

EURO BÖLGESİ İZLEME RAPORU

ARALIK 2004*



Etkin Özen

etkin.ozen@tcmb.gov.tr

Durukan Payzanođlu

durukan.payzanoglu@tcmb.gov.tr

Aysun Tekkaya

aysun.tekkaya@tcmb.gov.tr

**Dış Ekonomileri İzleme Müdürlüğü
Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü**

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

*Kasım ve Aralık 2004 aylarındaki gelişmeleri içermektedir.

EURO BÖLGESİ'NE İLİŞKİN GENEL EKONOMİK GELİŞMELER

- Avrupa Merkez Bankası (AMB) Yönetim Konseyi, 4 Kasım ve 2 Aralık 2004 tarihlerinde düzenlediği toplantılarda, anahtar faiz oranlarında değişiklik yapmama kararı almıştır. Söz konusu oranlar, **refinansman için % 2, marjinal kredi imkanı için % 3 ve depo imkanı için % 1** 'dir.
- **AMB büyüme tahminlerini aşağı doğru revize etmiştir.** AMB Yönetim Konseyi'nin 2 Aralık tarihli toplantısının ardından yayınlanan makroekonomik projeksiyonlarda, büyüme tahminlerinin orta noktasının 2004 için % 1.9'dan % 1.8'e, 2005 için ise % 2.3'ten % 1.9'a gerilediği görülmüştür. AMB'nin enflasyon tahminleri ise 2004 için % 2.2 olarak değişmeden kalırken, 2005 için % 1.8'den % 2.0'ye yükseltilmiştir. Büyüme beklentisinin aşağı doğru revize edilmesi, yüksek petrol fiyatlarına bağlanmaktadır.

ECB Makroekonomik Projeksiyonları (%)				
	2003	2004	2005	2006
Enflasyon	2.1	2.1 - 2.3	1.5 - 2.5	1.0 - 2.2
Büyüme	0.5	1.6 - 2.0	1.4 - 2.4	1.7 - 2.7

- Yılda iki defa yayınlanan, '**OECD Ekonomik Görünüm**' (Economic Outlook) raporunun Aralık sayısında, Euro Bölgesi'nde güven endekslerindeki düşüğe rağmen, 2005 yılında iç talebe dayalı bir büyüme yakalanabileceği söylenmiştir. Ancak, küresel olarak canlılığın süreceği beklentisine rağmen, büyüme konusunda en büyük belirsizliğin Euro Bölgesi'ne yönelik olduğu vurgulanmıştır. Petrol fiyatlarının ve Euro'nun daha istikrarlı ve öngörülebilir bir düzeye gelmesi durumunda, Euro Bölgesi'nde iç talepte canlılığın 2005'ten itibaren yakalanacağı tahmin edilmiştir.

OECD Makroekonomik Projeksiyonları (%)			
	2004	2005	2006
Reel GSYİH Artışı	1.8	1.9	2.5
Enflasyon	1.9	1.7	1.8
Cari İşlemler Den./GSYİH	0.7	0.6	0.9
Kamu Den./GSYİH	-2.1	-1.8	-1.8
İşsizlik Oranı	8.8	8.6	8.3

- **Kasım-Aralık döneminde AB bütçesine ilişkin tartışmalar devam etmiştir.** 2007-2013 dönemi AB bütçesinin kesinleştirilmesine ilişkin tartışmalar; İngiltere, Almanya, Avusturya, Hollanda, İsveç ve Fransa'nın AB bütçesini AB GSMH'sinin % 1'i ile sınırlandırmak istemeleri ile, AB Komisyonu'nun teklif ettiği % 1.14'lük tavan arasındaki uyuşmazlıktan kaynaklanmaktadır. İspanya ve Polonya gibi AB yapısal fonlarından fazla yararlanan ülkeler, Komisyon'un önerisine destek vermektedirler. Bu konuda Birlik içinde henüz bir uzlaşmaya varılamamıştır. Mevcut durumda AB bütçesinin, AB GSMH'sine oranı % 1.27'dir.
- **Avrupa Komisyonu, İstikrar ve Büyüme Pakti'nde (SGP) revizyon önerilerini açıklamıştır.** Almanya ve Fransa'nın iki yıl üst üste (2002-2003) SGP bütçe açığı/GSYİH üst limiti % 3'ü aşmaları ile SGP'nin etkinliği ve uygulanışı konusunda tartışmalar başlamıştı. Almanya, Fransa ve İtalya gibi ülkeler, Pakt'ın ülkelerin karakteristiklerine uyacak esneklikte ve büyümeyi daha destekler nitelikte bir yapıya kavuşturulmasını; ayrıca Ar-Ge harcamalarının, askeri harcamaların ve AB bütçesine yapılan katkıların bütçe açığı hesaplamalarından çıkarılmasını istemektedirler. Avrupa Komisyonu ve Avusturya gibi bazı ülkeler ile AMB ise, Pakt'ın mevcut kurallarının korunmasından ve sadece uygulamanın etkinleştirilmesinden yanadır. Bu çerçevede, Avrupa Komisyonu SGP'de bazı reform önerilerinde bulunmuştur:
 - Pakt'ın uygulanmasında; ekonomik döngülerin, iniş ve çıkışların daha fazla dikkate alınması,
 - Orta vadeli ulusal bütçe hedeflerinin daha net tanımlanması,

- Borç dinamikleriyle ilgili kriterlerin daha etkin bir şekilde uygulanması ve borçların sürdürülebilirliğine daha fazla önem verilmesi,
- Aşırı açık prosedürünün uygulamasının etkinleştirilmesi.

