

EURO BÖLGESİ İZLEME RAPORU

MAYIS-HAZİRAN 2007



Evşen Mirahur

evsen.ozyoruk@tcmb.gov.tr

Ş.Serap Çakar

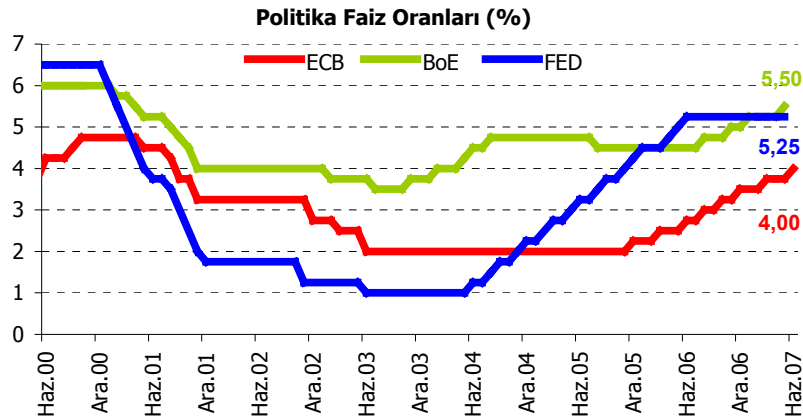
serap.cakar@tcmb.gov.tr

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) Haziran ayında beklenildiği gibi faiz oranlarını 25 bp artırdı. Ufukta yeni faiz artırımları gözüküyor.** ECB, 6 Haziran 2007 tarihinde yapılan Yönetim Konseyi toplantısında, beklentiler doğrultusunda faiz oranını 25 bp artırarak, % 4.00'e çekmiştir. Böylelikle, parasal sıkılaştırmanın başladığı 2005 yılı Aralık ayından beri faiz oranları iki katına yükseltilmiştir. Her faiz artırımından bir ay önce **"tetikte olma"** deyimini kullanan ECB Başkanı Jean-Claude Trichet'in, Mayıs ayında yapılan basın toplantısında da bu ifadeye yer vermesinin ardından Haziran ayında yapılan faiz artırımı sürpriz olmamıştır. Haziran ayındaki toplantı sonrası yapılan basın açıklamasında, Euro Bölgesi faiz oranlarının **"ılımlı"** seviyede olduğu söylemi terk edilmiş; para politikası ise **"hala genişleyici tarafta"** olarak nitelendirilmiştir. Trichet ayrıca, **"tüm gelişmelerin yakından izleneceği"**ni belirtmiştir. *Trichet, daha önceki açıklamalarında, para politikasını "genişleyici tarafta" olarak nitelendiriyordu. Ancak Yönetim Konseyi üyesi Axel Weber'in Mayıs ayında; "kod kelimelerin kullanımı bırakılabilir" açıklamasının ardından, piyasalar Trichet'in "genişleyici tarafta" ifadesinin basın açıklamasından çıkarılmasını bekliyordu. İfadenin çıkarılmaması ve başına "hala" eklenmesi, piyasalarda ECB'nin faiz artırımlarına devam edeceği şeklinde algılanmıştır. Ancak Trichet, bir sonraki faiz artırımının ne zaman yapılacağı ve faiz artırımlarına ne kadar süre devam edileceği konusunda yeterince açık olmamıştır. Piyasalar, faiz oranının % 4 ile "nötr" seviyeye (büyüme desteklemeyen, enflasyonu baskılamayan) ulaştığını düşünmektedir. ECB'nin de faiz oranlarının ılımlı olduğu söylemini terk ederek, bu görüşü paylaştığı düşünülmektedir.*



Haziran ayı toplantısında öne çıkan başlıklar şunlardır:

- Mevcut veriler, **Euro Bölgesi'nde ekonomik aktivitenin** bir yıl önce öngörülenden çok daha güçlü olduğunu göstermektedir. % 0.6 olarak gerçekleşen 2007 yılı ilk çeyrek büyüme oranı da beklentileri aşmıştır. İş alemi ve tüketici güven endeksleri ile diğer göstergeler, güçlü büyümenin yılın ikinci çeyreğinde de süreceğine işaret etmektedir (*daha önce ilk çeyreğe ilişkin büyüme "güçlü ve geniş tabanlı" olarak nitelendiriliyordu. Ancak Almanya'da ilk çeyrekte özel tüketim harcamalarının büyümeye negatif katkı yapmasının ardından, "geniş tabanlı" ifadesinin çıkarıldığını düşünmekteyiz*). Büyüme etkileyen dış faktörlere bakıldığında, küresel ekonominin daha dengeli hale geldiği görülmektedir. Küresel çapta büyüme, bir miktar yavaşlasa da güçlü seyrini sürdürmekte ve bu durum Euro Bölgesi ihracatına olumlu katkı yapmaya devam etmektedir. Büyümenin ana kaynaklarından olan iç talebin de canlılığını koruması beklenmektedir. Yatırım harcamaları; olumlu finans koşulları, yüksek şirket kârlılıkları ve verimlilikteki artışlar sayesinde dinamizmini sürdürecektir. Reel harcanabilir gelirdeki gelişmeler ise, tüketim harcamalarını

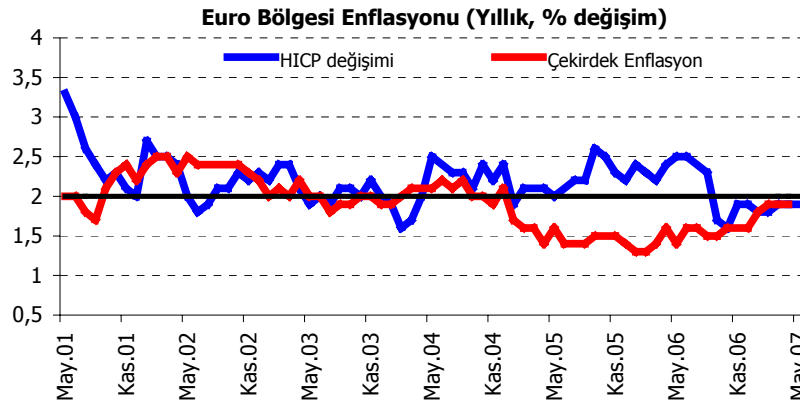
destekleyebilir (daha önce sayılan koşulların tüketim harcamalarını güçlendireceği öngörülüyordu, ancak bazı ülkelerde konut piyasasında yavaşlama sinyalleriyle beraber, ECB'nin tüketim söyleminde daha dikkatli olduğu görülmektedir. Diğer yandan, "istihdamdaki artışın reel harcanabilir geliri destekleyeceği" ifadesi de kaldırılmıştır. Bu durum, Alman ekonomisinde Nisan ayında işsiz sayısının artmış olmasını yansıtabilir). Ekonomik aktiviteye ait olumlu görünüm, ECB'nin 2007 yılına ait büyüme tahminlerinde yukarı yönlü revizyona gitmesine neden olmuştur. 2008 yılına ait büyüme tahmini ise, petrol fiyatlarında son dönemlerde kaydedilen yükselme sonrası, aşağı yönlü revize edilmiştir (2007 yılı enflasyon görünümünün yukarı yönlü revize edilmesi, faiz artırımlarında ECB'nin daha atak olabileceği beklentilerine yol açmıştır. 2008 yılına ait enflasyon tahminlerinin değişmemesi ise faiz artırımlarının 2008 yılında da devam edeceği beklentilerini azaltmıştır).

ECB Makroekonomik Projeksiyonları (yıllık, % değişim)

	2007		2008	
	Haziran 07*	Mart 07*	Haziran 07*	Mart 07*
Büyüme	2.3-2.9	2.1-2.9	1.8-2.8	1.9-2.9
Enflasyon	1.8-2.2	1.5-2.1	1.4-2.6	1.4-2.6

*ECB'nin Makroekonomik Tahminlerini yayınladığı tarihler

- **Büyümeye yönelik riskler** kısa vadede genelde dengededir. Uzun dönemli riskler ise, daha çok dış kaynaklı olmak üzere, aşağı yönlüdür. Bu riskler; korumacı eğilimlerdeki artış, petrol fiyatlarının tekrar yükselişe geçmesi, küresel dengesizlikler ve finansal piyasaların hassasiyetindeki olası değişimler olarak sıralanmıştır (son dönemlerde dünya hisse senedi piyasalarındaki hareketlilikler, daha önce bulunmayan büyüme yönelik son riskin eklenmesine neden olmuş olabilir).
- **Fiyat gelişmeleri** incelendiğinde, petrol fiyatlarının son aylarda tekrar yükselişe geçtiği görülmektedir (ilk defa petrol fiyatlarındaki artış vurgulanmıştır). Bu bağlamda, enflasyon oranı Mayıs ayında % 1.9 ile her ne kadar bir önceki aya göre değişmese de birkaç ay önceki beklentilerden yüksek gerçekleşmiştir. Kısa vadede, petrol fiyatlarının mevcut seyri ve fiyatlarda geçen sene gözlenen oynaklık baz etkisi yaratarak, enflasyonun seyrini etkileyecektir. Petrol fiyatlarının mevcut seyri, enflasyonun önümüzdeki aylarda bir miktar gerileyebileceğini, yıl sonuna doğru ise "önemli ölçüde" yükseleceğini göstermektedir (daha önce sadece yükseleceği belirtiliyordu; petrol fiyatlarının son dönemlerdeki seyri "önemli ölçüde" ifadesinin eklenmesine neden olmuştur). Petrol fiyatlarındaki yükseliş, ECB'nin 2007 yılına ait enflasyon tahminlerinde de yukarı yönlü revizyona gitmesine neden olmuştur. 2008 yılı tahminlerinde ise bir değişiklik yapılmamıştır.



