

EURO BÖLGESİ İZLEME RAPORU

TEMMUZ-AĞUSTOS-EYLÜL 2006



Durukan Payzanođlu **Evşen Özyörük**
durukan.payzanođlu@tcmb.gov.tr evsen.ozyoruk@tcmb.gov.tr

Dış Ekonomileri İzleme Müdürlüğü
Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü

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

EURO BÖLGESİ'NE İLİŞKİN GENEL EKONOMİK GELİŞMELER

• Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi, 6 Temmuz 2006 tarihindeki toplantısında faiz oranlarını değiştirmeyen, 3 Ağustos tarihinde % 0.25'lik faiz artırımına gitmiştir. Böylelikle anahtar faiz oranı % 3.0 olmuştur. 31 Ağustos 2006'da gerçekleştirilen toplantıda ise faiz değişikliğine gidilmemiştir. ECB, petrol fiyatlarındaki artışların ücret ve fiyatlandırma davranışları aracılığıyla ikincil etkiler yaratmasından endişe duymakta; para ve kredi genişlemesinin uzun vadede enflasyon üzerinde yukarı yönde etki yaratacağını savunmaktadır. Diğer taraftan, 2005'in ikinci yarısından itibaren hızlanmaya başlayan ekonomik aktivite, 2006'nın ilk yarısında rekor seviyeye ulaşmıştır. Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin öncü göstergeler ise, büyümenin yılın geri kalanında da güçlü seyretmeye devam edeceğine işaret etmektedir. Ağustos ve Eylül aylarında enflasyon oranında yaşanan gerilemeye rağmen iç talebin güçlü seyretmesi, geçmişteki maliyet artışlarının tüketiciye yansıtılması olasılığını artırmaktadır. Son olarak, Eylül ayında yayınlanan ECB makroekonomik projeksiyonlarının 2006 ve 2007 yılları için büyüme ve enflasyon tahminlerini yukarı doğru revize etmesi, ECB'nin faiz artırımlarını destekler niteliktedir.

• **Finlandiya, AB Dönem Başkanlığı'nı Avusturya'dan devralmıştır.** 1 Temmuz itibarıyla AB Dönem Başkanlığı'nı (D.B.) Avusturya'dan devralan Finlandiya Hükümeti, AB'nin etkin ve şeffaf bir kurum olarak çalışmasına önem vereceklerini açıklamıştır. Finlandiya D.B. süresince gerçekleştirilecek en önemli toplantılar ise; 20 Ekim'de Lahti'de gerçekleştirilecek olan Gayriresmi Devlet ve Hükümet Başkanları Zirvesi ve Aralık ayındaki Brüksel Zirvesidir.

Dönem Başkanlığının odak noktasını, şeffaflık ve etkinlik ilkeleri oluşturmaktadır. AB'nin işleyişi konusunda halktan gelen tepkilere kulak verilmesi gerektiğini savunan Finlandiya, Konsey toplantılarını halka açık olarak gerçekleştirecektir. Böylelikle, ilgili kişilerin toplantıları internetten takip etmesi olanaklı hale gelecektir. Etkinliğin artırılması ise, mevcut düzenlemelerin daha anlaşılır hale getirilmesi yoluyla gerçekleştirilecektir. Yukarıda değinilen amaçlara ulaşmak için hayata geçirilmesi planlanan 4 öncelik sıralanmaktadır:

➤ **AB'nin Geleceği:** AB Anayasası'nın Haziran 2005'te reddedilmesinden bu yana geçen durgun döneme bir son vermeyi planlayan Finlandiya, üye ülkelerle aktif bir diyalog politikası başlatmayı planlamaktadır. Ancak gerçekçi bir strateji izleyen Finlandiya D.B., Fransa ve Hollanda'da gerçekleştirilecek seçimler öncesinde fazla bir ilerleme beklemenin yanlış olduğuna işaret etmektedir. AB'nin Genişlemesi konusunda ise önemli bir döneme girilmiştir. İlk olarak, Bulgaristan ve Romanya'nın AB'ye katılım şartları, Finlandiya dönem başkanlığı sırasında şekillenecektir. İkinci nokta ise, Türkiye ile AB arasında Kıbrıs Sorununa ilişkin anlaşmazlıktır. Türkiye'nin AB üyeliğine destek veren Finlandiya, ek protokolün uygulanması konusunda net bir tavır sergilememektedir. Dışişleri Bakanı Erkki Tuomioja, yıl sonuna kadar ek portokolün uygulanması gerektiğini; aksi takdirde bunun olumsuz sonuçlar doğurabileceğini ifade etmiştir. Son olarak, Makedonya'da yapılan genel seçimler ve Balkanlardaki genel durum, Finlandiya'nın genişleme konusunda ilgileneceği diğer konu başlıklarıdır.

➤ **Rekabet:** AB'nin buluş yapma konusunda daha aktif olması gerektiğini düşünen Finlandiya, bu alanda koordinasyonun artırılmasına yönelik faaliyetlerde bulunacağını açıklamıştır. Ayrıca, enerji politikasına da ağırlık verilecektir. Son olarak, Finlandiya Dönem Başkanlığı'nın, Aralık ayından önce Hizmetler Direktifi'nin son haline şekil vermesi beklenmektedir.

➤ **Dış İlişkiler:** Finlandiya'nın dış politika alanındaki birincil önceliğini, Enerji Politikası oluşturmaktadır. Finlandiya, Rusya ile AB arasındaki ilişkilerin geliştirilmesi konusuna özel bir önem verileceğini açıklamıştır. Avrupa Komisyonu tarafından hazırlanan bir Tavsiye metninde ise,

yürürlükte olan Ortaklık Anlaşması'nın Serbest Ticaret Anlaşması'nı da kapsayacak şekilde genişletilebileceği; bu konudaki müzakerelerin ise 2007'de başlayabileceği belirtilmektedir. Komisyon Başkanı Jose Manuel Barroso ise, Rusya'nın DTÖ'ye katılım anlaşmasını imzalamasının ardından görüşmelere başlanabileceğini açıklamıştır. Dış ilişkiler konusundaki diğer bir öncelik ise, Asya ülkeleri ile ilişkilerin geliştirilmesidir.

➤ **Adalet ve İç İşleri:** 1999 yılındaki dönem başkanlığı sırasında AB'nin bu alandaki ilk işbirliğinin şekillenmesine katkıda bulunan Finlandiya, 2006 yılında da bu alanda ilerleme kaydedilmesine önem vermektedir. Özellikle uluslararası suç, insan ticareti ve terörle mücadele konusundaki işbirliğinin artırılmasına öncelik verilecektir.

- **İngiltere Merkez Bankası Para Politikası Komitesi üyeliğine Andrew Sentance ve Timothy Besley atanmıştır.** Para Politikası Komitesi (PPK) üyelerinden Richard Lambert'in Mart 2006'da görevinden ayrılması ve David Walton'un Haziran ayında aniden vefat etmesi, PPK'nin 7 kişi ile karar almasına neden olmaktadır. 13 Temmuz 2006'da söz konusu pozisyonlara yapılan atamalarla, British Airways'ın Baş Ekonomisti Andrew Sentance ve London School of Economics (LSE)'de ekonomi profesörü Timothy Besley, PPK'nin yeni üyeleri olmuşlardır. Besley Eylül 2006'da, Sentance ise Ekim 2006'da görevine başlayacaktır.

Prof. Andrew Sentance Kimdir?

Lisans eğitimini Cambridge Üniversitesi'nde tamamlayan Andrew Sentance, iktisat doktorasını LSE'de yapmıştır. Halen, Londra Üniversitesi Royal Holloway'da ziyaretçi profesör olan Sentance, daha önce London Business School'da Ekonomik Öngörü Merkezi'nin Direktörlüğünü yürütmüştür. 1998 yılından bu yana British Airways'de Baş Ekonomist olarak çalışan Sentance, The Times Gazetesinde oluşturulan Gölge PPK'nin de üyesidir. Gölge PPK, İngiltere Merkez Bankası'nın faiz kararlarını tahmin eden bir oluşumdur. Sentance, İngiliz Hazinesi tarafından oluşturulan "Akil Adamlar" grubunun kurucu üyeliğini de yapmıştır.

Prof. Timothy Besley Kimdir?

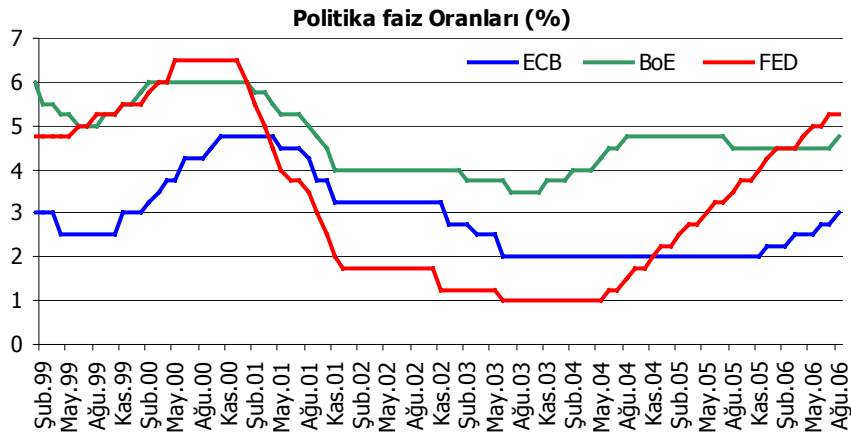
Lisans, yüksek lisans ve doktora çalışmalarını Oxford Üniversitesi'nde tamamlayan Timothy Besley, bir süre Princeton Üniversitesi'nde ders verdikten sonra, LSE'de Ekonomi Profesörü olarak çalışmaya başlamıştır. CEPR, British Academy, Econometric Society ve European Economic Society gibi önde gelen iktisat topluluklarına üye olan Besley, 2005 yılında İktisat bilimine katkıda bulunan genç akademisyenlere verilen Yrjö Jahnsson Ödülünü almıştır. Besley, Kraliyet Ekonomi Topluluğu'nun da "seçilmiş üye"lerinden biridir.