Konunun Mart 2005'te yapılacak olan liderler zirvesinde karara bağlanması beklenmektedir.

- **Komisyon, Yunanistan'a karşı ihlal prosedürü başlatmıştır.** Avrupa Komisyonu, Yunanistan'ın euro alanına giriş öncesinde bütçe ve borç istatistiklerini yanlış verdiğinin ortaya çıkmasının ardından, Aralık ayı başında ihlal prosedürü başlatma kararı almıştır. Yunanistan bütçe istatistiklerine ilişkin sorunlarını gidermesi durumunda, cezai yaptırımlara maruz kalmayacaktır. Bu çerçevede, Yunanistan 2004-2007 dönemine ilişkin tahminlerini de yayınlamıştır. Buna göre, Yunanistan'ın önümüzdeki üç yılda yaklaşık % 4 büyümesi ve bütçe açığının da % 3'ün altına düşmesi öngörülmektedir. 2004 yılı için % 112.1 olduğu tahmin edilen kamu borcu/GSYİH oranının ise, 2005 yılında 109.5'e çekilmesi planlanmaktadır. Yunanistan hükümeti, son dönemde gerçekleştirdiği vergi reformları ve yatırımlarla ilgili düzenlemeler sayesinde rekabetin artacağını, bunun da ekonomik aktiviteyi canlandıracağını ifade etmektedir. Ayrıca, şu an % 35 olan kurumlar vergisinin de 2007 yılına kadar % 25'e düşürülmesi amaçlanmaktadır. Plandaki tahminler, EUR/USD paritesinin, önümüzdeki üç yılda 1.24 seviyesinde seyredeceği ve petrol fiyatlarının 2007 yılında 35 USD/varile gerileyeceği öngörüsüne göre yapılmıştır.

	Yunanistan'ın Bütçe Açığı/GSYİH Oranları (%)						
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Orijinal	4.0	2.5	1.8	2.0	1.4	1.4	3.2
Düzeltilmiş	6.6	4.3	3.4	4.1	3.7	3.7	4.6

- **AB, Kanada ile ticaret paketi oluşturacak.** AB, 12. büyük ticaret ortağı ve kendisine yönelik yatırımlarda 4. büyük ülke olan Kanada ile işbirliğini artırmak amacıyla, yeni bir "Ticaret ve Yatırım Geliştirme Anlaşması"nın müzakerelerine başlamıştır. Söz konusu anlaşma, klasik anlamda ticaret önleyici engellerin kaldırılmasının yanı sıra, profesyonel yeterliğin karşılıklı tanınması, rekabet, ARGE, mali hizmetler, e-ticaret gibi konularda da yoğun işbirliğini öngörüyor.
- **Avrupa Komisyonu göreve başladı.** 18 Kasım 2004'te yapılan oylama sonucunda Avrupa Parlamentosu'ndan güvenoyu alan **yeni Avrupa Komisyonu**, J. Manuel Barroso Başkanlığında 22 Kasım 2004 tarihinde göreve başlamıştır.

