

# EURO BÖLGESİ İZLEME RAPORU

OCAK-ŞUBAT 2007



Evşen Mirahur

[evsen.ozyoruk@tcmb.gov.tr](mailto:evsen.ozyoruk@tcmb.gov.tr)

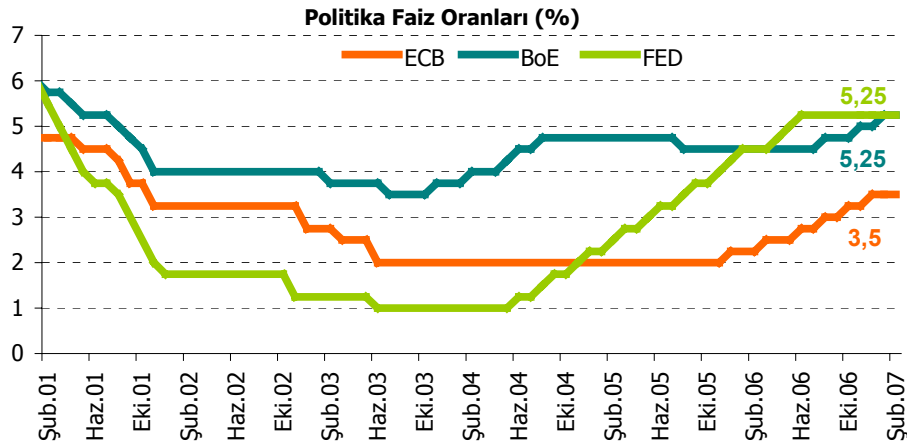
Dış Ekonomileri İzleme Müdürlüğü  
Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü

---

- 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

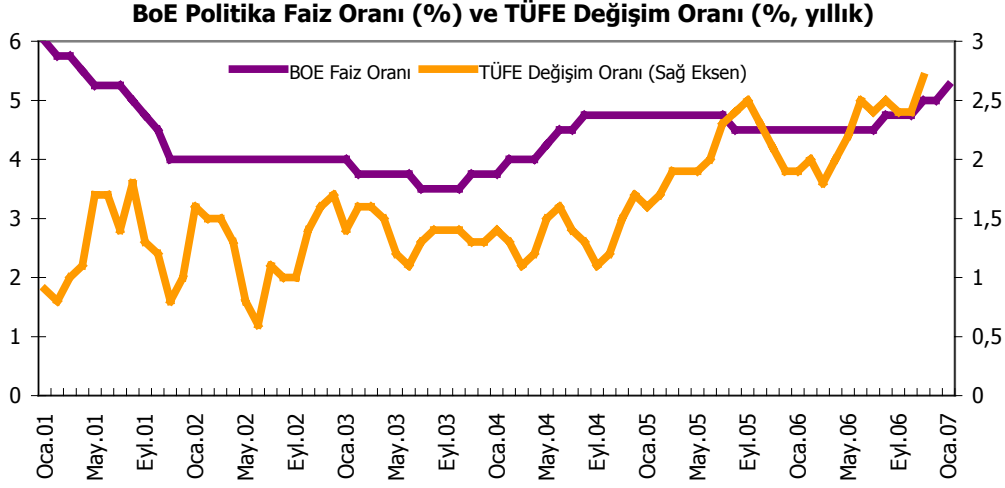
• **ECB Ocak ve Şubat aylarında beklendiği gibi faiz oranlarını değiştirmede.** ECB, 11 Ocak 2007 ve 8 Şubat 2007 tarihlerinde yapılan Yönetim Konseyi toplantılarında, beklentiler doğrultusunda faiz oranını % 3.5'de bırakmıştır. Hatırlanacağı gibi, 25 bp'lik faiz artışının yapıldığı Aralık ayı toplantısının ardından bir açıklama yapan ECB Başkanı Trichet, 2007 yılında faiz artışlarının devam edeceği sinyalini vermişti. Ocak ayındaki basın toplantısında, tüm gelişmelerin "**yakından izleneceğini**" ve orta vadede fiyat istikrarının sağlanması için "**kararlı ve zamanında hareket edileceğini**" söyleyen Trichet, Şubat ayında yaptığı basın toplantısında ise "**tetikte olma**" deyimini kullanmıştır. Trichet'nin 2005 yılı Aralık ayından beri, her faiz artırımından bir ay önce bu deyim kullanması, piyasaların Mart ayında faiz oranlarının % 3.75'e yükseleceğine kesin gözüyle bakmalarına yol açmıştır. Trichet ayrıca, faiz artırımlarına rağmen euro bölgesinde faiz oranlarının hala düşük olduğunu, para ve kredi arzındaki hızlı yükselişin ve likidite bolluğunun devam ettiğini sözlerine eklemiştir. Trichet'nin bu sözleri, genel olarak beklenenden daha sert tondaki konuşmasıyla birleşince, piyasalar tarafından faiz oranlarının 2007 yılı içinde % 4.00'e yükseltilebileceği yorumlarına da yol açmıştır.



Yönetim Konseyi toplantılarında öne çıkan başlıklar şunlardır:

- Son ekonomik gösterge ve veriler, güçlü **büyümenin** 2007 yılında da devam edeceğini göstermektedir. Çeyrek dönemlik büyüme rakamlarında oynaklık olasılığına rağmen, büyümeye ilişkin orta vadede görünüm olumludur. Euro bölgesi ekonomisinin potansiyel seviyede büyümeye devam edeceğini düşünen Trichet, ayrıca büyümenin geniş bir tabana yayıldığını belirtmiştir. Trichet, büyümeyi etkileyen dış faktörlerden bahsederken küresel ekonominin daha dengeli hale geldiğine dikkat çekmiş ve bu durumun euro bölgesi ihracatına pozitif katkı yapacağını belirtmiştir. İç talebin canlılığını korumaya devam edeceğini öngören Trichet, uzun dönemdir devam eden uygun finansman koşulları ve verimlilik artışları sayesinde yatırımların da dinamizmini koruyacağını düşünmektedir. İstihdam seviyesindeki yükselişlere paralel olarak reel harcanabilir gelirin artması ise, tüketim harcamalarının güçlenmesini sağlayacaktır.
- Trichet, **büyümeye yönelik risklerin** kısa dönemde dengelendiğini, uzun dönemli risklerin ise aşağı yönlü olduğunu vurgulamıştır. Büyümeye yönelik riskler; petrol fiyatlarının tekrar yükselişe geçmesi, küresel dengesizlikler ve korumacı eğilimlerdeki artış olarak sıralanmıştır. ECB, büyüme oranının 2006 yılındaki % 2.7 seviyesinden, 2007 yılında % 2.2'ye gerileyeceğini; ancak 2008 yılında tekrar yükselişe geçerek % 2.3'e ulaşacağını öngörmektedir.

