

# EURO BÖLGESİ İZLEME RAPORU

OCAK-ŞUBAT 2005



**Durukan Payzanođlu** **Aysun Tekkaya**  
[durukan.payzanoglu@tcmb.gov.tr](mailto:durukan.payzanoglu@tcmb.gov.tr) [aysun.tekkaya@tcmb.gov.tr](mailto:aysun.tekkaya@tcmb.gov.tr)

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

---

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

## EURO BÖLGESİ'NE İLİŞKİN GENEL EKONOMİK GELİŞMELER

- Avrupa Merkez Bankası (AMB) Yönetim Konseyi, 13 Ocak ve 3 Şubat 2005 tarihlerinde düzenlediği toplantılarda, anahtar faiz oranlarında değişiklik yapmama kararı almıştır. Söz konusu oranlar, **refinansman için % 2, marjinal kredi imkanı için % 3 ve depo imkanı için % 1** 'dir. Orta vadede enflasyon görünümünün fiyat istikrarı ile uyumlu olması ve ekonomik toparlanmanın tam olarak sağlanamaması, AMB'nin faizleri değiştirmemesinin arkasındaki temel etkenlerdir.
- Euro'nun uluslararası borçlanma araçları içerisindeki payı giderek artmaktadır.** AMB tarafından yayınlanan "*Review of the International Role of the Euro*" adlı raporun dördüncüsünde; euronun uluslararası borçlanma araçları içerisindeki payının 1999'un ilk çeyreğine göre 9.5 yüzde puan artarak, 2004'ün ikinci çeyreği itibariyle % 32.2'ye yükseldiği, doların payının ise aynı dönemde 1.8 yüzde puan azalarak % 41'e gerilediği belirtilmektedir. Toplam uzun dönemli tahvil arzında da 2004'ün II. çeyreğinde euronun payı % 36.1 iken, doların payı % 38.6 olmuştur. Raporda, euronun toplam borçlanma aracı arzındaki payı artsa da, Asya, Latin Amerika ve Orta Doğu ülkelerinin, arzlarında euroya düşük bir pay verdikleri vurgulanmakta. Şirketlerin tahvil ve bono ihracındaki tercihlerine bakılacak olursa, ABD'li şirketlerin % 95'inin (2004 II. çeyrek) kendi ülke para birimi cinsinden (home bias) ihracatı bulunduğu, Euro Bölgesi şirketlerinde ise bu oranın % 52 olduğu dikkat çekmektedir. Bu tercihte tamamen, portföy ve maliyet analizi etkili olmaktadır.

2003 sonu itibariyle euronun döviz rezervlerindeki payının ise arttığı görülmektedir.

|                   | Tüm Ülkeler |      | Sanayileşmiş Ülkeler |      | Gelişmekte Olan Ülkeler |      |
|-------------------|-------------|------|----------------------|------|-------------------------|------|
|                   | 2000        | 2003 | 2000                 | 2003 | 2000                    | 2003 |
| <b>ABD Doları</b> | 66.6        | 63.8 | 72.5                 | 70.8 | 62.2                    | 59.3 |
| <b>Euro</b>       | 16.3        | 19.7 | 17.2                 | 20.9 | 15.6                    | 18.9 |
| <b>Diğer</b>      | 17.4        | 16.5 | 10.3                 | 8.3  | 22.2                    | 21.8 |

- Avrupa Komisyonu, orta vadede 5 ülkenin bütçe açığı problemi yaşayabileceğine dikkat çekmektedir.** Komisyon, üye ülkelerin **İstikrar ve Büyüme Pakti (SGP)** çerçevesinde hazırladıkları orta vadeli (2005-2008) programları inceledikten sonra yayınladığı raporunda, 25 üyeli Birlik'te 5 ülkenin orta vadede bütçe açığı problemi yaşayacağını belirterek, bu ülkeleri, gerekli önlemleri almaya çağırmıştır. **Almanya, Fransa, İtalya, Polonya ve Slovakya'nın** dahil olduğu listede, en ciddi eleştiri ile karşılaşan Polonya olmuştur. SGP kuralları, orta vadede bütçe açıklarını ortadan kaldırmayı hedeflemektedir. Bu doğrultuda, **Almanya** ve **Fransa'nın** doğru adımlar atmalla birlikte, 2008 yılında bütçe açıklarını kapatamayacağı ifade edilirken, **Polonya'nın** kapsamlı bir plan hazırlayamaması eleştirilmektedir. **Almanya'da**, özellikle sosyal güvenlik sistemine yönelik reformların uzun vadede bütçe disiplinine olumlu yansıtacağı, ancak orta vadede bütçe açığının devam edeceği öngörülmektedir. Borç yükü de kısa vadede bütçe açığına bağlı olarak artacaktır. **Fransa'nın** bütçe açığını GSYİH'nin % 3'ünün altına çekme çabalarının başarılı olacağını beklediği, ancak yapısal önlemler alınmazsa açığın ve borç artışının süreceği vurgulanmaktadır. **İtalya'nın** bütçe verileri ve büyüme tahminleri ise pek gerçekçi bulunmamaktadır. Bilindiği üzere, Almanya, Fransa ve İtalya, SGP bütçe açığı kriterini ihlal ettikleri için aşırı açık prosedürüne dahil edilmişlerdi. Avrupa Komisyonu'nun raporunda, **İngiltere'nin** bütçe açığının ise, 2005 yılında % 3'lük SGP sınırını aşabileceği dile getirilmektedir. İngiliz Hükümeti tarafından Komisyona verilen istikrar programında, 2004/2005 mali yılı için % 2.9'luk bir bütçe açığı öngörülmüşken; Avrupa Komisyonu söz konusu öngörülerde kullanılan % 3'lük büyüme tahmininin fazla iyimser olduğu düşüncesindedir. Ancak Komisyon, borç oranının halen % 40.9 gibi düşük bir seviyede bulunması nedeniyle, orta vadede kamu finansmanı açısından bir tehdit bulunmadığının da altını çizmektedir.