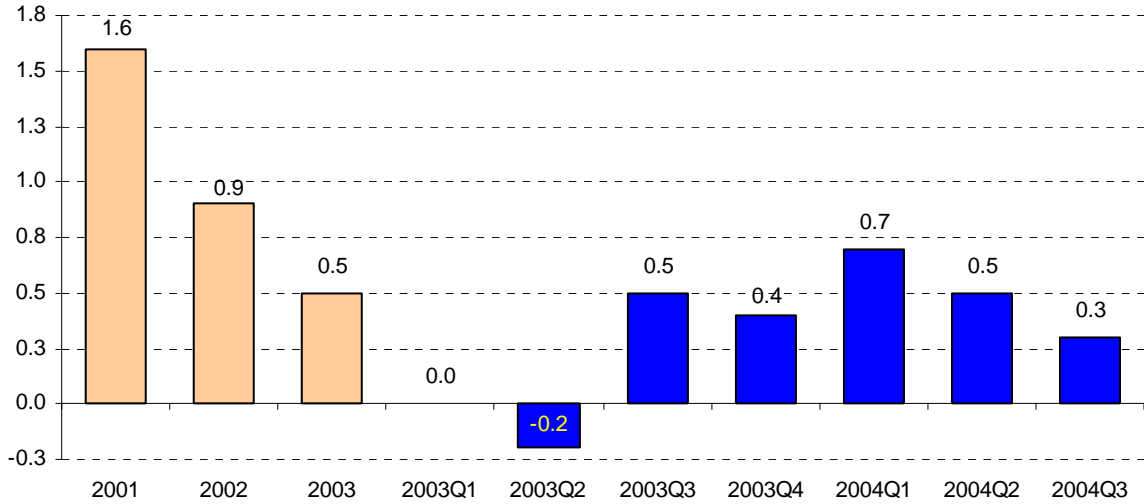
Üyelik	Kişi	Ülke
Başkan	Jose Manuel Barroso	Portekiz
Bşk. Yrd.-Kurumsal İlişkiler ve İletişim	Margot Wallstrom	İsveç
Bşk. Yrd.-Girişim ve Sanayi	Günter Verheugen	Almanya
Bşk. Yrd.-Ulaşım-Taşımacılık	Jacques Barrot	Fransa
Bşk. Yrd.-Denetim ve Anti- Yolsuzluk	Siim Kallas	Estonya
Bşk. Yrd.-Adalet ve İçişleri	Franco Frattini	İtalya
Bilgi Toplumu ve Medya	Viviane Reding	Lüksemburg
Çevre	Stavros Dimas	Yunanistan
Ekonomik ve Parasal İşler	Joaquin Almunia	İspanya
Bölgesel Politikalar	Danute Huebner	Polonya
Balıkçılık ve Denizcilik	Joe Borg	Malta
Bütçe	Dalia Grybauskaitė	Litvanya
Bilim ve Araştırma	Janez Potocnik	Slovenya
Eğitim ve Kültür	Jan Figel	Slovakya
Sağlık ve Tüketicinin Korunması	Markos Kyprianou	GKRK
Genişleme	Olli Rehn	Finlandiya
İnsaniyet Yardımı	Luis Michel	Belçika
Enerji	Andris Piebalgs	Letonya
Rekabet	Neele Kroes-Smit	Hollanda
Tarım	Mariann Fischer Boel	Danimarka
Dış İlişkiler	Benita Ferrero-Waldner	Avusturya
İç Piyasalar	Charlie McCreevy	İrlanda
İstihdam ve Sosyal Politikalar	Vladimir Spidla	Çek Cumhuriyeti
Ticaret	Peter Mandelson	İngiltere
Vergi ve Tarifeler	Laszlo Kovacs	Macaristan

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER

1. Büyüme

- **Euro Alanı**, 2004 yılının ilk iki çeyreğinde sırasıyla % 0.7 ve % 0.5 büyüdükten sonra, **üçüncü çeyrekte ancak % 0.3'lük bir büyüme kaydedebilmiştir** (Grafik 1). Ekonomik büyümede yaşanan yavaşlama, net ihracatta yaşanan kötüleşmenin yanı sıra, iç talebin zayıf kalmasından kaynaklanmaktadır. Eurodaki değerlenme süreci, petrol fiyatlarındaki artışlar ve özellikle bazı büyük AB ülkelerindeki yapısal reform çalışmalarının kısa vadede tüketici güvenini olumsuz etkilemesi; bir yandan ihracat performansını kötüleştirirken, diğer yandan tüketim harcamalarının artmasına engel olmuştur. Ancak, 2002-2003 yıllarında şirketler tarafından gerçekleştirilen bilanço düzeltme çalışmaları ve 2004 yılındaki canlı dış talep, şirketlerin ertelenen yatırım harcamalarını arttırmalarına neden olmaktadır. Zira, artan yatırım harcamalarına bağlı olarak, III. çeyrekte stok artışlarının büyümeye katkısında güçlü bir iyileşme görülüyor. Söz konusu eğilimin sürdürülmesi halinde, özellikle hanehalklarının güvensizliği nedeniyle iç talepte oluşan zayıflık dengelenebilir ve büyümenin sürdürülmesi gündeme gelebilir. Ancak, birçok kuruluşun 2004 yılı büyüme tahminleri % 1.5-1.8 aralığında aşağı doğru düzeltilmiş durumda. 2005 yılında ise, özellikle euro dolar kurunda ve petrol fiyatlarında büyük çaplı dalgalanmalar yaşanmazsa, büyüme hızının % 1.9 seviyelerinde gerçekleşeceği tahmin edilmekte.

Grafik 1: Euro Alanı GSYİH Büyüme Oranı (%)



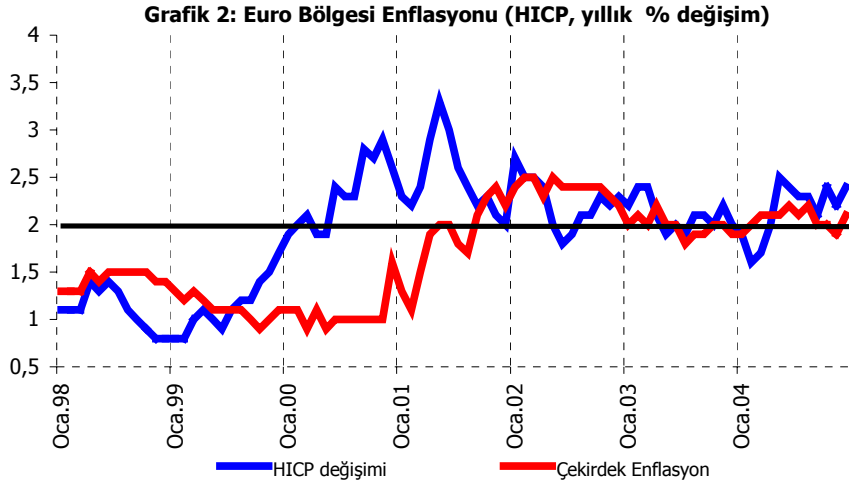
Kaynak: ECB Monthly Bulletin, December 2004