- **Enflasyona yönelik riskler**, orta vadede yukarı yönlü ve iç kaynaklıdır (*enflasyonist risklerin kaynağının iç koşullar olduğundan ilk defa bahsedilmiştir*). Euro Bölgesi ekonomilerinde kapasite kullanım oranları artmakta ve işgücü piyasası gittikçe gelişmektedir. Bu bağlamda, ücret gelişmelerinin beklentilerden daha güçlü gerçekleşme olasılığı vardır (*kapasite kullanım oranları ve işgücü piyasasındaki gelişmeler, ilk defa olası ücret artışlarına bağlanmıştır*). Mevcut şartlarda, düşük rekabetin yaşandığı piyasalarda fiyatlama güçleri artabilir (*ECB, firmaların fiyatlama güçlerinden ilk defa risk olarak söz etmiştir*). Bu bağlamda, ücret görüşmelerinde; rekabet gücü, bazı ekonomilerde halen yüksek seviyelerde bulunan işsizlik ve sektörlere özgü verimlilik oranları, dikkate alınmalıdır. Yönetim Konseyi, enflasyona yol açabilecek ve hanehalklarının satın alım güçlerini olumsuz etkileyebilecek ücret gelişmelerine ilişkin temkinli davranmak gerektiğini belirtmektedir. Ayrıca, yönetilen fiyatlarda önceden açıklananlar haricinde yapılacak artışlar ve petrol fiyatlarında beklenmedik yükselişler de fiyat istikrarına yönelik riskler arasındadır.
- **Parasal analiz** de orta ve uzun vadede enflasyonist risklerin yukarı yönlü olduğunu doğrulamaktadır. Likiditenin zaten bol olduğu bir ortamda, para arzı artış hızı güçlü seyrine devam etmektedir. M3 para arzı artış oranının Nisan ayında % 10.4 olarak gerçekleşmesi ve halen yüksek seviyelerde bulunan kredi artış oranı, parasal genişlemenin sürdüğünü göstermektedir. Para arzı artış oranı ve kredi genişlemesindeki güçlü seyir, çoğunlukla olumlu finans koşullarını ve güçlü ekonomik büyümeyi yansıtmaktadır. Her ne kadar para arzındaki güçlü seyir henüz yavaşlamasa da artan faiz oranlarının parasal dinamikleri etkilemeye başladığı görülmektedir. Kısa dönemli faiz oranlarındaki yükseliş, M1 para arzı artış oranının son çeyreklerde bir miktar yavaşlamasına yol açmış; özel sektöre açılan krediler ise 2006 yılı ortalarından itibaren istikrarlı bir seyir izlemeye başlamışlardır. Kredilerdeki istikrar ise, hanehalkı ve reel sektör verilerinin gösterdiği gibi, daha geniş tabana yayılmaya başlamıştır. Aynı zamanda, konut fiyatları da yavaşlama sinyalleri vermektedir. Yine de aktivitenin canlı ve varlık piyasalarının güçlü olduğu bir ortamda, parasal gelişmeler çok dikkatli takip edilmelidir.
- **Anayasa reform paketi kabul edildi.** 21-22 Haziran 2007 tarihlerinde Brüksel’de düzenlenen AB Devlet ve Hükümet Başkanları Zirvesi’nde liderler, yeni AB Antlaşmasını (Reform Treaty) onaylamıştır. Böylece, 2005 yılında Fransa ile Hollanda tarafından reddedilen ve rafa kaldırılan anayasa konusunda, 2 yıl sonra ilerleme sağlanabilmiştir. Liderler tarafından imzalanan taslak metne dair teknik çalışmalar, 23 Temmuz 2007 tarihinde düzenlenecek hükümetlerarası konferansta ele alınacaktır. Liderler, “anayasa” sözcüğü yerine “antlaşma”nın kullanılmasını ve AB bayrağı ve marşı fikrinden vazgeçilmesini, benimsemişlerdir. Diğer yandan, AB Başkanı ve AB Dışişleri Bakanı’nın seçilmesi, kabul görmüştür. Yeni antlaşma metninin bu yılın sonuna kadar kesinleşmesi beklenirken, yeni metin 2009 yılı ortasına kadar 27 ülke tarafından onaylanacaktır. Almanya, yeni AB antlaşmasının 2009 yılında yapılacak Avrupa Parlamentosu seçimlerinden önce üye devletler tarafından onaylanmasını istemektedir.

İngiltere’nin, AB Dışişleri Bakanlığı makamının, Birliğin dış politikası üzerinde hakim rol oynamaması ve sadece temsil görevi üstlenmesi yönündeki baskıları, diğer ülkeler tarafından da kabul edilmiştir. İngiltere’nin talepleri çerçevesinde, AB Dışişleri Bakanı yerine AB Dış Politika Temsilcisi seçilmesine karar verilmiştir. Öte yandan, İngiltere’nin yargı ve polis teşkilatı konusunda diğer AB ülkeleri ile işbirliğini öngören düzenlenmeden muaf tutulması da kabul edilmiştir. Böylece İngiltere, AB vatandaşlarının özgürlükler ve vatandaşlık haklarını geliştirmeyi amaçlayan düzenlemeleri uygulamak zorunda olmayacaktır. Polonya’nın nüfusa dayalı oy sistemine ilişkin itirazları da dikkate alınmış ve söz konusu oy sistemine geçilmesi takvime bağlanmıştır. Bu çerçevede, Nice Antlaşması tarafından öngörülen oy sistemi 2014 yılına kadar devam edecek; 2014-2017 yılları arası ise nüfusa dayalı oy

sistemi için geçiş dönemi olarak kabul edilecek, ancak üye ülkeler tarafından gerekli görülmediği hallerde uygulanmayacaktır. 2017'den sonra ise nüfusa dayalı oy sistemi geçerli olacaktır. Nüfusa dayalı oy sisteminin yürürlük tarihinin ertelenmesi, Polonya'nın diplomatik başarısı olarak görülmektedir. Hollanda ise, yasa teklifleri hakkında ülke parlamentolarının daha fazla söz sahibi olmasına ilişkin ifadenin antlaşmada yer almasını garantilemiştir. Hollanda ayrıca, yeni antlaşma metninde Birliğin genişlemesi ile ilgili daha sert ifadeler kullanılmasını sağlamıştır.

Yeni antlaşma metninin referandum yoluyla reddedilmesinden endişe eden Almanya, antlaşmanın "hükümetlerarası anlaşma" niteliğine sokularak, parlamentoda onaylanmasını istemekteydi. Ancak İrlanda ve Danimarka, ulusal egemenliği etkileyen konularda yasal olarak referanduma gitmek zorunda olduklarını belirtmişlerdir. İngiltere'de ise muhalefet, yeni antlaşma metninin referanduma sunulması konusunda hükümeti sıkıştırmaktadır. Diğer ülkelerin ise, antlaşma için parlamento onayı almaları beklenmektedir. AB anayasasının orijinal metnini onaylayan 18 ülke ise, anayasa konusunda diğer ülkelere verilen tavizleri eleştirmiştir.