- **AB bütçesi tartışmaları, İspanya ve Polonya'yı karşı karşıya getirmiştir.** İspanya'da Rodriguez Zapatero'nun Başbakan seçilmesinin ardından, Fransa ve Almanya'ya yakınlaşma çabaları ve Avrupa Anayasası'ndaki oy hakları konusunda Polonya'ya göre daha ılımlı bir politika izlenmesi, İspanya-Polonya ortaklığını olumsuz etkilemişti. AB bütçesi tartışmaları ise, bu iki ülkeyi yol ayrımına getirmektedir. Aralık 2004'te yapılan AB zirvesinde, dönem başkanı Hollanda'nın bölgesel yardımların Akdeniz ülkelerinden Birliğin yeni üyelerine kayması yönünde bir taslak sunması, İspanya'nın tepkisine neden olmuştu. Eğer AB bütçesi, bütçeye net katkıda bulunan ülkelerin istediği gibi, AB GSMH'sinin % 1'ine çekilirse, yeni üyelere kayacak fonlar, mecburen mevcut durumda bu fonlardan yararlanan eski üyelerin payından kesilecektir. Bu durum karşısında Polonya, İspanya'nın ekonomik açıdan daha güçlü olduğunu ve zaten 20 yıldır bu fonlardan yararlandığını vurgulamaktadır. Her iki ülke de 2007-2013 bütçesinde bölgesel fonlara geniş bir pay ayrılmasını istemektedirler.

- **İspanya Avrupa Anayasası'nı kabul etti.** 20 Şubat Pazar günü İspanya'da Avrupa Anayasası için yapılan referandumda, oy kullananların % 77'si 'evet', % 17'si ise 'hayır' oyu kullanmıştır. Anayasa'nın büyük çoğunlukla kabul edilmiş olmasına karşın, katılım oranının düşüklüğü (% 42.3) endişe vericidir. İspanya, Anayasa'ya destek vererek ve onu referanduma götüren ilk ülke olarak, hem AB içerisindeki yerini sağlamlaştırmak hem de AB'nin derinleşmesine verdiği desteği göstermek istemektedir. İspanya'da iktidardaki Sosyalist İşçi Partisi ve muhalefetteki merkez-sağ parti Anayasa'yı desteklerken, sol partiler Anayasa'ya karşı çıkmaktalar. İspanya, Anayasa'yı Parlamentolarında onaylayan Litvanya, Slovenya ve Macaristan'ın ardından Anayasa'yı kabul eden 4. ülkedir. Fransa'da ise, ekonomideki olumsuz gidişatın, hükümete duyulan tepkinin ve Türkiye'nin üyeliği gibi konuların referandumu olumsuz etkilemesinden korkulmaktadır. Bu nedenle, Türkiye'nin üyeliğine duyulan karşıtlığın, Avrupa Anayasası karşıtlığına dönüşmemesi için, Türkiye'nin üyeliğinin de referanduma sunulmasını sağlayacak şekilde Fransız Anayasası'nda değişiklik yapılmıştır. Böylece, halkın Türkiye üyeliğine duyduğu tepkiyi, Avrupa Anayasası referandumunda değil, Türkiye'nin üyelik referandumunda göstermesi istenmektedir.

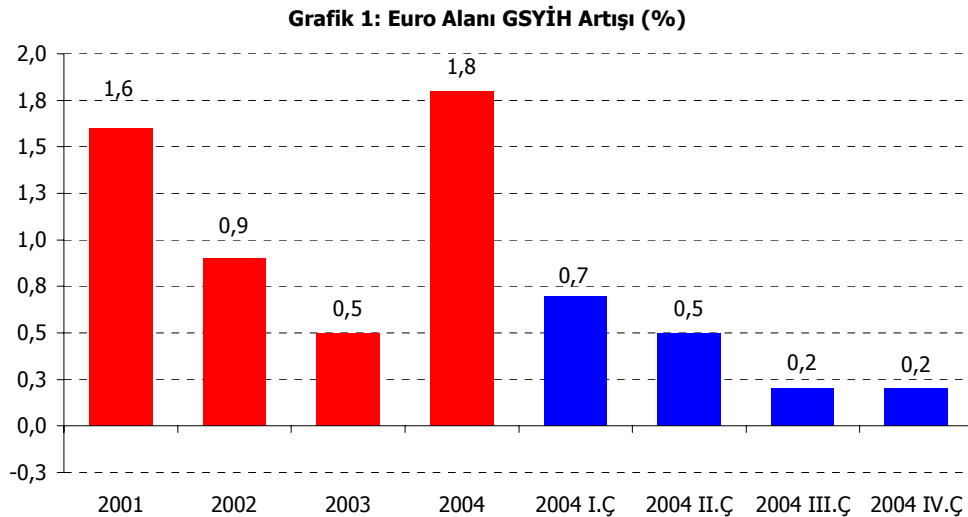
## MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER

### 1. Büyüme

• Euro Alanı'nda 2004'ün ilk üç çeyreğinde sırasıyla % 0.7, % 0.5 ve % 0.2'lik **büyüme** görülmüştü. IV. çeyrekte de, büyüme % 0.2 olmuştur. GSYİH büyümesinde ikinci yarıda yaşanan gerileme, kaynak olarak iç talepte kalıcı toparlanma olmamasından ve ihracatın ilk yarıdaki güçlü seyri gösterememesinden; ülke bazında ise, Almanya ve İtalya'da yaşanan beklenmedik daralmadan kaynaklanmaktadır. Yılın ilk yarısında güçlü dış talep nedeniyle hızla artan ihracat, büyüme performansına da yansımış; ancak euronun değerlendirilmesi, Ekim ayından itibaren etkisini göstermeye başlamıştı. Ayrıca, yapısal reformların harcanabilir gelir üzerinde yaratacağı etkinin belirsizliği nedeniyle oluşan güvensizlik, yüksek işsizlik ve artan petrol fiyatları, özel tüketimin zayıf seyrine neden olmuş; böylelikle artan enerji ve hammadde fiyatlarının tüketiciye yansıtılmaması sonucu firmaların yatırım kararları da olumsuz etkilenmişti. Ancak IV. çeyrekte, özellikle petrol fiyatları gerilemiş ve özel tüketim harcamalarında bir canlanma olmuştur. Önemli olan ise, bu canlanmanın kalıcı olabilmesidir. Son olarak, 2001-2002 yıllarındaki yavaşlama döneminde üç büyükler (Almanya, Fransa, İtalya) başta olmak üzere birçok ülkede kamu maliyesinde yaşanan kötüleşme, kamu kaynaklı bir talep artışını engellemiştir. Ancak, Fransa ve İspanya'da iç talebin özel tüketime dayanan güçlü seyri, Euro Bölgesi'nin 2004 yılında % 1.8'lik büyüme rakamını yakalamasına yardımcı olmuştur.