- **Euro Alanı sanayi üretimi** verileri ise, yılın üçüncü çeyreğinde üretim artışının sürdüğüne; ancak yılın ikinci çeyreği ile karşılaştırıldığında, sanayi sektörünün bir yavaşlama içersisine girdiğine işaret etmektedir. Zira, **ikinci çeyrekte**, sanayi üretimi **yıllık artış hızı % 3.1 düzeyinde iken, üçüncü çeyrekte % 2.8'e gerilemiştir**. Ekim ayı verilerine bakıldığında ise, sanayi üretimi bir önceki aya göre % 0.6 azalarak, yıllık artış oranının % 1.6'ya gerilemesine neden olmuştur (Eylül ayında sırasıyla % 0.8 ve % 3.6 artış göstermişti). Söz konusu durum, daha çok, yılın ilk yarısında hızlı bir artış gösteren küresel talebin daha sonra yavaşlamasının, Euro Alanı sanayi üretimi üzerindeki etkisinden kaynaklanmaktadır. Ayrıca, euronun uzun süreden beri dolar karşısında değerlenmesinin Ekim ayından itibaren hız kazanması da sanayi üretimi verilerini etkilemiş olabilir. Üretimin kaynaklarına bakıldığında ise, Ağustos-Ekim 2004 döneminde, sermaye malı üretiminin güçlü olmaya devam ettiği, ancak aramalı üretiminin artışının durduğu ve tüketim malı üretiminin de azaldığı görülmekte.

- **Euro Alanı işsizlik oranı**, 2004 yılı Ekim ve Kasım aylarında da **% 8.9 seviyesinde gerçekleşerek, Mart 2003'ten bu yana değişmeden kalmıştır**. İşsiz sayısının Ekim ayında 36,000 kişi azalmış olması, ikinci çeyrekteki aylık ortalama 10,000 kişilik artışla karşılaştırıldığında, sevindirici bir gelişme olarak karşımıza çıkmıştı. Ayrıca, işsiz sayısının Aralık 2003'ten bu yana ilk defa azalıyor olması da ekonominin görünümüne ilişkin iyimser havayı güçlendirmekteydi. Ancak, Kasım ayı verileri, işsizlik oranının değişmemesine karşın, işsiz sayısının 9,000 kişi arttığını göstermekte. Yine de, söz konusu verilerden yola çıkarak, yılın ikinci yarısında istikrarlı bir istihdam artışı eğiliminin yakalandığını söylemek yanlış olmaz.

2. Enflasyon

- 2004 yılı başında, ECB'nin % 2'lik fiyat istikrarı hedefinin altında seyreden **Euro Bölgesi enflasyonu**, daha sonra enerji fiyatları, kamu fiyatları, dolaylı vergiler ve Almanya gibi ülkelerde uygulanan yapısal reformlar nedeniyle sağlık sektöründeki fiyat artışları sonucu, % 2'nin üzerine çıkmıştı. Kasım-Aralık döneminde de TÜFE enflasyonu bu seyrini sürdürmüştür. Kasım ayında % 2.4'ten % 2.2'ye gerilemiş, Aralık ayında ise yeniden % 2.4'e yükselmiştir (Grafik 2). Kasım ayındaki düşüşte, özellikle gıda fiyatlarında devam eden gerileme ve ulaşım-taşımacılık fiyatları ile petrol fiyatlarına bağlı olarak enerji fiyatlarındaki yavaşlama etkili olmuştur. Aralık ayında ise, sağlık hizmetleri fiyatları ve özellikle Almanya ve İtalya'da tütün vergilerindeki artış nedeniyle yükselen alkol-tütün fiyatları enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı yaratırken, gıda, ulaşım-taşımacılık fiyatları ile enerji fiyatlarındaki yavaşlama devam etmiştir. Euro Bölgesi hizmet sektörü fiyatları enflasyonunda devam eden katılık da, enflasyonun yüksek seyretmesinde etkili olmaktadır.



- Enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarından arındırılmış **çekirdek enflasyon** da Kasım ayında % 2'den % 1.9'a gerilemiş, Aralık ayında ise yeniden yükselerek % 2.1 olmuştur. Ana endeks gibi çekirdek enflasyon da Aralık ayında, özellikle sağlık ve alkol-tütün fiyatlarındaki artışlardan dolayı yükselmiştir.
- 2004 yılı başından itibaren artış trendinde olan ve Ekim ayında % 4'e ulaşan **üretici fiyatları enflasyonu** ise, enerji fiyatları artış hızının yavaşlaması nedeniyle Kasım ayında, Şubat 2004'ten bu yana ilk kez gerileyerek % 3.6'ya inmiştir.