- **Fiyat gelişmeleri incelendiğinde;** euro bölgesinin en büyük ekonomisi olan Almanya'da uygulamaya konulan KDV oranı artışının, Ocak ayında fiyatlara beklenildiği kadar yansımadağı görülmektedir. Son dönemde petrol fiyatlarında yaşanan yavaşlama ve olumlu baz etkisiyle, kısa vadede enflasyonda düşüş beklenmektedir. Ancak 2007 yılının ikinci yarısından itibaren, olumsuz baz etkisi enflasyonun tekrar yükselişe geçmesine neden olabilir. Ayrıca KDV oranındaki artışın gecikmeli etkisi de enflasyonu yükseltebilecek bir başka etmendir.
- **Enflasyona yönelik riskler,** uzun vadede yukarı yönlüdür. Trichet; petrol fiyatlarında geçmiş dönemlerde görülen fiyat artışlarının ikincil etkilerini, yönetilen fiyatlar ve dolaylı vergilerde önceden açıklananlar haricinde yapılacak artışları ve petrol fiyatlarının tekrar yükselişe geçmesini, enflasyonun önündeki başlıca riskler olarak sıralamıştır. Euro bölgesinde büyümenin hızlanması ile ücret artışlarının beklenenden fazla olabileceğini söyleyen Trichet, kapasite kullanım oranlarının ise 2000 yılından beri en yüksek seviyelerine yaklaştığını belirtmiştir (Trichet'nin basın toplantısında ilk defa kapasite kullanım oranlarından bahsetmesi ve kapasite kullanım oranlarından kaynaklanacak enflasyonist riskleri vurgulaması, dikkat çekicidir). Bu bağlamda, sendikaları enflasyon konusunda sorumlu davranmaya ve ücret görüşmelerinde hala yüksek olan işsizlik seviyesini ve rekabet gücü üzerindeki olası etkilerini dikkate almaya davet eden Trichet, Yönetim Konseyi'nin euro bölgesi ülkelerindeki ücret görüşmelerini yakından takip edeceğinin de altını çizmiştir (Piyasalar, Trichet'nin ücret görüşmeleri hakkındaki söylemini, aşırı ücret artışlarının faiz artırımlarına yol açabileceği şeklinde yorumlamıştır).
- **M3 para arzı artış oranının** Aralık ayında % 9.7'ye yükseldiğini (referans değer % 4.5) hatırlatan Trichet, faiz artışlarının, para ve kredi genişlemesi üzerinde ciddi bir daralma yaratmadığını söylemiştir. Aralık ayı M3 para arzı verileri, ECB faiz artışlarının konut kredileri artış oranını geriletmediğini, ancak reel sektöre açılan kredilerdeki artışın hız kesmesinde henüz etkili olmadığını göstermektedir. Trichet, para arzı ve kredi artışındaki yüksek seyrin, orta ve uzun vadede enflasyonist risk yaratacağını tekrarlamış ve parasal analiz, enflasyonist risklerin yukarı yönlü olduğunu doğruladığını söylemiştir.
  - Basın toplantısının soru-cevap bölümünde; "tetikte olma" deyiminin eskisi gibi faiz artışından bir ay önce kullanılıp kullanılmadığı hakkındaki soruya, 'deyimin gayet açık olduğu' cevabını veren Trichet, ayrıca benzer bir soruya cevaben "tetikte olma" deyiminin kullanılması kararının Yönetim Konseyi'nde oybirliğiyle alındığını belirtmiştir. Piyasalarda faiz oranlarının % 4'e yükseleceği yönünde beklentilerin oluşması hakkında yöneltilen bir soru üzerine ise Trichet; ECB'nin analizlerinin piyasanın kendi fikrini oluşturmasına yardımcı olacak kadar açık olduğunu söylemiştir. Orta vadeye ilişkin faiz kararlarının önceden belirlenmediği söylemini yineleyen Trichet, ekonomik ve parasal analiz sonucunda elde edilen veriler ışığında faiz kararlarının verildiğini ve ECB'nin her 3 ayda bir faiz artırma gibi bir kararının olmadığını vurgulamıştır. Basın toplantısının en dikkat çeken noktası, Trichet'nin soru-cevap bölümünde Mart ayında faiz artışı olabileceğine ilişkin beklentileri yalanlamaması olmuştur.
  - **BoE faiz oranını sürpriz bir şekilde artırdı.** İngiltere Merkez Bankası (BoE), 11 Ocak 2007 tarihinde yapılan Para Politikası Komitesi (PPK) toplantısında, % 5 olan gösterge faiz oranını % 5.25'e yükseltmiştir. BOE, en son 9 Kasım 2006 tarihinde faiz oranını 25 bp artırarak, % 5'e yükseltmiş; 7 Aralık 2006 tarihindeki PPK toplantısında ise faiz oranlarını değiştirmemişti. Beklentiler, BoE'nin 2007 yılında faiz artırımlarına devam etmeden önce, ücret görüşmelerini ve diğer verileri değerlendirerek, "bekle-gör" politikası izleyeceği ve yeni bir faiz artırımı kararı almadan önce en az bir ay daha bekleyeceği yönündeydi. Reuters'in yaptığı bir anket de görüşülen 50 ekonomistten sadece birinin, BOE'nin faiz artıracığını öngördüğünü ortaya koymuştu. BOE, 2006 yılı Ağustos ayında da son iki yıldır değiştirmedeği faiz oranlarını sürpriz bir şekilde artırmıştı.



Ocak ayı PPK toplantısına ilişkin tutanaklar, 24 Ocak 2007 tarihinde açıklanmıştır. Tutanaklar, faizleri % 5.25'e yükselten kararın, 5-4 oy çokluğu ile alındığını göstermiştir. 9 üyeden oluşan PPK'da 4 üyenin faiz artırımına karşı oy kullanması, BoE'nin faiz artırım sürecinin sonuna yaklaştığı şeklinde yorumlanmıştır. Tutanakların açıklanmasından önce, BoE'nin 2007 yılında iki kere daha faiz artırımına gidebileceğini tahmin eden finansal piyasalarda, tutanaklar açıklandıktan sonra, BoE'nin 2007 yılında en fazla 1 kere daha faiz artırdığı fiyatlanmaya başlamıştır. Bazı analistler ise, Ocak ayındaki artışla faizlerin en yüksek seviyesine ulaştığını ve bundan sonra faiz artırımını olmayacağını öngörmektedir. BoE Başkanı Mervyn King, Aralık ayında % 3'e ulaşan enflasyon oranının, 2007 yılında gerilemesini beklediklerini söylemiştir. Enflasyon oranının % 3'ü aşması durumunda, Maliye Bakanı Gordon Brown'a enflasyondaki yükselişin nedenlerini ve alınacak önlemleri içeren bir mektup yazmak zorunda olan King'in, Ocak ayındaki faiz artışının en büyük destekçisi olduğu tahmin edilmektedir. Şubat ayında yayınlanacak Enflasyon Raporu'ndan önce BoE'nin harekete geçmeyeceğini düşünenleri şaşırtarak, faizleri % 5.25'e yükselten PPK'nın, bundan sonra enflasyonist bekleyişler ve ücret görüşmelerinin sonucuna göre hareket edeceği tahmin edilmektedir.

Tutanaklar, PPK'nın, küresel ekonominin güçlü seyrini koruyacağını ve dolayısıyla İngiltere'de de büyümenin artmaya devam edeceğini öngördüğünü göstermektedir. PPK'nın büyümenin hız kesmeyeceğini düşünmesi, Ocak ayındaki faiz artışına neden olan temel faktörlerden biridir. Öncü verilere göre büyüme, 2006 yılının dördüncü çeyreğinde % 0.8'e ulaşmıştır (2006 üçüncü çeyrek: % 0.7). Yıllık büyüme oranı ise % 2.7 olarak gerçekleşmiştir. Güçlü büyüme performansının, faiz artırımları konusunda BoE'ye hareket alanı yaratmaya devam etmesi beklenmektedir. Tutanaklarda, Kasım ayı Enflasyon Raporu'nda yer alan öngörülerin fazla değişmediği ifade edilmiştir. Buna göre, enflasyondaki yükseliş 2007 yılında tersine dönecektir. Hava koşullarının iyi olması ve stok seviyelerinin yüksekliği gibi nedenlerle petrol fiyatlarının gerilediğini düşünen PPK'ya göre, dördüncü çeyrekte perakende satışların artmaya devam etmesi, tüketim harcamalarının hız kesmeyeceğini göstermektedir. Para ve kredi genişlemesinin artmaya devam ettiğine dikkat çeken PPK, varlık fiyatlarındaki yükselişin, servet etkisi yaratarak mal ve hizmet fiyatlarının yükselmesine neden olabileceğini öngörmektedir. Para ve kredi arzındaki artışlara ilaveten, ayrıca varlık fiyatlarının yükselmesi sonucunda enflasyonist bekleyişlerin yükselebileceği de tutanaklarda yer almaktadır. Tutanaklarda, işgücü piyasası verilerinin PPK'nın beklentileri çerçevesinde geliştiği ve ücret enflasyonuna ilişkin herhangi bir gelişmenin olmadığı yer almaktadır. Ocak ayında başlayan ücret görüşmelerinin sonucunu tahmin etmek için henüz erken olduğunu düşünen PPK, güçlü büyüme sayesinde çalışanların öngörülenden daha fazla ücret artışı talep edebileceklerini tahmin etmektedir.

Enflasyondaki geçici yükselişin ücret artışlarına yansıtılmasından çekinen PPK, enflasyonist risklerin yükseldiğine karar vermiştir.

Ocak ayındaki PPK toplantısında **faiz artırımı yönünde oy kullanan üyeler**; ekonomideki üretim açığının azaldığı, enflasyonun yükseldiği ve firmaların daha kolay fiyatlarını yükselttiği bir ortamda, büyümedeki artış sürerken, faiz artırımı kararının ertelenmesine karşı çıkmışlardır. Faiz artırımı yönünde oy kullanan grup, konut fiyatlarındaki artışa da değinerek, varlık fiyatlarındaki artışın kısa dönemde hız kesmesinin beklenmediğini ve bu nedenle şimdi yapılacak bir faiz artırımının, varlık fiyatlarının daha da yükselmesine engel olabileceğini savunmuştur. **Faiz artışına karşı olan grup** ise, enflasyondaki kısa dönemli dalgalanmalara bakarak faiz oranının yükseltilmesine karşı çıkmıştır. Bu gruba göre, 2007 ve 2008 yıllarında enflasyonun hedef seviye olan % 2'ye gerileyeceği öngörüldüğü halde, faiz artırmak gereksizdir. PPK toplantısı sırasında Aralık ayı enflasyon raporu da ele alınmış ve faiz artışına karşı olanlar Enflasyon Raporu'nun yayınlanacağı Şubat ayına kadar beklenmesini talep etmiştir. Enflasyonun Aralık ayında % 3'e yükselmesinde, benzinden alınan vergilerdeki artışların etkili olduğuna dikkat çekilmiştir.

