonrasında AB ekonomisinin yeni durumunun ve dünya ekonomisindeki yeni konumunun doğurduğu ekonomik sonuçların iyi değerlendirilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Bu nedenle Mayıs ayı Euro Bölgesi Raporunda Genişlemenin ekonomik sonuçlarını genel olarak incelemeyi amaçlamaktayız.

Katılım ülkelerinin Nüfus ve GSYİH'ları (2002)

NÜFUS (MİLYON)		GSYİH (MİLYAR EUR)	
POLONYA	38,6	POLONYA	200
ÇEK CUMHURİYETİ	10,2	ÇEK CUMHURİYETİ	78
MACARİSTAN	10,2	MACARİSTAN	69
SLOVAKYA	5,4	SLOVAKYA	25
LİTVANYA	3,5	SLOVENYA	23
LETONYA	2,3	LİTVANYA	15
SLOVENYA	2,0	KIBRIS	11
ESTONYA	1,4	LETONYA	9
KIBRIS	0,7	ESTONYA	7
MALTA	0,4	MALTA	4
AC-10	74,7	AC-10	441
EU-15	381,7	EU-15	9,17
AC-10/EU-15(%)	20%	AC-10/EU-15(%)	5%

Kaynak: ECB Şubat ayı bülteni

Katılım ülkelerindeki makroekonomik gelişmeler son yıllarda olduğu gibi 2003 yılında da aynı şekilde olumlu seyrini devam ettirmiştir. Ülkelerin hemen hemen tamamı, dünyadaki olumsuz gelişmelere karşın iyi bir büyüme performansı yakalamıştır. Katılım ülkeleri yalnızca nominal uyum konusunda önemli adımlar atmakla kalmayıp, reel uyum konusunda da önemli ilerleme kaydetmişlerdir. Katılım ülkelerin makroekonomik görünümünün zayıf yanları olarak nitelendirilebilecek iç ve dış açıklar belirli ülkelerde genişleme eğilimini sürdürmektedir.

Enflasyon

2003 yılında katılım ülkelerinin neredeyse yarıya yakını AB ortalamasının altında enflasyon oranlarına sahiptir. Litvanya ve Çek Cumhuriyeti'nde deflasyon yaşamaktadır. Diğer taraftan, Macaristan, Slovakya ve Slovenya gibi ülkelerde enflasyon oranları halen yüksek seyretmektedir. Bu ülkelerde enflasyon oranı 2003 yılında yüzde 4.7 ile yüzde 8.8 arasında değişmiştir. Genel anlamda, fiyat liberalizasyonunun piyasa ekonomisi ile tam uyumu çerçevesinde, bazı katılım ülkelerinde fiyat hareketleri yukarı yönde hareket etmeyi sürdürmektedir. Üyelik sonrasında fiyat hareketlerini etkileyecek bir başka önemli unsur da Balassa-Samuelson etkisidir. Orta vadede katılım ülkelerinin enflasyon oranında bir sıçrama ihtimali halen mevcuttur ve dezenflasyon süreci bu anlamda önemini korumaktadır.

Balassa-Samuelson etkisi Euro Alanı ülkeleri ile üye ülkeler arasındaki enflasyon farkını, üye ülkelerde dış ticarete konu olan ve konu olmayan mallar arasındaki verimlilik farkına bağlı olarak açıklamaktadır. Buna göre, katılım ülkelerinde dış ticarete konu olan malların üretildiği sektörler ile dış ticarete konu olmayan malların üretildiği sektörler arasındaki verimlilik artışındaki fark, Euro Alanındakinden daha yüksek ise, dış ticarete konu olmayan malların göreceli fiyatları katılım ülkelerinde Euro Alanına göre daha hızlı artacaktır. Dış ticarete konu olan malların fiyatları verimlilik artışı nedeniyle artarken, tek fiyat kanunu nedeniyle, söz konusu fiyatlar diğer ülkelerde de bir dengeye gelmektedir. Dış ticarete konu olan mallarda ücretler artarken, işgücü de daha çok bu sektörlere kayacaktır ve ekonomide ücretler genel olarak artacaktır. Sonuçta, dış ticarete konu olmayan malları üreten şirketler, ancak fiyatları artırmak kaydıyla ücretleri artırmaya razı olacaklardır. Ekonomide genel fiyat düzeyi yükselecektir.