| % Değişim | 04-1.Ç | 04-2.Ç | 04-3.Ç | 04-4.Ç |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| Çeyreklik | 0.7    | 0.5    | 0.2    | 0.2    |
| Yıllık    | 1.6    | 2.2    | 1.9    | 1.6    |

2005 yılında büyümenin, güçlü dış taleple desteklenen ihracat ve uygun finansman koşulları sayesinde artan kârlılıklarla desteklenen yatırım sayesinde, olumlu bir seyir izlemesi beklenmektedir. Ancak, artan petrol fiyatları, küresel dengesizlikler ve iç taleple ilgili belirsizlikler, büyüme önündeki risklerdir. Avrupa Komisyonu tarafından her ay yayınlanan sanayi ve hizmetler sektörü iyimserlik endeksinin ise, Ocak ayında yükselmesine rağmen, Şubat ayında uzun dönemli ortalama değerinin altına inmesi de 2005 yılı için endişeleri artırmaktadır.

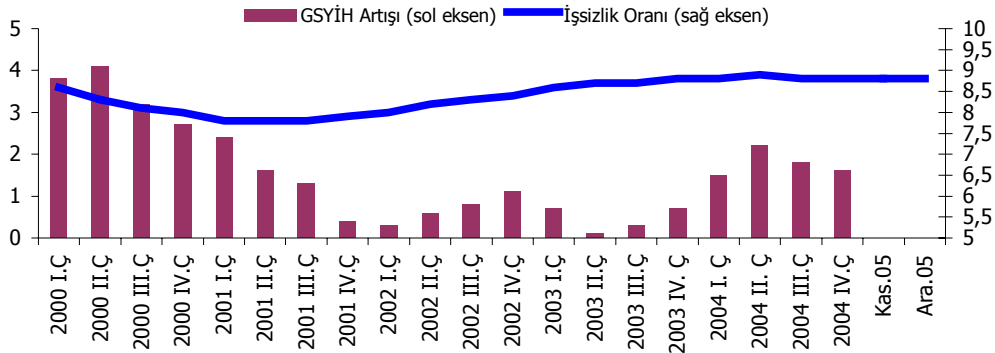


• Euro Alanı **sanayi üretimi** verileri ise, karışık sinyaller vermektedir. Aralık ayında % 0.5 artan sanayi üretimi, IV. çeyrek genelinde % 0.4 azalmıştır. Yavaşlayan küresel talep ve değerli euro, bu azalmanın temel nedenleridir. Üretimin kaynaklarına bakıldığında, özellikle dayanıklı tüketim malları üretimi gerilerken, ara malları üretimi yavaşlayarak da olsa artmıştır. Diğer yandan, Aralık ayındaki

aylık yükseliş, imalat sanayi PMI'ndaki artış ve Kasım-Aralık aylarında sanayi siparişlerinde görülen hızlanma ile birleşince, 2004'ün son çeyreğinde yavaşlayan büyümenin, yeniden hızlanacağına dair umutları artırmaktadır.

- Euro Alanı **işsizlik oranı**, Kasım ayında bir önceki aya göre değişmeyerek **% 8.8** olmuştur. İşsizlik oranı Aralık ayında ise, % 8.9'a yükselmiştir. İlk verilere göre, 2004 yılı genelinde de işsizlik % 8.9 olmuştur. Aralık ayında, özellikle Almanya'da işgücü reformları sonucu artan işsizlik nedeniyle, Euro Bölgesi'nde de işsiz sayısı 28.300 kişi artmıştır. Euro Bölgesi'nde yüksek seyreden işsizlik oranı, tüketici güvenini ve tüketici harcamalarını olumsuz etkilemektedir. **İstihdam** ise, II. çeyrekte olduğu gibi, III. çeyrekte de % 0.2 artmıştır. İstihdam, hizmetler sektöründe artarken, inşaat sektörü ve imalat sanayiinde azalmıştır.

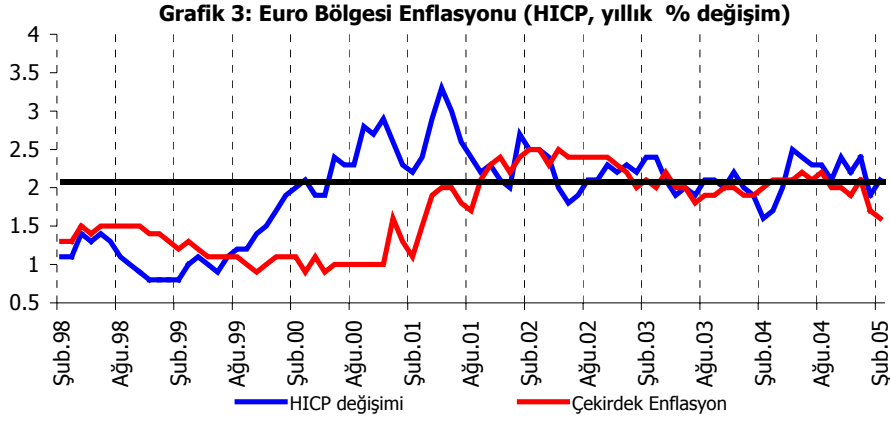
**Grafik 2: Euro Alanı GSYİH Artışı (Yıllık, % değişim) ve İşsizlik Oranı (%)**



## 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 sektöründe artan fiyatlar nedeniyle, % 2'nin üzerine çıkmıştı. Ancak, 2005 yılının başından itibaren enflasyon, kısmen baz etkisinin de katkısıyla, düşüş eğilimine girmiş durumda. **Ocak** ayında % 2.4'ten **% 1.9'a** gerilemiş olan yıllık enflasyon oranı, enerji fiyatlarındaki artışın etkisiyle **Şubat** ayında **% 2.1'e** yükseldi (**Grafik 3**). Yine de Mayıs 2004'ten bu yana ortalama % 2.4 seviyesinde seyreden tüketici fiyatlarının, daha düşük bir platoya yerleştiği söylenebilir. **Ocak ayındaki düşüşte**, yukarıda değinilen 2004 yılı fiyat artışlarının **baz etkisinin yanısıra, enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki sınırlı artış etkili olmuştur**. Ancak, **Şubat ayı içerisinde petrol fiyatlarının hızla artması**, enflasyonun % 2.1 seviyesine yükselmesi ile sonuçlanmıştır.