- **Avrupa Komisyonu Bahar Tahminlerini yayınladı.** Avrupa Komisyonu tarafından yılda iki kere yayınlanan ekonomik tahminlere ilişkin raporların ilki olan Bahar Tahminleri'nde, Euro Bölgesi büyüme oranının 2007 yılında % 2.6 olacağı öngörülmektedir. 1 Ocak 2007'de Almanya'da uygulamaya konan KDV artışına karşın, 2006 güz tahminleri ile karşılaştırıldığında büyüme tahmini 0.5 yüzde puan yukarı revize edilmiştir. Raporda, 2006 yılında yüksek petrol fiyatları ve ABD ekonomisindeki yavaşlamaya rağmen, Euro Bölgesi ekonomisinin beklentilerin üzerinde bir performans göstererek % 2.7 oranında büyüdüğü ve büyümenin temel kaynağının iç talep olduğu yer almaktadır. Geçtiğimiz yıl özel tüketim harcamalarının ılımlı bir şekilde, yatırımların ise hızla arttığı vurgulanmaktadır. Raporda öne çıkan başlıklar şunlardır:

- **Euro Bölgesi büyüme oranı,** 2006 Güz Tahminlerine göre 0.5 puan yukarı yönde revize edilmiştir. Elverişli finansman koşullarının devam etmesi ve işsizlik oranının gerilemesi sayesinde, büyümenin 2007 yılının ilk üç çeyreğinde % 0.6-0.7 aralığında kalacağını öngören Komisyon, yıl içinde iç talep ve net ihracatın katkıları ile potansiyelin üzerinde büyüme oranı yakalanacağını, ancak 2008 yılında büyümenin hafif şekilde yavaşlayacağını düşünmektedir. Komisyon, 2007-2008 yıllarında AB'de yaklaşık 5.5 milyon iş yaratılacağını tahmin etmektedir. 2006 yılında hem Euro Bölgesi hem de AB'de işsizlik oranı % 8'in altına inerken, işsizlik oranındaki gerileme nominal ücret artışlarının hızlanmasına neden olabilecektir. Özellikle yatırımlardaki hızlanmaya dikkat çeken Komisyon, yüksek şirket kârlılıkları, artan talep ve yeni teknolojilerin kullanılması ile yatırımların yükseldiğini belirtmiştir. Diğer taraftan, "mortgage" piyasasındaki yavaşlama inşaat sektörünü olumsuz etkilemektedir. Euronun değer kazanmasının ise net ihracattan elde edilecek gelirleri sınırlayabileceği tahmin edilmektedir.

Avrupa Komisyonu Euro Bölgesi Tahminleri

	Gerçekleşme			2007 Bahar Tahmini		2006 Güz Tahmini ile Fark	
	2004	2005	2006	2007	2008	2007	2008
GSYİH (% değişim)	2.0	1.4	2.7	2.6	2.5	0.5	0.3
Tüketim H. (% değişim)	1.5	1.5	1.8	2.1	2.4	0.5	0.3
Yatırım H. (% değişim)	2.2	2.5	4.7	4.4	3.6	1.4	0.6
İstihdam (% değişim)	0.8	0.8	1.4	1.4	1.2	0.2	0.1
İşsizlik Oranı (%)	8.8	8.6	7.9	7.3	6.9	-0.4	-0.5
Enflasyon (%)	2.1	2.2	2.2	1.9	1.9	-0.2	0.0
Bütçe Dengesi/GSYİH (%)	-2.8	-2.5	-1.6	-1.0	-0.8	0.5	0.5
Kamu Borcu/GSYİH (%)	69.7	70.5	69.0	66.9	65.0	-1.1	-1.9
Cari İşlemler D./GSYİH (%)	0.8	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0

➤ 2006 Güz Tahminleri ile karşılaştırıldığında, 2007 **enflasyon tahmini** 0.2 yüzde puan aşağı yönde revize edilmiştir. Komisyon, Euro Bölgesi enflasyon oranının 2007 ve 2008 yıllarında % 1.9 olacağını tahmin etmekle beraber, enflasyonist riskler konusunda uyarılarda bulunmuştur. Enflasyon oranı 2006 yılında, yüksek enerji fiyatları nedeniyle "% 2'ye yakın ancak % 2'nin altında" şeklinde telaffuz edilen hedef seviyenin üzerinde kalırken, çekirdek enflasyonun da artmaya başladığı gözlenmişti. Çekirdek enflasyon ile genel enflasyon arasındaki fark giderek kapanırken, özellikle 2007 yılından itibaren çekirdek enflasyondaki artışın temel nedeninin Almanya'da uygulamaya konan KDV artışı olduğu düşünülmektedir. Geçmişteki petrol fiyat artışlarının ikincil etkilerinin ise sınırlı kaldığına dikkat çekilmektedir. Petrol fiyatlarının yavaşlaması ile 2007 başında olumlu baz etkileri oluşmuş ve KDV artışının etkileri daha az hissedilmiştir. 2007 yılında ücret artışlarının yaratacağı enflasyonist baskıların ortaya çıkabileceğini söyleyen Komisyon, petrol fiyatlarındaki yükselişin de yakından takip edilmesi gerekliliğini vurgulamıştır.

• **Sarkozy, Fransa'nın yeni cumhurbaşkanı oldu. Genel seçimlerden de Sarkozy'nin partisi galip çıktı.** 6 Mayıs 2007 tarihinde yapılan ikinci tur cumhurbaşkanlığı seçimlerinde, Halkın Birliği Partisi (UMP) adayı Nicolas Sarkozy % 53.1 oranında oy alarak Fransa'nın yeni cumhurbaşkanı seçilmiştir. Rakibi, Sosyalist Parti adayı Segolene Royal ise % 46.9'luk oy oranı ile ikinci sırada yer almıştır. İkinci tur seçimler öncesinde yapılan anketler de Sarkozy'nin önde olduğunu gösteriyordu. Cumhurbaşkanlığı ikinci tur seçimine yaklaşık 44.5 milyon kayıtlı seçmenin % 84'ü katılmıştır. Seçime katılımın 1988 yılından bu yana en yüksek seviyesine ulaştığı belirtilmiştir. Sarkozy yaptığı konuşmada, bütün Fransızların cumhurbaşkanı olacağını ve ülkede birlik ve kardeşlik ortamını yeniden kuracağını söylemiştir. Sarkozy'nin seçilmesi, Fransızların 35 saatlik çalışma süresinin esnetilmesine de yeşil ışık yaktıkları anlamına gelmektedir. Sarkozy de yaptığı konuşmada, ülkede dinamik bir iş ortamı yaratacağını vurgulamıştır. Sarkozy'nin ayrıca, grev haklarını sınırlaması, göç politikalarını sertleştirilmesi, ekonomide korumacı politikalara destek vermesi ve Fransa ile İsrail arasındaki ilişkileri geliştirmesi beklenmektedir.

16 Mayıs 2007 tarihinde cumhurbaşkanlığı görevini Jacques Chirac'dan devralan Nicolas Sarkozy, seçim kampanyasının başdanışmanı olan François Fillon'u da Fransa'nın yeni başbakanı olarak atamıştır. İyi bir müzakereci ve reform yanlısı olarak tanınan Fillon'un, özellikle işgücü piyasası reformları konusunda Cumhurbaşkanı Sarkozy'ye yardımcı olması beklenmektedir. Fillon, 2003 yılında Fransa'nın emeklilik sistemini yeniden yapılandıran kişi olarak bilinmektedir.

Diğer yandan; ilk turu 10 Haziran, ikinci turu 17 Haziran 2007 tarihlerinde gerçekleştirilen genel seçimlerden Cumhurbaşkanı Sarkozy'nin partisi (UMP) galibiyetle çıkmıştır. Yaklaşık olarak 45 milyon seçmenin bulunduğu ülkede, seçimlere katılım oranı % 60 civarında gerçekleşmiştir. Böylelikle Sosyalist Parti, cumhurbaşkanlığı seçiminin hemen ardından genel seçimlerde de merkez-sağ UMP karşısında yenilgi almıştır. 10 Haziran 2007 tarihinde yapılan genel seçimlerin ilk turunda, UMP oyların % 39.5'ini, Sosyalist Parti ise % 24.7'sini almıştır. İkinci turun sonunda ise, toplam 577 sandalyeli parlamentoda daha önce 359 sandalyeye sahip olan UMP, bu defa müttefiki Yeni Merkez Partisi ile birlikte 345 sandalye kazanırken, Sosyalist Parti, Yeşiller ve Komünist Parti'den oluşan sol blok 232 sandalye kazanmıştır. Cumhurbaşkanlığı seçimlerinde üçüncü aday olarak yarışan François Bayrou'nun Demokratik Hareket partisi 4 sandalye kazanabilmiş, aşırı sağcı Le Pen'in Ulusal Cephe Partisi ise parlamentoya girememiştir. İkinci turda Sosyalist Parti'nin beklentilerin üzerinde oy almasında, Cumhurbaşkanı Sarkozy'nin vergi artırımını planları etkili olmuştur. Hükümet, vergi yükünü işverenden tüketiciye aktarmak amacıyla, genel KDV oranını 5 bp artırarak % 24.5'e yükseltmeyi planlamaktaydı. Bazı UMP yetkilileri, hükümetin seçimlerden önce vergilerle ilgili yaptığı açıklamalar nedeniyle, pek çok milletvekilinin yeniden seçilemediğini söylemiştir. UMP hükümetinin vergi indirimi ile ilgili planları, mali

disiplini bozarak bütçe açığını tekrar yükseltebileceği gerekçesiyle eleştirilmektedir. Daha önce yüksek bütçe açığı nedeniyle Aşırı Açık Prosedürü'ne tabi olan Fransa, Ocak 2007'de yapılan ECOFIN toplantısında bütçe açığını İstikrar ve Büyüme Pakti limiti olan % 3'ün altına çektiği için Aşırı Açık Prosedürü'nden çıkarılmıştı. Öte yandan, UMP'nin parlamentodaki sandalye sayısı, Sarkozy'nin seçim vaatlerini gerçekleştirmesi için yeterli görünmektedir.