	2003	07/04	08/04	09/04	10/04	11/04	12/04
TÜFE	2.1	2.3	2.3	2.1	2.4	2.2	2.4
Enerji	3.0	5.9	6.5	6.4	9.8	8.7	6.9
İşlenmemiş Gıda	2.1	0.7	-0.2	-1.5	-1.2	-1.0	-
İşlenmiş Gıda	3.3	3.8	3.6	3.4	2.8	2.3	-
Enerji Hariç Sanayi Malları	0.8	0.7	0.9	0.9	0.8	0.8	-
Hizmetler	2.5	2.7	2.7	2.6	2.6	2.6	-
Diğer Fiyat Göstergeleri							
Üretici Fiyatları	1.4	2.9	3.1	3.3	4.0	3.6	-
Petrol Fiyatları (EUR/varil)	25.1	30.7	34.1	35	39.4	34.5	30

- **AB-25**'te ise, Kasım ayında % 2.3'ten % 2.2'ye gerileyen enflasyon, Aralık ayında % 2.4 olmuştur. Aralık ayında en yüksek enflasyon oranları % 7.4, % 5.8 ve % 5.5 ile sırasıyla Letonya, Slovakya ve Macaristan'da; en düşük enflasyon oranları ise % 0.1, % 0.9 ve % 1.1 ile sırasıyla Finlandiya, İsveç ve Danimarka'da görüldü.
- Euro Bölgesi'nde ılımlı seyreden işgücü maliyetleri ve zayıf bir seyir izleyen iç talep, enflasyonda yukarı yönlü baskı yaratan unsurların etkisini azaltmaktadır. Enerji fiyatlarındaki geçmiş yükselişin ikincil etkilerinin de görülmemesi durumunda, enflasyonun 2005 yılını hedef seviyenin altında tamamlaması beklenebilir. Ancak, **petrol fiyatlarındaki artışın ücretlere yansımaları ihtimali, kamu fiyatları ve dolaylı vergiler, fiyat istikrarı için risk olabilecektir.**

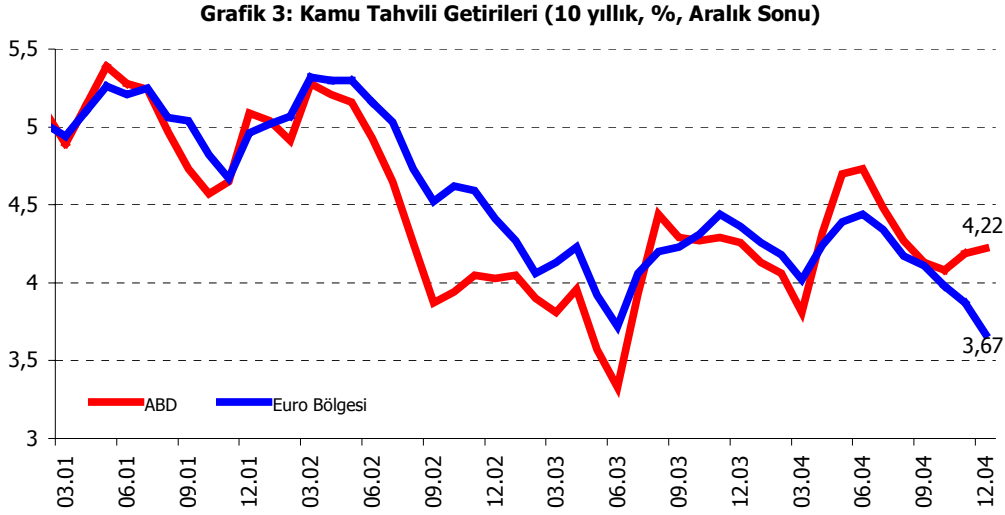
3. Parasal ve Finansal Gelişmeler

- Euro Bölgesi'nde 2004'ün ilk yarısında hız kesen güçlü M3 artış hızı, yılın geri kalanında tekrar hız kazanmaya başlamıştır (Tablo 2). Geçen yılın ayı dönemine göre, 2004'ün ikinci çeyreğinde % 5.4, üçüncü çeyrekte ise % 5.6 olan M3 para arzı artış hızı, Ekim ayında % 5.8'e, Kasım ayında ise % 6'ya yükselmiştir.
- M3 artış hızının 2004'ün ilk yarısında hız kesmesinde etkili olan temel etken, hanehalkı ve şirketler kesiminin portföy tercihinin değişmesidir. 2001-2003 yılları arasında, Euro Bölgesi ekonomisi ve finansal piyasalardaki (özellikle hisse senedi piyasası) belirsizlikler sonucu riskten kaçınma güdüsüyle kısa vadeli ve likit aktiflere olan talep artmıştı. Ekonomi ve finansal piyasalardaki belirsizliğin azalmasıyla, yatırımcıların daha uzun vadeli yatırım araçlarına ve hisse senedi piyasalarına yönelik taleplerinin arttığı ve bunun M3 artış hızının azalmasına etkili olduğu düşünülmektedir. Ne varki, Euro Bölgesi'nde yatırımcı ve tüketici güveninin göreceli olarak zayıf olması ve düşük faiz oranları, ihtiyat güdüsü ile likit varlık talebini yüksek tutmakta ve M3 artışının son aylarda tekrar yükselmesinde etkili olmaktadır.