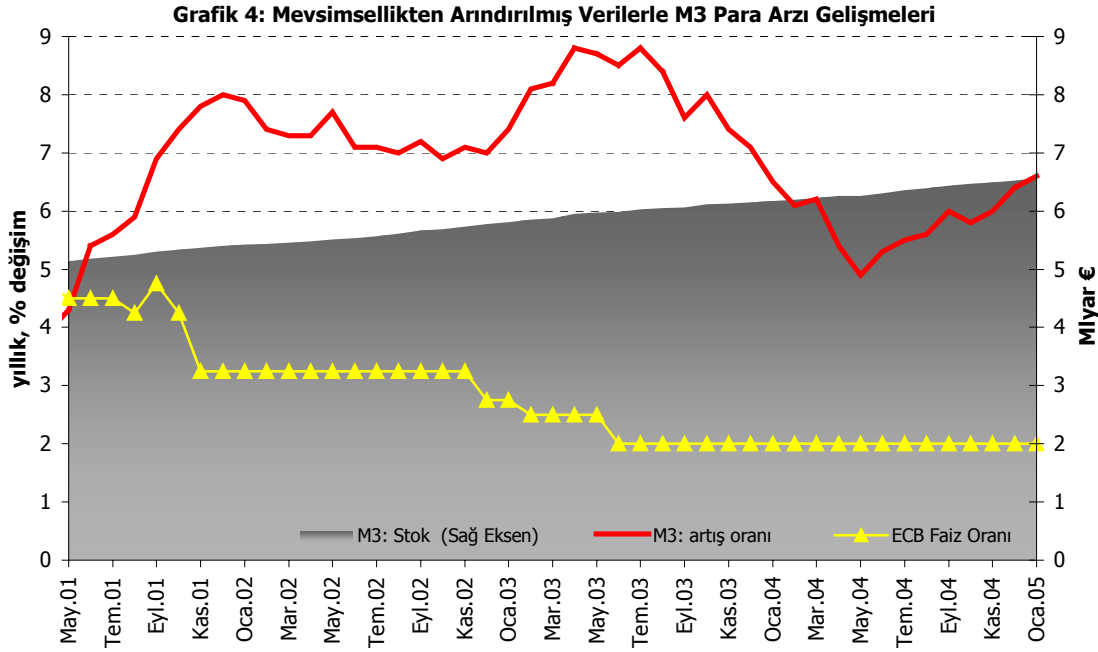
| Tablo 3: Euro Bölgesi Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi (yıllık % değişim) |      |      |       |       |       |       |            |
|---|------|------|-------|-------|-------|-------|------------|
|   | 2003 | 2004 | 10/04 | 11/04 | 12/04 | 01/05 | 02/05      |
| <b>TÜFE</b>   | 2.1  | 2.1  | 2.4   | 2.2   | 2.4   | 1.9   | <b>2.1</b> |
| <b>Enerji</b>   | 3.0  | 4.5  | 9.8   | 8.7   | 6.9   | 6.2   | 7.7        |
| <b>İşlenmemiş Gıda</b>  | 2.1  | 0.6  | -1.2  | -1.0  | 0.0   | -0.6  | 0.7        |
| <b>İşlenmiş Gıda</b>  | 3.3  | 3.4  | 2.8   | 2.3   | 3.2   | 2.8   | 2.6        |
| <b>Enerji Hariç Sanayi M. Hizmetler</b>   | 0.8  | 0.8  | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.5   | 0.2        |
| <b>Diğer Fiyat Göstergeleri</b>   | 2.5  | 2.6  | 2.6   | 2.7   | 2.7   | 2.4   | 2.4        |
| <b>ÜFE</b>  | 1.4  | 2.3  | 4.1   | 3.7   | 3.5   | 3.9   | <b>4.2</b> |
| <b>Petrol Fiyatları (€/varil)</b>   | 25.1 | 30.5 | 39.4  | 34.5  | 30.0  | 33.6  | 35.2       |



- Enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarını dışlayan **çekirdek enflasyonun** seyri, son aylardaki dalgalanmanın enerji fiyatlarından kaynaklandığını doğrulamakta. Ekonomik yavaşlamanın etkisiyle, üretim maliyetlerindeki artışın tüketiciye yansıtılamaması, çekirdek enflasyonun Ocak ayında % 1.7'ye, Şubat ayında ise % 1.6'ya gerilemesinde en önemli etken. Ekonomik belirsizlik nedeniyle, ücret artışlarının baskı altında kalması da söz konusu gelişmeye katkıda bulunan bir diğer faktör.
- 2004 yılı başından itibaren artış trendinde olan ve Ekim ayında % 4'e ulaşan **üretici fiyatları enflasyonu** ise, Kasım ve Aralık aylarında gerileyerek % 3.5'e düşmüş; daha sonra tekrar hızlanarak Ocak ayında % 3.9, Şubat ayında ise % 4.2'ye yükselmiştir. Üretici fiyatlarındaki dalgalanmalar da tamamıyla petrol fiyatlarından kaynaklanmaktadır. Zira, enerji fiyatları Ocak ayında % 8.1, Şubat ayında ise % 9.7 artış göstermiştir.
- **AB-25'te** ise, enflasyonun Ocak ayında % 2.0'ye gerilerken (Aralık 2004: % 2.4), Şubat ayında % 2.1'e yükseldiğini görüyoruz. Ocak ayında en yüksek enflasyon oranları, % 6.7 ve % 4.2 ile sırasıyla Letonya, Estonya ve Yunanistan'da gerçekleşirken; Şubat ayı enflasyon rekortmenleri, % 7.0, % 4.6 ve % 3.5 ile sırasıyla Letonya, Estonya ve Polonya oldular.
- Euro Bölgesi'nde ılımlı seyreden işgücü maliyetleri ve zayıf bir seyir izleyen iç talep, enflasyonda yukarı yönlü baskı yaratan unsurların etkisini azaltmaktadır. Enerji fiyatlarındaki artışların ikincil etkilerinin zayıf kalması 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 yavaşlayan güçlü M3 artış hızı, yılın geri kalanında tekrar hız kazanmaya başlamıştır. Aylık bazda incelendiğinde M3 para arzı artış hızı, Aralık ayında % 6.4'e, Ocak ayında ise % 6.6'ya yükselmiştir (**Grafik 4**).
- M3 artış hızının 2004'ün ilk yarısında hız kesmesinde etkili olan temel etken, hanehalkı ve şirketler kesiminin portföy tercihlerinin 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 azalmasında etkili olduğu düşünülmektedir. Bununla beraber, Euro Bölgesi'nde yatırımcı ve tüketici güveninin göreceli olarak zayıf olması, ihtiyat güdüsü ile likit varlık talebini yüksek tutmakta; genel olarak faizlerin düşük seviyesi de likit kalmanın alternatif maliyetini azaltarak, M3 artışının son aylarda tekrar yükselmesinde etkili olmaktadır.