Faiz Oranları

Dezenflasyon sürecinde düşen kısa vadeli faiz oranları ve gelecek dönem enflasyon oranındaki görünümün olumluya dönmesiyle beraber, bölgenin genelinde uzun vadeli faiz oranları düşmüştür. Ancak , Euro Alanına göre uzun vadeli faiz oranları halen yüksek seyretmektedir. 2003 yılının ortalarına gelindiğinde, kısa vadeli faiz oranlarının dezenflasyon sürecinde düşen trendi sona ermiştir. Hatta Macaristan'da kısa vadeli faiz oranlarının Haziran 2003'de artırılmasıyla trend tersine dönmüştür.

Döviz Kuru

Katılım ülkelerinin döviz kuru rejimleri ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Sabit ve benzeri kur rejimlerini uygulayan ülkelerde nominal döviz kuru euro karşısında dengeli bir seyir izlemiştir. Daha esnek kur rejimlerine sahip ülkelerde ise döviz kurunda önemli dalgalanmalar görülmüştür. Polonya'da Zloty 2003 yılında euro karşısında yüzde 14.5 oranında değer kaybetmiştir. Döviz kuru oynaklığının fazla olduğu bir başka ülke de Macaristan olmuştur. Macaristan'da Forint 2003 yılında önemli ölçüde baskı altında kalarak, euro karşısında yüzde 10 değer kaybına uğramıştır. Söz konusu para birimlerindeki değer kaybı daha çok bütçe açıkları ve enflasyonun görünümüne dair endişelere bağlanmaktadır.

Katılım Ülkeleri Makroekonomik Göstergeleri

	HICP ENFLASYON			GSYİH			GENEL HÜKÜMET DENGESİ			CARİ İŞLEMLER DENGESİ		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
KIBRIS	2	2,8	4	4	2	2	-3	-3,5	-5,4	-4,3	-5,3	-4,4
ÇEK CUM.	4,5	0,14	-0,1	3,1	2	2,2	-5	-6,7	-7,6	5,4	-0,6	-6,6
ESTONYA	5,6	3,6	1,4	6,5	6	4,4	0,2	1,3	0,4	-6	-12,2	-15,2
MACARİSTAN	9,1	5,2	4,7	3,8	3,5	2,9	-4,1	-9,2	-4,8	-3,4	-4	-6,2
LETONYA	2,5	2	2,9	7,9	6,1	6	-1,6	-3	-2,9	-9,6	-7,6	-8,6
LİTVANYA	1,3	0,4	-1	6,5	6,8	6,6	-1,9	-1,7	-2,4	-4,8	-5,3	-5,7
MALTA	2,9	2,2	1,6	-1,2	1,7	0,8	-7	-6,2	-7,4	-4,4	-1,3	-6,6
POLONYA	5,3	1,9	0,7	1	1,3	3,3	-3,5	-3,8	-4,1	-2,9	-2,6	-2,9
SLOVAKYA	7	3,3	8,8	3,8	4,4	3,8	-5,4	-7,2	-5	-8,4	-8	-3,8
SLOVENYA	8,6	7,5	5,7	2,9	2,9	2,1	-2,5	-2,4	-2	0,2	1,4	0,5
AC-10	5,7	2,7	2	2,5	2,4	3,1	-3,8	-5,1	-4,7	-3,9	-3,9	-4,4
EU-15	2,2	2,1	2	1,7	1,1	0,8	-0,9	-1,9	-2,7	0,3	1	0,5

Kaynak: ECB Şubat ayı bülteni

GSYİH

Katılım ülkeleri ekonomik büyüme konusundaki başarılı performanslarını, global ve Euro Alanındaki zayıf ekonomik büyümeye rağmen devam ettirmişlerdir.