	M3'e oranı (%)	2003 IV. Çey.	2004 I. Çey.	2004 II. Çey.	2004 III. Çey.	2004 Ekim	2004 Kasım
M1	44.8	11.0	11.0	10.2	9.6	9.0	9.7
Dolaşımdaki Para	7.0	26.5	24.0	21.6	20.3	19.6	19.2
Gecelik Mevduat	37.8	8.7	9.1	8.5	7.9	7.2	8.2
M2-M1(=diğer kısa vadeli mevduat)	40.7	4.8	3.3	1.7	2.0	3.6	3.2
İki yıla kadar vadeli mevduatlar	15.5	-3.0	-4.4	-7.0	-5.8	-2.0	-3.1
3 aya kadar vadeli ihbarlı çekilebilen mevduatlar	25.2	11.0	9.2	8.1	7.6	7.4	7.5
M2	85.5	7.9	7.2	6.0	5.8	6.3	6.5
M3-M2(=piyasada işlem gören araçlar*)	14.5	5.6	2.3	2.0	3.9	2.8	2.9
M3	100	7.5	6.4	5.4	5.6	5.8	6.0
Özel Sektöre açılan krediler	Toplam içindeki payı (%)						
Ticari Krediler	41.9	3.5	3.2	4.0	4.6	5.1	5.2
Hanehalkı (emlak+tüketici kredileri)	50.3	6.4	6.6	7.3	7.8	7.8	7.9
Sigorta Şirketleri ve Emeklilik Fonları	0.7	11.8	8.6	18.8	18.2	9.5	10.3
Parasal Olmayan Diğer Mali Araçlar	7.1	11.7	8.9	8.5	8.3	9.2	10.0

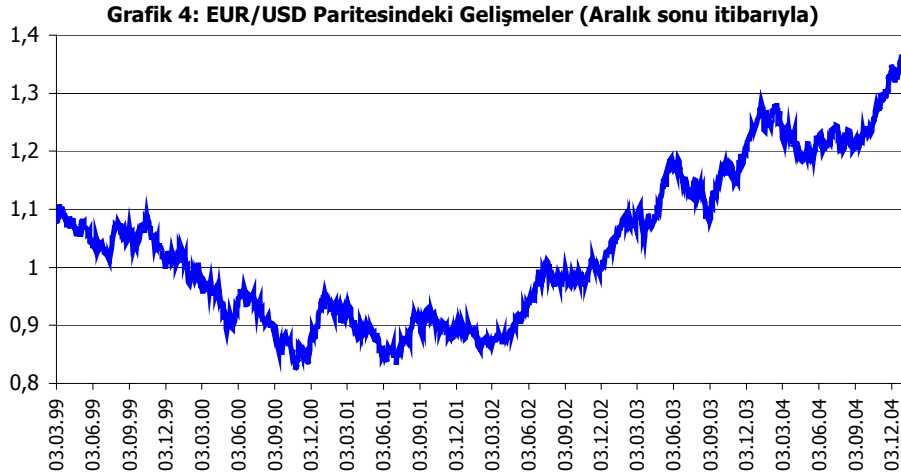
*Repo işlemleri, para piyasası fonları, vadesi iki yıla kadar olan ve parasal ve finansal kuruluşlarca ihraç edilmiş borçlanma araçları
Kaynak: "ECB Monthly Bulletin, January 2005" ve "ECB Press Release, 2 December 2004", www.ecb.int