- **Uluslararası Para Fonu (IMF), Euro Bölgesi Article IV raporunu yayınlamıştır.** IMF, Euro Bölgesi'ne ilişkin olarak yayınladığı Article IV raporunda, 2006 yılında Euro Bölgesi ekonomisinin güçlendiğini ve enflasyonist baskıların kontrol altında olduğunu belirtmiştir. IMF'ye göre ECB, bu ortamda parasal sıkılaşma sürecini devam ettirirken dikkatli olmalıdır. IMF bu uyarısına gerekçe olarak Euro Bölgesi'nde yüksek petrol fiyatlarının ikincil etkilerinin henüz görülmemesini ve bölgede ücretlerde ve yönetilen fiyatlarda artışların sınırlı kalmasını göstermektedir. Ek olarak IMF, önümüzdeki iki yıl içerisinde Euro Bölgesi'ndeki enflasyonist baskıların azalacağını tahmin etmektedir. Euro Bölgesi'ndeki ekonomik canlılık daha kalıcı bir hale gelmeden ECB'nin faiz artırımlarında daha fazla dikkatli olması gerektiğini savunan IMF'ye göre, istihdam ve tüketim harcamalarında kırılganlık sürmektedir. Ancak ECB yetkilileri, IMF'nin orta vadede enflasyonist risklerin kontrol altında olduğuna dair görüşüne

katılmamaktadır. ECB'ye göre, enflasyonist baskılar yukarı yönlüdür ve fiyat istikrarını sağlamak için faiz artırımlarına devam edilmesi gerekmektedir.

Büyüme oranının 2006 yılında % 2.1 ve 2007 yılında % 1.8 seviyelerinde olacağını tahmin eden IMF, verimlilik artışının zayıf olması ve 2010 yılından itibaren nüfustaki azalmanın hızlanacak olması nedeniyle, büyüme oranının gerileyebileceği konusunda uyarıda bulunmaktadır. Yatırım ve tüketim harcamaları ile güçlü dış talebin büyümeye önemli katkılar sağladığı, ancak yetersiz verimlilik artışının kalıcı bir büyüme trendine girilmesini engellediği raporda yer almış, verimlilik artışındaki gerilemeyi önlemek için yapısal reformlara devam edilmesi gerekliliği vurgulanmıştır. İşsizlik oranının yıl sonunda % 8'e, tüketici fiyat enflasyonunun ise % 2.2'ye gerileyeceği öngörülmektedir. Nüfustaki azalmanın hızlanmaya başlayacağı 2010 yılına kadar, AB'ye üye ülkelerin mali disiplin sağlaması gerektiğini savunan IMF'ye göre, 2050 yılına kadar yaşanan nüfusun maliyeti GSYİH'nın % 3.75'ine ulaşacaktır. İstikrar ve Büyüme Pakti'nda 2005 yılında yapılan değişiklikleri olumlu karşılayan IMF, Euro Bölgesi'nde mali açıkların halen yüksek seviyede olduğunu belirtmektedir. Diğer taraftan, Aşırı Açık Prosesürüne tabi olan Almanya, Fransa, Portekiz, Yunanistan ve İtalya'da bütçe açıklarının azaltılmasına yönelik ciddi adımların atıldığı da ifade edilmiştir.

- **İngiltere Merkez Bankası, faiz oranını 25 baz puan artırmıştır.** Ağustos 2005'den bu yana % 4.5 seviyesinde tutulan politika faiz oranı, 2-3 Ağustos 2006 tarihlerinde yapılan İngiltere Merkez Bankası (BoE) Para Politikası Komitesi (PPK) toplantısında sürpriz bir şekilde 25 bp artırılarak, % 4.75'e yükseltilmiştir. 16 Ağustos 2006 tarihinde yayınlanan toplantı tutanaklarında, faiz artırım kararının 6'ya karşı 1 oyla alındığı görülmektedir. PPK Üyesi David Blanchflower, işgücü piyasasının durumu ve ücret gelişmelerinin fiyat istikrarı üzerindeki etkisi konusunda diğer üyelere katılmadığı için faizlerin sabit tutulması yönünde oy kullanmıştır.



BoE Başkanı Mervyn King, faiz artışı kararının sürpriz olmaması gerektiğini ve ekonomik verilerin faiz artışını gerekli kıldığını açıklamıştır. King, ekonomideki üretim açığının azalması ile BoE'nin Mayıs ayından bu yana enflasyon ile ilgili görüşlerinin değiştiğini söylemiştir. BoE, petrol fiyatlarındaki artışın durmasından sonra, firmaların kâr marjlarını iyileştirmek için fiyat artışına gidebileceklerini, ikinci aşamada ise ücretlerin yükselebileceğini düşünmektedir. King'e göre, % 50 olasılıkla enflasyon oranı önümüzdeki altı ay içinde % 3'ün üzerinde gerçekleşebilecektir. BoE Başkanı, enflasyon oranı hedef seviye olan % 2'yi 1 yüzde puandan fazla aştığı takdirde, Maliye Bakanı Gordon Brown'a enflasyonun neden bu kadar arttığını ve enflasyon oranının tekrar hedef seviyeye çekilmesi için önerilen adımları açıklayan bir mektup yazmakla yükümlüdür. BoE'nin dikkate aldığı tüketici fiyat enflasyonu, Haziran ayında % 2.5'e yükselmişti. Genel beklenti, yıl sonuna kadar BoE'nin bir kere daha 25 bp'lik faiz artırımına gidebileceği yönündedir.

9 Ağustos 2006 tarihinde yayınlanan Enflasyon Raporu'nda ise, **büyüme açısından olumlu bir görünüm tahmin edilirken, enflasyonun önümüzdeki iki yıllık dönemde % 2'lik hedef seviyenin üzerinde kalacağı öngörülmektedir. Tüketim harcamalarının** iki yıllık öngörü dönemi içinde artış trendini koruması, ancak uzun dönemli ortalamasının biraz altında gerçekleşmesi beklenmektedir. Tüketim harcamalarını olumsuz etkileyebilecek faktörler ise; enerji fiyatlarındaki artışlar, varlık fiyatlarındaki yavaşlama ve yükselen vergiler olarak sıralanmıştır. Elverişli yatırım ortamı, şirketlerin elinde bulunan yüksek likidite, düşük faiz oranları ve gerileyen sermaye mali fiyatlarının, **yatırım harcamalarının** önümüzdeki iki yıl güçlü artış performansını sürdürmesini sağlayacağı tahmin edilmektedir. Kamu harcamalarının ise, 2006 Bütçesine uygun olarak yavaşlayarak artmaya devam edeceği öngörülmektedir. Küresel talebin güçlü seyri nedeniyle ihracat artışının devam edeceği ve İngiltere'nin en büyük ihraç pazarı olan Euro Bölgesi'ndeki ekonomik canlılığın net ihracata katkıda bulunacağı belirtilmektedir. **Genel olarak**, tüketim ve yatırım harcamaları artışı ve net ihracatın katkısı ile büyümenin öngörü dönemi boyunca uzun dönem ortalamasına yakın bir seviyede kalacağı tahmin edilmektedir.

Enflasyonla ilgili olarak raporda; üretim açığının azalması, petrol fiyatlarının artmaya devam etmesi ve tüketici fiyat enflasyonunun son dönemde enerji fiyatlarının etkisiyle hızlanması nedenleriyle, Mayıs ayına göre enflasyona ilişkin görünümün kötüleştiği ifade edilmektedir. İthal mal fiyatlarının enflasyon üzerinde baskı yaratmaya devam edeceği, ancak enerji fiyatlarındaki artışın durulmasıyla birlikte ithalat fiyatlarındaki artışın yavaşlayabileceği belirtilmektedir. Raporda, petrol fiyatlarındaki artışların ikincil etkilerinin henüz görülmediğinin de altı çizilmektedir. Enflasyon oranının iki yıllık dönemde; enerji ve ithal mal fiyatlarındaki artış nedeniyle % 2'lik hedef seviyenin üzerine çıkması, daha sonra yavaşlayarak öngörü dönemi sonunda % 2.0'lik hedef seviyede gerçekleşmesi beklenmektedir.