Kayda değer bir nokta, 2003 yılında birçok katılım ülkesinde büyüme kompozisyonunun değişmiş olmasıdır. Büyümeye katkıları bakımından yatırımların ve özellikle ihracatın payı azalma gösterirken, 2003 yılında büyümenin kaynağı daha çok tüketim ve kamu harcamaları tarafından gelmiştir. AB'nin iç talep bakımından büyük zorluklar çektiği bu dönemde katılım ülkelerinde iç talebin büyümeyi ayakta tutması dikkat çekmektedir.

Bütçe Açığı

Mali politikalar bakımından ortaya konan zayıf performans son dönemlerde devam etmekle beraber, 2003 yılında genel bütçe açıklarının GSYİH'nın yüzde 5'i civarında gerçekleşmesi beklenmektedir. 2001 yılında yüzde 3.8 olan genel bütçe açığı/GSYİH oranı, 2002 yılında yüzde 5.1 seviyesine yükselirken, 2003 yılındaki yüksek büyüme rakamlarına rağmen bu oran tersine dönmemiştir. Çoğu katılım ülkesinde cari bütçe açıkları yapısal nedenlerden kaynaklanmaktadır ve ciddi mali reformlar gerektirmektedir. Ülke bazında bakıldığında, mali dengesizlikler 2003 yılında en çok Kıbrıs, Çek Cumhuriyeti, Malta, Macaristan ve Slovakya'da görülmektedir. Bu grupta yer alan ülkelerde bütçe açığı/GSYİH oranı ortalama yüzde 6.1 olarak tahmin edilmektedir. Bununla birlikte birçok ülkenin orta vadeli mali stratejisinde bir gevşeme dikkat çekmektedir. Buna bağlı olarak, birtakım ülkelerde kamu borcu hızla artmaktadır. Kamu borcu/GSYİH oranı yüzde 6.4 ile en düşük Estonya'da iken, en yüksek oran yüzde 66.4 ile Malta'dadır.

Ödemeler Dengesi

Katılım ülkelerinde cari işlemler açığı 10 ülkenin toplamında GSYİH'larının yüzde 4.4'üne ulaşarak, genişlemeyi sürdürmüştür. Söz konusu cari işlemler açığı özellikle Baltık ülkelerinde çok yüksek seyretmektedir (yaklaşık GSYİH'larının yüzde 9'u). Katılım ülkeleri yüksek büyüme hızları sayesinde çok fazla FDI girişine maruz kalmaktadırlar. Ancak, son dönemde giren sermayenin niteliğinde portföy yatırımı lehine bir artış söz konusudur. FDI azalırken, daha çok portföy yatırımı şeklinde gelen sermaye, kısa vadeli borç yaratmakla beraber, kamu borcunu da artırmaktadır. Daha önceki dönemlerde sermaye hesabının hemen hemen tamamı FDI girişi şeklinde gerçekleşirken, 2003 yılı itibarıyla bu tip sermaye girişinde önemli bir azalış söz konusudur. Gelen FDI oranı ile cari işlemler açığı arasındaki fark açılmaktadır. Bu sürecin arkasında yatan nedenler, artan bütçe açıklarının finansmanı için ihraç edilen tahvil artışı (daha çok

yabancılar tarafından satın alınmaktadır) ve özelleştirme sürecinin sona ermiş olmasıdır.

Genişleme Sonrasında AB Ekonomisi

2004 yılının Mayıs ayında Avrupa Birliği, tarihinin en büyük ve önemli genişlemesini gerçekleştirmiştir. Balkan ülkeleri olarak bilinen Estonya, Litvanya ve Letonya; Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri Polonya, Macaristan, Çek Cum., Slovakya ve Slovenya ile küçük Akdeniz ülkesi Malta ve Güney Kıbrıs AB'ye 1 Mayıs itibariyle tam üye olmuşlardır. Genişlemenin hem AB, hem de yeni üyeler için önemli sonuçları olması beklenmektedir.