• **Avrupa Komisyonu 2007 yılının ilk ara tahminlerini yayınladı.** Avrupa Komisyonu, yılda iki kere yayınladığı ara tahminlerin ilkinde, **bu yıl euro bölgesinde büyümenin hafif şekilde yavaşlayacağını ve enflasyon oranının ECB'nin hedefi olan "% 2'nin altında ancak % 2'ye yakın" seviyeye gerileyeceğini öngörmüştür.** Komisyon, euro bölgesi ekonomisinin 2006 yılında sıkı para politikası, ABD ekonomisindeki yavaşlama ve yüksek petrol fiyatlarına rağmen beklentilerin üzerinde bir performans sergilediğini vurgulamıştır. Ayrıca 2006 yılının üçüncü çeyreğinde büyümenin yavaşladığına, son çeyrekte ise toparlanarak % 0.9'a ulaştığına dikkat çekilmiştir. Komisyona göre, 2006 yılında % 2.7'ye ulaşan büyüme oranı, 2007 yılında % 2.4'e gerileyecektir. Büyüme performansının iyileşmesinde iç talebin çok önemli bir paya sahip olduğunu belirten Komisyon, işsizlik oranının gerilemesi sayesinde iç talepteki toparlanmanın euro bölgesi büyümesini daha dayanıklı hale getirdiğini savunmuştur. Küresel ekonominin son dönemde yavaşlamasına karşın hâlâ euro bölgesi büyümesini destekleyecek güçte olduğunu söyleyen Komisyon, ABD ekonomisindeki yavaşlamanın dünyanın diğer bölgelerindeki güçlü büyüme ile dengelendiğini belirtmiştir. Komisyon, Kasım ayında yayınladığı Güz Tahminlerinde euro bölgesi için 2007 yılı büyüme oranını % 2.1 olarak açıklamıştır.

#### 2007 yılı için Komisyon Tahminleri (%)

	BÜYÜME		ENFLASYON	
	Ara Tahmin Şubat 07	Güz Tahmini Kasım 06	Ara Tahmin Şubat 07	Güz Tahmini Kasım 06
<b>Almanya</b>	<b>1.8</b>	1.2	<b>1.7</b>	2.2
<b>Fransa</b>	<b>2.2</b>	2.3	<b>1.5</b>	1.8
<b>İtalya</b>	<b>2.0</b>	1.4	<b>1.9</b>	2.0
<b>Euro bölgesi</b>	<b>2.4</b>	2.1	<b>1.8</b>	2.1
<b>İngiltere</b>	<b>2.7</b>	2.6	<b>2.2</b>	2.2
<b>AB-27</b>	<b>2.7</b>	2.4	<b>2.0</b>	2.3

Enflasyon konusunda ise, Komisyon'un hala ECB'den daha iyimser olduğu dikkat çekmektedir. 2006 yılı boyunca yüksek enerji fiyatları nedeniyle enflasyonun % 2'nin üzerinde seyrettiğini hatırlatan Komisyon, Şubat ayı ara tahminlerinde, enflasyon oranının 2007 yılında % 1.8'e (2006: % 2.2) gerileyeceğini öngörmektedir. Komisyon'a göre genel endeks hedef seviyenin üzerinde kalmakla birlikte, çekirdek enflasyondaki artışın kontrol altında kalması, enerji fiyatlarındaki yükselişin ikincil etkilerinin de sınırlı kaldığına işaret etmektedir. Enerji fiyatlarındaki yavaşlama ve Almanya'da Ocak ayında uygulamaya konan KDV artışının enflasyona fazla yansımaması nedeniyle, 2007 yılı enflasyon tahmininin aşağı yönde revize edildiği ifade edilmiştir. Güz tahminlerinde ise 2007 yılı enflasyon oranı

% 2.1 olarak öngörülmekteydi. Ülkeler bazında ise; Komisyon, Almanya'da 2007 yılının ilk çeyreğinde büyümenin yavaşlayacağını ancak yıllık bazda % 1.8'e ulaşacağını öngörmektedir (2006: % 2.7). İşsizlik oranının gerilemesi ve tüketici güveninin yüksek seyrini koruması sayesinde, iç talebin büyümeye katkı sağlamaya devam edeceği öngörülmektedir. KDV artışının enflasyonu bir miktar yükseltmesinin beklendiği Almanya'da, enerji fiyatlarındaki yavaşlama sayesinde yıllık enflasyon oranının 2007 yılında % 1.7 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Fransa'da ise Komisyon büyümenin 2007 yılında % 2.2'ye yükseleceğini (2006: % 2.1), enflasyon oranının ise gerilemeye devam edeceğini tahmin etmektedir. Öte yandan Komisyon, bütçe açığını azaltmaya yönelik sıkı maliye politikasına rağmen 2006 yılının son çeyreğinde % 1.1 büyüyen İtalyan ekonomisinin, bu yıl yıllık bazda % 2 oranında büyüyeceğini öngörmektedir. Enflasyon oranının ise, 2006 yılı seviyesini koruması beklenmektedir.

• **OECD'ye göre, ECB faiz artırımlarına devam edebilir.** Euro bölgesi ekonomisine ilişkin yayınladığı raporda OECD, 2006 yılında Euro Bölgesi'nde büyüme performansını övmüş; ECB'nin para politikasının enflasyonist beklentileri şekillendirmede başarılı olduğunu vurgulamıştır. OECD'ye göre, euro bölgesi'nde büyüme geniş bir tabana yayılmış, tüketici ve iş aleminin ekonomiye olan güvenleri artmış ve işsizlik oranı gerilemeye başlamıştır. İşsizlik oranındaki gerileme ile birlikte iç talebin canlandığına dikkat çeken OECD, özellikle hane halklarının tüketim harcamalarındaki artışı büyümenin sürdürülebilirliğine ilişkin bir kanıt olarak görmektedir. Yapısal reformların devam etmesi halinde, euro bölgesi'nde büyümenin kalıcı hale geleceğini vurgulayan OECD, uzun vadede düşük potansiyel büyüme oranını ve yapısal bozuklukları önemli riskler olarak saymaktadır. Parasal Birlik içinde ekonomik yapısı yeterince esnek olmayan ülkelerin, tek para birimince sağlanan faydalardan yeterince yararlanamadığını söyleyen OECD, ekonomilerdeki yapısal katılıkların (örneğin: işgücü piyasası) büyümeyi sınırladığını, enflasyonu kalıcı hale getirdiğini ve dış şoklara karşı dayanıklılığı azalttığını ifade etmiştir. ECB tarafından yürütülen para politikasının bazı ülkeler için sıkı, diğerleri için gevşek kaldığını söyleyen OECD, Birliğe dahil ülkelerin ekonomik yapılarının daha esnek hale gelmesi durumunda daha büyük oranda entegre olabileceklerini savunmuştur. OECD tarafından yapılan başlıca önerilere göre; 1) işgücü piyasalarındaki katılıklar azaltılarak, ülkeler arasında işgücü hareketliliği artırılmalı, ücretler daha esnek hale getirilmeli, 2) özellikle koruma altında bulunan hizmet sektöründe rekabet teşvik edilmeli (böylece enflasyonun yavaşlayabileceği öngörülmektedir), 3) finansal piyasalar arasındaki entegrasyon süreci hızlandırılmalıdır. Büyüme performansındaki iyileşmenin, mali dengeyi yeniden kurmak için "altın bir fırsat" olduğunu söyleyen OECD, mevcut bütçe planlarının uzun dönemde sosyal güvenlik sistemlerini finanse edemeyeceğini belirtmiştir. Euro bölgesi'ne üye ülkeleri, bütçe açıklarını ve kamu borçlarını azaltmaya çağıran OECD, daha şeffaf mali politikalar yürütülmesini ve orta vadeye odaklanan bir bütçeleme tekniği uygulanmasını tavsiye etmektedir. 2005 yılında yenilenen İstikrar ve Büyüme Pakti'nin işe yarayıp yaramadığı hakkında yorum yapmak için erken olduğunu düşünen OECD, ülkelerin Pakti benimsemeleri halinde daha iyi sonuçlar alınacağını öngörmektedir.