• **OECD, "Ara Değerlendirme" raporunda 2006 yılı Euro Bölgesi büyüme tahminini % 2.7'ye yükseltmiştir.** OECD tarafından üye ülkelerin ekonomik görünümüne ilişkin olarak yılda iki defa yayınlanan "Ara Değerlendirme" raporunun Eylül sayısında; Euro Bölgesi'nde büyümenin hız kazandığı, enflasyonist risklerin yüksek olduğu ve bu nedenle ECB'nin faiz artırımlarına devam etmesi gerektiği vurgulanmaktadır. Raporda öne çıkan başlıklar şöyledir:

- Euro Bölgesi büyümesinin yılın ilk yarısında hızlandığı; böylelikle geçmişte öncü göstergelerde yaşanan canlılığın temel verilerde de görülmeye başladığı ifade edilmektedir. Söz konusu gelişmede, Almanya'da gerçekleştirilen Dünya Kupası ile inşaat sektöründe uygulanan zaman sınırlı sübvansiyonların da katkısı olduğu vurgulanmaktadır.
- İç talepteki canlanmanın istihdam piyasasındaki toparlanma paralelinde gerçekleştiği, işsizlik oranının 2001 yılından bu yana ilk defa % 8.0'in altına indiği dile getirilmektedir (Temmuz: % 7.8).
- Yılın ilk yarısında beklentilerin üzerinde gerçekleşen ekonomik aktivite nedeniyle 2006 yılı büyüme tahmininin % 2.2'den % 2.7'ye yükseltildiği açıklanmıştır.
- Ekonomik toparlanmanın hız kazanması ile birlikte, para politikasının daha nötr seviyelere çekilebileceği; birim işgücü maliyetlerindeki artışların makul seviyelerde olması nedeniyle söz konusu sıkılaştırmanın kademeli olarak gerçekleştirilebileceği ifade edilmektedir.
- Ekonomik aktivitedeki canlılık nedeniyle beklentilerin üzerinde gerçekleşen bütçe gelirlerinin, birçok Euro Bölgesi ülkesinde kamu kesimi dengesinde ciddi iyileşmelere yol açtığı; bu kapsamda bazı üye ülkelerin bütçe açıklarının % 3.0'ün altına inebileceğine dikkat çekilmektedir.

Ayrıca OECD Baş Ekonomisti Jean-Philippe Cotis, Almanya'da 2007 yılı başında uygulamaya konacak olan KDV artışının büyümeyi bir miktar olumsuz etkileyeceğini; ancak ciddi bir yavaşlama

beklenmediğini vurgulamıştır. Cotis, İtalya'da Prodi Hükümeti'nin harcama kesintilerini azaltmasını olumsuz bir gelişme olarak değerlendirirken, reform sürecine devam edilmesi gerektiğinin altını çizdi.

• **Komisyunun tarafından yayınlanan Ara Tahminler, 2006 büyüme ve enflasyon öngörülerini yukarı yönde revize etmektedir.** Avrupa Komisyonu, 2006 yılında ilk kez yayınlamaya başladığı ara tahminlerde, AB üyesi ülkelerin tamamı yerine; Euro Bölgesi, AB-25 ve önde gelen ekonomilere ilişkin tahminlerini güncellemektedir. Eylül ayı tahminlerinde, son dönemde beklentilerin üzerinde gerçekleşen ekonomik aktivite nedeniyle 2006 yılı büyüme öngörüsü yukarı revize edilirken, enflasyon tahmini enerji fiyatlarındaki artışlara bağlı olarak yükseltilmiştir. Raporda öne çıkan başlıklar şunlardır:

➤ **Euro Bölgesi için 2006 yılı büyüme tahmini % 2.1'den % 2.5'e; AB-25 için % 2.3'ten % 2.7'ye** revize edilmiştir. **Enflasyon tahmini** ise hem Euro Bölgesi hem de AB-25 için **% 2.3** olarak açıklanmıştır.

➤ Ekonomik **büyümenin** geniş bir tabana yayılmaya başladığı, dış talepteki güçlü seyrin devam ettiği, buna ek olarak iç talepte de yatırım başta olmak üzere canlanma yaşandığı dile getirilmektedir. **Önümüzdeki dönemde** ise büyümenin yavaşlayabileceğine dair öncü göstergeler bulunduğu ifade edilmektedir. Euronun 2005'in son çeyreğinde yaşadığı değerlenmenin ve petrol fiyatlarındaki artışların, büyümeyi yavaşlatabileceği ifade edilmektedir. **2007** yılında da büyüme açısından güçlü bir performans beklendiği, bu nedenle % 1.8 olarak açıklanan **büyüme tahmininin** önümüzdeki dönemde **yukarı yönde revize edilebileceği** dile getirilmektedir. Hatırlanacağı üzere ECB, % 1.8 olan 2007 yılı büyüme tahminini Eylül ayında % 2.1'e yükseltmişti.

➤ **Almanya'da uygulamaya konacak KDV artışının** büyüme üzerindeki etkilerinin beklentilerin altında gerçekleşebileceği vurgulanan raporda, **iki yıllık bir dönemde net etkinin nötr olacağı** tahmin edildiği ifade edilmektedir.

➤ % 2.0 hedefinin üzerinde seyreden **enflasyon** oranının, büyük ölçüde enerji fiyatları tarafından şekillendirildiği belirtilmektedir. Çekirdek enflasyonun % 1.5-1.6 seviyelerinde istikrarlı bir seyir izlemesinin ise, enerji fiyatlarının dolaylı etkilerinin sınırlı olduğuna işaret ettiği vurgulanmaktadır. Ancak, üretici fiyatlarındaki artışların % 6.0'lar düzeyine ulaştığı, çekirdek üretici enflasyonunda da ciddi bir yükseliş trendi yaşandığının altı çizilmektedir.

➤ **Birim işgücü maliyetlerindeki** artışların sınırlı seviyede olmasının, petrol fiyatlarının ikincil etkiler yaratmadığına işaret ettiği vurgulansa da, ECB faiz oranlarındaki yükselişin söz konusu gelişmede büyük etkisi olduğuna dikkat çekilmektedir. Ayrıca, işgücü piyasasında yaşanan canlanmanın, Almanya'da IG Metall tarafından talep edilen % 7'lik ücret artışında olduğu gibi, ücretlerdeki ılımlı seyrin ortadan kalkmasına yol açabileceği ifade edilmektedir.

➤ Tahminlerde kullanılan varsayımlar ise şunlardır:

1) EUR-USD paritesinin 11-25 Ağustos 2006 döneminin ortalaması olan 1.26 düzeyinde sabit kalacağı;

2) Kısa ve uzun dönemli faizlerin, ECB'nin fiyat istikrarı hedefine uygun bir seyir izleyeceği;

3) Brent petrolünün 2006'nın ikinci yarısında ortalama 73 \$/varil olacağı; böylelikle, 2006 yılı için ortalama petrol fiyatının 69.3 \$/varil olarak gerçekleşeceği ve

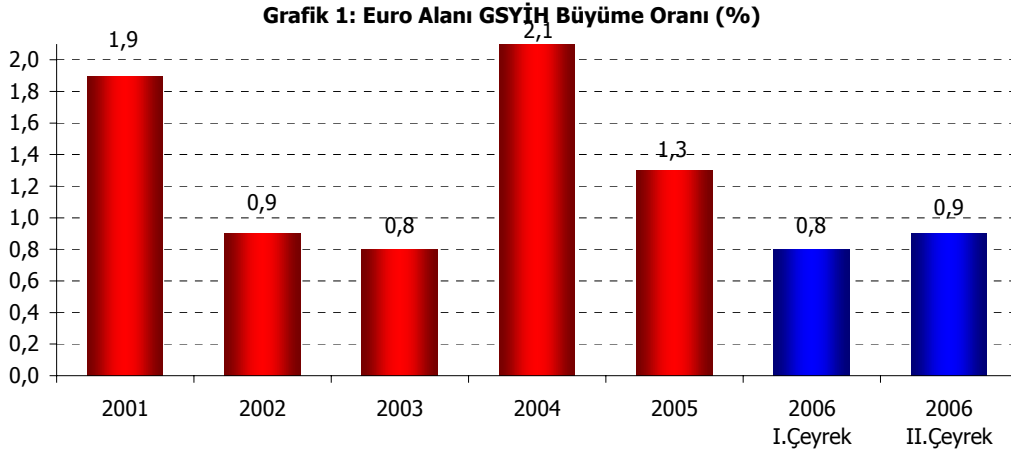
4) AB-25 hariç, dünya büyüme oranının % 5.5, dünya ticaret artışının ise % 9 olacağı

varsayılmaktadır.

