

# EURO BÖLGESİ İZLEME RAPORU

MART-NİSAN 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, 3 Mart ve 7 Nisan 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.

• **İstikrar ve Büyüme Paketi kurallarında değişikliğe gidildi.** Almanya ve Fransa'nın 2002 yılında İstikrar ve Büyüme Paketi (SGP) bütçe açığı limitini (GSYİH'nin % 3'ü) aşmaları ile başlayan; Kasım 2003'te gerçekleştirilen zirvede ceza mekanizmasının işletilmemesiyle krize dönüşen Avrupa'daki mali disiplin karmaşası, Maliye Bakanları'nın 20 Mart 2005'te Devlet ve Hükümet Başkanlarının ise 22 Mart 2005'te gerçekleştirdikleri toplantı sonrasında düzene girdi. SGP'nin yeni hali aşağıdaki kuralları içermektedir:

- AB Dönem Başkanlığını yürüten Lüksemburg'un ortaya attığı değişiklik taslağı uyarınca, Pakt'ın % 3'lük bütçe açığı ve % 60'lık borç oranı kriterlerinde bir değişikliğe gidilmedi.
- Orta vadede hedef, ülkelerin denk bütçeye sahip olmasıdır. Ancak, ülkelerin borç seviyeleri, kamu yatırımlarının durumu ve potansiyel büyümeleri, orta vade hedefinin belirlenmesinde göz önünde bulundurulacaktır. Örneğin, potansiyel büyümesi yüksek ülkeler için orta vadeli hedef GSYİH'nin % 1'ine kadar bütçe açığı olabileceken, borç yükü yüksek ülkeler için dengede bir bütçe, hatta bütçe fazlası hedefi gündeme gelebilecektir.
- Ekonomik koşullardaki değişikliklere uyum sağlanabilmesi için, her 4 yılda bir orta vadeli hedefler gözden geçirilecektir. Ayrıca, Euro Bölgesi Maliye Bakanları, yılda en az bir defa, üye ülkelerdeki mali gelişmeleri ve bunların Euro Bölgesi geneline etkisini değerlendireceklerdir.
- Temel olarak, ülkeler her yıl yapısal bütçe açıklarını GSYİH'nin % 0.5'i oranında azaltacaklardır. Ancak, potansiyelin üzerinde ve hızlanan bir büyüme eğilimi bulunduğu anda, üye ülkeler o yıl % 0.5'ten daha fazla mali disiplin uygulayacaktır. Potansiyelin altında ve yavaşlayarak büyüyenler ise % 0.5'ten daha az kısıntıya gideceklerdir.
- Yeni getirilen kurallar uyarınca % 3 limitini aşan ülkeler aşağıdaki durumlarda cezai mekanizmadan muaf tutulacaklardır:
  - ❖ % 3 limitinin "geçici" ve "limite yakın" olması şartıyla aşılabilesine izin verilmektedir.
  - ❖ Sınırı aşan her ülkenin, sınır aşımını meşrulaştıracak gerekçeleri içeren bir savunma hazırlaması kararlaştırılmıştır. Daha sonra, gerekçelerin meşruiyetini tartışacak olan AB Konseyi, gerekli görürse, söz konusu ülkeye mali yaptırım uygulayabilecektir.
  - ❖ Limiti aşan ülkelerin % 3'ün altına inmeleri için verilen süre ise 1 yıldan 2 yıla çıkarılmıştır. Söz konusu süre, olağandışı durumlarda 2 yıl daha uzatılabilecektir.

• **İstikrar ve Büyüme Paketi Reform Paketine tepkiler.** İstikrar ve Büyüme Paketi (SGP) Reform Paketi, başta merkez bankaları olmak üzere birçok kesimden tepki topladı.

Maliye Bakanları'nın kararının açıklanmasından hemen sonra, ECB tarafından yayınlanan resmi açıklamada; **"ECB Yönetim Konseyi, İstikrar ve Büyüme Paketi'ne getirilen değişiklik teklifi hakkında ciddi endişe duymaktadır"** ifadesine yer verilerek, Parasal Birlik'in başarısı için para ve maliye politikalarının eşgüdümlü bir biçimde fiyat istikrarına odaklanması gerektiği dile getirilmektedir. Ekonomik gelişmenin temeli olan fiyat istikrarının sağlanması açısından, herkesin üzerine düşen görevi

yerine getirmesi gerektiğini vurgulayan ECB, "**Kamuoyu ve Piyasalar, Yönetim Konseyi'nin birincil görevi olan fiyat istikrarını sağlama konusundaki kararlılığına güvenebilirler**" ifadesini kullanmıştır. ECB'nin genel üslubuna oranla son derece sert olan açıklamada, fiyat istikrarı konusundaki kararlılığın altı çizilerek, mali disiplindeki bir bozulma durumunda faiz silahına başvurulacağı sinyali verilmekte. **2006 ve 2007 yıllarında**, başta Almanya, İtalya ve Fransa olmak üzere, birçok ülkede **genel seçim** olması, mali disiplinde bir miktar gevşeme olacağı düşüncesini güçlendirmektedir.

**Alman ve Avusturya Merkez Bankaları** tarafından ayrı ayrı yapılan açıklamalarda da, reform paketinin SGP'yi aşırı yumuşattığı, yeni kuralların daha karmaşık ve daha az şeffaf olduğu, uygulamanın kolaylaştırılması konusunda ise hiç bir ilerleme kaydedilmediği ifade edilmekte. Alman Merkez Bankası bu konuda bir adım ileriye giderek, para politikasının oluşturulduğu ortamın yeni kurallarla birlikte daha kötüye gittiğini belirtmiştir. Diğer yandan, **Alman İhracatçılar Birliği** de kuralların gevşetilmesinin yükünü gelecek kuşakların çekeceğini dile getirirken, Alman **Sanayiciler Birliği** (BDI), yapılan değişiklikler sonrasında Pakt'ın yaptırım gücünün büyük ölçüde zayıflatıldığını söylemiştir.

**İngiliz Maliye Bakanı** Gordon Brown ise, Pakt kurallarındaki değişikliği farklı bir yönden eleştirmekte. Yeni kurallar gereği, hızlı büyüyen ve borç oranı düşük olan ülkelerin orta vadede GSYİH'sinin % 1'i oranında açık vermesine olanak veren kuralı aşırı sınırlayıcı bulan Brown, söz konusu sınırlamanın İngiltere'nin, en azından İşçi Partisi iktidarı süresince, Euro Bölgesi'ne girmesini zorlaştırdığını ifade etti.