#### OECD Tahminleri (% değişim)

Euro bölgesi	2006	2007	2008
<b>Büyüme Oranı</b>	2.6	2.2	2.3
<b>Üretim Açığı</b>	-1.2	-0.9	-0.5
<b>Enflasyon Oranı (TÜFE)</b>	2.2	1.9	1.8
<b>Çekirdek TÜFE</b>	1.4	1.9	1.8
<b>İşsizlik Oranı</b>	7.9	7.4	7.1
<b>Toplam İç talep</b>	2.4	2.2	2.4

2006 yılı ortasında % 2.5'e kadar yükselen enflasyonun, ECB'nin faiz artırımları ve enerji fiyatlarındaki yavaşlama sonucunda gerilediğini belirten OECD'nin bu yorumları, ECB'nin faiz artırımı sürecine destek verdiği şeklinde yorumlanmıştır. İkincil enflasyonist etkilerin henüz oluşmadığına ve ücret artışlarının sınırlı kaldığına dikkat çeken OECD, önümüzdeki iki yıl boyunca enflasyonist baskıların artabileceğini belirtmiştir. ECB'nin Aralık 2005'ten bu yana faiz artırımı sürecine devam ettiği halde, Euro Bölgesi faiz oranlarının hala ekonomik aktiviteye destek verir durumda olduğunu savunan OECD, M3 para arzı artış oranının enflasyon tahminlerinde kullanılmasına ise karşı çıkmaktadır. OECD Baş ekonomisti Cotis, M3 para arzının enflasyon tahminlerinde kullanılmasının yarar sağladığını, ancak ECB'nin söz konusu veriye gereğinden fazla önem verdiğini söylemiştir. OECD'ye göre, M3 para arzındaki artış, konut alımı için açılan krediler nedeniyle artmakta ve gelecekteki mal ve hizmet fiyatları hakkında çok az ipucu vermektedir. Halbuki ECB, para arzındaki artışın, orta ve uzun vadede enflasyonist risk yaratacağını ve bu nedenle enflasyon analizinde mutlaka dikkate alınması gerektiğini savunmaktadır. OECD ayrıca, ECB'nin para politikası iletişim stratejisini iyileştirmesini önermiştir.

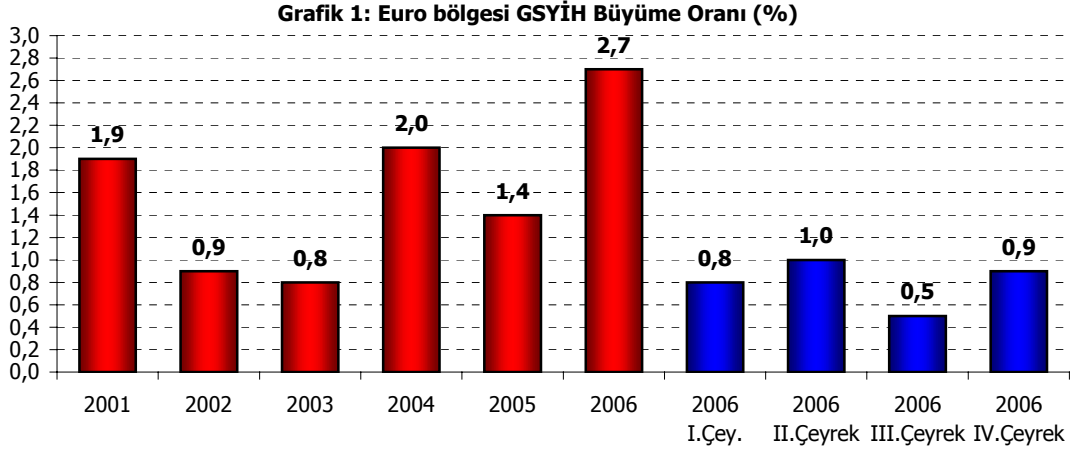
- **Slovenya euro bölgesi'ne dahil oldu.** 1 Mayıs 2004 tarihinde Avrupa Birliği'ne üye olan Slovenya, 11 Temmuz 2006 tarihinde AB Devlet ve Hükümet Başkanları Zirvesi'nde alınan karar ile 1 Ocak 2007 tarihinde euro bölgesi'ne dahil olmuştur. Slovenya'nın katılımı ile euro bölgesi'ndeki ülke sayısı 13'e, Bulgaristan ve Romanya'nın aynı tarihte AB'ye katılımı ile AB'deki ülke sayısı ise 27'ye yükselmiştir.

- **Sarkozy, merkez-sağın cumhurbaşkanı adayı.** İktidardaki Halk Hareketi Birliği (UMP)'nin İçişleri Bakanı olan Nicolas Sarkozy, 14 Ocak 2007 tarihinde yapılan parti kongresinde, oyların % 98'ini alarak, merkez-sağın cumhurbaşkanı adayı olmuştur. Cumhurbaşkanlığı adaylığı yarışında UMP içinden başka rakibi bulunmayan Sarkozy, Nisan 2007'de yapılması planlanan seçimlerde Sosyalist Parti'nin cumhurbaşkanı adayı Ségolène Royal ile yarışacak. Seçim kampanyasının sloganı "Beraber, herşey mümkün hale gelir" olan Sarkozy, yaptığı konuşmada cumhurbaşkanı seçilmesi halinde izleyeceği politikalara dair ipuçları vermiştir. Sarkozy, Irak Savaşına değinerek gerektiğinde ABD'yi karşısına alabileceği sinyalini vermiştir. Sadece UMP'nin cumhurbaşkanı adayı olmadığını söyleyen Sarkozy, seçilmesi halinde tüm Fransız halkı için çalışacağını vurgulamıştır. UMP'nin kurucusu ve Cumhurbaşkanı Chirac'ın parti kongresine katılmaması ve mesaj göndermemesi dikkat çekmiştir. Sarkozy'nin adaylığının kesinleşmesi, Chirac'ın tekrar cumhurbaşkanı adayı olmasına engel teşkil etmemektedir. Chirac'ın bozulan sağlığı ve kaybettiği popülaritesi nedeniyle tekrar aday olması beklenmezken, Sarkozy'nin de İçişleri Bakanlığı görevinden istifa edeceği tahmin edilmektedir.

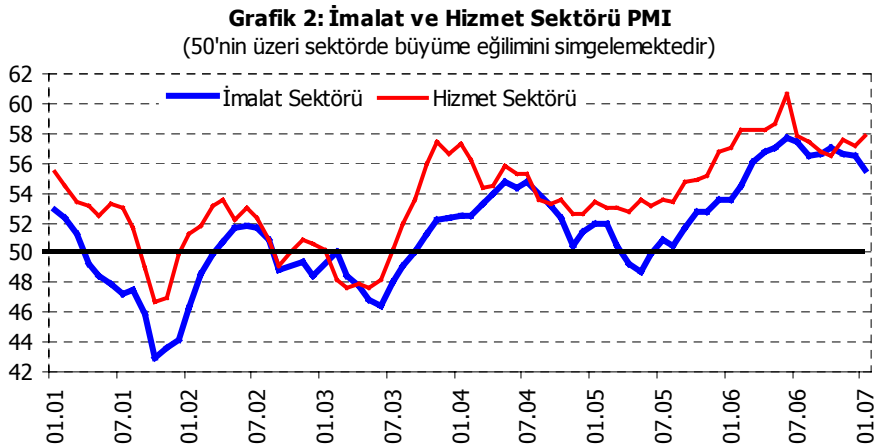
## MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER

### 1. Büyüme

- 2006 yılının üçüncü çeyreğinde yavaşlayan **euro bölgesi büyüme oranı**, dördüncü çeyrekte tekrar ivme kazanarak % 0.9'a yükselmiştir (Grafik 1). Yıllık bazda ise, euro bölgesi büyüme oranı 2006 yılının son çeyreğinde % 3.3 olarak gerçekleşmiştir (2006 üçüncü çeyrek: % 2.7). Dördüncü çeyrekte iç talep ve ihracatın artması ile büyüme oranı hızlanmıştır. 2006 yılı büyüme oranı ise % 2.7 ile son altı yılın en yüksek seviyesine ulaşmıştır.



Euro bölgesi büyüme oranının, 1 Ocak 2007'de Almanya'da uygulamaya konacak olan KDV artışı nedeniyle kısa dönemde dalgalı, ancak uzun dönemde potansiyele yakın bir seyir izlemesi beklenmektedir. Büyümeye yönelik riskler kısa vadede dengede olarak değerlendirilirken, uzun vadede; korumacı akımların güçlenmesi, petrol fiyatlarının yeniden yükselişe geçmesi ve küresel dengesizlikler, büyümeye yönelik belli başlı riskler olarak sıralanmaktadır. Büyümeye ilişkin en önemli öncü göstergeler arasında sayılan **Satınalma Müdürleri Endeksi'ne (Purchasing Managers' Index, PMI)** ilişkin Aralık ve Ocak ayı verileri (Grafik:2), euro bölgesi imalat sanayi ve hizmet sektöründe büyümenin yavaşlamakla beraber devam ettiğini, bölgede istihdam artışının sürdüğünü göstermektedir.