- **M3 para arzının temel bileşenlerine bakıldığında; M1'in M3 artış hızına en önemli katkısı yaptığı görülmektedir.** Ancak, M1 artış hızı Aralık ayında yavaşlamış, Ocak ayında ise tekrar hızlanarak % 9.2'ye yükselmiştir. Aralık ayında yaşanan yavaşlama, Kasım ayında yaşanan gecelik mevduat patlamasının tersine dönerek, iki yıla kadar vadeli mevduatlara ve repoya kaymasından kaynaklanmaktadır. Diğer yandan, Ocak ayı verileri, bu eğilimin tekrar tersine dönmeye başladığını göstermektedir. Yıl sonunda piyasa aktörlerinin büyüme beklentilerinin kötümserleşmesi, Ocak ayında tekrar gecelik mevduatlara yönelmelerine neden olmuş; böylelikle M1 artışı tekrar hız kazanmıştır. Söz konusu portföy hareketleri, M3 alt başlıklarında yaşandığı için M1 ve M2 gelişmelerinde değişiklik yaratsa da M3 üzerindeki net etkisi sınırlı olmuştur. **M2** içerisinde yer alan kalemlerden, 3 aya kadar vadeli ihbarlı mevduatların artışı, Aralık ve Ocak aylarında da sürmüştür. Piyasa araçlarının M3 artışına katkısının ise, Aralık ayındaki artış hariç, sınırlı olduğu görülmektedir. Bu araçlar, kısa vade yapıları ve likiditelerinin yüksek olmasından dolayı özellikle belirsizlik ortamlarında elde tutulmaktadır. Bu nedenle, piyasa araçlarının M3 artışına yaptıkları katkının düşük olması, Euro Bölgesi yerleşiklerinin portföy tercihlerinin normale döndüğü görüşünü desteklemektedir.

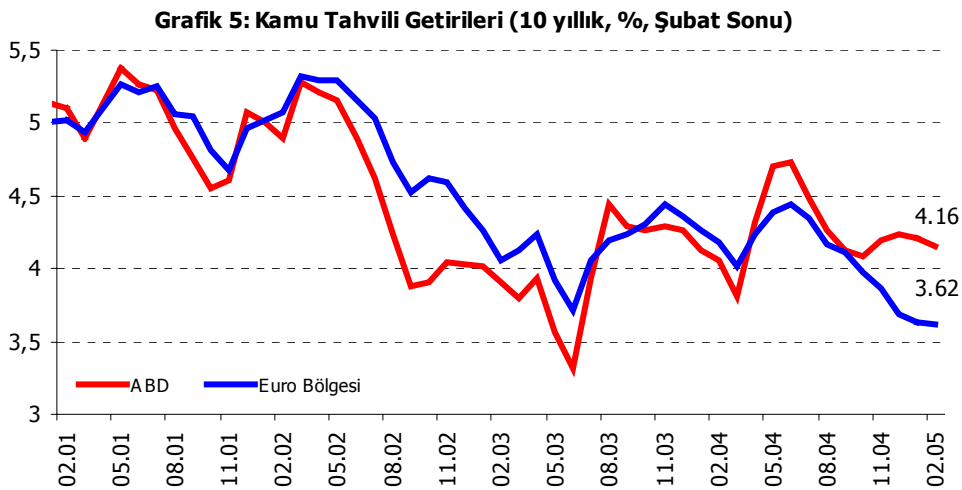
**Tablo 4: Euro Bölgesi Parasal Değişkenlerinin Özeti (mevsimsellikten arındırılmış yıllık % değişim)**

|   | M3'e oranı (%)             | 2003            | 2004           | 2004            | 2004             | 2004           | 2004          | 2005        |
|---|----------------------------|-----------------|----------------|-----------------|------------------|----------------|---------------|-------------|
|   |                            | IV. Çey.        | I. Çey.        | II. Çey.        | III. Çey.        | IV. Çey        | Aralık        | Ocak        |
| <b>M1</b>                               | <b>45.0</b>                | <b>11.0</b>     | <b>11.0</b>    | <b>10.2</b>     | <b>9.6</b>       | <b>9.3</b>     | <b>8.4</b>    | <b>9.2</b>  |
| Dolaşımdaki Para                        | 7.1                        | 26.5            | 24.0           | 21.6            | 20.3             | 19.1           | 17.0          | 18.5        |
| Gecelik Mevduat                         | 37.9                       | 8.7             | 9.1            | 8.5             | 7.9              | 7.6            | 6.9           | 7.7         |
| M2-M1(=diğer kısa vadeli mev.)          | 40.6                       | 4.8             | 3.3            | 1.7             | 2.0              | 3.4            | 4.5           | 4.4         |
| İki yıla kadar vadeli mev.              | 15.7                       | -3.0            | -4.4           | -7.0            | -5.9             | -2.4           | 0.2           | 0.6         |
| 3 aya kadar vadeli, ihbarlı mev.        | 24.9                       | 11.0            | 9.2            | 8.1             | 7.6              | 7.5            | 7.4           | 7.0         |
| <b>M2</b>                               | <b>85.6</b>                | <b>7.9</b>      | <b>7.2</b>     | <b>6.0</b>      | <b>5.8</b>       | <b>6.4</b>     | <b>6.5</b>    | <b>6.9</b>  |
| M3-M2 (=piyasada araçları*)             | 14.4                       | 5.8             | 2.4            | 2.0             | 4.0              | 3.8            | 5.8           | 4.8         |
| <b>M3</b>                               | <b>100.0</b>               | <b>7.6</b>      | <b>6.4</b>     | <b>5.4</b>      | <b>5.6</b>       | <b>6.0</b>     | <b>6.4</b>    | <b>6.6</b>  |
| <b>Özel Sektöre açılan krediler</b>     | <b>Toplamdaki payı (%)</b> | <b>2003</b>     | <b>2004</b>    | <b>2004</b>     | <b>2004</b>      | <b>2004</b>    | <b>2004</b>   | <b>2005</b> |
|   |                            | <b>IV. Çey.</b> | <b>I. Çey.</b> | <b>II. Çey.</b> | <b>III. Çey.</b> | <b>IV. Çey</b> | <b>Aralık</b> | <b>Ocak</b> |
| Ticari Krediler                         | 41.7                       | 3.5             | 3.2            | 4.0             | 4.5              | 5.4            | 5.4           | 5.7         |
| Hanehalkı (emlak+tüketici kredileri)    | 50.4                       | 6.4             | 6.6            | 7.3             | 7.8              | 7.8            | 7.8           | 8.1         |
| Sigorta Şirketleri ve Emeklilik Fonları | 0.8                        | 11.8            | 8.6            | 18.8            | 17.5             | 37.1           | 37.1          | 16.4        |
| Parasal Olmayan Diğer Mali Araçlar      | 7.2                        | 11.7            | 8.9            | 8.5             | 8.7              | 9.3            | 9.2           | 9.5         |