Diğer taraftan, **Alman ve Fransız Hükümetleri** değişiklik kararını coşkuyla karşılarken, AB Dönem Başkanı ve **Lüksemburg Başbakanı**, 25 üyenin oybirliği ile alınan söz konusu kararın bir oydaşmanın sonucu olduğunu dile getirdi. Alman hükümetine danışmanlık yapan "**Beş Bilge Adam**" da değişikliklerin doğru yönde olduğunu ve bütçe açığı kurallarına daha fazla ekonomik anlam kattığını açıkladılar. **Ifo Enstitüsü** ise, değişikliklerin Almanya'nın borç yükünü arttıracığını ve yatırımları kötü yönde etkileyeceğini belirtti.

- **Önde gelen 10 düşün grubu, 2005 yılı büyümesini % 1.5 olarak öngördü.** AB Komisyonu tarafından 2005-2007 döneminde yılda iki kez ekonomik öngörülerde bulunmakla görevlendirilen EUROFRAME grubu, yeni yayınladıkları raporlarında **2005 büyüme öngörüsünü % 1.5** olarak açıkladılar. Söz konusu grubun Kasım ayında açıklanan resmi olmayan tahminlerinde ise, Euro Bölgesi'nin 2005 yılında % 2.0 büyüyeceği öngörülmüştü. **2006** yılı öngörüsü ise % 2.4'ten **% 2.0**'ye düzeltildi. EUROFRAME tahminlerinde göze çarpan bir diğer husus ise, büyüme önündeki risklerin değişmesi. **Daha önceki tahminlerde büyüme önündeki birincil tehlikenin artan petrol fiyatları olduğu belirtilirken, yeni raporda, petrol fiyatlarındaki artışların petrol üreticisi ülkelerde yaratacağı talep artışı nedeniyle, sınırlı etkisi olacağı dile getirilmekte. Yeni raporda altı çizilen en büyük tehlike ise, euronun değerlenmeye devam etmesi ve küresel ekonomik dengesizlikler. Enflasyonla ilgili olarak 2005 yılı için % 2.0'lik bir tahminde bulunan rapor, 2006 için % 1.8'lik bir fiyat artışı öngörüyor. Bu kapsamda ECB'nin 2005 ortasından başlamak üzere önümüzdeki iki yıl içerisinde anahtar faiz oranlarını 75 bp artıracığı da tahmin ediliyor.**

## EUROFRAME BÜYÜME TAHMİNLERİ

(YoY, %)	2006 (ö)	2005 (ö)	2004	2003	2002	1995-2001
<b>Dünya</b>	<b>4.3</b>	<b>4.5</b>	4.6	3.9	3.1	3.6
<b>AB-25</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	2.2	0.9	1.1	2.6
<b>Euro Bölgesi</b>	<b>2.0</b>	<b>1.5</b>	1.8	0.5	0.9	2.4
<b>ABD</b>	<b>3.3</b>	<b>3.6</b>	4.4	3.0	1.9	3.4
<b>Japonya</b>	<b>2.1</b>	<b>0.8</b>	2.6	1.4	-0.3	1.2
<b>Almanya</b>	<b>1.6</b>	<b>0.8</b>	1.0	-0.1	0.1	1.7
<b>Fransa</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	2.3	0.5	1.1	2.6
<b>İtalya</b>	<b>1.5</b>	<b>1.0</b>	1.1	0.4	0.4	2.0
<b>İngiltere</b>	<b>3.0</b>	<b>2.8</b>	3.1	2.2	1.8	3.0

(ö): öngörü

• **Avrupa Komisyonu Bahar Tahminlerini yayınladı. Büyüme tahminleri aşağı çekildi.**

Avrupa Komisyonu'nun yılda iki kez yayınladığı tahminlerin ilki olan *Economic Forecasts Spring 2005*'te, uygun makroekonomik politikaların, düşük enflasyonun, destekleyici finansal ve küresel koşulların, artan şirket karlılıklarının ve yapısal reformların, 2005 ve 2006 yıllarında ekonomik toparlanmayı destekleyeceği belirtilmektedir. Ancak, artan petrol fiyatları ve değerlenen euro nedeniyle, daha önceki büyüme tahminleri aşağı çekilmiştir. Daha önce ECB, IMF ve OECD de Euro Bölgesi büyüme tahminlerinde aşağı yönlü revizyon yapmıştı.

GSYİH, % değişim	2005		2006	
	Sonbahar 04	Bahar 05	Sonbahar 04	Bahar 05
<b>Euro Bölgesi</b>	2.0	1.6	2.2	2.1
<b>AB-25</b>	2.3	2.0	2.4	2.3

➤ Avrupa Komisyonu'na göre, Euro Bölgesi'nde 2005 yılında iç talebin **büyümeye** katkısı artacaktır. 2004 yılında uygun finansal koşullar, bilanço düzeltme çalışmaları ve güçlü dış talep sayesinde artan yatırım harcamaları, bu trendini sürdürecektir. Yapısal reformların etkisini göstermeye başlaması ve işgücü piyasasında toparlanma sağlanmasıyla da, tüketici güveni ve özel tüketim harcamaları artacaktır. 2004 yılında % 0.6 olan istihdam artışının 2005 yılında % 0.7'ye, 2007 yılında ise % 0.9'a yükselmesi beklenmektedir. Komisyon'un tahminlerine göre, 2004 yılında % 8.8 olan işsizlik oranı ise, 2005 yılında değişmeyecek, 2006 yılında % 8.5'e düşecektir.

Euro Bölgesi, %	2004	2005 (ö)	2006 (ö)
<b>GSYİH</b>	2.0	1.6	2.1
<b>Özel Tüketim Hr.</b>	1.3	1.6	1.8
<b>Yatırım Hr.</b>	2.1	2.8	3.7
<b>Kamu Hr.</b>	1.7	1.4	2.0
<b>İhracat</b>	7.1	5.9	6.1
<b>İthalat</b>	7.3	6.4	6.7

(ö): öngörü

GSYİH, %	Almanya	Fransa	İtalya	İngiltere
<b>2004</b>	1.6	2.5	1.2	3.1
<b>2005 (ö)</b>	0.8	2.0	1.2	2.8
<b>2006 (ö)</b>	1.6	2.2	1.7	2.8

(ö): öngörü

➤ Artan petrol fiyatları, dolaylı vergiler, kamu fiyatları ve yapısal reformlar nedeniyle, 2004 yılında % 2.1 olan Euro Bölgesi **tüketici enflasyonunun**, özellikle iç talep yönlü enflasyonist baskı olmaması sayesinde, 2005 yılında % 1.9'a düşeceği öngörülmektedir. Komisyon'un 2006 yılı için enflasyon tahmini ise, % 1.5'dir.