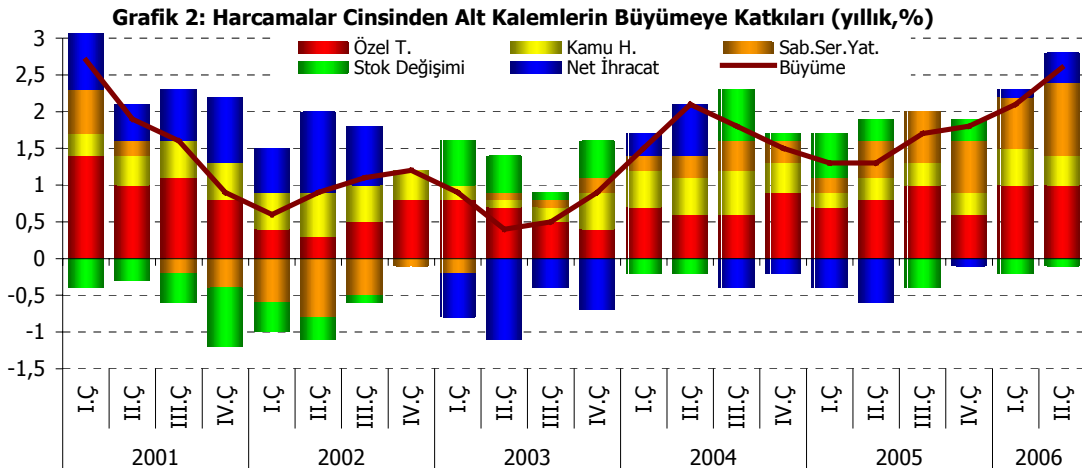
MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER

1. Büyüme

- 2005 yılının dördüncü çeyreğinde % 0.3 olarak gerçekleşen Euro Bölgesi GSYİH artış oranı, 2006 yılının ilk çeyreğinde % 0.8, ikinci çeyreğinde ise % 0.9'a yükselmiştir (Grafik 1). Büyümedeki belirgin hızlanmanın yanısıra, kompozisyonunun da değiştiği görülmektedir. Geçtiğimiz yıllarda dış talep kaynaklı bir büyüme yaşayan Euro Bölgesi'nde, 2006 yılının ilk yarısında büyümeye en önemli katkının iç talepten geldiği görülmektedir. Son dönemde hızla artan yatırımlar iç talebin en önemli unsurunu oluştururken, işgücü piyasasındaki iyileşme paralelinde tüketim harcamaları da canlanmaya başlamıştır. Net ihracatın büyümeye katkısında ise son dönemde bir zayıflama gözlenmektedir.



Alt kalemler incelendiğinde, ikinci çeyrekte büyümeye en büyük katkının sabit sermaye yatırımlarından geldiği görülmektedir. Çeyreklik bazda % 2.1 artış gösteren sabit sermaye yatırımları, güçlü küresel talep paralelinde yüksek seyreden şirket kârlılıklarının, iyileşen iş alemi güvenine paralel olarak yatırımlara dönüştüğüne işaret etmektedir. Tüketim harcamalarında yılın ikinci çeyreğinde yaşanan yavaşlama ise ilk çeyrekteki güçlü artışın ardından gelen bir düzeltme olarak nitelendirilmektedir. İhracatta yaşanan yavaşlamanın ithalattakinden daha hızlı gerçekleşmesi ise net ihracatın büyümeye katkısının yılın ikinci çeyreğinde yavaşlamasına neden olmuştur. Yıllık bazda incelendiğinde de, tüketim ve yatırım harcamalarının, büyümeye katkı açısından en önde yer aldığı görülmektedir (Grafik: 2). Öncü göstergeler incelendiğinde, büyümenin yılın ikinci yarısında da güçlü seyredeceği düşünülmektedir. Uzun vadede ise, petrol fiyatlarının tekrar artması olasılığı, dünya ticaretinde korumacılığın artması ve küresel dengesizlikler, büyümeyi olumsuz etkileyebilecek faktörlerdir.

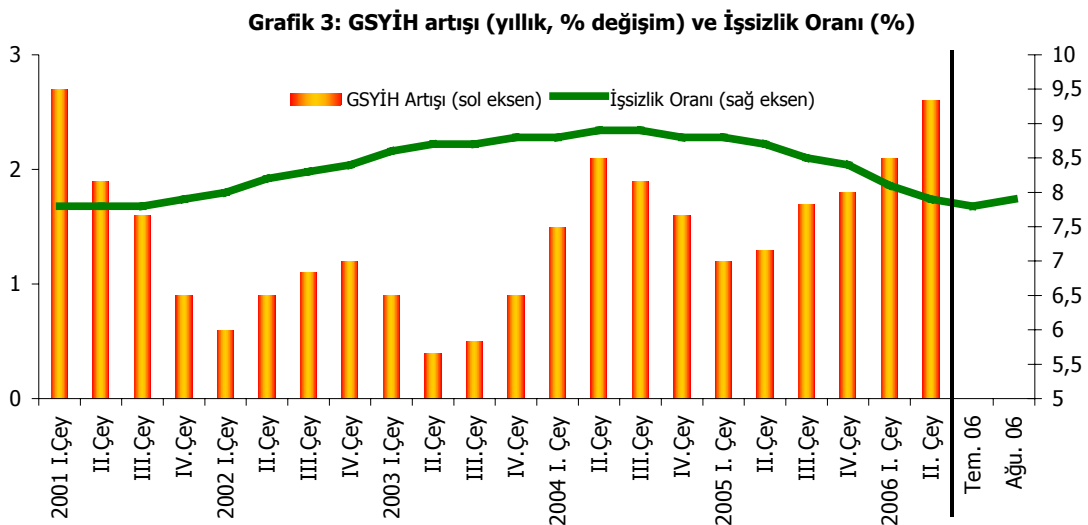


• Euro alanı **sanayi üretimi** 2006 yılının ikinci çeyreğinde güçlü yükseliş trendini korumuştur. Çeyreklik bazda yaşanan % 1.0'lık artış, sektörün Euro Bölgesi büyümesine katkısının 1990'lı yıllardan bu yana devam eden geleneksel trendinin üzerine çıktığını göstermektedir. Temmuz ayında aylık bazda % 0.4'lük daralma ise, yılın üçüncü çeyreğinde sanayi üretimindeki artışın yavaşlayabileceğine işaret etmektedir. Ancak, söz konusu yavaşlamanın bir kısmı mevsimsel faktörlerden kaynaklanmaktadır. Daha dengeli bir görünüm sergileyen üç aylık değişken ortalamalar ise, sanayi üretimindeki artış trendinin Mayıs-Temmuz 2006 döneminde hızlanmaya devam ettiğine işaret etmektedir. Büyümenin en önemli öncü göstergelerinden kabul edilen Satınalma Müdürleri Endeksi'nin (Purchasing Managers' Index, PMI) yılın üçüncü çeyreğinde fazla değişmemesi ise, hem imalat sanayi hem de hizmetler sektöründe ekonomik döngünün olgunlaşmaya başladığını göstermektedir. Bu kapsamda, önümüzdeki dönemde ekonomik büyümedeki hızlanma trendinin son bulacağı düşünülmektedir. Ancak, iç talebin güçlü seyretmesi nedeniyle büyümede ciddi bir yavaşlama beklenmemektedir.

Tablo 1: Euro Bölgesi Sanayi Üretimi

Yıllık % Değişim	Temmuz 06	Haziran 06	Mayıs 06	Nisan 06
Sanayi Üretimi	3.2	4.4	5.2	1.7
Ara malı	4.9	6.7	6.4	2.4
Enerji Üretimi	2.4	1.6	-0.8	1.3
Yatırım Malı	3.8	4.7	7.6	2.2
Dayanıklı Tük. Malı	3.3	3.7	7.7	-1.0
Dayanısız Tük. Malı	0.2	2.3	3.4	0.3

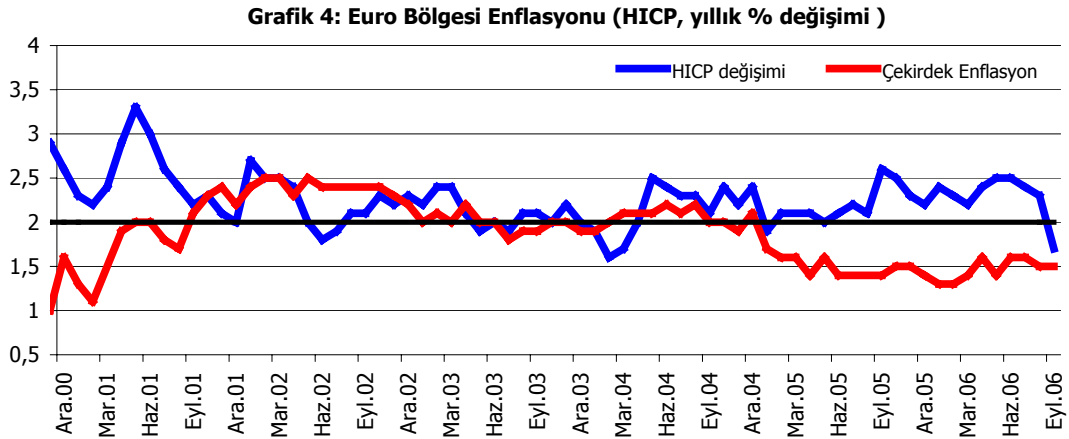
• Euro alanı **işsizlik oranı** (Grafik: 3) 2005 yılındaki % 8.3 seviyesinden, 2006 yılının ikinci çeyreğinde % 7.9'a gerilemiştir. Temmuz ayında ulaşılan 7.8'lik seviye ise son 5 yılın en düşük işsizlik oranına işaret etmektedir. İşsizlik oranının Ağustos ayında % 7.9'a yükselmesi ise yuvarlamadan kaynaklanan teknik bir etkiyi yansıtmaktadır. Bu kapsamda, 2006 yılının ilk çeyreğinden itibaren büyümedeki hızlanma paralelinde işgücü piyasasında yaşanan olumlu etkinin halen sürdüğü söylenebilir. İmalat ve hizmet sektörü PMI verileri de, istihdam artışının yılın üçüncü çeyreğinde sürdüğünü göstermektedir.