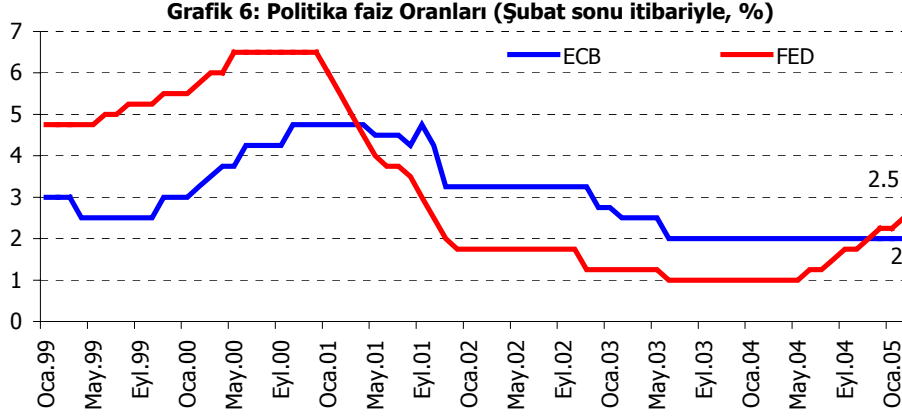
\*Repo işlemleri, para piyasası fonları, vadesi iki yıla kadar olan ve finansal kuruluşlarca ihraç edilmiş borçlanma araçları

Kaynak: "ECB Monthly Bulletin, March 2005" ve "ECB Press Release, 25 Şubat 2005"; [www.ecb.int](http://www.ecb.int)

- 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 kısa vadeli, daha likit varlık talebinin artmasını sağlamıştı. Portföy tercihlerindeki bu değişiklikten kaynaklanan M3 artışının, tüketici fiyatlarını etkilemediği görülmekteydi. AMB'nin son dönemdeki en önemli kaygılarından birisi, ekonomideki ve güven ortamındaki iyileşmeyle birlikte, portföy tercihlerinin reel sektöre 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.
- Parasal genişlemenin tarafları incelendiğinde, **özel sektöre açılan kredilerdeki** hızlanmanın artarak devam ettiği görülmekte. Bu kapsamda, Aralık ayında yıllık bazda % 7.0 artan özel sektöre açılan krediler, Ocak ayında % 7.3 yükselmiştir. Söz konusu artışta, finansal olmayan kuruluşlara açılan kredilerin Aralık ve Ocak aylarında sırasıyla % 5.4 ve % 5.7 yükselmesinin yanısıra, hanehalklarına açılan kredilerin aynı dönemde % 7.8 ve % 8.1 artması da etkili olmuştur. Hanehalklarına açılan kredilerdeki artışa en önemli katkı, düşük faiz oranlarının etkisiyle, ipotek ve emlak kredilerindeki artıştan gelmektedir.
- **Kısa vadeli para piyasası faiz oranlarına bakıldığında**, genelde AMB'nin temel faiz oranı olan % 2'ye yakın bir seviyede seyrettiği görülmektedir. Aralık ayında yıl sonu nedeniyle yükselen kısa dönemli faizler, Ocak ayı genelinde düşüş göstermiştir. Şubat ayı sonu itibariyle, Haziran, Eylül ve Aralık 2005 vadeli üç aylık "futures" kontratların getirileri, % 2.2 - 2.6 aralığındadır.
- **Uzun vadeli faiz oranlarındaki gelişmelere bakıldığında ise**, tahvil getiri oranlarının ABD ile paralel biçimde gerilediği görülmektedir. 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 tahvil getirileri gerilemiş; söz konusu gerileme, FED'in Şubat ayındaki faiz artırımını sonrasında da devam etmiştir (**Grafik 5**). Euro Bölgesi faiz getirilerinin azalmasında, ABD faizlerindeki gerilemenin yanısıra, eurodaki değerlenme nedeniyle euro cinsi tahvil talebinde yaşanan artış ve Euro Bölgesi büyüme beklentilerindeki zayıflama etkili olmuştur.

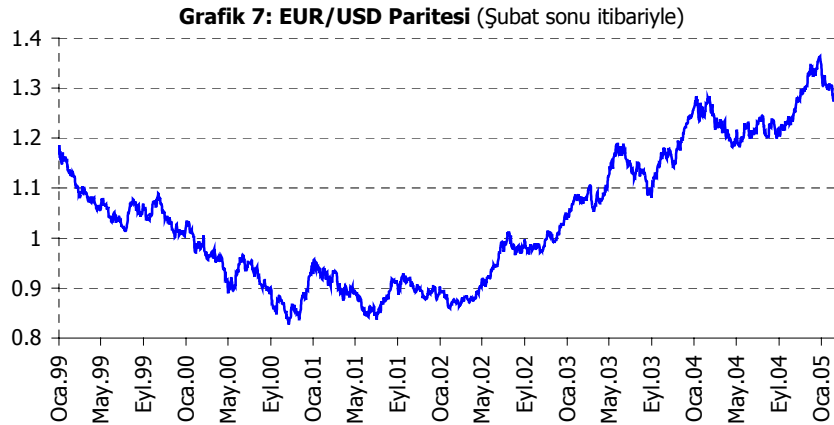






#### 4. Döviz Kuru ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri

- Euro, dolar karşısında Ekim ayı ortasında başlayan yükselişine bir son vererek, Ocak ayı genelinde önde gelen para birimleri karşısında değer kaybetmiştir. Ocak ayı başında açıklanan FED tutanaklarının enflasyon konusunda beklenenden daha az olumlu bir tablo çizmesi, doların euro karşısında değer kazanmasını sağlarken, daha sonra açıklanan ekonomik verilerin ABD ekonomisi hakkında olumlu sinyaller vermesi, söz konusu eğilimi güçlendirmiştir. ABD yetkililerinin bütçe açıklarına dikkatle eğileceklerine ilişkin açıklamalarının da yardımıyla, Şubat ayı ortasına kadar devam eden bu eğilim, açıklanan verilerin ABD cari işlemler açığına dair endişeleri artırmasıyla tersine çevrilmiş; Asya'daki merkez bankalarının rezervlerindeki dolar cinsi kağıtların ağırlığını düşüreceğine dair söylentiler de doların değer kaybını körüklemiştir. Böylelikle euro, Şubat ayı sonunda, 1.31 ABD doları seviyelerinden işlem görmüştür.