Uyumlaştırılmış TÜFE, %	Euro Bölgesi	Almanya	Fransa	İtalya	İngiltere
2004	2.1	1.8	2.3	2.3	1.3
2005 (ö)	1.9	1.3	1.9	2.0	1.7
2006 (ö)	1.5	1.1	1.8	1.9	2.0

(ö): öngörü

➤ Sıkı maliye politikaları sayesinde, Euro Bölgesi genelinde **bütçe açığı/GSYİH oranının** azalacağı da tahmin edilmektedir. Komisyon, özellikle İstikrar ve Büyüme Pakti'nin % 3'lük bütçe açığı üst limitini ihlal eden Almanya, Fransa ve Yunanistan üzerinde durmaktadır. 2005 yılında, Fransa'nın tam sınırdaki kalacağı, Almanya ve Yunanistan'ın ise % 3'ün üzerinde açık vereceği tahmin edilmektedir. Maliye politikalarında değişikliğe gidilmezse ve kalıcı önlemler yerine sadece bir defaya mahsus önlemler alınmaya devam edilirse, İtalya'nın bütçe açığında da hızlı bir yükseliş görülecektir.

Bütçe Dengesi/GSYİH	Euro Bölgesi	Almanya	Fransa	İtalya	Yunanistan	İngiltere	AB-25
2004	-2.7	-3.7	-3.7	-3.0	-6.1	-3.2	-2.6
2005 (ö)	-2.6	-3.3	-3.0	-3.6	-4.5	-3.0	-2.6
2006 (ö)	-2.7	-2.8	-3.4	-4.6	-4.4	-2.7	-2.5

(ö): öngörü

➤ AB-25, Euro Bölgesi, Almanya, Fransa ve İngiltere'nin toplam **kamu borcu/GSYİH oranında** hafif artışlar olması beklenirken, İtalya ve Yunanistan'da ise bu oran, % 100'ün üzerinde seyretmeye devam edecektir.

➤ Son dönemde yeniden hızlı bir yükselişe geçen **petrol fiyatları** konusunda ise Avrupa Komisyonu'nun 2005 yılı tahmini 50.9 \$/varil, 2006 yılı içinse 48 \$/varil'dir.

Avrupa Komisyonu, Euro Bölgesi'nde büyüme için **risk oluşturabilecek faktörleri** de şöyle sıralamaktadır:

➤ **Dışsal Faktörler:** Artan petrol fiyatları, küresel dengesizlikler (özellikle ABD'nin cari işlemler açığı ve artan finansman ihtiyacı), para politikalarında hızlı bir sıkılaşmaya gidilmesi ve varlık fiyatlarındaki şişkinlik.

➤ **İçsel Faktörler:** Yapısal reformların etkisinin gecikmesi ve özellikle tüketici güveninde beklenen iyileşmenin sağlanamaması.

• **Tek Euro Ödeme Alanı 2008'de hayata geçecek.** Daha önce ECB Başkanı Jean Claude Trichet tarafından dile getirilen Tek Ödeme Alanı; bireylerin herhangi bir Euro Bölgesi ülkesinde, tıpkı yurtiçi işlem yapar gibi para transfer edebilmelerini ve ATM makinelerini kullanabilmelerini hedefliyor. Konuyla ilgili olarak açıklamada bulunan Rekabet Komiseri Charlie McCreevy de bankaları uyararak, tek ödeme alanının bir an önce kurulmasını sağlayacak önlemleri almamaları durumunda, Komisyon'un yaptırım yoluna başvuracağını ifade etmişti. Konuyla ilgili olarak Avrupa Ödemeler Konseyi Başkanı Gerard Hartsink de Konsey'in planı desteklediğini ve 2008 yılında hayata geçirmeyi planladıkları yeni sistemle, para transferlerinin ve ATM'lerin, halkın kullanımına sunulacağını dile getirdi. 2010 yılında ise tüm ödemelerin bu sistemle yapılması planlanıyor.

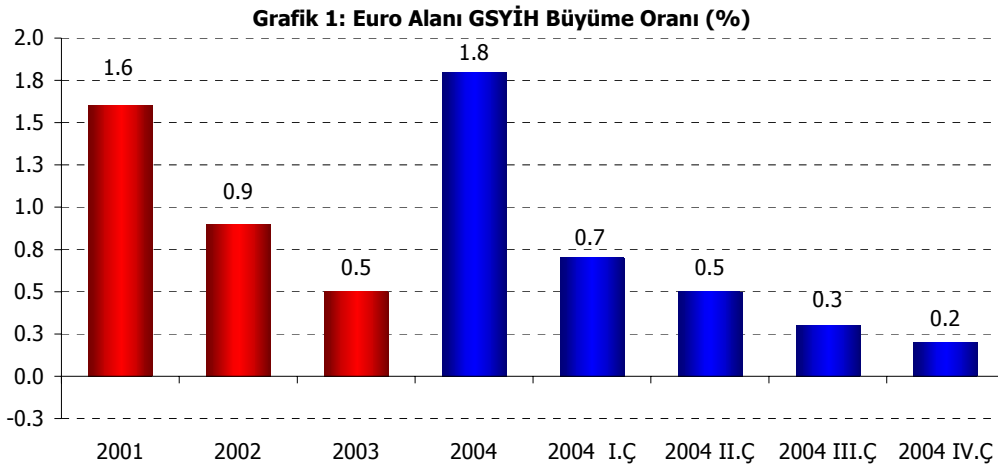
• **İtalya ve Yunanistan Avrupa Anayasası'nı onayladı.** Daha önce İtalyan Parlamentosu'nun alt kanadında onaylanan Avrupa Anayasası, 6 Nisan 2005'te de üst kanat tarafından onaylandı. Parlamento'nun 16'ya karşı 217 oy ile kabul etmesi sonrasında İtalya, Avrupa Birliği'nin 6 kurucu üyesi arasında Anayasa'yı onaylayan ilk ülke oldu. Yunan Parlamentosu ise, 18 Nisan'da yapılan oylamada, Avrupa Anayasası'nı 17'ye karşı 268 oyla onaylandı. Daha önce Litvanya, Macaristan, Slovenya ve İtalya Parlamento onayı ile, İspanya ise referandumla Anayasa'yı onaylamışlardı.