2. Enflasyon

• Haziran ayında % 2.5 ile zirveye ulaşan Euro Bölgesi enflasyonu (Grafik: 4), Temmuz-Eylül 2006 döneminde gözle görülür bir gerileme trendine girmiş; sırasıyla % 2.4, % 2.3 ve % 1.7 olarak gerçekleşmiştir. Geçen yıl ABD'de yaşanan Katrina ve Rita Kasırgaları nedeniyle petrol fiyatlarında yaşanan güçlü artışların hesaplama dışında tutulmasının yarattığı baz etkisinin yanısıra, Ağustos ve Eylül 2006'da ham petrol fiyatlarında yaşanan gerileme, enflasyondaki düşüşün temel nedenini oluşturmaktadır. Yaz aylarında yaşanan aşırı sıcak havalar nedeniyle oluşan kuraklık ise, işlenmemiş gıda fiyatlarının enflasyon üzerinde uzun dönem ortalamasının üzerinde bir etki yaratmasına neden olmuştur. Petrol fiyatlarındaki son düşüslere rağmen, kısa vadede enflasyonist riskler yukarı yönlü olduğu düşünülmektedir. Ekonomideki canlılığın sürdüğü bir dönemde petrol fiyatlarındaki gerilemenin harcanabilir gelir ve kâr marjları üzerinde yaratacağı olumlu etki, ECB yetkilileri tarafından, talep baskısını artırabileceği gerekçesiyle yakından izlenmesi gereken bir faktör olarak değerlendirilmektedir.

• **Enerji ve işlenmemiş gıda fiyatları hariç hesaplanan çekirdek enflasyon ise**, Temmuz-Eylül döneminde küçük bir miktar gerilemiştir. Eylül ayı itibariyle % 1.5 seviyesinde gerçekleşen çekirdek enflasyon, 2005 yılının ikinci yarısından bu yana aynı aralıkta dalgalanmaktadır. Söz konusu seyir, enerji fiyatlarındaki artışların ikincil etkiler yaratmadığına işaret etse de, enerji dışı mal ve hizmet fiyatlarındaki gelişmeleri gizler niteliktedir. Son dönemde yaz sezonundan kaynaklanan mevsimsel bir yükseliş trendine giren hizmetler sektörü fiyatları çekirdek enflasyon üzerinde etkili olsa da, sanayi mallarındaki fiyat artışlarının büyümenin hızlanmaya başladığı 2005'in ikinci yarısından bu yana yükselmekte olduğu ve Ağustos ayı itibariyle 2005 yılı ortalamasının üzerine çıktığı dikkat çekmektedir. Söz konusu durum, enerji fiyatlarının dolaylı etkilerinin ortaya çıkmaya başladığına işaret etmektedir. Ancak, söz konusu etkiler şimdilik oldukça sınırlı düzeydedir.



• Hammaddeler ve petrol fiyatlarında kaydedilen gerileme, Temmuz-Ağustos 2006'da üretici fiyatları enflasyonunun sırasıyla % 5.9 ve % 5.7'ye gerilemesine yol açmıştır. Ancak, ara malı fiyatlarındaki tırmanışın devam etmesi, üretici fiyatlarındaki artışın yavaşlama eğilimini sınırlamıştır. Alt kalemleri incelediğinde, enerji fiyatlarındaki yıllık artış oranının Mayıs 2005'ten bu yana en düşük seviyesine gerilediği görülmektedir. Tüketim malı fiyatlarındaki artışın üretici fiyat enflasyonuna katkısı, ara mal fiyatlarına kıyasla daha azdır. Yatırım malı fiyatlarındaki artışlar da ılımlı seyrini korumaktadır. Özetle, üretici fiyatları gelişmeleri, ekonomideki canlanma ile birlikte fiyatlarındaki geçişkenliğin sınırlı bir miktarda da olsa arttığını göstermektedir. Ancak, enerji fiyatlarındaki gerileme, endişe verici boyutlara ulaşan üretici fiyatları enflasyonunun da gerilemesine katkıda bulunmaktadır. 2006 yılının ikinci çeyreğinde yıllık ücret artışı % 2.4'e yükselmiştir (I. Çeyrek: % 2.1). Çalışılan saat başına işgücü maliyetinde de artış gözlemlendiği dikkat çekmektedir. Ancak ikinci çeyrek verileri, Almanya ve diğer bazı

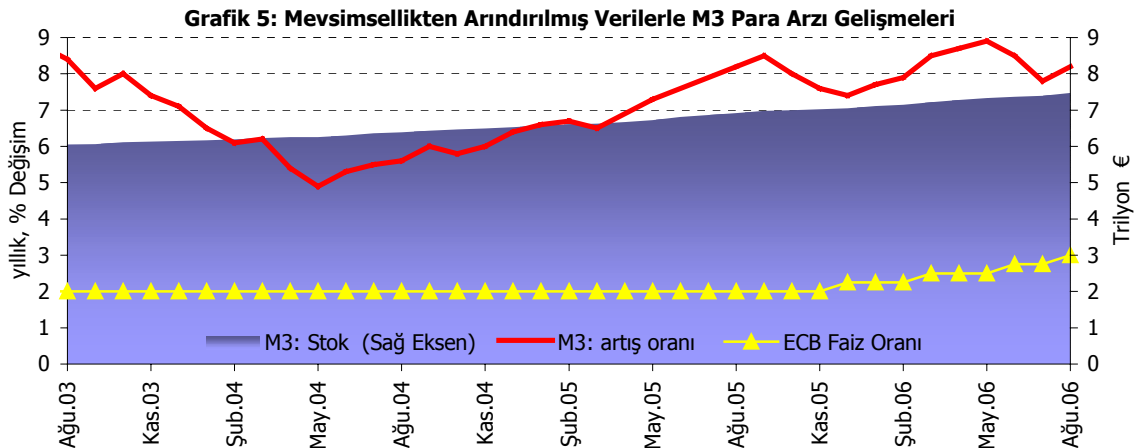
ülkelerdeki bir seferlik ödemeler ücret dışı maliyetlerdeki artışlardan etkilenmektedir. Ayrıca, üretkenlik artışının yılın ikinci çeyreğinde hızlanmış olması da birim işgücü maliyetlerinin yılın geriye kalanında kontrol altında tutulmasına katkıda bulunacaktır.

	2004	2005	04/06	05/06	06/06	07/06	08/06	09/06
TÜFE	2.1	2.2	2.4	2.5	2.5	2.4	2.3	1.7
Enerji	4.5	10.1	11.0	12.9	11.0	9.5	8.1	.
İşlenmemiş Gıda	0.6	0.8	1.2	1.5	2.1	3.2	3.9	.
İşlenmiş Gıda	3.4	2.0	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	.
Enerji Dışı San. Mal.	0.8	0.3	0.6	0.6	0.7	0.5	0.5	.
Hizmetler	2.6	2.3	2.2	1.8	2.0	2.1	1.9	.
Diğer Fiyat Göstergeleri								
Üretici Fiyatları	2.3	4.1	5.5	6.1	5.8	6.0	5.7	.
Petrol Fiyatları (€/varil)	30.5	44.6	57.6	55.7	55.4	58.8	57.8	50.3

- Petrol fiyatlarındaki son dalgalanmalarında da gösterdiği gibi, Euro bölgesi enflasyon oranının kısa vadedeki seyri konusunda büyük belirsizlik bulunmaktadır. Ancak, yıl sonuna doğru oluşacak bazı olumsuz baz etkilerin yanısıra, 2007 yılının başından itibaren Almanya'da uygulanacak olan KDV artışının enflasyon üzerinde yaratacağı mekanik etki, kısa dönemde enflasyon oranının tekrar % 2.0'nin üzerine yükselmesine neden olabilecektir. Orta vadede ise, petrol fiyatlarının tekrar yükselmesi tehlikesi, yönetimli fiyatlar ve dolaylı vergilerde tahminlerin üzerinde yaşanabilecek artışlar, tüketici fiyatlarına yönelik geçişliliğin tahmin edilenin üzerinde olması ve özellikle iyileşme içerisindeki işgücü piyasasında ücretler üzerinde oluşabilecek yukarı yönlü bir baskı, dikkat çeken enflasyonist risklerdir.

3. Parasal ve Finansal Gelişmeler

- **M3** para arzı Haziran-Ağustos döneminde bir önceki üç aylık döneme göre yavaşlamıştır; M3 para arzı artış oranı Haziran ayında yıllık bazda % 8.5 iken, Ağustos ayında % 8.2'ye gerilemiştir (Grafik: 5). Para arzı artış oranı Haziran-Ağustos döneminde yavaşlamakla beraber, Euro Bölgesi'ndeki ekonomik canlılık ve düşük faiz oranlarının etkisiyle yüksek seyretmeye devam etmektedir. Haziran ve Ağustos aylarında ECB'nin faiz oranlarını 50 bp artırması, parasal dinamikleri değiştirmiştir; M3 para arzı bileşenleri içerisinde gecelik depolardan daha fazla getiri sağlayan kısa vadeli mevduatlara yönelindiği gözlenmektedir. Özel sektöre açılan kredilerdeki büyümenin sürmesi, parasal genişlemeyi hızlandırmaktadır. Euro Bölgesi'nde likidite bolluğunu gösteren M3 artışı, güçlü büyüme dinamiklerinin var olduğu ve konut piyasasının canlandığı bir dönemde, orta ve uzun vadede enflasyonist risk yaratmaktadır. Kısa vadeli faiz oranlarının yükselmesinin beklendiği bir ortamda, uzun vadeli yatırım araçlarına olan talebin gerilemesi ve mevcut ortamda daha cazip hale gelen kısa vadeli yatırım araçlarına olan talebin ise artması beklenmektedir.