- **Ocak ve Şubat aylarında açıklanan ödemeler dengesi verileri**, Euro Bölgesi'nin Kasım ayında mevsimsellikten arındırılmış verilerle 4.4 milyar €, Aralık ayında ise 6.6 milyar € cari işlemler fazlası verdiğini göstermektedir. Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre, dış ticaret fazlası ise Kasım ve Aralık aylarında sırasıyla 6.9 milyar € ve 8.0 milyar € olarak gerçekleşmiştir.
- Cari işlemler fazlasının Kasım ayında artması; mal ticareti ve hizmet fazlalarındaki daralmanın, gelirler kalemindeki açığın fazlaya dönüşmesi ve cari transferlerdeki açığın azalmasıyla telafi edilmesinden kaynaklanmakta. Aralık ayında ise, hizmetler fazlası daralmaya devam ederken, mal ticareti ve gelirler hesabındaki fazlalar artış göstermiş; cari transferler kalemindeki açık da azalmaya devam etmiştir. Yıllık veriler incelendiğinde ise, mal ve hizmetler ticaretindeki fazlaların yılın ilk yarısında arttıktan sonra, Aralık ayına kadar gerilediği görülmekte. Söz konusu gelişmeler, yılın ilk yarısında güçlü küresel talepten yararlanan ihracatın, yılın ikinci yarısında euronun daha önceki

değerlenmesinden etkilenecek yavaşlaması, ek olarak da ithalat talebinin artması nedeniyle net ihracatın gerilemesinden kaynaklanmakta. Ayrıca, petrol fiyatlarındaki artışlar da ithalat faturasına yansıyor söz konusu gelişmeye katkıda bulunmuştur. Sonuç olarak, **2004 yılında 40.2 milyar € (GSYİH'nin % 0.5'i) olarak gerçekleşen cari işlemler fazlası, 2003'e kıyasla (22.2 milyar €, GSYİH'nin % 0.2'si) ciddi bir artış göstermiş oluyor.** Söz konusu gelişme, gelirler ve cari transferler kalemlerindeki açıkların azalmasının yanı sıra, hizmetler ticaretindeki fazlanın artmasından kaynaklanmakta. 2004 yılında mal ticaret fazlası ise değişmemiştir.

- **Finans hesabına bakıldığında ise,** portföy yatırımlarında Kasım ayında yaşanan 10.8 milyar €'luk net çıkışın, Aralık ayında 37.1 milyar €'luk bir girişe dönüştüğü görülüyor. Doğrudan yatırımlarda ise Kasım ayında 0.8 milyar € olan çıkış, Aralık ayında 7.3 milyar € net girişe dönüşmüştür. Finansal hesabın diğer alt kalemleri de dikkate alındığında, Kasım ayındaki 29.3 milyar €'luk net yatırım girişi, Aralık ayında 4.5 milyar €'ya gerilemiştir. **Yıllık verilere bakıldığında ise, net doğrudan yatırım ve portföy yatırımı toplamının 2004 yılında 18.3 milyar €'ya gerilediği görülmektedir (2003: 38.3 milyar €).** Söz konusu gerileme, portföy yatırımlarındaki net girişin, doğrudan yabancı yatırımlardaki çıkışı karşılamaya yetmemesiyle oluşmuştur. Doğrudan yabancı sermaye çıkışı, yüksek ücretler nedeniyle Euro Bölgesinin çekiciliğindeki azalmanın yanı sıra, diğer bölgelerde daha canlı seyreden ekonomik aktivitenin o bölgelerde yatırımı daha cazip hale getirmesinden kaynaklanmaktadır. Net portföy girişi ise, ekonomik toparlanmanın yavaş seyretmesi nedeniyle halen cazip bir fiyat aralığında bulunan Euro Bölgesi hisse senetlerinin uluslararası yatırımcıları çekmesi sonucunda oluşmaktadır.

##### 5. Mali Gelişmeler:

- Euro Bölgesi'nde **2004 yılında bütçe açığı/GSYİH oranı % 2.7** olarak gerçekleşmiştir. 2002 ve 2003 yıllarının ardından, Almanya ve Fransa 2004 yılında da **İstikrar ve Büyüme Pakti (SGP)** bütçe açığı/GSYİH üst limitini (% 3) ihlal etmişlerdir. İtalya'nın bütçe açığı ise tam sınırdadır. İtalya'da % 4.4 olması beklenen 2005 yılı bütçe açığının, alınacak tedbirlerle ve 24 milyar €'luk bir tasarrufla, % 3'ün altına indirilmesi hedeflenmektedir. 24 milyar €'luk tasarrufun 17 milyar €'luk kısmının cari harcamalarda yapılacak kesintilerden, geri kalan 7 milyar €'nun da özelleştirmelerden elde edilmesi beklenmektedir. Ayrıca, 2005 bütçesinde bakanlık harcamalarındaki artışa nominal olarak % 2'lik bir limit getirilecektir. Ekonomik ve Parasal Birlik çerçevesinde bütçe disiplininin sağlanması, ihtiyari yetkilerin kontrol edilebilmesi ve hükümetlerin özellikle politik nedenlerle bütçe disiplininden uzaklaşmalarını engellemek amacıyla oluşturulmuş bir mekanizma olan SGP'nin, Euro Bölgesi'nin önde gelen ekonomilerince üstüste ihlal edilmesi, SGP'de reform tartışmalarını alevlendirmiştir.