- **Güney Kıbrıs Rum Yönetimi, Letonya ve Malta da ERM II'ye dahil oldu.** Ekonomik ve Parasal Birliğe giriş kriterlerinden biri olan döviz kuru istikrarı çerçevesinde, yeni üyelerin tamamının katılması zorunlu bulunan ERM II mekanizması, Estonya, Litvanya ve Slovenya'nın ardından üç yeni üyeyi daha ağırlamaya başladı. 29 Nisan itibariyle ERM II'ye dahil olan Letonya Lat'ı, Malta Lira'sı ve Güney Kıbrıs Pound'u, Parasal Birliğe katılmadan önce en az iki yıl  $\% \pm 15$ 'lik bant içerisinde dalgalanmak zorunda kalacak. Ancak Güney Kıbrıs Rum Yönetimi (GKRY) yetkilileri, poundun  $\% \pm 2.25$ 'lik dar bandı aşmayacağına emin olduklarını açıkladılar. Diğer kriterlerle ilgili olarak, Malta ve GKRY, Maastricht bütçe açığı kriterini ( $\% 3$ ) henüz karşılayabilmiş değil. Avrupa Komisyonu'nun tahminlerine göre, **GKRY**'nin 2004 yılında  $\% 4.2$  olarak gerçekleşen bütçe açığı oranı 2005 yılında  $\% 2.9$ 'a, 2006 yılında da  $\% 1.9$ 'a düşecek. **Malta**'nın ise bütçe açığı 2004 yılında  $\% 5.2$  olurken, söz konusu oranın 2005 yılında  $\% 3.9$ 'a, 2006'da ise  $\% 2.9$ 'a gerilemesi bekleniyor. Adı geçen üç ülkeden **GKRY** Parasal Birliğe katılım hedefini 2007 olarak açıklarken, **Malta** 2007 ya da 2008'de, **Letonya** ise 2008 başında Parasal Birliğe girmeyi planlıyor. Geriye kalan dört yeni üye (**Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya ve Slovakya**) ise 2009-2010 gibi Parasal Birliğe üye olmayı hedefliyor.

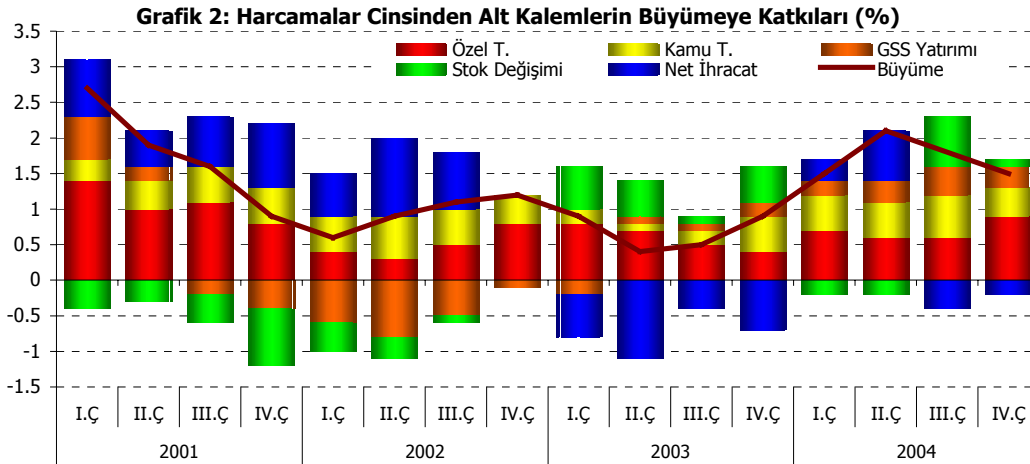
## MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER

### 1. Büyüme

• Euro Alanı GSYİH'si, 2004'ün ilk yarısında ortalama % 0.6 artarken, III. çeyrekte % 0.3, IV. çeyrekte ise % 0.2 büyümüştür (Grafik: 1). Büyümenin ikinci yarıda yavaşlamasının temel nedeni, yılın ilk yarısında güçlü bir performans sergileyen ihracatın, dış talepteki bozulma ve euronun değerlendirilmesi sonucunda hız kaybetmesidir. Zayıf seyreden ekonomik aktivite nedeniyle ithalat talebi de gerilemiştir. Ancak, ihracatta ithalata göre daha sert bir yavaşlama olması, net ihracatın büyümeye katkısının yılın ikinci yarısında negatif olmasına yol açmıştır (Grafik: 2). İç talebin bileşenlerine bakıldığında, yapısal reformlar ve halen yüksek seyreden işsizlik nedeniyle bozulan tüketici güveni, petrol fiyatlarındaki artışların da etkisiyle, özel tüketim ve sabit sermaye yatırımlarını olumsuz etkilemiştir. Ek olarak, 2001-2002 yıllarındaki ekonomik yavaşlama döneminde birçok ülkede kamu maliyesinde yaşanan kötüleşme, kamu kaynaklı bir talep artışını engellemektedir.



**IV. çeyreğe ilişkin verilere bakıldığında** ise, görece olarak daha iyi bir tablo çizilebilmektedir. Yılın son çeyreğinde, özellikle petrol fiyatlarındaki gerileme ve özel tüketim harcamalarındaki toparlanma, iç talebin büyümeye katkısında artışa neden olmuş; bu da Euro Bölgesi'nde büyüme sorununun temel kaynağı olan iç talebin, gelecek dönemde toparlanabileceği yönündeki beklentileri güçlendirmiştir.



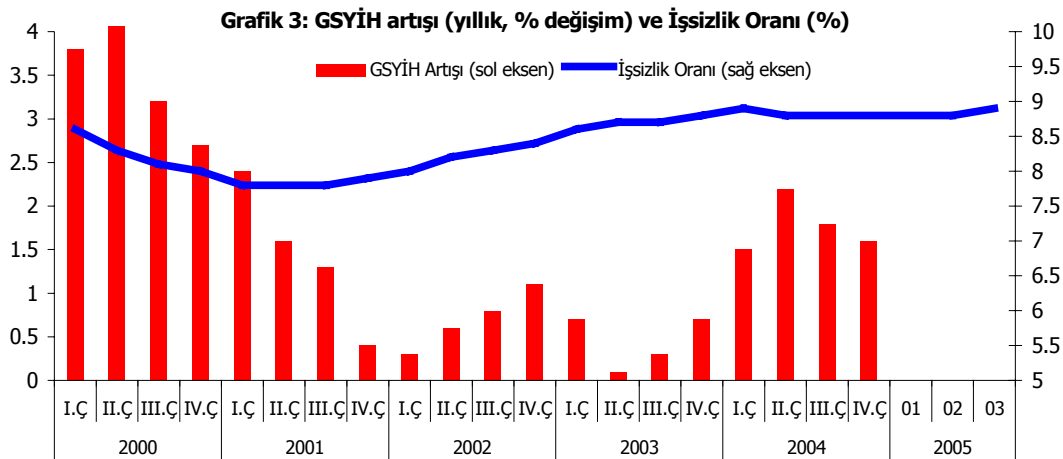
Genel olarak, güçlü dış taleple desteklenen ihracatın ve uygun finansman koşulları ile artan kârlılıklarla desteklenen yatırımların, 2005 yılında büyümeyi olumlu etkileyeceği düşünülmektedir. Ancak, artan petrol fiyatları, küresel dengesizlikler ve iç taleple ilgili belirsizlikler, büyüme önündeki risklerdir. Son

dönemde yayınlanan öncü göstergelerin ekonomik durum hakkında karışık sinyaller vermesi ise, 2005 yılı büyüme performansı açısından belirsizliği artırıcı bir gelişme olarak karşımıza çıkmaktadır.