M3 para arzının temel bileşenleri incelendiğinde, (Tablo 3); Haziran-Ağustos döneminde M3 para arzında görülen artışın çoğunlukla piyasa araçlarına ve kısa vadeli mevduata olan talepten kaynaklandığı görülmektedir. M1 para arzı artış oranı ise, söz konusu dönemde yavaşlamıştır. 2006 yılının ikinci çeyreğinde yıllık bazda % 9.9 olan M1 artış oranı, Haziran ayında % 9.3'e ve Ağustos ayında % 7.2'ye gerilemiştir. Haziran-Ağustos döneminde gecelik depolar ve tedavüldeki para miktarındaki gerileme sonucunda M1 para arzı artış oranının yavaşlaması, M3 para arzı artışını da sınırlamıştır. Kısa vadeli mevduatların artış oranı, Ağustos ayında yıllık bazda % 9.8'e yükselmiştir. Son dönemde ECB'nin faiz oranlarını artırması, kısa vadeli mevduatların gecelik depolara göre daha cazip hale gelmesine neden olmuştur. Özellikle 2 yıl vadeli borçlanma araçlarına olan talep, Haziran-Ağustos döneminde hızlanmıştır; 2 yıllık borçlanma araçları artış oranı Haziran ayında % 17.3 iken, Ağustos ayında % 21'e yükselmiştir. Haziran ayında piyasa araçları artış oranı % 4.9 iken, Ağustos ayında % 7.3'e yükselmiştir. Kısa vadeli borçlanma araçlarına olan talepteki artış, kısa vadeli faiz oranlarının artacağı yönündeki beklentileri yansıtmaktadır.

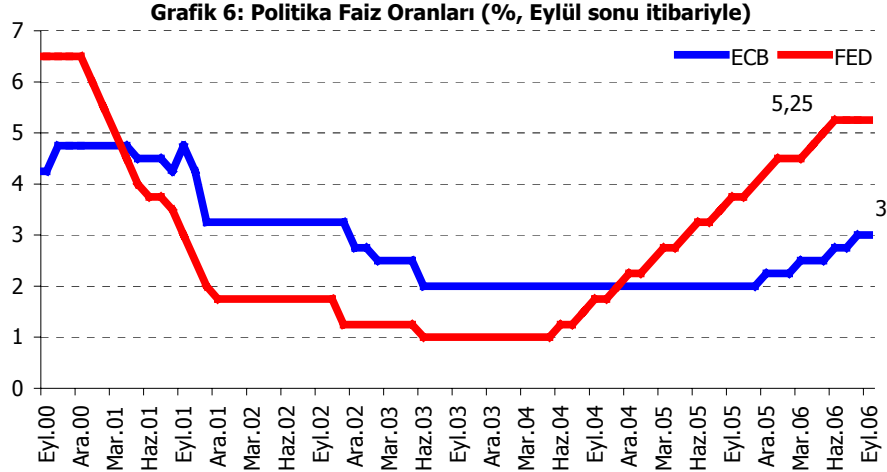
- **Kredi gelişmeleri** incelendiğinde; özel sektöre açılan kredilerdeki artışın Haziran-Ağustos döneminde yavaşladığı görülmektedir; özel sektöre açılan kredilerin artış oranı Mayıs ayında % 11.4 iken, Haziran ayında % 11'e gerilemiş, Ağustos ayında ise % 11.3'e yükselmiştir. Özel sektöre açılan kredilerdeki yavaşlama, çoğunlukla hanehalklarına açılan kredilerdeki gerilemeden kaynaklanmaktadır. Hanehalklarına açılan kredilerdeki artış oranı, Haziran ayında % 9.6'ya (Mayıs: % 9.8) ve Ağustos ayında % 9.2'ye gerilemiştir. Hanehalklarına açılan kredi artış oranına en büyük katkı, konut alımı için açılan kredilerden gelmeye devam etmektedir. İpotek faiz oranlarının düşük olması nedeniyle, konut alımı için açılan krediler güçlü seyrini korumakla beraber, Euro Bölgesi'nde faiz oranlarının yükselmesi ile konut alımı için açılan kredilerin artış oranı Ağustos ayında % 11.1'e gerilemiştir (Temmuz: % 11.4). Öte yandan, düşük faiz ortamı ve büyümenin hız kazanmasıyla ekonomiye olan güvenin artması, reel sektöre açılan kredilerin hız kazanmasına neden olmuştur; reel sektöre açılan kredilerin artış oranı Haziran ayında % 11.5'e, Ağustos ayında ise % 12'ye yükselmiştir.

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

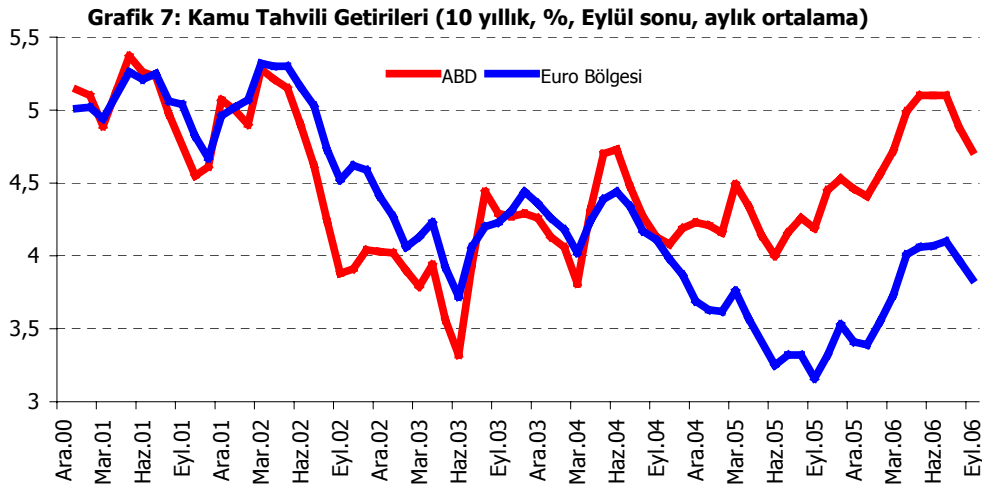
	M3'e oranı (%)	2005 III. Çey	2005 IV. Çey	2006 I. Çey	2006 II. Çey	2006 Temmuz	2006 Ağustos
M1	47.8	11.2	10.9	10.3	9.9	7.4	7.2
Dolaşımdaki Para	7.5	16.0	14.8	13.4	11.9	11.5	11.4
Gecelik Mevduat	40.3	10.4	10.2	9.8	9.5	6.7	6.5
M2-M1(=diğer kısa vadeli mev.)	38.0	5.5	5.9	6.8	8.4	9.2	9.8
İki yıla kadar vadeli mev.	17.0	4.5	6.5	9.7	15.2	19.0	21.0
3 aya kadar vadeli, ihbarlı mev.	21.0	6.0	5.3	4.6	3.7	2.5	2.2
M2	85.8	8.4	8.5	8.6	9.2	8.2	8.4
M3-M2 (=piyasa araçları*)	14.2	5.5	3.7	3.3	5.7	5.3	7.3
M3	100.0	8.0	7.8	7.8	8.7	7.8	8.2
Özel Sektöre açılan krediler	Toplam İçindeki payı (%)						
Ticari Krediler	41.5	7.0	7.7	9.2	11.0	11.8	12.0
Hane halkı (Konut ve tüketici Kredileri)	49.9	8.5	9.0	9.6	9.8	9.4	9.2
Sigorta Şirketleri ve Emeklilik Fonları	1.0	16.5	29.3	32.9	41.1	40.7	33.8
Parasal Olmayan Diğer Mali Araçlar	7.6	15.5	14.1	16.2	19.0	15.6	19.3

*Repo işlemleri, para piyasası fonları, vadesi iki yıla kadar olan ve finansal kuruluşlarca ihraç edilmiş borçlanma araçları
Kaynak: ECB Aylık Bülten, Ekim 2006

- **Kısa vadeli faiz oranlarının** Temmuz-Eylül döneminde artış trendini koruduğu görülmektedir. Kısa vadeli faiz oranları, ECB'nin Haziran ve Ağustos aylarında yaptığı 25 bp'lik faiz artışlarının etkisiyle yükselmeye devam etmektedir (Grafik:6). Kısa vadeli faiz oranlarının önemli ölçüde artmasıyla, söz konusu dönemde piyasa getiri eğrisi düzleşmiştir. Bir aylık ve on iki aylık EURIBOR futures kontratları arasındaki getiri farkı, Ağustos 2006 sonu itibariyle 53 bp, Eylül sonu itibariyle ise 56 bp azalmıştır.