• **Gordon Brown İngiltere'nin yeni başbakanı.** Tony Blair'in 27 Haziran 2007 tarihinde görevinden ayrılmasının ardından, Gordon Brown İngiltere'nin yeni başbakanı olmuştur. İşçi Partisi'nin iktidarda olduğu son on yıl boyunca Blair hükümetinde Maliye Bakanı olarak görev yapan Brown, aynı zamanda İşçi Partisi'nin de yeni lideri seçilmiştir. Irak Savaşı'nın başladığı 2003 yılından bu yana popülaritesi hızla gerileyen Blair, normal koşullarda en geç 2010 yılında yapılacak genel seçimlere kadar başbakanlık yapabileceken, görevini erken bırakmak durumunda kalmıştır. Hatırlanacağı gibi, geçtiğimiz yıl yapılan yerel seçimlerde İşçi Partisi'nin büyük oy kaybına uğraması sonrasında Blair, partisinden gelen istifa baskılarına boyun eğmemiş, ancak bir yıl içinde görevinden ayrılacağını duyurmuştu. Tony Blair, İşçi Partisi'ni merkez-sol partiye dönüştüren ve arka arkaya üç genel seçimden zaferle çıkan bir lider olarak anılacaktır. Blair ayrıca, Kuzey İrlanda barışına yaptığı katkılar nedeniyle de övülmektedir. Öte yandan Blair, İşçi Partisi'nin mali konuları ile ilgili olarak polis soruşturması çerçevesinde sorgulanan ilk başbakan olmuştur.



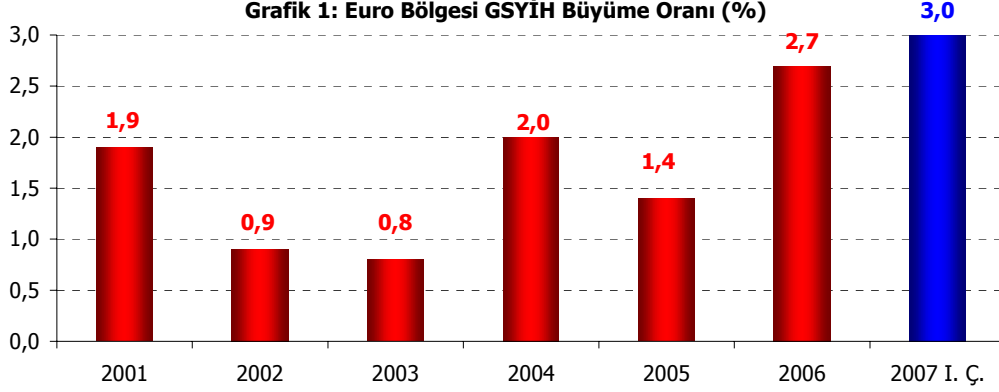
Gordon Brown Kimdir?

1951 İrlanda doğumlu olan Gordon Brown, 16 yaşındayken Edinburg Üniversitesi Tarih Bölümüne kabul edilmiştir. Genç yaşta rugby oynarken sol gözünü kaybeden Brown, "İşçi Partisi ve 1918-1929 yılları arasında İrlanda'daki Politik Değişim" konulu teziyle, doktorasını tamamlamıştır. 1983 yılında milletvekili seçilmeden önce, üniversitede ders veren ve bir İrlanda televizyonunda çalışan Brown, siyasi hayatının ilk yıllarından bu yana Blair ile beraber çalışmıştır. İşçi Partisi'nin iktidara gelmesiyle 1997 yılından bu yana Maliye Bakanlığı görevini sürdüren Brown, en uzun süre Maliye Bakanlığı yapan kişi ünvanını almıştır. Bank of England'ın bağımsızlığını kazanması, Brown'ın en önemli icraatları arasında sayılmaktadır. İngiltere'nin euro bölgesi'ne katılmasına karşı çıkarak Blair ile fikir ayrılığına düşen Brown, sağlık ve eğitim harcamalarını artırmıştır. Irak savaşına destek vermekle beraber, Brown'un asker sayısını azaltabileceği tahmin edilmektedir. Blair'e kıyasla ABD ile daha mesafeli ilişkiler yürütmesi beklenen Brown'ın, AB'ye karşı da daha temkinli bir tavır takınacağı düşünülmektedir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER

1. Büyüme

- 2006 yılı son çeyreğinde % 0.9 oranında büyüyen euro bölgesi, 2007 yılı ilk çeyreğinde % 0.6 (yıllık: % 3.0) oranında büyümüştür (Grafik: 1).



Alt kalemler incelendiğinde, işsizlik oranının rekor seviyelere gerilemesine rağmen özel tüketim harcamalarının yılın ilk çeyreğinde büyümeye negatif katkı yaptığı görülmektedir. Bu durumun temel sebebi, Almanya'da 2007 yılı başında uygulamaya konulan KDV oranındaki artıştır. Ayrıca özellikle hanehalklarına açılan kredi miktarında 2007 yılı başından beri gözlenen yavaşlama, faiz oranlarındaki yükselişin de tüketimi olumsuz etkilemeye başladığına işaret etmektedir. Yatırım harcamaları ise, şirket kârlılıklarındaki artış ve finansman koşullarının halen olumlu olması sayesinde, güçlü seyrini sürdürmeye devam etmektedir. Özellikle ılıman geçen kış ayları inşaat sektöründeki yatırımı olumlu etkilemiştir. Diğer yandan, KDV oranı artışı öncesi aşırı talep karşısında stoklarını azaltmak zorunda kalan firmaların, ilk çeyrele beraber tekrar stok biriktirme sürecine girdikleri görülmektedir. Ancak iş alemi güven endekslerindeki yüksek seyir, stok birikiminin talep artışı öngörüsüyle başladığını ve gönüllü olduğunu göstermektedir. ABD'deki yavaşlama ve güçlü euro nedeniyle net ihracatın büyümeye katkısı ise negatif olmuştur.

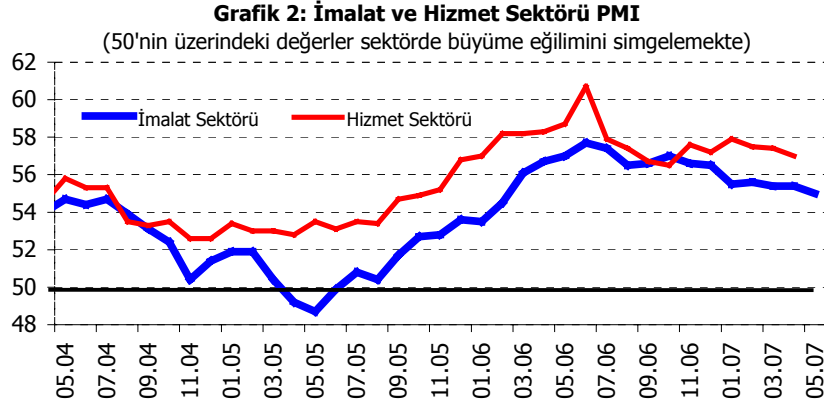
Tablo 1: Büyümeye Katkılar (çeyreklik, yüzde puan)

	2007		2006		
	I. Çeyrek	IV. Çeyrek	III. Çeyrek	II. Çeyrek	I. Çeyrek
Büyüme	0.6	0.9	0.6	0.9	0.9
Özel tüketim harcamaları	-0.1	0.2	0.4	0.2	0.3
Kamu Harcamaları	0.2	0.1	0.1	0.0	0.2
Sabit Sermaye Yatırımları	0.5	0.3	0.2	0.4	0.2
Stoklar	0.5	-0.4	0.1	0.2	-0.2
Dış ticaret	-0.5	0.7	-0.2	0.1	0.4

Son veriler, euro bölgesinin yılın ikinci çeyreğinde de uzun dönem ortalamasının üzerinde büyümeye devam edeceğini göstermektedir. Zira, tüketici ve iş alemi güven endeksleri yüksek seviyelerde seyretmektedir. İşsizlik oranının gerileme trendine devam etmesi ise, büyümenin en zayıf halkalarından olan tüketim harcamalarının ileriki dönemlerde büyümeye pozitif katkı yapmasına neden olabilir. Bu durum, daha önce ihracata dayalı bir büyüme sergileyen Euro Bölgesi'nde, büyümenin geniş bir tabana yayılmasına yol açabilir. Diğer yandan, küresel büyümenin güçlü seyri ihracat performansının; güçlü ihracat performansı ise artan iç talep, yüksek şirket kârlılıkları, olumlu finansman koşulları ve iş alemi güveninin iyimserleşmesiyle birlikte yatırım harcamalarının artmasını sağlayacaktır.

Büyümeye yönelik riskler kısa vadede dengededir. Uzun vadede ise risklerin aşağı yönlü olduğu düşünülmektedir. Bunlar, dünya ticaretinde korumacılığın artması, petrol fiyatlarının yeniden yükselmesi, küresel dengesizlikler ve yatırımcı hassasiyetindeki olası değişiklikler olarak sıralanabilir.