- Euro Alanı **sanayi üretimi**, IV. çeyrek genelindeki % 0.4'lük azalmanın ardından, 2005 yılına yükselişe başlamıştır. Sanayi üretiminin Aralık ve Ocak aylarında % 0.3 artış göstermesi, Şubat ayında % 0.5 azalmış olsa da, sektörün görece bir toparlanma içerisinde olduğunu göstermekte; bu durum da yılın ilk çeyreğinde büyüme performansının toparlanabileceğine dair sinyaller vermektedir. Ancak, sanayi üretiminin yapısı, ekonomideki genel kırılma yansıtmaya devam etmektedir. Zira, Aralık ve Ocak aylarındaki toparlanma, ara malı ve sermaye malı üretimindeki artıştan kaynaklansa da, üç aylık değişken ortalamalara bakıldığında, halen büyük çaplı daralma görülmektedir. Ayrıca, tüketim malı üretimindeki toparlanma da dayanıklı tüketim mallarından ziyade dayanıksız tüketim mallarından kaynaklanmaktadır. Son olarak, mevcut kırılma düzeyi göz önünde bulundurulduğunda, Şubat ayındaki gerilemenin gelecek aylara sarkması, büyümenin yılın ikinci çeyreğinde tekrar yavaşlamasına neden olabilir.

- Euro Alanı **işsizlik oranı**, Ocak ayında bir önceki aya göre değişmeyerek **% 8.8** olmuştu. Şubat ayında ilk açıklanan verilerde % 8.9'a yükselen işsizlik, daha sonra % 8.8'e düzeltilmişti. Mart ayı rakamları ise % 8.9 olarak açıklandı. İşsizlik oranında yaşanan değişiklikler, büyük oranda yuvarlama etkisinden kaynaklanmaktadır. Ancak, Ocak ayından itibaren yayınlanan verilerin teknik anlamda farklılık arzettiğini belirtmekte yarar var. Almanya ve İtalya'da istihdam verilerinin toplaması ve değerlendirilmesine ilişkin değişiklik, Euro Bölgesi verilerinin de düzeltilmesini gerekli kılmıştır. Yapılan değişiklik sonrasında Euro Bölgesi işsizlik oranı, 1990'ların başından bu yana ortalama % 0.2 aşağı revize edilmiştir.

Euro bölgesi işsiz sayısı Ocak, Şubat ve Mart aylarında sırasıyla 66.000, 60.000 ve 21.000 kişi artmıştır. Ancak, yılın ilk iki ayındaki hızlı artış, büyük oranda Almanya'dan gelen verilerden etkilenmektedir. Bu nedenle bu aylara ilişkin verilerin ekonomik görünüm açısından değerlendirmesinde dikkatli davranılmalıdır. Euro Bölgesi'nde yüksek seyreden işsizlik oranı, tüketici güvenini ve tüketici harcamalarını olumsuz etkilemektedir. **İstihdam** ise, III. çeyrekte olduğu gibi, IV. çeyrekte de % 0.2 artmıştır. İstihdam, imalat sanayiinde artarken, inşaat ve hizmetler sektöründe azalmıştır.

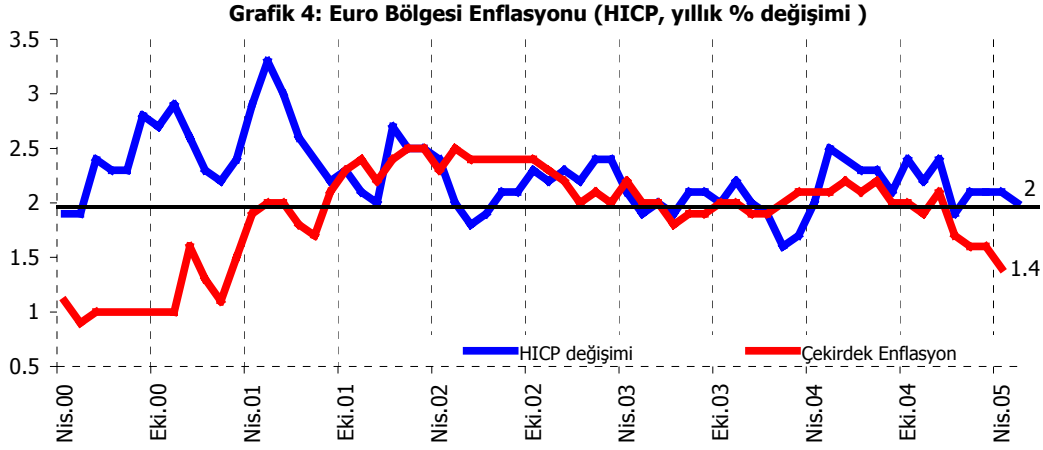


## 2. Enflasyon

- Nisan 2004'ten itibaren ECB'nin orta vadeli fiyat istikrarı hedefinin üzerinde seyreden **Euro Bölgesi enflasyonu** (Grafik: 4), 2005 yılı Ocak ayında % 1.9 olmuştu. Ancak, artan enerji fiyatları nedeniyle Şubat ayında yeniden % 2.1'e yükselen enflasyon, Mart ayında da bu seviyede kalmıştır.



Mart ayında artan petrol fiyatları nedeniyle yükselen enerji maliyetleri ve olumsuz hava koşulları nedeniyle yükselen gıda fiyatları yukarı yönlü baskı yaratırken, 2004 başında dolaylı vergiler nedeniyle hızla yükselişe geçen tütün fiyatlarının yarattığı baz etkisi, enflasyonu aşağı çekmiştir. Nisan ayında ise, enerji fiyatlarındaki, emlak giderlerindeki, giyim ve tütün fiyatlarındaki hızlanma, sağlık fiyatlarındaki gerileme ile dengelenmiş ve tüketici enflasyonu yine % 2.1 olmuştur.