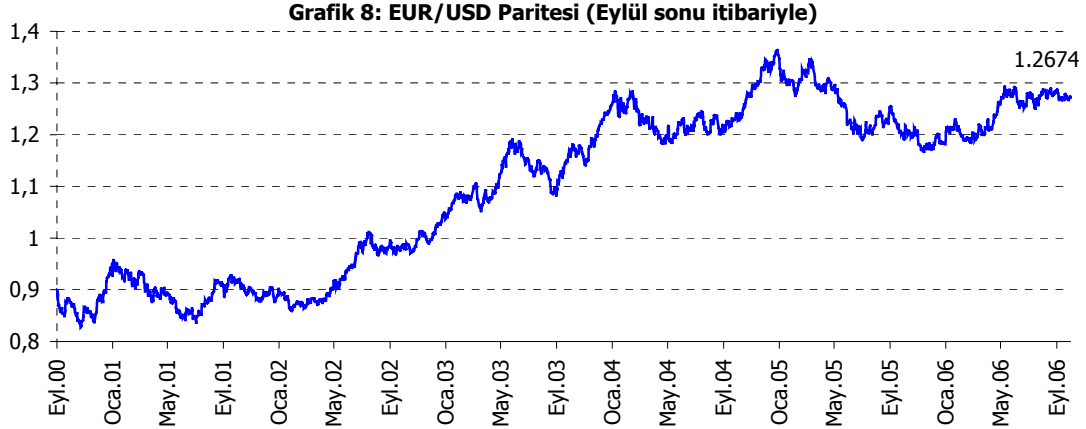
- **Uzun vadeli faiz oranlarının**, Temmuz-Eylül döneminde gerilediği gözlenmektedir. Petrol fiyatlarının son dönemde gerilemesi nedeniyle enflasyon beklentileri azalmış ve 10 yıllık kamu tahvil getirileri düşmüştür. Buna ilaveten, Temmuz ayında Orta Doğu'da yaşanan gerilimlerin de yatırımcıların borsalardan tahvil piyasalarına yönelmesine yol açtığı ve böylece kamu tahvil getirilerinin gerilemesine katkıda bulunduğu düşünülmektedir. 10 yıllık kamu tahvil getirileri Euro Bölgesi'nde Temmuz – Eylül 2006 döneminde ortalama olarak 26 bp gerilemiştir. ABD'de ise 10 yıllık kamu tahvil getirileri Haziran-Eylül döneminde 30 bp azalmıştır (Grafik: 7). ABD ve Euro Bölgesi 10 yıllık kamu tahvil getirileri arasındaki fark Eylül sonu itibariyle 88 bp'ye gerilemiştir.



4. Döviz Kuru ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri

- Temmuz ayında ABD konut piyasasının yavaşladığına dair sinyallerin gelmesi ve 2006 yılı ikinci çeyreğinde büyümenin beklentilerin altında gerçekleşmesi, Temmuz ve Ağustos aylarında euronun dolara karşı değer kazanmasını sağlamıştır. **EUR/ USD paritesi** 2 Ağustos 2006 itibariyle 1.28'e

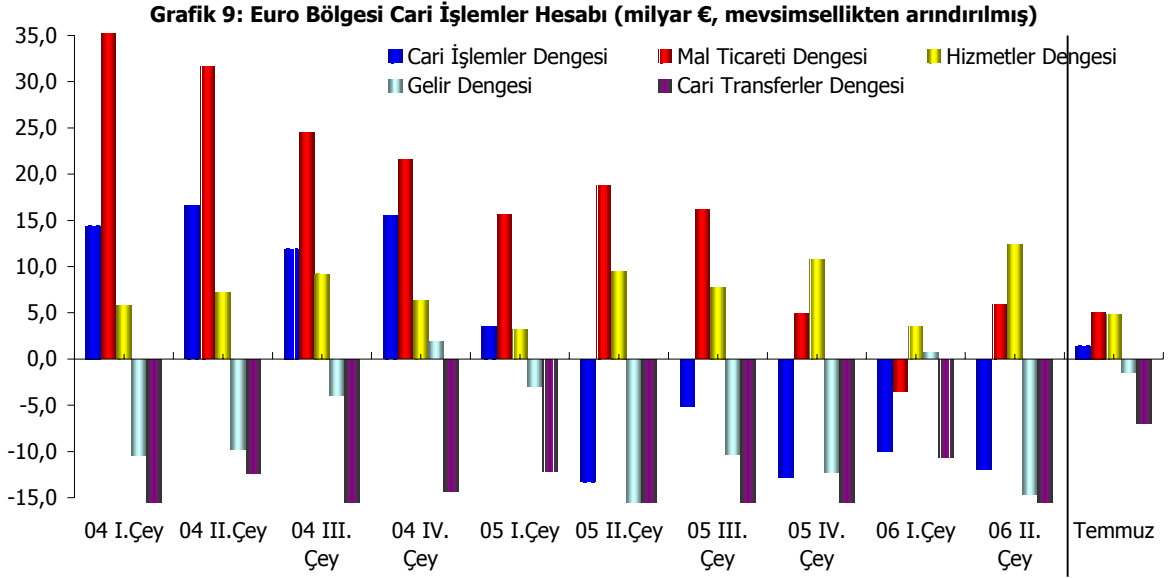
yükselmiştir. ECB'nin faiz artırımlarına devam edeceği beklentisine karşın, petrol fiyatlarının gerilemesi ile euro Eylül ayında dolara karşı değer kaybetmiştir. Euro Bölgesi'nin güçlü büyüme performansına karşılık ABD ekonomisinin yavaşlayacağı yönündeki beklentiler, Ekim ayı başında euronun dolar karşısında tekrar değer kazanmasını sağlamıştır. 30 Eylül 2006 itibariyle **EUR/USD paritesi** 1.2674 seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik: 8).



- **Ödemeler dengesi**, mevsimsellikten arındırılmış (m.a.), verilerine göre, Euro Bölgesi ikinci çeyrekte 12 milyar € cari işlemler açığı, Temmuz ayında ise 1.4 milyar € cari işlemler fazlası vermiştir. Euro Bölgesi'nde, 2006 yılının ilk çeyreğinde 4.6 milyar € olan dış ticaret açığı, ikinci çeyrekte 5.9 milyar €'luk dış ticaret fazlasına dönüşmüştür (Grafik: 9).

- 2006 yılının ikinci çeyreğinde Euro Bölgesi'nde ihracat ve ithalatın birinci çeyreğe göre yavaşladığı görülmektedir. Söz konusu dönemde, mal ve hizmet ihracatı % 1.1 (2006 I.Çey: % 4.1), mal ve hizmet ithalatı ise % 1.6 (2006 I. Çey: % 4.7) artmıştır. İkinci çeyrekte euronun dolar karşısında değer kazanması ihracat performansını olumsuz yönde etkilemiştir; bu dönemde Asya ülkelerine ve ABD'ye yapılan ihracat gerilemiştir. İhracat fiyatları ikinci çeyrekte % 1.7 oranında gerilerken, ithalat fiyatları % 1.5 oranında artmıştır. İhracat hacmini olumsuz etkileyen euronun değerlenmesi, ikinci çeyrekte ithalat fiyat artışını sınırlayan bir faktör olmuştur. İkinci çeyrekte Euro Bölgesi'ndeki ekonomik canlılığa karşın ithalat hacminin gerilediği görülmektedir. Birinci çeyrekte büyümenin tetiklediği ithalat hacminin, ikinci çeyrekte ihracat hacmindeki yavaşlamaya paralel olarak gerilediği düşünülmektedir. Euro Bölgesi'nde ithal edilen ara malların ihracat malı yapımında kullanılıyor olması, ikinci çeyrekte ithalat hacminin neden sınırlı kaldığını göstermektedir. Temmuz ayında ise, ihracat ve ithalattaki yavaşlamanın devam ettiği görülmektedir. Temmuz ayında üç aylık hareketli ortalamalara göre ihracat % 0.1, ithalat ise % 1.6 oranında artmıştır.

- 12 aylık kümülatif verilere göre, petrol ve hammadde fiyatlarının yükselmesi nedeniyle cari işlemler açığı büyümeye devam etmektedir. Kümülatif veriler, Temmuz 2005'de 21 milyar € olan cari işlemler fazlasının Temmuz 2006'da 45.7 milyar €'luk cari işlemler açığına dönüştüğünü göstermektedir. Mal ticareti açığının büyümesi, cari işlemler fazlasının açığa dönüşmesinin temel nedenidir; Mayıs 2006'da Euro Bölgesi petrol ticaret açığı bir yıl öncesine göre 47.8 milyar € artarak 168.4 milyar €'ya ulaşmıştır.