- Büyümeye ilişkin en önemli öncü göstergeler arasında sayılan **Satınalma Müdürleri Endeksi (Purchasing Managers' Index, PMI)**, imalat sanayinde Nisan ayında değişmemiş, Mayıs ayında ise hafif gerilemiştir. Hizmet sektörü PMI verisi ise, Nisan ayında gerilemiş, Mayıs ayında yükselmiştir. Her iki endeksin de 50 referans değerinin üzerinde seyretmeye devam etmesi, euro bölgesi imalat sanayi ve hizmet sektöründe büyümenin güçlü seyrini sürdürdüğüne işaret etmektedir.

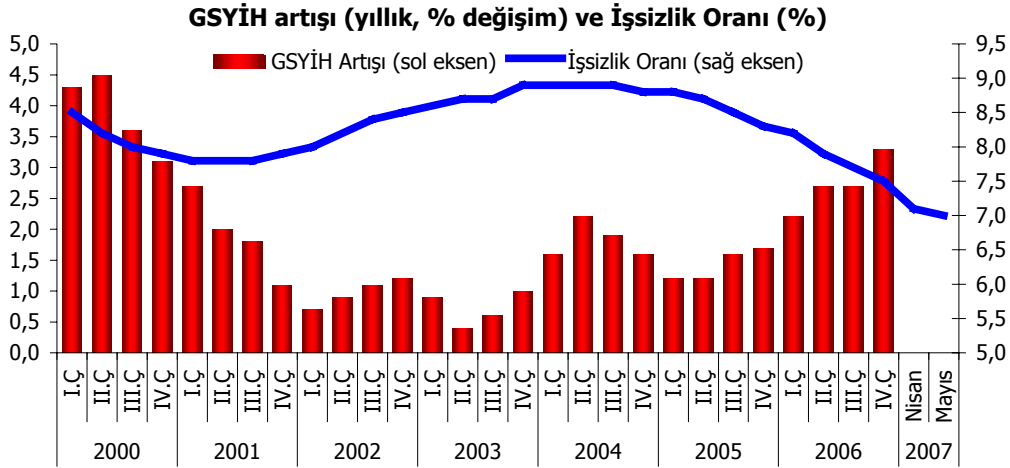


- 2007 yılı Ocak ayında Almanya'da uygulamaya konulan KDV oranı artışından ötürü aylık bazda beklenmedik şekilde gerileyen ve daha sonra toparlanmaya başlayan euro bölgesi **sanayi üretimi**, Nisan ayında aylık bazda tekrar gerilemiştir. Şubat ve Mart aylarında artmaya devam eden sanayi üretiminin Nisan ayında beklenmedik şekilde gerilemesi, euro bölgesi büyüme performansına ilişkin kötümser beklentilere neden olmuştur. Öte yandan, bazı analistler Nisan ayındaki Paskalya tatili nedeniyle sanayi üretiminin düşük çıktığını ve aylık değişimlerin fazla dikkate alınmaması gerektiğini savunmuştur. Ancak, büyümenin en önemli öncü göstergelerinden kabul edilen imalat sanayi aktivite endeksinin de (PMI) Mayıs ayında hafif şekilde gerilemesi, sanayi sektöründe büyümenin yavaşlamaya başladığına işaret etmektedir.

Tablo 2: Euro Bölgesi Sanayi Üretimi (yıllık, % değişim)

	Aralık 06	Ocak 07	Şubat 07	Mart 07	Nisan 07
Sanayi Üretimi	4.4	3.5	4.1	4.0	2.8
Ara mali	7.4	5.5	6.7	6.4	3.8
Enerji Üretimi	-4.1	-7.4	-5.5	-7.4	-3.9
Yatırım Mali	7.6	7.0	7.4	6.9	5.7
Dayanısız Tüketim Mali	3.2	3.5	4.8	4.0	1.7
Dayanıklı Tüketim Mali	6.4	3.7	2.6	3.8	2.4

- **İşsizlik oranı** Mayıs ayında % 7 ile son 11 yılın en düşük seviyesine gerilemiştir (Grafik: 3). Büyümenin güçlü seyrini koruması ile işgücü piyasasında yapılan reformlar sayesinde, 2007 yılında da euro bölgesi işsizlik oranı gerilemeye devam etmektedir. İmalat ve hizmet sektörü aktivite endeksi (PMI) istihdam alt kalemi de yükselmekte ve işsizlik oranındaki düşüşün süreceğine işaret etmektedir. Bu durum, bir yandan iç talebi canlandırarak büyümenin dışa bağımlılığını azalttığı için olumlu karşılanırken, diğer yandan ücretler üzerinde baskı yaratabileceği için dikkatle takip edilmektedir.



2. Enflasyon

- **Euro bölgesi enflasyon oranı** Mayıs ve Haziran aylarında da % 1.9 olarak gerçekleşmiştir (Grafik: 4). Enflasyonun son 10 aydır ECB'nin % 2'lik hedefinin altında seyretmesinde, petrol fiyatlarından kaynaklanan olumlu baz etkisi etkili olmaktadır. Ayrıca gıda fiyatlarının da bir miktar hız kestiği ve TÜFE'deki artışı sınırladığı görülmektedir. Özellikle uluslararası piyasalarda gıda fiyatlarının, gelişmekte olan ülkelerin aşırı talebi ve gıda malları arzının esnek olmaması gibi nedenlerle arttığı göz önünde bulundurulduğunda, euro bölgesi'nde gıda fiyatlarındaki seyir dikkat çekicidir. Bu durumun temel nedeni, euro bölgesi'nde ılıman geçen kış aylarının gıda fiyatları enflasyonunu yavaşlatmasıdır. Ayrıca, euro'nun son dönemlerde değer kazanması da özellikle ithal gıda fiyatlarını olumlu etkilemektedir.

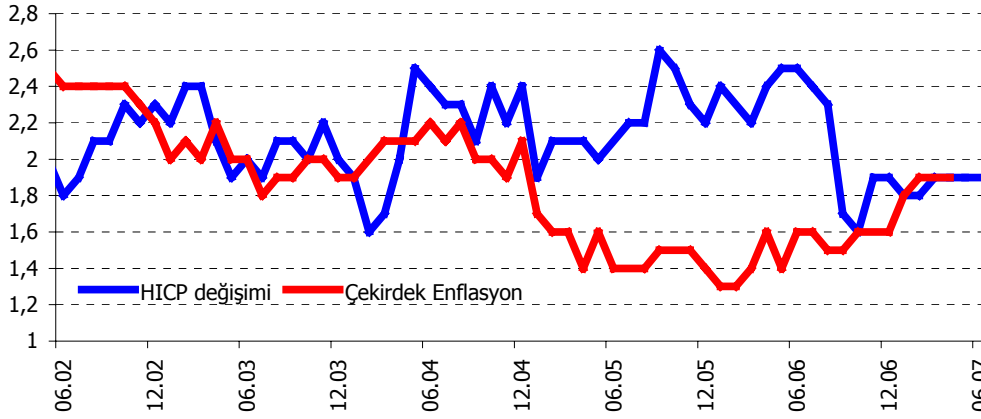
Tablo 3: Euro Bölgesi Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi (yıllık % değişim)

	2005	2006	01/07	02/07	03/07	04/07	05/07	06/07
TÜFE	2.2	2.2	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9
Enerji	10.1	7.7	0.9	0.8	1.8	0.4	0.3	0.9
İşlenmemiş Gıda	0.8	2.8	3.7	2.8	2.9	3.9	3.1	3.0
İşlenmiş Gıda	2.0	2.1	2.2	2.1	1.9	1.9	1.9	2.0
Enerji Dışı San. Mal.	0.3	0.6	0.9	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0
Hizmetler	2.3	2.0	2.3	2.4	2.4	2.5	2.6	2.6
Çekirdek TÜFE*	1.5	1.5	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Diğer Fiyat Göstergeleri								
Üretici Fiyatları	4.1	5.1	3.1	2.9	2.8	2.4	2.3	-
Petrol Fiyatları (€/varil)	44.6	52.9	42.2	44.9	47.3	50.2	50.3	52.6

*Enerji ve işlenmemiş gıda hariç tutularak hesaplanmıştır.

- **Enerji ve işlenmemiş gıda fiyatları hariç hesaplanan çekirdek enflasyon** ise, Mayıs ve Haziran aylarında % 1.9'luk seviyesini korumuştur. Çekirdek enflasyonun yüksek seyrinde 2007 yılı Ocak ayında Almanya'da uygulamaya konulan KDV oranı artışı etkili olmuştur. Ayrıca bu durum, gözlenen güçlü büyüme performansı ile birlikte, euro bölgesi'nde enflasyonist risklerin birikmeye başladığına işaret etmektedir. Her ne kadar çekirdek TÜFE istikrarlı bir seyir izlese de güçlü büyümenin devam etmesi, üretim açığını azaltarak çekirdek enflasyon üzerinde bir baskı uygulayabilir. Kapasite kullanım oranlarındaki artış, güçlü talep ve firmaların fiyatlama güçlerinin artmaya başlaması da çekirdek enflasyondaki yükselişi tetikleyecek diğer unsurlardır.