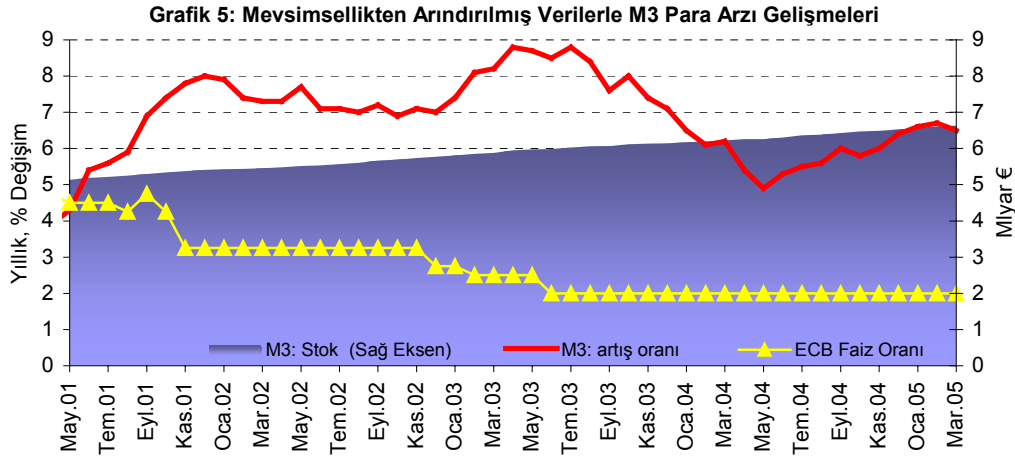
- Enflasyonun Mart ve Nisan aylarında % 2'nin üzerinde kalmasına neden olan etkenin özellikle enerji fiyatları olduğu, **çekirdek enflasyonun** seyrinde de görülmektedir. İlimli ücretler, rekabet, euronun güçlü seyri ve iç talepteki zayıflık nedeniyle artan girdi maliyetlerinin çıktı fiyatlarına yansıtılamaması, çekirdek enflasyonun kontrol altında tutulmasını sağlamaktadır. Mart ayında bir önceki aya göre değişmeyerek % 1.6 olan enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarından arındırılmış çekirdek enflasyon, özellikle işlenmiş gıda fiyatlarındaki düşüş ile Nisan ayında % 1.4'e gerilemiştir.
- Ocak ayında % 3.9 olan, Şubat ayında ise % 4.2'ye yükselen **üretici fiyatları enflasyonu** ise, Mart ve Nisan aylarında da bu seviyede kalmıştır. Enerji fiyatları nedeniyle yüksek bir seyir izleyen üretici fiyatlarında, tüketim mallarından ziyade, sermaye ve ara malı fiyatlarında geçiş etkisi görülmektedir.

<b>Tablo 1: Euro Bölgesi Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi (yıllık % değişim)</b>						
	2003	2004	01/05	02/05	03/05	04/05
<b>TÜFE</b>	2.1	2.1	1.9	2.1	2.1	2.1
<b>Enerji</b>	3	4.5	6.2	7.7	8.8	10.2
<b>İşlenmemiş Gıda</b>	2.1	0.6	-0.6	0.7	1.3	0.8
<b>İşlenmiş Gıda</b>	3.3	3.4	2.8	2.6	1.6	1.6
<b>Enerji Hariç Sanayi Malları</b>	0.8	0.8	0.5	0.2	0.4	0.3
<b>Hizmetler</b>	2.5	2.6	2.4	2.4	2.5	2.2
<b>Diğer Fiyat Göstergeleri</b>						
<b>Üretici Fiyatları</b>	1.4	2.3	3.9	4.2	4.2	4.2
<b>Petrol Fiyatları (EUR/varil)</b>	25.1	30.5	33.6	35.2	40.4	41.4

- Euro Bölgesi'nde yavaş büyüme ve yüksek işsizlik çerçevesinde ilimli seyreden işgücü maliyetleri ve zayıf iç talep, enflasyonda yukarı yönlü baskı yaratan unsurları dengelemektedir. Bu nedenle, enflasyondaki seyrin bir süre daha mevcut seviyesinde devam etmesi beklenmektedir. Ancak, artan petrol fiyatları ve petrol fiyatlarındaki artışın ikincil etkilerinin görülme olasılığı, risk unsurlarını oluşturmaktadır.

### 3. Parasal ve Finansal Gelişmeler

- 2003 yılı Nisan ayında % 8.8 ile zirveye ulaşan **M3** artış hızı, 2004 yılında yavaşlamış ve son çeyrekte artış hızı % 6 olmuştur. Ancak, 2005'in ilk çeyreğinde tekrar yükselişe geçen M3 artış hızı Şubat ayında % 6.7, Mart ayında ise % 6.5 olarak gerçekleşmiştir.
- Euro Bölgesi'nde iki zıt eğilim M3 artış hızını etkilemektedir. Bir yanda, düşük faiz oranları likit kalmanın alternatif maliyetini azaltarak, likit varlıklara olan talebi artırmaktadır. Diğer yanda ise, 2001-2003 yılları arasındaki aşırı likidite talebinin ardından, portföy tercihlerinin normalleşiyor olması, daha uzun vadeli yatırım araçlarına yönelik talepleri artırmaktadır. 2001-2003 yılları arasında, Euro Bölgesi ekonomisi ve küresel finansal piyasalardaki (özellikle hisse senedi piyasası) belirsizlikler sonucu, riskten kaçınma güdüsüyle kısa vadeli ve likit aktiflere olan talep artmıştı. 2004 yılından itibaren ise, ekonomi ve finansal piyasalardaki belirsizliğin azalması, yatırımcıların daha uzun vadeli yatırım araçlarına ve hisse senedi piyasalarına yönelmelerine neden olmuştur. Ancak bu süreç yavaş işlemekte ve Euro Bölgesi'nde enflasyonist baskı yaratmayan büyüme için gerekli olandan daha fazla likidite bulunmaktadır. Ayrıca, Euro Bölgesi'nde yatırımcı ve tüketici güveninin göreceli olarak zayıf olması, ihtiyat güdüsü ile likit varlık talebini yüksek tutmaktadır.



- M3 para arzının temel bileşenlerine bakıldığında (Tablo 2); M3 artış hızına en önemli katkısı **M1** para arzı yapmaktadır. Şubat ayında hızlanan M1 artış hızı, Mart ayında dolaşımdaki para ve gecelik mevduatların yavaşlamasıyla birlikte % 9.3 olmuştur. Mart ayında özellikle iki yıla kadar vadeli mevduatlara kayış olduğu görülmektedir. **M2** içerisinde 3 aya kadar vadeli ihbarlı mevduatların artışı ise, Şubat ayında yavaşlamış, Mart ayında yeniden hızlanmıştır.
- **Kredi gelişmeleri** incelendiğinde; özel sektöre açılan krediler Şubat ayında Ocak ayındaki artış hızını (% 7.3) korumuş, Mart ayında ise hızlanmıştır (% 7.5). Ancak Mart ayında hanehalkına açılan kredilerde hafif bir yavaşlama olmuştur. ECB'nin parasal gelişmeler konusunda dikkatleri çektiği en önemli noktalardan biri, fazla likidite ve güçlü kredi artışının varlık fiyatlarında artışa neden olmasıdır. Hanehalkına açılan kredilerin yaklaşık % 69'unu emlak kredilerinin oluşturması da bunun bir göstergesidir.