- Euro bölgesi **sanayi üretimi** (inşaat hariç), Kasım ayında bir miktar gerilemiş, ancak Aralık ayında yeniden hız kazanmıştır. Özellikle ara mal ve sermaye malı üretimindeki artışlar, büyümenin fazla hız kaybetmediğini göstermiştir. Dayanıklı ve dayanıksız tüketim malları üretimindeki yükselişte, Almanya'da Ocak ayı başında uygulamaya konacak KDV artışı da etkili olmaktadır. KDV artışı nedeniyle

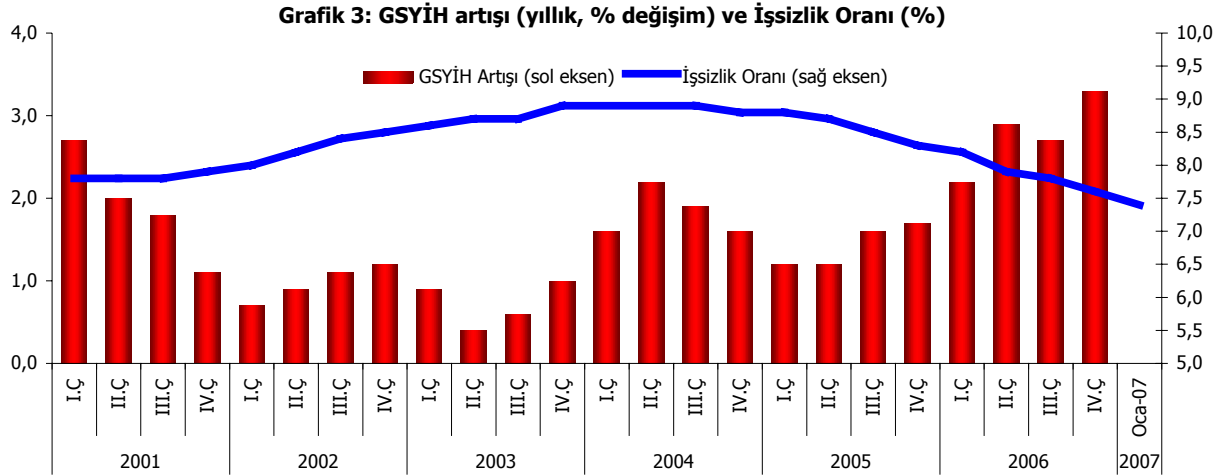


tüketim harcamalarının öne çekileceği öngörülmektedir. Sanayi üretimi 2006 yılının son çeyreğinde yavaşlayarak % 3.6 oranında artmıştır (2006 üçüncü çeyrek: % 4.1). Dördüncü çeyrekte, sanayi üretimindeki gerileme çoğunlukla enerji üretimindeki azalmadan kaynaklanmıştır. İmalat sanayi üretimi ise, aynı dönemde % 4.4 oranında yükselmiştir. 2006 yılının tamamında ise sanayi üretimi % 3.8 oranında (2005: % 1.3) ve imalat sanayi üretimi % 4.1 (2005: % 1.3) oranında artmıştır.

**Tablo 1: Euro bölgesi Sanayi Üretimi**

Yıllık % değişim	Eylül 06	Ekim 06	Kasım 06	Aralık 06
<b>Sanayi Üretimi</b>	3.3	3.7	2.7	<b>4.2</b>
<b>Ara Mal</b>	4.5	5.4	3.4	<b>7.3</b>
<b>Enerji Üretimi</b>	0.3	-1.6	-3.6	<b>-4.3</b>
<b>Yatırım Mali</b>	4.8	4.9	6.1	<b>6.7</b>
<b>Dayanısız Tüketim Mali</b>	1.0	2.2	1.3	<b>2.2</b>
<b>Dayanıklı Tüketim Mali</b>	4.7	5.1	5.4	<b>5.5</b>

- Euro bölgesi **işsizlik oranı** (Grafik:3) dördüncü çeyrekte % 7.5'e gerilemiştir. Euro bölgesi ekonomisinin 2006 yılında canlanması ile gerileme trendine giren işsizlik oranı, 2005 yılında ortalama % 8.6 iken 2006 yılında % 7.8'e gerilemiştir. Ocak 2007'de de işsizlik oranı % 7.4'e gerilemiştir. İşgücü piyasasına yönelik yapısal reformların sürdürülmesi, işsizlik oranının gerilemesinde etkili olmaktadır. Ocak ayında ILO tanımına göre toplam 11 milyon işsiz bulunan euro bölgesinde, özellikle Almanya ve Fransa'da işsizlik oranının önemli ölçüde gerilemesi dikkat çekmektedir. Öte yandan, istihdam oranı 2006 yılının üçüncü çeyreğinde % 0.4 artmıştır. İmalat ve hizmet sektörü PMI verileri, istihdam artışının 2007 yılında da süreceği sinyali vermektedir.



## 2. Enflasyon

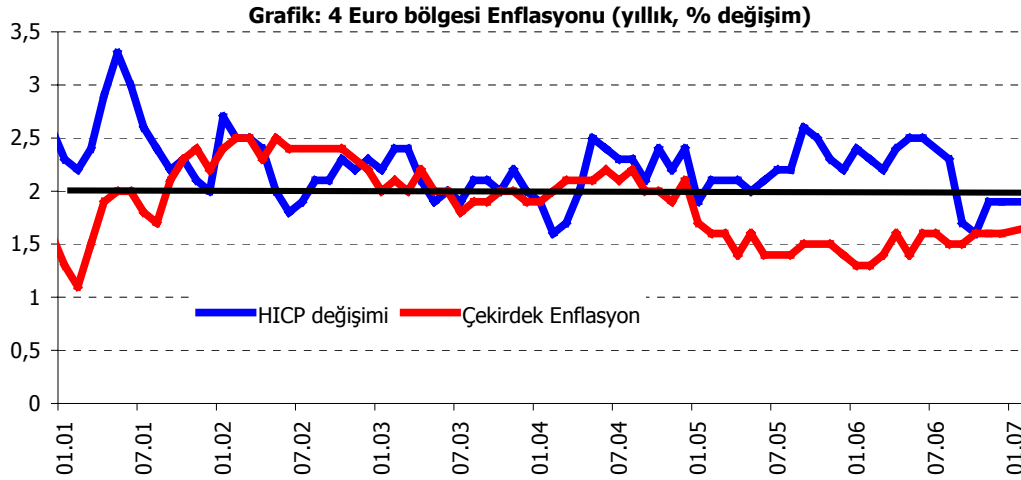
- Ağustos 2006'dan bu yana enerji fiyatlarının yavaşlaması sayesinde ECB'nin fiyat istikrarı tanımı olan "% 2'nin altında ancak % 2'ye yakın" seviyede seyreden **euro bölgesi enflasyon oranı** Aralık ayında enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki ters yönlü değişimlerle % 1.9 seviyesinde kalmıştır. Enerji fiyatlarının Aralık ayında yıllık bazda yükselmesinin yarattığı olumsuz baz etkisi, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki düşüş ile dengelenmiştir. Enflasyon endeksindeki daha az değişken kalemler incelendiğinde; Aralık ayında işlenmiş gıda ve hizmet fiyatlarının hafif şekilde gerilediği görülmektedir. Enerji hariç hammadde fiyatları ise, yükselmiştir. Hammadde fiyatlarındaki yükselişin, daha önceki petrol fiyat artışlarından kaynaklandığı düşünülmektedir. Ocak ayında ise, petrol fiyatlarının gerilemesi ile oluşan olumlu baz etkisiyle enflasyon oranı % 1.8'e gerilemiştir (Grafik: 4). Aralık ayında da enflasyon oranının % 1.9 olarak gerçekleşmesiyle, 2006 yılında ortalama enflasyon oranı 2005 yılına

göre değişmeyerek % 2.2. olmuştur. 2005 yılı ile karşılaştırıldığında; 2006 yılının tamamında ve özellikle ikinci yarısında, işlenmemiş gıda fiyatları enflasyona daha fazla katkı yapmıştır. Söz konusu durum; olumsuz hava koşullarından ve işlenmemiş gıda arzındaki azalmadan kaynaklanmıştır. Hizmet fiyat enflasyonu ise, 2005 yılındaki ortalama % 2.3 seviyesinden, 2006 yılında % 2'ye gerilemiştir.

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

	2005	2006	08/06	09/06	10/06	11/06	12/06	01/07
<b>TÜFE</b>	2.2	2.2	2.3	1.7	1.6	1.9	1.9	1.8
<b>Enerji</b>	10.1	7.7	8.1	1.5	-0.5	2.1	2.9	0.9
<b>İşlenmemiş Gıda</b>	0.8	2.8	3.9	4.6	4.2	4.4	3.7	3.7
<b>İşlenmiş Gıda</b>	2.0	2.1	2.2	1.8	2.3	2.2	2.1	2.2
<b>Enerji Dışı San. Mal.</b>	0.3	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
<b>Hizmetler</b>	2.3	2.0	1.9	2.0	2.1	2.1	2.0	2.3
<b>Çekirdek TÜFE*</b>	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.8
<b>Diğer Fiyat Göstergeleri</b>								
<b>Üretici Fiyatları</b>	4.1	5.1	5.7	4.6	4.0	4.3	4.1	2.9
<b>Petrol Fiyatları (€/varil)</b>	44.6	52.9	57.8	50.3	47.6	46.7	47.4	42.2

\*Enerji ve işlenmemiş gıda hariç tutularak hesaplanmıştır.