- 1. Genişleme sonrasında, yeni giren ülkelerin nüfusu AB nüfusunu yüzde 20 oranında artırarak, dünyanın en kalabalık ekonomisi haline dönüştürmektedir.** Buna karşın, yeni ülkelerin AB GSYİH'sına katkıları yüzde 5 düzeyinde kalmaktadır. Bu anlamda bu genişleme dalgası AB'ye ekonomik bakımdan önemli bir katkı sağlamamaktadır. İspanya ve Portekiz AB'ye dahil olduğunda, AB GSYİH'sının yaklaşık yüzde 8'i oranında bir katkı sağlamıştır. AB-25 genişleme sonrasında dahi ABD ekonomisinden daha büyük bir ekonomi oluşturamamaktadır.
- 2. Satın Alma Gücü Paritesi ve 2002 verileri dahilinde, AB-25'in genişleme ile beraber dünyanın en büyük ekonomisi haline dönüştüğünü görmekteyiz.** Son genişleme ile beraber AB ekonomisi yüzde 9,2 oranında büyümektedir.
- 3. Kişi başına düşen milli gelir bakımından AB-25 hem ABD hem de Japonya karşısında oldukça gerilemektedir.** Genişleme öncesinde AB'de kişi başına düşen milli gelir 24,000 € iken, genişleme sonrasında bu rakam 21,100 €'ya düşmektedir.
- 4. Dış ticarete bakıldığında, AB-25'in GSYİH'ya oran bakımından kötüleştiğini görmekteyiz.** İhracatın GSYİH'ya oranı olarak Japonya en iyi verilere sahipken, AB-25, 2002 verileri itibariyle, ABD'den daha iyi durumdadır. İthalatın GSYİH'ya oranı bakımından ABD güçlü iç talebinin de etkisiyle ilk sırada yer almaktadır.

AB15, AB-25 ,ABD ve Japonya Karşılaştırılması

	Dönem	Birim	AB-15	AB-25	ABD	Japonya
Nüfus	2004	mln	380,8	454,9	291,4	127,7
GSYİH (Dünya GSYİH içindeki payı)	2002	%	26,8	28,1	32,5	12,3
GSYİH	2002	€ mlr	9,172	9,615	10,98	4,235
	2002	PPP	8,921	9,741	9,422	3,067
Kişi Başına Düşen Milli Gelir	2002	€	24	21,1	37,7	33,2
	2002	PPP	23,3	21,4	32,7	24,1
İşgücü Verimliliği	2002	PPP Endeks	100	92,8	118,9	87,9
		AB=100				
İhracat	2002	GSYİH%	10,9	9,5	6,5	9,9
İthalat	2002	GSYİH%	10,8	9,8	11,1	7,6
Üretim Sektörleri						
Tarım, Balıkçılık, ormancılık	2002	GSYİH%	2	2,1	1,3	1,3
Sanayi	2002	GSYİH%	27	27,2	21,6	29,1
Hizmetler	2002	GSYİH%	71	70,7	77,1	69,9
Eğitim Harcamaları	2000	GSYİH%	4,9	4,9	4,8	3,6
AR-GE	2001	GSYİH%	2	1,9	2,7	3,1
İşsizlik Oranı	2003	%	8	9	6	5,3
İşgücüne Katılım Oranı	2002	%	69,6	68,9	76,6	75,7
İstihdam Oranı	2002	%	64,3	62,9	71,2	65,2
Genel Hükümet						
Bütçe Açığı	2002	GSYİH%	-2	-2,1	-3,4	-6,1
Harcamalar	2002	GSYİH%	48	48	32,4	38,7
Gelir	2002	GSYİH%	46	45,9	29	32,6
Toplam Borç	2002	GSYİH%	62,5	61,5	45,7	134,6
Banka Mevduatları	2002	GSYİH%	81,5	80,1	44	118,8
Özel Sektöre Açılan Kredi Stoku	2002	GSYİH%	97,1	94,2	51,2	101
Hisse Senedi piyasası sermayesi	2002	GSYİH%	57,8	55,9	94,7	46,8