|                     | 2003        | 2004        | 2005 <sup>t</sup> |                   | 2003         | 2004        | 2005 <sup>t</sup> |
|---------------------|-------------|-------------|-------------------|-------------------|--------------|-------------|-------------------|
| <b>Euro Bölgesi</b> | -2.8        | -2.7        | -2.6              | <b>Finlandiya</b> | 2.5          | 2.1         | 1.7               |
| <b>Almanya</b>      | <b>-3.8</b> | <b>-3.7</b> | <b>-3.3</b>       | <b>İsveç</b>      | 0.2          | 1.4         | 0.8               |
| <b>Fransa</b>       | <b>-4.2</b> | <b>-3.7</b> | <b>-3.0</b>       | <b>Polonya</b>    | <b>-4.5</b>  | <b>-4.8</b> | <b>-4.4</b>       |
| <b>İtalya</b>       | -2.9        | <b>-3.0</b> | <b>-3.6</b>       | <b>Çek Cumh.</b>  | <b>-11.7</b> | <b>-3.0</b> | <b>-4.5</b>       |
| <b>Hollanda</b>     | <b>-3.2</b> | -2.5        | -2.0              | <b>Macaristan</b> | <b>-6.2</b>  | <b>-4.5</b> | <b>-3.9</b>       |
| <b>Belçika</b>      | 0.4         | 0.1         | -0.2              | <b>Estonya</b>    | 3.1          | 1.8         | 0.9               |
| <b>Lüksemburg</b>   | 0.5         | -1.1        | -1.5              | <b>Letonya</b>    | -1.5         | -0.8        | -1.6              |
| <b>İngiltere</b>    | <b>-3.4</b> | <b>-3.2</b> | <b>-3.0</b>       | <b>Litvanya</b>   | -1.9         | -2.5        | -2.4              |
| <b>Danimarka</b>    | 1.2         | 2.8         | 2.1               | <b>Slovakya</b>   | <b>-3.7</b>  | <b>-3.3</b> | <b>-3.8</b>       |
| <b>İrlanda</b>      | 0.2         | 1.3         | -0.6              | <b>Slovenya</b>   | -2.0         | -1.9        | -2.2              |
| <b>Yunanistan</b>   | <b>-5.2</b> | <b>-6.1</b> | <b>-4.5</b>       | <b>GKRK</b>       | <b>-6.3</b>  | <b>-4.2</b> | -2.9              |
| <b>İspanya</b>      | 0.3         | -0.3        | 0.0               | <b>Malta</b>      | <b>-10.5</b> | <b>-5.2</b> | <b>-3.9</b>       |
| <b>Portekiz</b>     | -2.9        | -2.9        | <b>-4.9</b>       | <b>AB-15</b>      | -2.8         | -2.6        | -2.5              |
| <b>Avusturya</b>    | -1.1        | -1.3        | -2.0              | <b>AB-25</b>      | -2.9         | -2.6        | -2.6              |

\* Avrupa Komisyonu

t: tahmin

• Brüksel'de 17-18 Ocak ve 16-17 Şubat tarihlerinde yapılan **AB Ekonomi ve Maliye Bakanları Konseyi (ECOFIN) ve Eurogroup (sadece Euro Bölgesi'nin ekonomi ve maliye bakanları)** toplantılarında **SGP reformu** tartışılmıştır. Toplantı sonunda SGP'nin ana anlaşmasının değiştirilemeyeceği ve kesin sonucun 22-23 Mart tarihlerindeki zirvede belirleneceği belirtilmiştir. Bununla birlikte, SGP'nin uygulanması konusunda esnekliğe gidilebileceği vurgulanmıştır. Böylece, SGP'yi ihlal eden ülkelere karşı yaptırım içeren *aşırı açık prosedürü*ne yönelik düzenlemeler yapılabilecektir. ECOFIN'in temel karar mercii olduğu bu prosedürde; ilgili ülkenin bütçe açığını azaltmak için bir çerçeve planı ortaya koyması, koyamaz ise Avrupa Komisyonu'nun tavsiyesine uyması, bunları da yapmazsa, GSYİH'sının % 0.05'ine kadar bir ceza ödeyerek bu prosedürü tekrar etmesi, koşulları yer almaktadır. SGP'de yapılması önerilen temel reformlar şunlardır:

- % 3'lük bütçe açığı/GSYİH oranı üst limitinin değiştirilmemesi,
- SGP'nin uygulanması sırasında ekonomik döngülerin, iniş ve çıkışların daha fazla göz önünde bulundurulması,
- Orta vadeli ulusal bütçe hedeflerinin daha net tanımlanması,
- Uzun dönemde bütçe gelirlerini ve tasarrufları artıracak olması nedeniyle, sağlık ve emeklilik sistemlerinde yapısal reform gerçekleştiren ülkelere esneklik tanınması,
- % 2'lik küçülme yaşayan ülkelerin dahil edildiği 'istisnai durumlar'ın yumuşatılması (% 2'lik barajın kaldırılması ve uzun süreli zayıf büyüme yaşayan ülkelerin de 'istisnai durumlar'a dahil edilmesi gibi),
- Borç dinamikleriyle ilgili kriterlerin daha etkin bir şekilde uygulanması ve borçların sürdürülebilirliğine daha fazla önem verilmesi.

Yukarıda görüldüğü üzere, SGP'de yapılması öngörülen reformlar daha çok uygulamanın etkinleştirilmesine yönelik olup, bütçe açığı (bütçe açığı/GSYİH oranı üst limiti: % 3) ve borç (toplam kamu borcu/GSYİH oranı üst limiti: % 60) kriterlerinin değiştirilmesi çok fazla destek bulmamaktadır.

• 2004 yılı içerisinde, AB İstatistik Ofisi (Eurostat) ile Yunan yetkililerin ortak çalışması sonucunda, **Yunanistan**'ın bütçe açığı rakamlarının yukarı doğru düzeltilmesi, Yunanistan'ın 1997 yılından bu yana SGP'nin % 3'lük bütçe açığı/GSYİH sınırını aştığının ortaya çıkmasına neden olmuştu. Bu kapsamda, Yunanistan'ın istikrar programını değerlendiren Avrupa Komisyonu, Yunanistan'a bütçe açıklarını % 3 barajının altına çekmek için 2006 yılına kadar süre vermiştir. Komisyon ayrıca, % 112 ile AB içerisinde en yüksek seviyede olan Kamu Borcu/GSYİH oranının makul seviyelere çekilmesi gerektiğini ifade etmiştir.

#### **KAYNAKLAR:**

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