- **M3** para arzının temel bileşenlerine bakıldığında (Tablo 2); **M1**'in M3 artış hızına en önemli katkıyı yaptığı görülmektedir. Bu durum, düşük faiz oranlarının, düşük getirili varlıkları elde tutmanın alternatif maliyetlerini düşürmesinden kaynaklanmaktadır. M1'in bileşenlerinden dolaşımdaki paranın artış hızının yüksek seviyelerini koruması, özellikle euro banknot talebinin hem içeride hem de dışarıda arttığının göstergesidir. Gecelik mevduatların artmaya devam etmesi ise, M1 artışının sürmesini sağlamaktadır. **M2** içerisinde yer alan kalemlerden, 3 aya kadar vadeli ihbarlı çekilebilen mevduatların artışı Kasım ayında da sürerken, iki yıla kadar vadeli mevduatların azalışı hızlanmıştır. Piyasada işlem gören yatırım araçlarının M3 artışına katkısının ise sınırlı olduğu görülmektedir. Bu araçların, kısa vade yapıları ve likiditelerinin yüksek olmasından dolayı özellikle belirsizlik ortamlarında tutuldukları düşünüldüğünde, M3 artışına yaptıkları katkının düşük olması, Euro Bölgesi yerleşiklerinin portföy tercihlerinin normale döndüğü görüşünü desteklemektedir.
- M3 artışının devam etmesi, Euro Bölgesi'ndeki likidite artışının sürdüğünün bir göstergesidir. Özellikle 2002-2003 yılları arasındaki ekonomik ve finansal belirsizlikler, düşük faiz oranlarının da etkisiyle, yatırımcıların portföy tercihlerinin değişmesine neden olmuş ve bu değişiklik kısa vadeli ve daha likit varlık talebinin artmasını sağlamıştı. Portföy tercihlerindeki bu değişiklikten kaynaklanan M3'teki artışın, tüketici fiyatlarını etkilemediği görülmekteydi. AMB'nin son dönemdeki en önemli kaygılarından birisi, ekonomideki ve güven ortamındaki iyileşmeyle birlikte portföy tercihlerinin reel işlemlere kayması ihtimalinin, fiyat istikrarı üzerinde risk oluşturmasıdır. Fazla likidite ve güçlü kredi artışı, son dönemde emlak piyasasında da görüldüğü üzere, varlık fiyatlarında sert artışlara yol açabilir.
- Ekim ayında yıllık bazda % 6.8 artan özel sektöre açılan krediler, Kasım ayında % 6.9 artmıştır. Finansal olmayan kuruluşlar ve hane halkına açılan kredilerin artış hızı sırasıyla, % 5.2 ve % 7.9'a yükselmiştir. Kredilerdeki artışa en önemli katkı, düşük faiz oranlarının etkisiyle, ipotek ve emlak kredilerindeki artıştan gelmektedir. Ekim ayında % 9.8 olan bu kredilerin artış hızı, Kasım ayında % 9.9'a yükselmiştir.
- Kısa vadeli para piyasası faiz oranlarına bakıldığında genelde AMB'nin temel faiz oranı olan % 2'ye yakın bir seviyede seyrettiği görülmektedir. Aralık sonu itibarıyla, Mart, Haziran, Eylül 2005 vadeli üç aylık futures kontratların getirileri, % 2 - 2.45 aralığındadır.
- Uzun vadeli faiz oranlarındaki gelişmelere bakıldığında ise, tahvil getiri oranlarının ABD ile paralel biçimde gerilediği görülmektedir (Grafik 3). ABD'de Aralık ayında FED'in 25 bp'lik faiz artırımına rağmen bu tarihten sonra, hem ABD'de hem de Euro Bölgesi'nde uzun dönem faiz oranları gerilemiştir. Bu gerilemede, ABD'de enflasyonist beklentilerin zayıflaması, istihdam verilerinin dalgalanma göstermesi gibi nedenler etkili olurken, Euro Bölgesi faiz getirilerinin azalmasında, eurodaki değerlenme sonucu euro cinsi tahvil talebinin artması ve Euro Bölgesi büyüme beklentilerindeki göreceli zayıflamanın faizlerde artış beklentilerini zayıflatmasının etkili olduğu söylenebilir.



4. Döviz Kuru ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri

- Euro, Kasım ve Aralık aylarında da özellikle dolar karşısında yükselişini sürdürmüştür (Grafik 4). Güçlü ABD iş aleminin ve reel kişisel tüketim harcamaları verilerine rağmen, ABD'nin bütçe ve cari işlemler açığının boyutları ve cari işlemler açığının finansman ihtiyacı, yatırımcıların temel kaygısıdır. Bu dönemde, özellikle Asya merkez bankalarının rezervlerindeki dolar cinsi varlıkların oranını azaltacaklarına yönelik spekülasyonlar da doların euro karşısında gerilemesinde etkili olmuştur. 14 Aralık'ta Federal Açık Piyasa Komitesi'nin 25 bp'lik faiz artırımı kararının da piyasalarda halihazırda bekleniyor olması, artırımın döviz kuru üzerindeki etkisinin sınırlı olmasına neden olmuştur. Aralık ayı sonunda euro 1.36 ABD doları seviyelerinden işlem görmüştür.



- Aralık ayında açıklanan Euro Bölgesi ödemeler dengesi verilerine göre, Ekim ayında 0.9 milyar € cari işlemler fazlası (Eylül: -2.2 milyar €) gerçekleşmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre, dış ticaret fazlası ise 4.8 milyar €'dan 6.0 milyar €'ya yükselmiştir.
- Cari işlemler hesabının Ekim ayında fazla vermesinde, dış ticaret fazlasındaki ve hizmetler kalemi fazlasındaki artışın yanında, gelirler ve cari transferler kalemlerindeki açıklarının azalması etkili oldu. Asıl dikkat çeken nokta, Eurostat verilerinin aksine, ECB'nin mevsimsel olarak düzeltilmiş verilerine göre, Ekim ihracatının geçen senenin aynı dönemine göre % 9.1 artmasıdır (Eylül:% 7.3). Eurostat verileri ise, ihracatın Ekim ayında % 3 arttığını söylüyordu. 12 aylık genel

toplamlara bakıldığında ise, Ekim 2002-2003 döneminde 30.7 milyar € olan cari işlemler fazlası, Ekim 2003-2004 döneminde 38.8 milyar €'ya yükselmiştir. Ekim ayında ihracatın artmaya devam etmesi de eurodaki değerlenmenin henüz ihracata olumsuz yansımadağına işaret etmektedir.