Grafik 4: Euro Bölgesi Enflasyonu (yıllık, % değişim)



- **Üretici fiyatları enflasyonu (ÜFE)** ise 2006 yılı ortalarında başladığı gerileme trendine, Nisan ve Mayıs aylarında da devam etmiştir. Petrol fiyatlarından kaynaklanan olumlu baz koşulları, ÜFE'nin gerilemesine neden olmaktadır. Yüksek hammadde fiyatlarının etkisiyle geçtiğimiz aylarda artış trendini koruyan ara mal fiyatları da yıllık bazda gerilemeye ve ÜFE'yi düşüş yönünde etkilemeye devam etmektedir. Ancak ÜFE'deki artış hızı gerilemesine rağmen çekirdek ÜFE'deki yüksek seyrin sürmesi, enflasyonist risklerin güçlenmeye başladığı şeklinde yorumlanabilir. Güçlü büyüme ve iç talebin canlanması ise üreticilerin fiyat artışlarına daha kolay gitmelerine neden olarak, üretici fiyatlarından tüketici fiyatlarına olan geçişkenliği kolaylaştırabilir. Zira, üreticiler kâr marjlarını azaltma yolunu seçmemeleri halinde, ÜFE'deki artış fiyatlarına yansıtacaklardır.

Tablo 4: Euro Bölgesi Üretici Fiyatları Endeksi (İnşaat Hariç, Yıllık % Değişim)

	12/06	01/07	02/07	03/07	04/07	05/07
Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE)	4.1	3.1	2.9	2.7	2.4	2.3
Enerji Hariç (ÜFE)	3.4	3.5	3.5	3.4	3.4	3.2
Ara Mali	6.1	6.1	6.0	5.8	5.8	5.4
Enerji	6.2	1.7	1.2	0.8	-0.7	-0.5
Sermaye Mali	1.8	1.9	2.1	2.0	2.0	2.0
Dayanısız Tüketim Mali	1.4	1.4	1.6	1.4	1.6	1.7
Dayanıklı Tüketim Mali	1.7	1.9	2.0	2.0	1.8	1.8

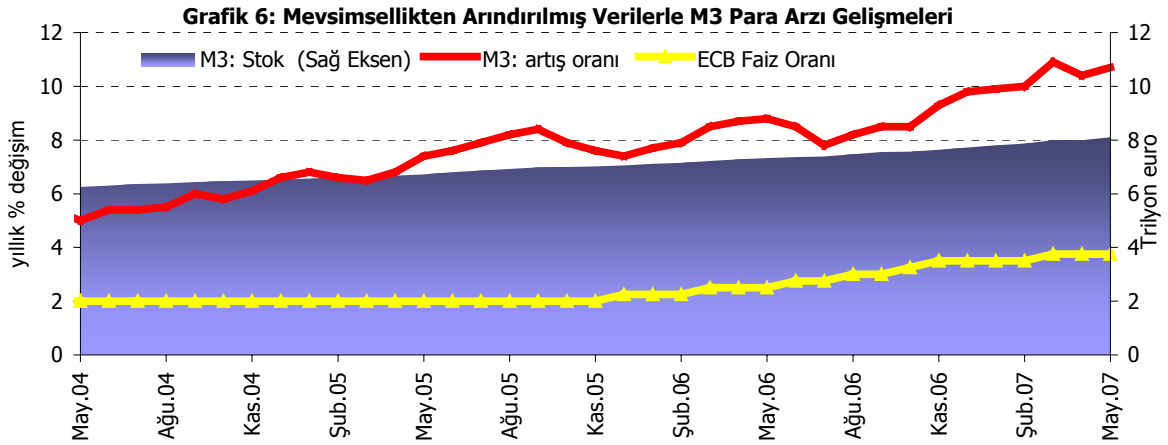
- **Çalışılan saat başına işgücü maliyeti** artış oranı, 2007 yılı ilk çeyreğinde değişmemiş ve % 2.2 olarak gerçekleşmiştir. Geçen yıl son çeyrekte hızlanan üretkenlik artışının ise, bu yıl ilk çeyrekte bir miktar hız kaybettiği görülmektedir. Bu durum birim işgücü maliyetlerinin bir miktar yükselmesine neden olabilir. Ücret görüşmelerinin zamanlaması ise (ücret görüşmelerinin genellikle Mart ayından sonra başlaması ve ücret artışlarının yılın ikinci yarısından itibaren uygulamaya konulacak olması), ücret artış oranının ilk çeyrekte % 2.4'ten % 1.9'a gerilemesine neden olmuştur. Dolayısıyla önümüzdeki dönemlerde ücret artışları hız kazanabilir. Ekonomik canlılık sayesinde işsizlik oranındaki düşüş de ücret artışlarını destekleyecektir. Yine de genel olarak küreselleşme ve beraberinde getirdiği sert rekabet koşullarının, ücret artışlarını sınırladığı görülmektedir. İstihdam kompozisyonunun düşük kazançlı işlerde yoğunlaşması da ücret artışlarını sınırlayan bir diğer etmendir.

- Enerji fiyatlarından kaynaklanacak olumlu baz etkisiyle enflasyonun önümüzdeki birkaç ay içerisinde gerileyeceği; ancak yıl sonuna doğru tekrar artışa geçeceği öngörülmektedir. Genel olarak enflasyonun 2007 yılında % 1.8-2.2, 2008 yılında ise % 1.4-2.6 aralığında seyretmesi beklenmektedir. Enflasyona yönelik riskler ise, çoğunlukla iç kaynaklı olmak üzere, yukarı yönlüdür. Özellikle kapasite kullanım oranlarının arttığı ve güçlü ekonomik performansın yaşandığı bir ortamda, maliyet ve fiyatlara

yukarı yönlü baskı oluşması öngörülmektedir. İşsizlik oranının rekor seviyelere gerilemesi de ücret artışlarının beklentilerden yüksek gerçekleşmesine neden olabilir. Ayrıca güçlü büyüme performansı, özellikle zayıf rekabet koşullarının yaşandığı sektörlerde firmaların fiyatlama güçlerinin artmasına neden olabilir. Dolaysız vergilerde daha önce açıklananlar haricinde artışların yapılması ve bazı ülkelerde genişleyici maliye politikalarının uygulanması ile petrol fiyatlarının tekrar yükselişe geçmesi de diğer risk unsurlarıdır.

3. Parasal ve Finansal Gelişmeler

- **M3 para arzı artış hızı** (Grafik: 6) 2005 yılında % 7.3 iken, 2006 yılında % 9.8'e yükselmiştir. M3 para arzı artışı 2007 yılında da hızlanarak devam etmiş ve artış oranı Şubat ayından bu yana % 10'un üzerine yükselmiştir. Mart ayında % 10.9 ile son 24 yılın en yüksek seviyesine ulaşan M3 para arzı artış oranı, ECB'nin Mart ayında faiz oranını 25 bp artırmasından sonra Nisan ayında % 10.4'e gerilemiştir. Euro bölgesi faiz oranının % 3.75'e yükselmesine karşın Mayıs ayında M3 para arzı tekrar hızlanarak % 10.7 oranında artmıştır. Euro bölgesi'nde para politikasının genişleyici tarafta olarak nitelendirilmesi ve ekonomik büyümenin hız kesmemesi nedeniyle, M3 para arzı 2007 yılının ilk beş ayında yavaşlamak yerine hızlanmıştır. 2007 yılının ilk çeyreğinde M3 para arzı artış oranı % 10'a ulaşmıştır (2006 dördüncü çeyrek: % 9). **M3 para arzının temel bileşenleri** incelendiğinde (Tablo 4); M1 para arzı artış oranının 2007 yılının ilk çeyreğinde % 6.8 olarak gerçekleştiği görülmektedir (2006 dördüncü çeyrek: % 6.7). Nisan ayında ise % 6.3 oranında artan M1 para arzı Mayıs ayında yavaşlayarak % 6.1 oranında yükselmiştir. Tedavüldeki para miktarı ve gecelik depolar artış oranının azaldığı, kısa vadeli mevduatlara olan talebin ise arttığı görülmektedir. Euro bölgesi'nde kısa vadeli faiz oranlarının yükselmesi nedeniyle, kısa vadeli mevduatlar gecelik depolara göre daha cazip hale gelmiştir. Öte yandan, 2 yıl vadeli borçlanma araçlarına olan talep Nisan ayında % 31.2, Mayıs ayında ise % 34.8 oranında artmıştır. Piyasa araçlarına olan talep ise gerilemiştir.