Kaynak: ECB Nisan ayı bülteni

5. **Sektörler bakımından üretimde AB-25 genişleme öncesine göre daha fazla tarım üretiminde bulunmaktadır.** Sanayi üretiminin GSYİH'ya oranı olarak Japon ekonomisi ilk sırada yer alırken, AB-25 genişleme sonrasında daha fazla sanayi üretimi yapmaktadır. Hizmetler sektöründe ABD oldukça büyük bir GSYİH'ya katkı oranı ile üstünlük sağlamaktadır. Genişleme AB'nin hizmetler sektörünün ekonomiyeye katkısını az da olsa düşürmüştür.
6. **İşgücü piyasası verilerine bakıldığında, ABD'nin dikkat çekici işgücü verimliliği rakamlarıyla öne çıktığını görüyoruz.** İşgücü verimliliği konusunda genişleme sonrasında AB ekonomisi kötüleşirken, özellikle "Lisbon Agenda"² çerçevesinde öngörülen hedeflerden uzak olduğu göze çarpmaktadır. İşsizlik rakamlarında, genişleme sonrasında yüzde 8'den yüzde 9 seviyesine bir sıçrama olmuştur. 90'lı yıllar boyunca düşüş göstermesine karşın işsizlik rakamları AB'de, ABD ve Japonya'dakinden oldukça yüksek seyretmektedir. İstihdama katılım oranları bakımından AB genişleme sonrasında kötüleşirken, ABD ve Japonya daha başarılı rakamlara sahiptir. Kısacası Genişlemenin AB işgücü piyasası üzerindeki etkisi olumsuz olmuştur.
7. **Kamu maliyesi verileri incelendiğinde, yeni katılan ülkelerin büyük çoğunluğunda önemli bütçe açıkları olmasına karşın AB-25'in bütçe açığının GSYİH'ya oranı 2002 itibariyle fazla değişmemektedir.** Buna karşın ABD ve Japon ekonomilerinde bütçe açıklarının GSYİH'ya oranı oldukça yüksektir. Diğer taraftan yeni üyelerin kamu borçlarının çok düşük olması AB-25 için de bu oranı aşağı çekmiştir. ABD kamu borcunda daha iyi bir görünüme sahipken, Japonya'nın borcu kıyaslanmayacak ölçüde yüksektir.
8. **Genişleme sonrasında, yeni katılan ülkelerin finans piyasalarının oldukça sığ olması nedeniyle AB finans**

² 2000 yılında Lisbon Zirvesiyle oluşturulan ve 2010 yılına kadar AB'nin rekabet gücünü artırmayı hedefleyen bir amaçlar bütünüdür. Temel hedefler arasında yıllık yüzde 3 büyüme hedefi, istihdama katılım oranının yüzde 70'lere çıkarılması bulunmaktadır.

piyasaları üzerinde önemli bir değişiklik yaratmamaktadır.

ABD finans piyasaları ile kıyaslandığında, AB piyasalarında faaliyetlerin daha çok bankacılık bazlı yürütüldüğü, ABD'de ise finansal faaliyetlerde hisse senedi piyasalarının ağırlığı dikkat çekmektedir.

9. **AB ekonomisinin genişleme sonrasında, kısa vadede ekonomik sonuçları itibariyle çok az da olsa olumsuz etkilendiğini söylemek gerekir.** Ancak, yeni katılan ülkelerin AB'ye ekonomik uyumu ve bütünleşmesi devam eden bir süreç olmakla birlikte, büyük bir pazarın imkanlarına sahip olan AB-25'in, orta-uzun vadede genişlemeden daha fazla yarar sağlaması beklenmektedir.