- Eylül ayında 41.4 milyar € net portföy yatırımı girişı olurken, Ekim ayında portföy girişleri 5.9 milyar €'ya geriledi. 5.1 milyar € olan doğrudan yatırım girişı ise 9.7 milyar € net çıkışa dönüşmüştür. Finansal hesabın diğer alt kalemleri de dikkate alındığında, Eylül ayındaki 10 milyar €'luk net yatırım girişı, Ekim'de 22 milyar €'luk net çıkışa dönüşmüştür. Net sermaye çıkışının büyük kısmı, diğer ülke hisse senedi piyasalarına ve özellikle tahvillerine olan talebin artmasından kaynaklanmaktadır.
- Euronun dolar karşısındaki değerlenmesinin sürdüğü bir dönemde, bölgeden net sermaye çıkışının yaşanması konusunda çeşitli açıklamalar yapılabilir. Öncelikle doğrudan yatırım çıkışı, küresel büyümeye (Euro Bölgesi'nin zayıflığına) bağlı olarak yabancı şirketlerin hisse senetlerine yönelik talep artışından kaynaklanmaktadır. Bölge'ye portföy girişinin azalmasındaki temel neden ise, tahvil ve bono girişindeki azalıştır. Bu dönemde de ABD'ye yönelik sermaye girişı azalmış ancak Avrupalıların dolar cinsi kağıt alımları artmıştı. Euronun değer kazandığı bir dönemde, Euro Bölgesi tahvil piyasasından, ABD tahvil piyasalarına giriş olması, spekülasyon hareketlerin doların değer kaybında da yüksek rol oynadığını göstermektedir. Ayrıca, FED'in faiz artırımı beklentisi ile Eylül ayı sonunda yükselen tahvil faizleri de, ABD tahvil piyasasına Avrupalı girişini artırmış olabilir. Nitekim Ekim ortasından itibaren gerilemeye başlayan ABD tahvil faizleri de bu görüşü desteklemektedir.

5. Mali Gelişmeler:

- Bazı ülkelerin **bütçe istatistikleri ile ilgili skandallar sonrasında Avrupa Komisyonu, Eurostat'ın yetkilerinin artırılmasını talep etmiştir.** Yunanistan'ın 1997 yılından bu yana bütçe ve borç istatistiklerini yanlış verdiğinin ortaya çıkmasının ardından, Aralık ayında İtalya aleyhine de soruşturma açılması, İstikrar ve Büyüme Paketi (İBP) kurallarına sadık kalmanın güçleştiği dönemlerde, ülkelerin uygunsuz yollara başvurmalarını önleyebilecek mekanizmaların önemini vurgulamaktadır. Bu nedenle, Avrupa Komisyonu, AB istatistik ofisi Eurostat'ın yetkilerinin, ulusal hesapların denetlenmesi ve yerinde inceleme yapılabilmesini de kapsayacak şekilde genişletilmesini; personel sayısının artırılmasını ve denetlenecek ülkelerdeki bağımsız denetçilerin de inceleme gruplarına dahil edilmesini talep etmektedir. Ancak, üye ülkelerin bir kısmı da, Yunanistan örneğindeki yetersizliğin yanısıra Eurostat'ın kendi yöneticilerinin karıştığı zimmet skandalını örnek göstererek, İstatistik Ofisinin güçlendirilmesine karşı çıkmaktadır. Başta İngiltere, Almanya ve Fransa olmak üzere birçok ülke, zaten istatistiklerinin doğru ve tutarlı olduğunu, bu nedenle Eurostat'ın yetkilerinin artırılmasından ziyade, ulusal istatistik enstitülerinin politik etkilerden arındırılmasının daha önemli olduğunu ifade etmişlerdir.
- Başta Almanya ve Fransa olmak üzere birçok ülkenin geçtiğimiz yıllarda % 3'lük bütçe açığı sınırını aşmalarına rağmen disiplin prosedürünün uygulanmaması, İBP'nin kredibilitésini büyük oranda düşürmüştü. Bu kapsamda Avrupa Komisyonu, ülkelerin ekonomilerinin canlı olduğu dönemlerde tasarruf etmeleri şartına bağlı olarak, kötü dönemlerde daha fazla bütçe açığı vermelerine olanak sağlayacak bir reform paketi sunmuştu. Konu ile ilgili olarak, Şubat ayında gerçekleştirilecek Maliye Bakanları Konseyi'nde taslak bir metin üzerinde anlaşılması; Mart ayında gerçekleştirilecek olan Avrupa Konseyi'nde ise İBP reformunun tamamlanması planlanmaktadır.

KAYNAKLAR:

1. ECB Monthly Bulletin (December 2004-January 2005)
2. ECB Press Releases, 4 November 2004, 2 December 2004
3. www.ecb.int
4. <http://europa.eu.int/comm/eurostat/>
5. Reuters