- **Kredi gelişmeleri** incelendiğinde; özel sektöre açılan kredilerin yavaşlamakla birlikte güçlü biçimde artmaya devam ettiği görülmektedir. Özel sektöre açılan kredilerdeki artış, M3 para arzı artış oranı içinde önemli yer tutmaktadır. Özel sektöre açılan kredilerdeki artış; Nisan ayında % 10.7, Mayıs ayında ise % 10.3 olarak gerçekleşmiştir. Reel sektöre açılan kredi artış oranı, 2007 yılının ilk çeyreğinde % 12.9 iken, Nisan ayında % 12.2'ye gerilemiş, ancak daha sonra Mayıs ayında % 12.6'ya yükselmiştir. Özel sektöre açılan kredilere ilişkin dikkat çeken nokta; euro bölgesi'nde kısa vadeli faiz oranlarının yükselmesi sonrasında, hane halklarına açılan kredi artış oranının yavaşlamasıdır. Hane halklarına açılan kredi artış oranı 2007 yılının ilk çeyreğinde % 8.1 olarak gerçekleşmiştir. Nisan ayında % 7.6 oranında artan hane halkına açılan kredi oranı Mayıs ayında % 7.4'e gerilemiştir. Hane halkına

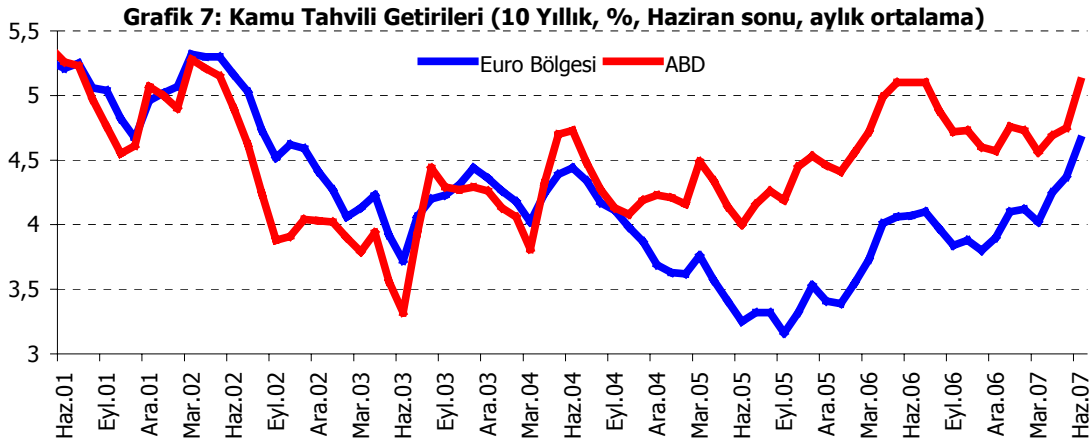
açılan krediler içinde konut alımı için verilen kredi artış oranı Nisan ve Mayıs aylarında % 8.6'ya gerilemiştir. Faiz oranlarının yükselmesiyle konut alımı için daha az kredi başvurusu yapılması, konut piyasasındaki yavaşlama ve konut fiyat artış oranının gerilemesi ile paralellik göstermektedir.

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

	M3'e oranı (%)	2006 III. Çey	2006 IV. Çey	2007 I. Çey	2007 Nisan	2007 Mayıs
M1	46.4	7.6	6.7	6.8	6.3	6.1
Dolaşımdaki Para	7.4	11.4	11.1	10.5	10.5	9.6
Gecelik Mevduat	39.1	7.0	5.9	6.1	5.5	5.4
M2-M1(=diğer kısa vadeli mev.)	38.6	9.5	11.1	11.9	12.4	13.7
İki yıla kadar vadeli mev.	19.7	19.7	25.2	29.5	31.2	34.8
3 aya kadar vadeli, ihbarlı mev.	18.9	2.4	1.1	-0.8	-2.0	-2.3
M2	85.0	8.4	8.6	9.0	9.0	9.4
M3-M2 (=piyasa araçları*)	15.0	6.4	11.2	16.3	19.2	18.8
M3	100.0	8.1	9.0	10.0	10.4	10.7
Özel Sektöre açılan krediler	Toplam İçindeki payı (%)					
Ticari Krediler	42.1	12.0	13.0	12.9	12.2	12.6
Hane halkı (Konut ve tüketici Kredileri)	48.5	9.3	8.6	8.1	7.6	7.4
Sigorta Şirketleri ve Emeklilik Fonları	1.1	36.8	29.1	27.8	20.2	25.5
Parasal Olmayan Diğer Mali Araçlar	8.2	17.3	16.4	12.3	16.3	14.5

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

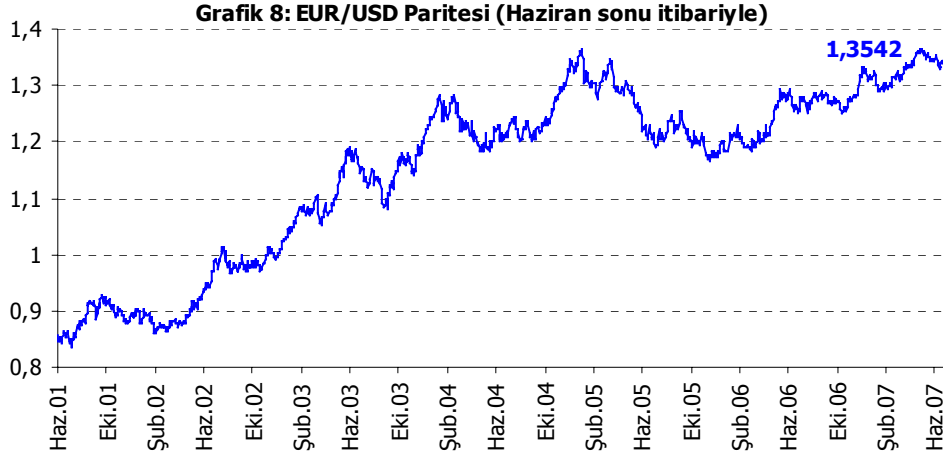
- Mayıs ayında 10 yıllık kamu tahvil getirileri, euro bölgesinde ortalama 12 bp, ABD'de ise 6 bp yükselmiştir. Haziran ayı başında önce ECB'nin, sonrasında ise Y.Zelanda ve G.Afrika merkez bankalarının faiz artırmaları, küresel parasal sıkılaştırmanın sürebileceği beklentilerini kuvvetlendirdi. Ayrıca, Japonya, Avustralya ve İsviçre'nin de faiz artıracığı öngörülerini çerçevesinde, yatırımcılar tahvil piyasasından çıkmışlar ve getiriler hızla yükselmiştir. Diğer taraftan, ABD'de büyümenin toparlanacağı tahmin edilmesi ve enflasyon konusunda tam olarak rahatlanmaması, faiz indirimi beklentilerinin zayıflamasına yol açarak, tahvil getirilerindeki yükselişe katkıda bulunmuştur. Haziran ayında 10 yıllık tahvil getirileri euro bölgesinde yaklaşık olarak 29 bp, ABD'de ise 36 bp artmıştır.



4. Döviz Kuru ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri

- 2006 yılının son çeyreğinden bu yana euro, dolar karşısında değer kazanmaktadır. Nisan ayında özellikle ABD subprime mortgage piyasasına yönelik endişeler, doların değer kaybetmesinde rol oynamıştır. 25 Nisan 2007 tarihinde **EUR/USD paritesi 1.3650** ile tarihin en yüksek seviyesine ulaşmıştı. Mayıs ayında ise, ABD ekonomisine yönelik olumlu beklentilerin yeniden ağırlık kazanmasıyla

euro dolar karşısında değer kaybetmiş ve Mayıs sonunda **EUR/USD paritesi 1.3453'e** gerilemiştir. Haziran ayının ilk yarısında yatırımcıların ABD ekonomisine yönelik büyüme beklentilerini yukarı revize etmeleri nedeniyle, euro dolar karşısında değer kaybetmeye devam etmiştir. Haziran ayının ikinci yarısında ise ABD enflasyon ve büyüme verileri çerçevesinde yatırımcılar tekrar euroya yönelmiş ve euro dolar karşısında değer kazanmıştır. 29 Haziran 2007 itibariyle parite 1.3542 seviyesinden kapanmıştır (Grafik: 8).