- **Enerji ve işlenmemiş gıda fiyatları hariç hesaplanan çekirdek enflasyon ise**, 2006 yılı boyunca istikrarlı bir seyir izlemiş ve ortalama olarak % 1.5 seviyesinde gerçekleşmiştir. Diğer taraftan çekirdek enflasyon, Ekim-Aralık 2006 döneminde işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışlarla % 1.6'ya, Ocak 2007'de ise % 1.8'e yükselmiştir. Çekirdek enflasyonun yükselmesinde, hem KDV artışı hem de hammadde fiyatlarındaki artışlar rol oynamıştır.

- Aralık ayında % 4.1 olan **euro bölgesi üretici fiyatları enflasyonu (ÜFE)**, Ocak ayında % 2.9'a gerilemiştir. Petrol ve hammadde fiyatlarının bir önceki yıla göre yavaşlaması ile oluşan olumlu baz etkileri ve petrol fiyatlarının Ocak ayının ortasında gerilemesi sayesinde, ÜFE Ocak ayında önemli ölçüde yavaşlamıştır. 2006 yılının tamamında ise ÜFE artışı ortalama olarak % 5.1 olarak hesaplanmıştır (2005: % 4.1). **Enerji hariç tutularak hesaplanan çekirdek ÜFE artışı ise**, Ocak ayında değişmeyerek % 3.4 seviyesinde gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, 2005 yılında ortalama olarak % 1.8 olan çekirdek ÜFE değişimi, 2006 yılında % 2.9'a yükselmiştir. Bu durum, hammadde fiyatlarında daha önce gerçekleşen fiyat artışlarının üretim fiyatlarına yansımaya başladığına işaret etmektedir. Ocak ayı imalat sanayi ve hizmetler sektörü PMI verileri de üretim fiyatlarındaki artışların devam ettiğini göstermektedir.

**Tablo 3: Euro bölgesi Üretici Fiyatları Endeksi (İnşaat Hariç, Yıllık % Değişim)**

	08/06	09/06	10/06	11/06	12/06	01/07
<b>Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE)</b>	<b>5.7</b>	<b>4.6</b>	<b>4.0</b>	<b>4.3</b>	<b>4.1</b>	<b>2.9</b>
<b>Enerji Hariç (ÜFE)</b>	<b>3.7</b>	<b>3.6</b>	<b>3.6</b>	<b>3.5</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>
<b>Ara Malı</b>	6.5	6.5	6.4	6.2	6.2	6.0
<b>Enerji</b>	<b>12.6</b>	<b>7.8</b>	<b>5.4</b>	<b>6.9</b>	<b>6.2</b>	<b>1.2</b>
<b>Sermaye Malı</b>	1.6	1.7	1.8	1.9	1.8	1.9
<b>Dayanıklı Tüketim Malı</b>	2.0	1.8	1.7	1.7	1.7	1.9
<b>Dayanısız Tüketim Malı</b>	1.8	1.7	1.7	1.5	1.4	1.4

• 2006 yılının son çeyreğinde **euro bölgesi'nde ücret artış oranı hızlanmakla beraber, ücret artışlarından kaynaklanan enflasyonist baskılar sınırlı kalmıştır**. 2006 yılının ilk yarısında güçlü büyüme ve işsizlik oranının gerilemesi sonucunda, ücret artış oranı hızlandı. 2006 yılının son çeyreğinde de ortalama ücret artışı % 2'den % 2.4'e yükselmiştir. Ücret artışlarındaki dalgalanmalar, çoğunlukla Almanya'daki bir kereye mahsus ödemelerden kaynaklanmıştır. 2006 yılının tamamında ortalama ücret artışı % 2.2 olarak gerçekleşmiştir (2005: % 2.1). Bu çerçevede, 2006 yılında güçlü büyümeye rağmen ücret artışlarının geçen yıla göre hafif şekilde yükseldiği görülmektedir. Birim işgücü maliyeti verileri de 2006 yılının genelinde ücret artışlarının sınırlı kaldığını göstermektedir. Öte yandan, üçüncü çeyrekte işgücü verimliliği hafif şekilde gerilemiştir. Söz konusu veriler ücret artışlarının kontrol altında olduğunu göstermesine karşın ECB, ücret artışlarının enflasyonist riskler arasında yer aldığını vurgulamaktadır.

• 1 Ocak 2007'de Almanya'da uygulamaya konan KDV artışının kısa dönemde enflasyon oranını önemli ölçüde etkilemesi beklenmektedir. KDV artışının etkilerinin sadece Ocak ayında değil, gecikmeli olarak da enflasyon oranını etkileyeceğini söyleyen ECB, mevcut petrol "futures" fiyatlarına bakıldığında, 2007 yılının ilk yarısında olumlu baz etkileri ile enflasyon oranının gerileyeceğini tahmin etmektedir. Diğer taraftan, 2007 yılı sonuna doğru bu kez olumsuz baz etkiler enflasyon oranının tekrar yükselmesine neden olabilecektir. Kısa vadeli değişimler gözardı edildiğinde ECB, dış enflasyonist baskıların azaldığını ancak iç enflasyonist baskıların artmaya devam ettiğini düşünmektedir. Özellikle, üretici fiyatları artışının tüketici fiyatlarını da yükseltebileceği vurgulanmaktadır. Öte yandan, şimdiki kontrol altında olan ücret artışları da iç enflasyonist riskler arasında gösterilmekte, orta ve uzun vadede enflasyonist riskler yukarı yönlü olarak değerlendirilmektedir. Petrol fiyatlarının yeniden yükselmesi, dolaysız vergiler, yönetilen fiyatlardaki beklenmedik artışlar ve beklentilerin üzerindeki ücret artışları, başlıca risk unsurlarını oluşturmaktadır.

### **3. Parasal ve Finansal Gelişmeler**

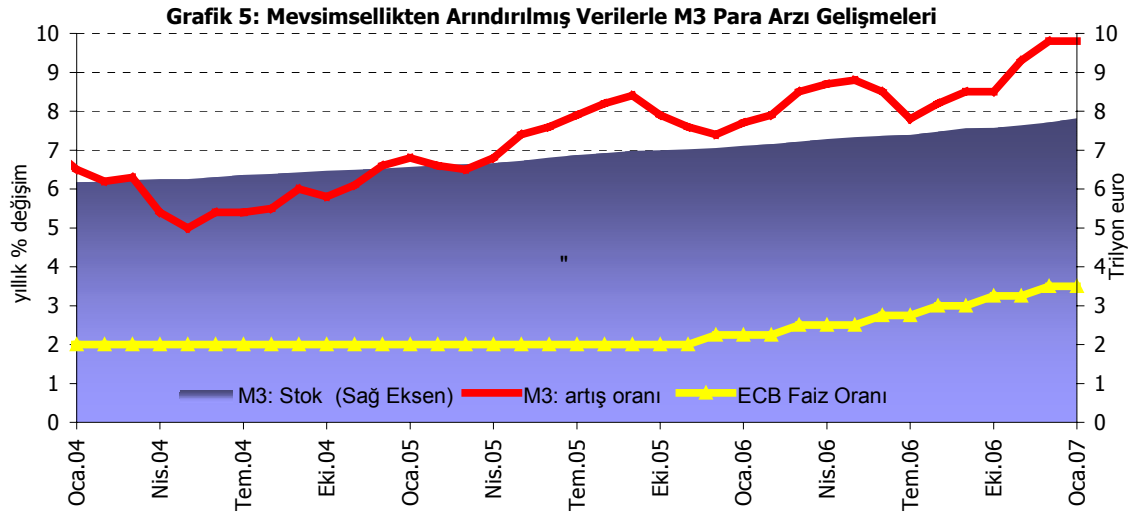
• **M3 para arzı artış hızı** (Grafik: 5) Aralık ve Ocak ayında % 9.8 olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılının dördüncü çeyreğinde ise, M3 para arzı artış oranı % 9 ile 1990 yılından bu yana en yüksek seviyesine ulaşmıştır. ECB'nin Aralık 2005'ten bu yana devam eden faiz artırımlarına karşın, euro bölgesi M3 para arzı artış oranı hız kesmemiştir. Euro bölgesi faiz oranlarının hala düşük olması ve ekonomik büyümenin ivme kazanması nedeniyle, M3 para arzı artmaya devam etmektedir. Öte yandan, özel sektöre açılan kredilerin artış oranındaki yavaşlama dikkat çekicidir. **M3 para arzının temel bileşenleri** incelendiğinde (Tablo 4); M1 para arzı artış oranı, tedavüldeki para ve gecelik depolardaki artışlarla Kasım ayındaki % 6.6 seviyesinden Aralık ayında % 7.5'e yükselmiştir. Aralık ayında M3 para arzında görülen artış, çoğunlukla gecelik depolara olan talepten kaynaklanmıştır. Euro bölgesi'nde kısa vadeli faiz oranlarının yükselmesi nedeniyle, kısa vadeli mevduatların gecelik depolara göre daha cazip hale gelmesine karşın, Aralık ayında gecelik depolara olan talep artmıştır. ECB ise, sadece Aralık ayı verilerine bakılarak, kısa vadeli mevduatların gecelik depolara göre daha cazip hale geldiği yönündeki genel kanının, değişmeyeceğini düşünmektedir. ECB, Aralık ayında faiz oranını 25 bp