- Ödemeler dengesinin finans hesabı, 2006 yılının ikinci çeyreğinde 104.6 milyar €'luk net portföy ve doğrudan yatırım girişi olduğunu göstermektedir. Mayıs ve Haziran aylarında uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanma nedeniyle, gelişmekte olan piyasalardan çekilen yatırımcıların, söz konusu dönemde Euro Bölgesi'ne yöneldiği görülmektedir. 2006 yılının ikinci çeyreğinde, 10.9 milyar €'luk net doğrudan yatırım çıkışı, 115.5 milyar €'luk net portföy yatırım girişi gerçekleşmiştir. 12 aylık kümülatif verilere bakıldığında, ikinci çeyrekte 44 milyar €'luk net doğrudan yatırım ve portföy yatırımı girişi kaydedildiği görülmektedir. 2005 yılının ikinci çeyreğinde ise 49.5 milyar €'luk net doğrudan yatırım ve portföy yatırımı girişi gerçekleşmişti. Hisse senetlerine yapılan portföy yatırımları, Haziran ayında yıllık bazda 205 milyar €'ya ulaşmıştır. Söz konusu durum, Euro Bölgesi'nde yerleşik olmayan yabancıların euro cinsinden varlıklara olan taleplerinin artmasından kaynaklanmaktadır. 2006 yılının ilk çeyreğinde Euro Bölgesi'nde şirket kârlılıklarının ABD'ye göre daha yüksek olması, Euro Bölgesi borsalarına yabancı yatırımlarını çeken bir unsurken, ikinci çeyrekte çoğunlukla gelişmekte olan piyasaları terkeden fonlar Euro Bölgesi'ne kaymıştır. Euro Bölgesi'nde büyümeye yönelik olumlu beklentilerin oluşması da, Euro Bölgesi'ne yapılan net portföy yatırımının artmasına katkıda bulunmuştur. Temmuz ayında ise, Mayıs ve Haziran aylarında hızla artan portföy yatırımlarının yavaşladığı görülmektedir; net portföy girişi 2.1 milyar €, net doğrudan yatırım çıkışı ise 8.9 milyar € olarak gerçekleşmiştir.

5. Mali Gelişmeler

- **Temmuz ayında düzenlenen ECOFIN toplantısında, İtalya'nın mali disiplin konusundaki adımları değerlendirilmiştir.** Toplantıda, İtalya tarafından açıklanan mini bütçenin Avrupa Komisyonu'nun tavsiyeleri doğrultusunda hazırlandığının altı çizilerek, Prodi hükümetinin mali iyileşme konusundaki kararlılığına güven duyulduğu belirtilmiştir. İtalya tarafından sunulan mini bütçe, yaklaşık 1 milyar €'luk harcama kesintisi öngörmektedir; gelecek yıl uygulamaya konacak önlemlerin de etkisiyle 2006'da % 4.1 seviyesinde gerçekleşmesi beklenen bütçe açığının 2007 yılında % 2.8'e çekilmesi planlanmaktadır. Aşırı Açık Prosedürü'ne (AAP) tabi olan iki AB üyesindeki mali gelişmeleri de değerlendiren ECOFIN, Güney Kıbrıs Rum Yönetiminin gerekli mali sıkılaşmayı sağladığına; bu nedenle de AAP uygulamasına son verilmesine karar vermiştir. Portekiz hükümeti tarafından açıklanan mali önlemler konusunda memnuniyetini dile getiren ECOFIN, ortaya konan plan çerçevesinde bütçe açığının 2008 yılında % 3.0 barajının altına inebileceğini ifade etmiştir. Hatırlanacağı üzere Portekiz, 2005 yılında AAP'ye tabi tutulmuş, bütçe açığını SGP limitlerinin altına çekmesi için 2008 yılına kadar

süre verilmişti. Ancak ECOFIN, hedeflere ulaşılması konusunda birtakım riskler bulunduğunu; bu nedenle sıkı bir uygulama takvimi gerektiğini vurgulamıştır.

İstikrar ve Büyüme Paktı (SGP) kurallarının değiştirilmesinin üzerinden geçen bir yıllık süredeki gelişmeleri içeren ve Avrupa Komisyonu tarafından hazırlanan, "Euro Bölgesi'nde Kamu Maliyesi Raporu"nu görüşen ECOFIN, kuralların uygulanması konusunda büyük aşama kat edildiğini; genel olarak Gözden Geçirilmiş SGP'nin olumlu sonuçlar verdiğini vurguladı. Ancak, ekonominin canlanma evresinde bulunduğu bu günlerde, üye ülkelerin mali disiplin sağlamada yavaş kaldıklarına vurgu yapılarak, yeni kurallar gereğince büyümenin güçlü olduğu dönemlerde uygulanması gereken % 0.5'lik yapısal fazla/GSYİH kuralına özen gösterilmesi gerektiği ifade edilmiştir. Rapora göre, AAP'ye tabi olan beş ülkeden; Almanya, Fransa ve Yunanistan'ın 2006 yılında %3'lük bütçe açığı limitini tutturmaları, Portekiz (%4.6) ve İtalya'nın (%4.1) ise limitin üzerinde kalmaları beklenmektedir.

• **Eylül ayında düzenlenen ECOFIN toplantısında Almanya ve İtalya'nın bütçe açıkları ele alınmıştır.** Toplantılarda, Almanya'nın 2007 yılında bütçe açığını İstikrar ve Büyüme Paktı limiti olan GSYİH'nin % 3'üne çekmesinin beklendiği, ancak İtalya'da bütçe açığının halen çok yüksek olduğu vurgulanmıştır. Toplantılarda konuşma yapan İtalya Merkez Bankası Başkanı Mario Draghi, ekonomideki yapısal sorunlara rağmen büyüme oranının beklentilerin oldukça üzerinde gerçekleştiğini ve İtalyan ekonomisinin iyiye gittiğini söylemiştir.

Öte yandan, Nisan 2006'daki genel seçimleri kazandıktan sonra, bütçe açığını düşürmeyi öncelikli hedef ilan eden Prodi hükümetinin, söz konusu hedefe ulaşmalarını sağlayacak bütçe tasarısı Bakanlar Kurulu'nda kabul edilmiştir. Hükümet 2007 yılı bütçe açığı hedefini % 2.8 olarak açıklamıştır. 2006 yılında GSYİH'sinin % 4.1'i oranında bütçe açığı vermesi beklenen İtalya'da, hükümet bütçe açığını azaltabilmek için 2007 yılı bütçesinde 14.8 milyar € ile GSYİH'nin % 2.0'sine varan kesintiye gitmiştir. 2007 yılı bütçesinde, büyümeyi hızlandıracak önlemlerin yanısıra işgücünden alınan vergilerde de indirimle gidilmiştir. % 2.8'lik bütçe açığı hedefinin tutturulabilmesi için gereken 33.4 milyar €'luk ek kaynak, vergiden kaçınmanın önlenmesi, emeklilik sistemindeki tasarruflar ve yerel yönetimlere ve sağlık sistemine ayrılan fonlardaki kısıntıyla karşılanacaktır. Prodi hükümeti gelir vergisi oranlarında da değişikliğe giderek, üst gelir gruplarının daha fazla; alt gelir gruplarının ise daha az vergilendirilmesini hedeflemektedir. 2007 yılı bütçesinin hem parlamentoda hem de Senato'da onaylanması gerekmektedir. Prodi hükümetinin çoğunluğu sağladığı parlamentodaki oylamanın sorunsuz geçmesi beklenmektedir. Diğer taraftan, hükümetin Senato'da sadece 1 sandalye farkla çoğunluğu sağlamış olması, 2007 yılı bütçesinin Senato onayının zorlu geçeceğini göstermektedir. Çok partili bir koalisyon olan Prodi hükümeti içinde de 2007 yılı bütçesine muhalif seslerin yükseldiği belirtilmektedir.

• **Aşırı Açık Prosedürü'ne tabi olan Fransa, 2007 yılı bütçe taslağını Eylül ayında açıklamıştır.** Cumhurbaşkanlığı seçimlerinin yapılacağı 2007 yılına ilişkin bütçe taslağı, seçmenleri memnun edecek vergi indirimleri ve kamu borcunu azaltacak önlemler içermektedir. Fransa'nın bütçe açığı 2005 yılında GSYİH'nin % 2.9'u olarak gerçekleşmiş ve İstikrar ve Büyüme Paktı sınırları içinde kalmıştı. Diğer taraftan 2005 yılında bir kereye mahsus yöntemlerle bütçe açığının % 3'lük limit içinde kaldığı ve 2006 yılında GSYİH'nin % 3'ü civarında gerçekleşmesi beklenen bütçe açığının, 2007'nin seçim yılı olması nedeniyle yeniden artabileceğinden endişe edilmekteydi. Bütçe taslağı, 2007 yılında GSYİH'nin % 2.5'i kadar bütçe açığı verilmesini öngörmektedir. Kamu borcu/GSYİH oranının ise % 64.6'dan % 63.6'ya düşürülmesi hedeflenmektedir. Bütçe taslağındaki hedeflerin, büyümenin 2006 ve 2007 yıllarında % 2-2.5 aralığında olacağı varsayımına dayandığı açıklanmıştır. 2006 yılında GSYİH'nin % 53.3'ü oranında olan kamu harcamalarının, 2007 yılında % 52.9'a çekilmesi planlanmaktadır. 2006 yılında hızlanan büyüme sayesinde bütçe taslağındaki hedeflerin ulaşılabilir olduğu ve kamu maliyesindeki iyileşmenin ekonomideki canlanma ile beraber hız kazanacağı

belirtilmiştir. 2006 yılının ikinci çeyreğinde % 1.2 oranında büyüyen Fransız ekonomisi, aynı dönemde % 0.9 büyüyen Euro Bölgesi ve Almanya'yı geride bırakmıştır.

KAYNAKLAR:

1. ECB Aylık Bülten (Ağustos 2006-Ekim 2006)
2. www.ecb.int
3. <http://europa.eu.int/comm/eurostat/>
4. http://europa.eu.int/comm/index_en.htm
5. Reuters