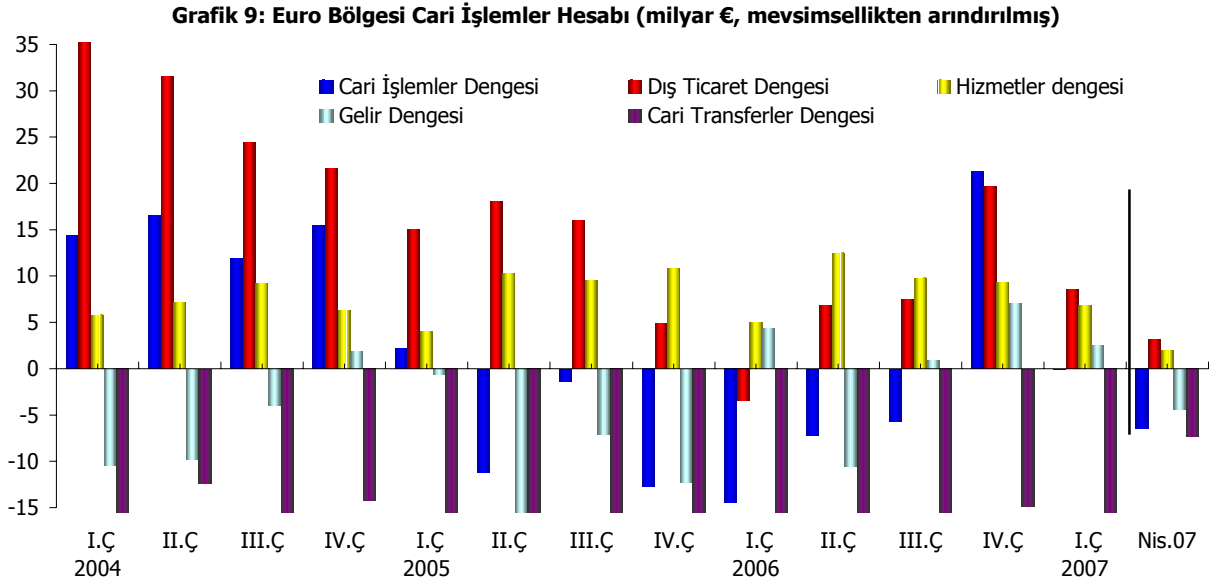


- **Ödemeler dengesi verilerine göre;** euro bölgesi Mart ayında 10.2 milyar € cari işlemler fazlası vermiştir. Dış ticaret fazlası ise 9.2 milyar € olarak gerçekleşmiştir. Mart ayında cari işlemler dengesinin fazla vermesiyle, 2007 yılının ilk çeyreğinde euro bölgesi cari işlemler dengesi sadece 100 milyon € açık vermiştir (Grafik: 9). 2006 yılının ilk çeyreğinde ise cari işlemler açığı 14.5 milyar € idi. Diğer taraftan, cari işlemler dengesi verileri, 2006 yılının son çeyreğinde 19.7 milyar € olan dış ticaret fazlasının 2007 yılının ilk çeyreğinde 8.6 milyar €'ya gerilediğini göstermektedir. Nisan ayında ise cari işlemler hesabı 6.5 milyar € açık vermiştir. Dış ticaret fazlası ise Nisan ayında 6 milyar € gerilemiştir. Nisan ayında ihracat artış oranı yavaşlarken, ithalatın hızlanması ve ithal mal fiyatlarının (petrol gibi) artması, dış ticaret fazlasındaki gerilemeye neden olmuştur.

- 2006 yılının son çeyreğinde hızla artan ihracat, 2007 yılının ilk çeyreğinde yavaşlamıştır. ECB, bu yılın ilk çeyreğinde ihracatta görülen yavaşlamayı, geçen yılın dördüncü çeyreğindeki hızlı artışa gelen bir düzeltme olarak görmektedir. Ocak ve Şubat aylarında özellikle mal ihracatındaki gerileme dikkat çekerken, Mart ayındaki toparlanma ile ilk çeyrek dış ticaret açığı azalmıştır. Küresel ekonominin olumlu seyri ve güçlü dış talep euro bölgesi ihracat performansının artmasına yardımcı olurken, euronun dolar karşısında değerlenmesi ihracat artışını sınırlayan bir faktör olmaktadır. Öte yandan, Ocak ayından bu yana enerji fiyatlarının yeniden yükselişe geçmesi, ithalat artışına katkıda bulunmaktadır.

- **Ödemeler dengesinin finans hesabı,** 2007 yılının ilk çeyreğinde **100 milyar €'luk net portföy ve doğrudan yatırım girişinin** gerçekleştiğini göstermektedir (33 milyar €'luk net doğrudan yatırım çıkışı ve 133 milyar €'luk net portföy yatırımı girişi). Geçen yılın ilk çeyreğine göre bu yıl, portföy yatırımları 110 milyar € artarken, doğrudan yabancı yatırım çıkışı da 2.4 milyar € azalmıştır. Euro bölgesi'ne yapılan portföy yatırımlarının artmasında, şirketler kesiminin kârlılık oranlarının yüksek olması ve bölgede faiz oranının yükseleceği beklentileri etkili olmuştur. **12 aylık kümülatif verilere bakıldığında ise,** Nisan 2007'ye kadar olan dönemde 227.7 milyar €'luk net doğrudan yatırım ve portföy yatırımı girişi kaydedildiği görülmektedir. Geçen yılın aynı döneminde ise 28.2 milyar €'luk çıkış gerçekleşmişti. Net portföy yatırımı girişindeki söz konusu artış, euro bölgesi borçlanma araçlarına olan

talebin artmasından kaynaklanmaktadır. Söz konusu dönemde uzun vadeli borçlanma araçlarına olan talebin de yükselmesi dikkat çekicidir.



5. Mali Gelişmeler

- AB Ekonomi ve Maliye Bakanları'nın 5 Haziran 2007 tarihli ECOFIN toplantısında, İstikrar ve Büyüme Paketi limiti olan % 3'lük bütçe açığı/GSYİH oranını aşmaları nedeniyle Almanya, Malta ve Yunanistan'a uygulanan Aşırı Açık Prosedürü (AAP) uygulamasına son verilmesi kararı çıktı. Avrupa Komisyonu'nun söz konusu ülkelere uygulanan AAP'ye son verilmesini tavsiye etmesinin ardından, ECOFIN kararı sürpriz olmamıştır. Avrupa Komisyonu Mayıs ayında, söz konusu üç ülkenin bütçe açıklarının kalıcı önlemlerle 2006 yılında % 3'ün altına çekildiğini ve 2007-2008 yıllarında bütçe açıklarının daha da gerilemesinin beklendiğini açıklamıştı. 2002 yılında bütçe açığının % 3.7'ye ulaşmasının ardından 2003 yılında AAP'ye dahil olan **Almanya'da**, bütçe açığı/GSYİH oranı 2006 yılında % 1.7'ye gerilemişti. Olumlu ekonomik koşullar sayesinde bütçe açığı/GSYİH oranının bu yıl da gerilemeye devam etmesi ve 2007 yılı sonunda % 0.6'ya kadar düşmesi beklenmektedir. Merkel hükümetinin, Ocak 2007'de KDV oranını 3 yüzde puan artırması da bütçe açığının düşürülmesinde oldukça etkili olacaktır. Yine İstikrar ve Büyüme Paketi çerçevesinde % 60'ı aşmaması gereken kamu borcu/GSYİH oranı ise 2006 yılında % 67.9 olarak gerçekleşmişti. Ancak kamu borcu oranının 2007-2008 yıllarında gerileyeceği öngörülmektedir. 2004 yılında AAP'ye tabi olan **Yunanistan'da** ise, 2004 yılında GSYİH'nin % 7.9'una ulaşan bütçe açığı/GSYİH oranı, 2006 yılında % 2.6'ya gerilemiştir. Kamu borcu/GSYİH oranı da 2004 yılındaki % 108.5'lik seviyesinden % 104.5'e gerilemiştir (İtalya'nın % 107.6'lık seviyesinin ardından Euro Bölgesi'nde en yüksek oran). **Malta** ise, 2003 yılında % 9.3 olan bütçe açığı/GSYİH oranını, 2006 yılında % 2.6'ya indirmiştir. Özelleştirme gelirleri sayesinde, kamu borcu/GSYİH oranı ise 2005 yılındaki % 72.5 seviyesinden 2006 yılında % 66.5'e düşmüştür. Yunanistan ve Almanya'nın Aşırı Açık Prosedürü'ne son verilmesinin ardından, Euro Bölgesi'nde Aşırı Açık Prosedürü'ne tabi olan sadece İtalya ve Portekiz kalmıştır.

- Euro bölgesi bütçe açığı/GSYİH oranı, 2006 yılında % 1.6'ya gerilemiştir (2005: % 2.5). Euro bölgesi'nde büyümenin ivme kazanmasıyla vergi gelirlerindeki yükseliş, bütçe açığının azalmasında önemli rol oynamıştır. Euro bölgesi'nde bütçe açığının 2007 ve 2008 yıllarında da gerileme trendini

koruyacağı tahmin edilmektedir. Avrupa Komisyonu tarafından yayınlanan Bahar Tahminlerine göre; euro bölgesi bütçe açığı/GSYİH oranı 2007 yılında % 1'e, 2008 yılında ise % 0.8'e gerileyecektir. Euro bölgesi'nde AAP'ye halen dahil olan iki ülkeden sadece Portekiz'in 2007 ve 2008 yıllarında İstikrar ve Büyüme Paketi bütçe açığı oranı limiti olan % 3'den daha yüksek bütçe açığı vermesi beklenmektedir. Öte yandan, İtalyan bütçe açığının bu yıl % 3'ün altına gerileyeceği öngörülmektedir.

KAYNAKLAR:

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