artırarak 3.5'e yükseltmişti. Diğer yandan, 2 yıl vadeli borçlanma araçlarına olan talep de Aralık ayında fazla değişmemiş, piyasa araçları artış oranı ise gerilemiştir. Ocak ayında ise M1 para arzı artış oranının % 6.5'e gerilediği ve M3 para arzındaki artışı kısmen sınırladığı görülmektedir. Kısa vadeli faiz oranlarının yükseldiği bir ortamda, nakit talebi ve gecelik mevduatlara olan talep gittikçe azalmakta ve M1 artış hızını sınırlandırmaktadır. ECB'nin faiz artırımları sonrası gecelik depolardan, daha fazla getiri sağlayan kısa vadeli mevduatlara yönelik hareket devam etmiş ve kısa vadeli faiz oranlarının yükseleceğine dair beklentiler sonucunda kısa vadeli yatırım araçları cazibesini korumuştur.

**Tablo 4: Euro bölgesi Parasal Değişkenlerinin Özeti**  
(mevsimsellikten arındırılmış yıllık % değişim)

	M3'e oranı (%)	2006 I. Çey	2006 II. Çey	2006 III. Çey	2006 IV. Çey	2006 Aralık	2007 Ocak
<b>M1</b>	<b>47.1</b>	<b>10.3</b>	<b>9.8</b>	<b>7.6</b>	<b>6.7</b>	<b>7.5</b>	<b>6.5</b>
Dolaşımdaki Para	7.5	13.4	11.9	11.3	11.1	11.1	10.4
Gecelik Mevduat	39.7	9.8	9.5	7.0	5.9	6.9	5.8
M2-M1(=diğer kısa vadeli mev.)	38.4	6.8	8.4	9.5	11.2	11.8	12.0
İki yıla kadar vadeli mev.	18.6	9.7	15.2	19.8	25.3	27.4	29.2
3 aya kadar vadeli, ihbarlı mev.	19.8	4.6	3.7	2.4	1.2	0.7	-0.4
<b>M2</b>	<b>85.5</b>	<b>8.6</b>	<b>9.1</b>	<b>8.4</b>	<b>8.7</b>	<b>9.4</b>	<b>8.9</b>
M3-M2 (=piyasa araçları*)	14.5	3.3	5.7	6.4	11.0	11.5	15.7
<b>M3</b>	<b>100.0</b>	<b>7.8</b>	<b>8.6</b>	<b>8.1</b>	<b>9.0</b>	<b>9.8</b>	<b>9.8</b>
<b>Özel Sektöre açılan krediler</b>	Toplam içindeki payı (%)						
Ticari Krediler	42.0	9.2	11.0	11.9	13.0	13.0	13.2
Hane halkı (Konut ve tüketici Kredileri)	49.6	9.6	9.8	9.3	8.7	8.2	7.9
Sigorta Şirketleri ve Emeklilik Fonları	0.9	32.9	41.2	36.7	29.1	28.3	31.1
Parasal Olmayan Diğer Mali Araçlar	7.5	16.2	19.0	17.3	16.4	13.2	11.5

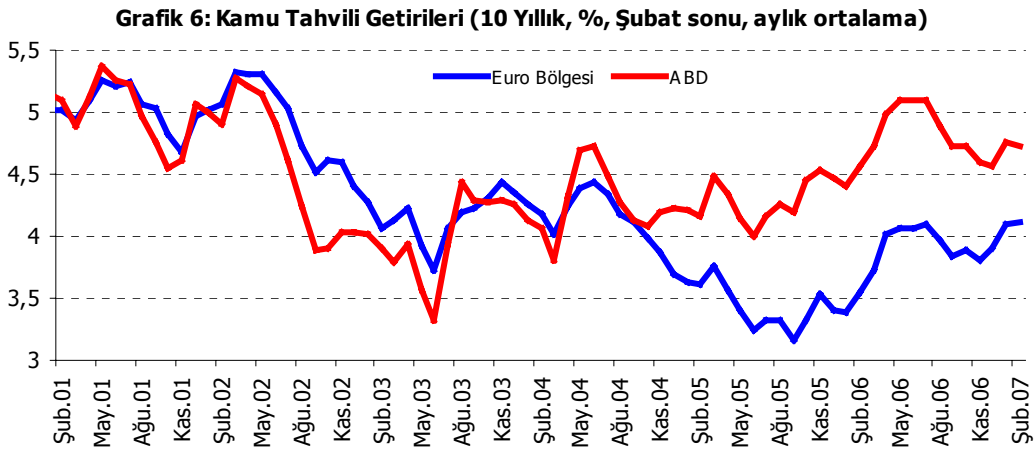
\*Repo işlemleri, para piyasası fonları, vadesi iki yıla kadar olan ve finansal kuruluşlarca ihraç edilmiş borçlanma araçları  
Kaynak: ECB Aylık Bülten, Şubat 2007



- **Kredi gelişmeleri** incelendiğinde; özel sektöre açılan krediler artış oranının Aralık ayında % 10.7'ye, Ocak ayında ise % 10.6'ya gerilediği görülmektedir. Euro bölgesi'nde finansman koşullarının elverişli olması ve büyümenin hız kazanması sonucunda, özel sektöre açılan krediler son dönemde yavaşlamakla birlikte hala yüksek bir seyir izlemektedir. Reel sektöre açılan krediler artış oranı Ocak ayında % 13.2 ile (Aralık: % 13) 2000 yılından bu yana en yüksek seviyesine ulaşmış, hane halklarına açılan kredilerin artış oranı ise yavaşlamıştır. Aralık ayında % 8.2 oranında artan hane halklarına açılan krediler Ocak ayında % 7.9 oranında yükselmiştir. Hane halklarına açılan krediler incelendiğinde; tüketici kredileri artış oranının çok az gerilediği ancak konut alımı için açılan kredilerin

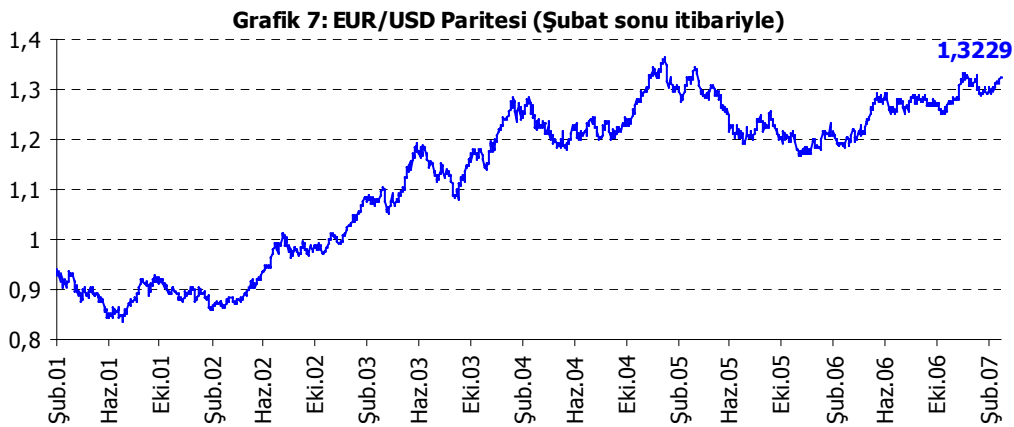
hızla gerilediği gözlenmektedir. Konut fiyatlarının yavaşlaması ve konut kredi faiz oranlarının yükselmesi, hane halklarına konut alımı için açılan kredilerin azalmasında rol oynamaktadır.

- **Uzun vadeli faiz oranları** Ocak ayında euro bölgesi ve ABD’de yükselirken, Şubat ayında ABD uzun vadeli faiz oranları hafif şekilde gerilemiş ancak euro bölgesi faiz oranlarındaki artış devam etmiştir. Euro bölgesi’nde faizlerin yükselmesi ve ekonomiye ilişkin olumlu beklentiler, uzun vadeli faiz oranlarının artmasına neden olmuştur. 10 yıllık kamu tahvil getirileri; euro bölgesi’nde Ocak-Şubat döneminde ortalama 2 bp yükselmiştir. Ocak ayında; uzun dönemli faiz oranlarının yükselmesinde her iki bölge ekonomilerine ilişkin olumlu beklentiler etkili olurken, Şubat ayında ABD ekonomisinde büyümenin daha hızla yavaşlayacağına dair endişeler uzun dönemli faiz oranlarının gerilemesine neden olmuştur. ABD’de 10 yıllık kamu tahvil getirileri Ocak-Şubat döneminde 3 bp gerilemiştir (Grafik: 6). ABD ve euro bölgesi 10 yıllık kamu tahvil getirileri arasındaki fark Şubat ayı sonu itibariyle 61 bp’ye gerilemiştir.