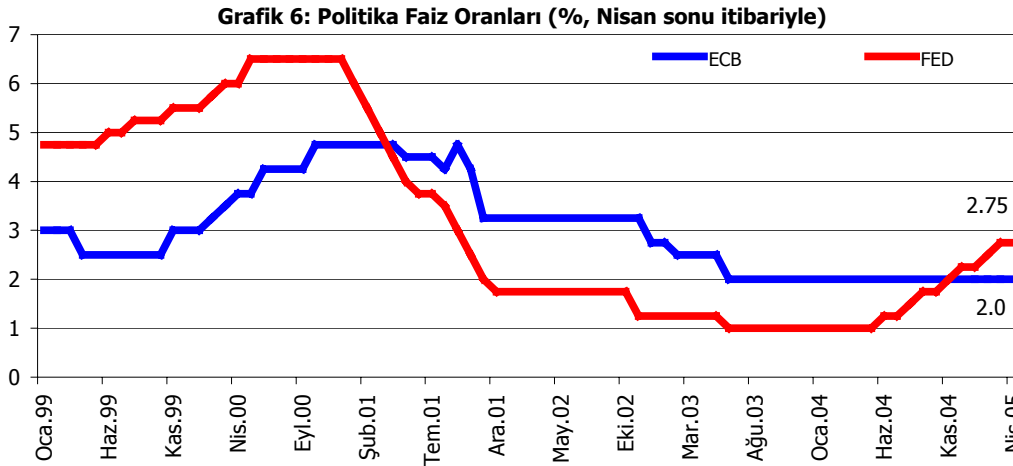
**Tablo 2: Euro Bölgesi Parasal Değişkenlerinin Özeti  
(mevsimsellikten arındırılmış yıllık % değişim)**

	M3'e oranı (%)	2004 IV. Çey	2005 I.Çey	2005 Şubat	2005 Mart
<b>M1</b>	<b>45.4</b>	<b>9.3</b>	<b>9.6</b>	<b>10.2</b>	<b>9.3</b>
Dolaşımdaki Para	7.2	19.1	18.0	18.3	17.8
Gecelik Mevduat	38.2	7.6	8.2	8.8	7.8
M2-M1(=diğer kısa vadeli mev.)	40.4	3.4	4.5	4.3	4.8
İki yıla kadar vadeli mev.	15.4	-2.4	0.6	0.3	1.7
3 aya kadar vadeli, ihbarlı mev.	25.0	7.5	7.1	6.9	6.8
<b>M2</b>	<b>85.7</b>	<b>6.4</b>	<b>7.1</b>	<b>7.3</b>	<b>7.1</b>
M3-M2 (=piyasa araçları*)	14.3	3.8	4.0	2.7	3.2
<b>M3</b>	<b>100.0</b>	<b>6.0</b>	<b>6.7</b>	<b>6.7</b>	<b>6.5</b>

Özel Sektöre açılan krediler	Toplam içindeki payı (%)	2004 IV. Çey	2005 I.Çey	2005 Şubat	2005 Mart
Ticari Krediler	41.6	5.1	5.8	5.8	6.0
Hanehalkı (emlak+tüketici kredileri)	50.3	7.9	8.1	8.1	8.0
Sigorta Şirketleri ve Emeklilik Fonları	0.8	14.4	23.1	24.2	23.5
Parasal Olmayan Diğer Mali Araçlar	7.3	9.7	10.0	9.2	12.2

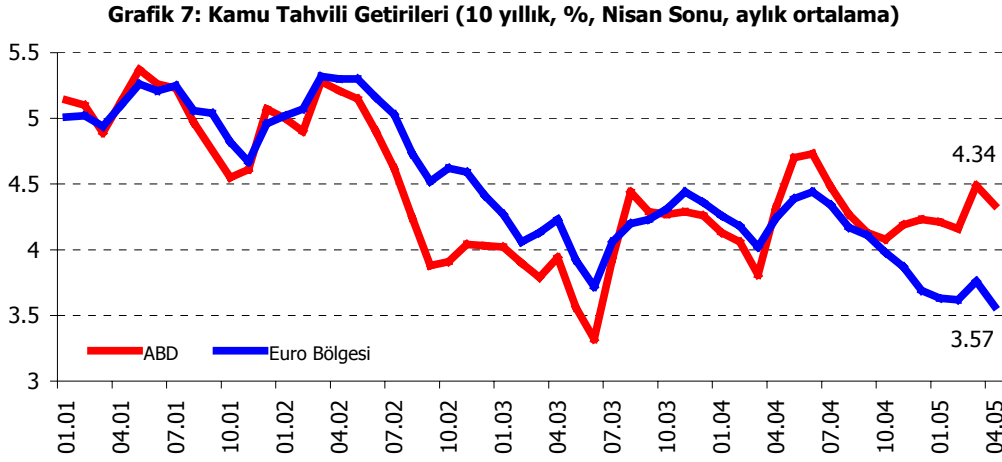
\*Repo işlemleri, para piyasası fonları, vadesi iki yıla kadar olan ve finansal kuruluşlarca ihraç edilmiş borçlanma araçları  
Kaynak: "ECB Monthly Bulletin, May 2005"

- Mart ayında istikrarlı bir seyir izleyen, Nisan ayı sonlarına doğru ise hafif bir düşüş görülen **kısa vadeli para piyasası faiz oranları**, genelde AMB'nin temel faiz oranı olan % 2'ye yakın bir seviyede kalmıştır. Şubat ayı sonu itibarıyla % 2.2 - 2.6 aralığında bulunan Haziran, Eylül ve Aralık 2005 vadeli üç aylık futures kontratların getirileri, Nisan sonu itibarıyla % 2.1-2.2 aralığına gerilemiştir.