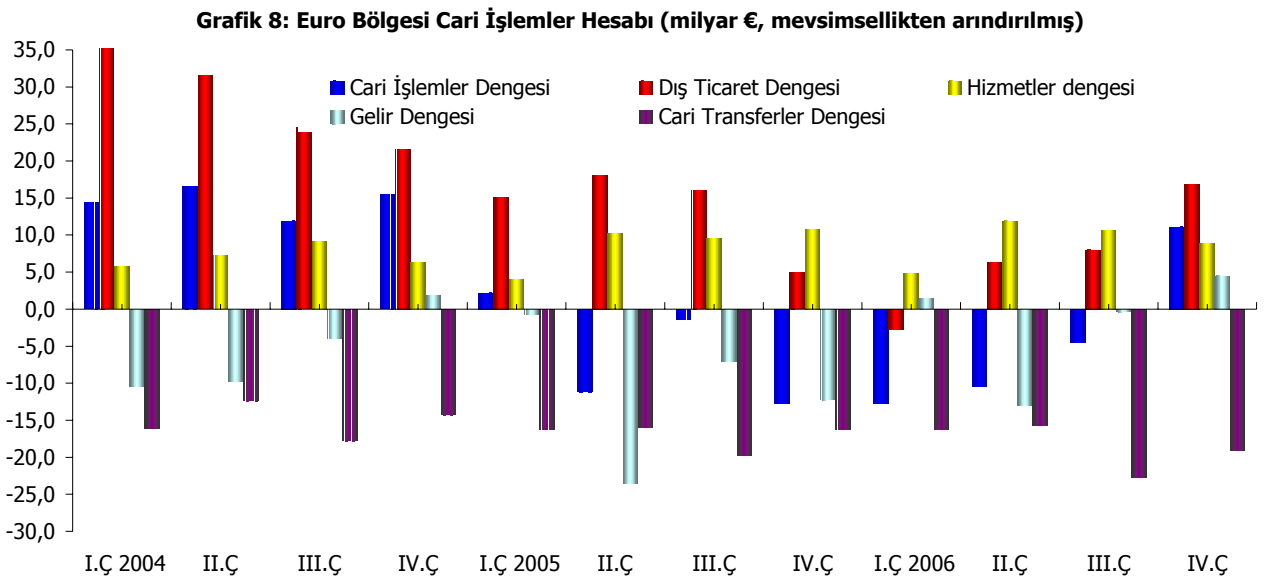


#### 4. Döviz Kuru ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri

- ABD ekonomisinden gelen yavaşlama sinyalleri ve euro bölgesi’nin güçlü büyüme performansını koruyacağına dair beklentiler, Ocak ayında euronun dolar karşısında değerlenmeye devam etmesine neden olmuştur. Aralık ayı başında ABD ekonomisine ilişkin olumlu haberler sonucunda euro, dolar karşısında değer kaybetme eğilimine girmiş, ancak ay sonuna doğru tekrar değer kazanmıştır. 29 Aralık 2006 itibariyle **EUR/USD paritesi** 1.3199, 30 Ocak 2007 itibariyle ise 1.2970 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şubat ayında ise, euro bölgesi’ne yönelik olumlu beklentiler çerçevesinde 1.32’yi gören **EUR/USD paritesi**, 28 Şubat 2007 itibariyle 1.3229 seviyesinden kapanmıştır (Grafik: 7).



- **Ödemeler dengesi verilerine göre;** Aralık ayında euro bölgesi cari işlemler dengesi 5 milyar € fazla vermiştir. Alt kalemler incelendiğinde; Aralık ayında 3.4 milyar € dış ticaret fazlası verildiği görülmektedir. 2006 yılının son çeyreğinde ise, euro bölgesi cari işlemler fazlası 11.1 milyar €'ya (Grafik: 8) ulaşmıştır (2006 üçüncü çeyrek: 4.5 milyar € cari açık). 2006 yılının dördüncü çeyreğinde, enerji fiyatlarının yavaşlamasına paralel olarak dış ticaret fazlasının iki katına çıktığı görülmektedir. Üçüncü çeyrekte 8 milyar € olan dış ticaret fazlası, son çeyrekte 16.9 milyar €'ya yükselmiştir. İhracatın son çeyrekte % 4.3 oranında artmasıyla, dış ticaret fazlası da yükselmiştir. Diğer taraftan, 2006 yılının tamamında cari işlemler açığı 16.8 milyar €'ya yükselmiştir (2005: 8.2 milyar € açık). 2006 yılı cari işlemler dengesi gelişmeleri incelendiğinde; dış ticaret fazlasının 48.2 milyar €'dan 28.4 milyar €'ya, gelir dengesi açığının da 22 milyar €'dan 7.7 milyar €'ya gerilediği görülmektedir. Ancak cari transferler açığı 2006 yılında yaklaşık 4 milyar € artmıştır. 2005 yılında GSYİH'nın % 0.1'inden az olan cari işlemler açığı, 2006 yılında % 0.2'ye yükselmiştir. 2006 yılı boyunca petrol fiyatlarının hızla yükselmesi, dış ticaret fazlasını eriterek cari açığın artmasına neden olmuştur.



- **Ödemeler dengesi finans hesabı, Aralık ayında 11.3 milyar €'luk net portföy ve doğrudan yatırım girişinin** gerçekleştiğini göstermektedir (28.3 milyar €'luk net doğrudan yatırım çıkışı ile 39.6 milyar €'luk net portföy yatırımı girişi). Portföy yatırımları incelendiğinde; Aralık ayında hisse senedi piyasasına 29 milyar € (Kasım: 21 milyar €), borçlanma araçlarına ise 10.6 milyar € (Kasım: 24.1 milyar €) yatırım yapıldığı görülmektedir. 2006 yılının son çeyreğinde ise, 51 milyar €'luk net doğrudan yatırım ve portföy yatırımı girişi kaydedilmiştir. Portföy girişleri dördüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe göre 79.2 milyar € artarken, doğrudan yabancı yatırım çıkışı da 15.3 milyar € artmıştır. 2005 yılında 45.4 milyar €'luk net doğrudan yatırım ve portföy yatırımı çıkışı, 2006 yılında ise, 109.2 milyar €'luk net doğrudan yatırım ve portföy yatırımı girişi (255.1 milyar €'luk net portföy yatırımı girişi ve 145.9 milyar €'luk net doğrudan yabancı yatırım çıkışı) gerçekleşmiştir. 2005 yılında 157 milyar € olan portföy yatırım girişi 2006 yılında 255.1 milyar €'ya yükselmiş, 202 milyar € olan doğrudan yatırım çıkışı ise 145.9 milyar €'ya gerilemiştir. Euro bölgesi sermaye hesabı girişlerinin artmasında, euro bölgesi ekonomisinin canlanması ve ECB'nin faiz artırımları etkili olmuştur. Euro bölgesi'nde şirket kârlılıklarının yüksek olması da euro bölgesi'nde yerleşik olmayan yabancıların euro bölgesi hisse senetlerine daha fazla yatırım yapmasına neden olmuştur.

## 5. Mali Gelişmeler

- 30 Ocak 2007 tarihinde yapılan ve AB'ye üye 27 ülkenin ekonomi ve maliye bakanlarının katıldığı ECOFIN toplantısında, Fransa'ya uygulanan Aşırı Açık Prosedürü'nün sona erdirilmesi kararlaştırılmıştır. 2005 yılında GSYİH'nın % 2.9'u oranında gerçekleşen ve 2006 yılında da % 2.6'ya gerilediği tahmin edilen bütçe açığının ardından, Prosedür'ün kaldırılması zaten beklenmekteydi. ECOFIN'de görüşülen bir diğer konu ise, Almanya ekonomisinde 2007 yılında uygulamaya konulan KDV oranı artışlarıdır. Alman Maliye Bakanı Peer Steinbrueck yaptığı açıklamada, daha önce KDV artışlarının euro bölgesi büyümesini sekteye uğratacağından ve enflasyonu tetikleyeceğinden endişe duyulduğunu; ancak henüz hiçbir olumsuz etkinin gerçekleşmediğini vurgulamıştır.

### KAYNAKLAR:

1. ECB Aylık Bülten (Şubat-Mart 2007)
2. [www.ecb.int](http://www.ecb.int)
3. <http://europa.eu.int/comm/eurostat/>
4. <http://europa.eu.int/comm>
5. Reuters