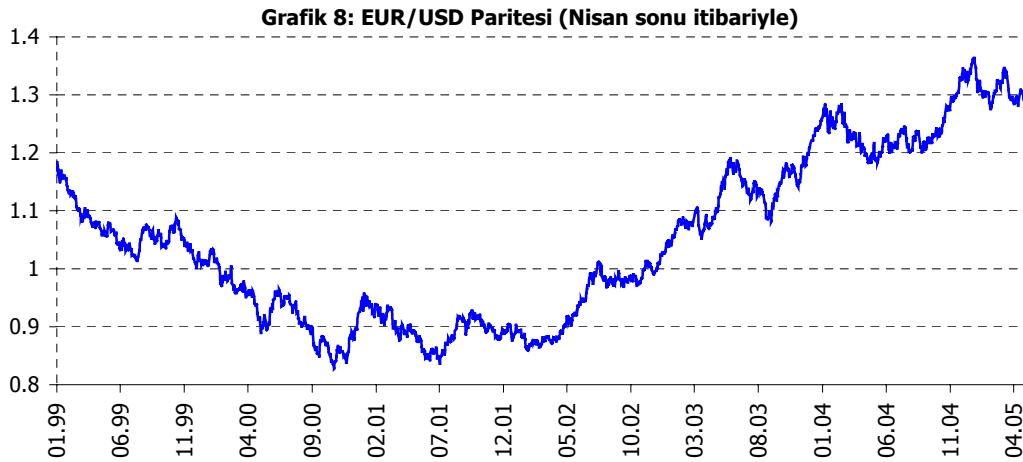
- **Uzun vadeli faiz oranları**ndaki gelişmelere bakıldığında ise, Mart ayında tahvil getirilerinin ABD ve Euro Bölgesi'nde ters bir seyir izlediği görülmektedir. ABD'de artan enflasyonist beklentiler ve büyüme ile ilgili olumlu veriler sonrasında, getiriler artmıştır. 22 Mart 2005'te yapılan Federal Open Market Committee toplantısının ardından 'enflasyonist baskıların ve fiyatlama gücünün arttığı' söylenmesi ise, FED'in 'ölçülü' faiz artırımlarını hızlandırabileceği şeklinde yorumlanmış ve tahvil talebinin azalmasına neden olmuştur. Euro Bölgesi'nde ise, artan petrol fiyatları ve olumsuz makroekonomik göstergeler, büyüme ile ilgili endişelerin artmasına ve tahvil getirilerinin azalmasına yol açmıştır. Nisan ayında ise, hem ABD'de, hem de Euro Bölgesi'nde enflasyon ve büyüme beklentilerinin aşağı yönlü olması, tahvil getirilerinde düşüşe neden olmuştur. Ayrıca Euro Bölgesi'nde yatırımcıların, ekonomideki olumsuz gidişat nedeniyle hisse senedi piyasasından tahvil piyasasına kaydıkları da görülmüştür.

- Uzun dönemli faizlerin aylık ortalamasına bakıldığında ise (Grafik 7), hem ABD’de hem de Euro Bölgesi’nde Mart ayında yükselen faizler, Nisan ayında düşmüştür.



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

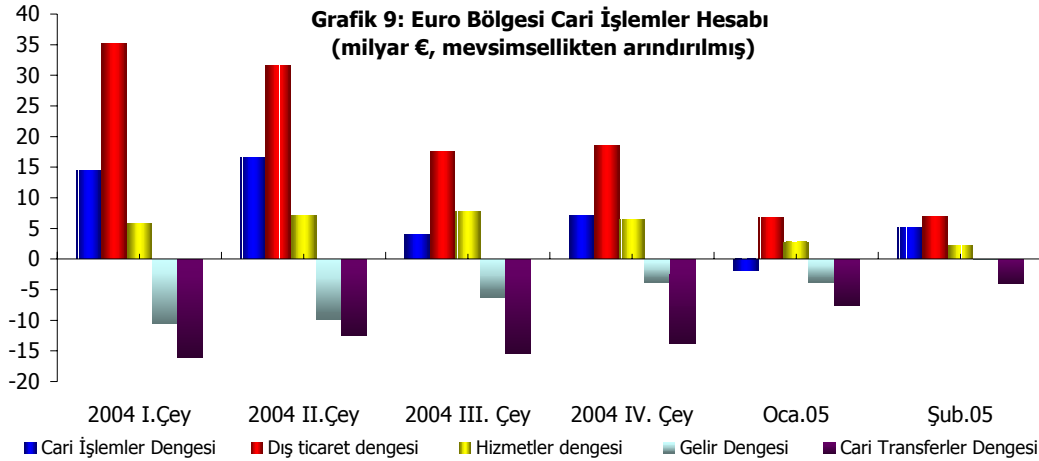
- Mart ayı başında piyasaların ABD’nin ikiz açık sorununa yoğunlaşmış olması, 2004’ün son çeyreğinde ABD’den yoğun bir sermaye çıkışının yaşandığının açıklanması ve bazı Merkez Bankalarının döviz rezervlerinde çeşitlendirmeye gideceği yönündeki haberler, euronun dolar karşısında değerlendirilmesine neden olmuştur. Ancak daha sonra, ABD ve Euro Bölgesi arasında açıklanmış faiz makası ve artan getiri farklılıkları, **EUR/USD paritesinin** düşüşe geçmesini sağlamıştır. Nisan ayında ise, bu etmenlere, Euro Bölgesi’nden gelen olumsuz makroekonomik veriler ve Avrupa Anayasası tartışmaları da eklenince, euronun düşüşü devam etmiştir. Nisan ayında euro aylık bazda % 2 değer kaybetmiş ve Şubat ayını 1.3228’den kapatan EUR/USD paritesi, Nisan sonunda 1.2873’e düşmüştür.



- Mart ve Nisan aylarında açıklanan **ödemeler dengesi** verileri (revizyonlarla birlikte), Euro Bölgesi’nin Ocak ayında mevsimsellikten arındırılmış verilerle 1.8 milyar € cari işlemler açığı, Şubat ayında ise 5.1 milyar € cari işlemler fazlası verdiğini göstermektedir. Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre, dış ticaret fazlası ise Ocak ve Şubat aylarında 9.6 milyar € ve 9.2 milyar € olarak gerçekleşmiştir (Grafik 9).

- Ocak ayında mal ticaretindeki fazla azalırken, hizmet kalemindeki fazla artmıştır. Gelirler ve cari transferler kalemlerindeki açıkların artması ile de Aralık ayındaki fazla (0.9 milyar €) açığa dönmüştür. Şubat ayında ise, tam tersi bir süreç yaşanmış ve mal ticaretindeki fazla artarken; hizmet kalemindeki

fazla ile gelirler ve cari transferler kalemlerindeki açıklar azalmıştır. Ocak ayında ihracattaki artış, ithalatın gerisinde kalırken; Şubat ayında her ikisinde de düşüş kaydedilmiştir. Ocak-Şubat döneminde petrol fiyatlarının yüksek seyri ve değerli euro, ihracat performansına ve şirket kârlılıklarına olumsuz yansımıştır. Bu gelişmelerden, özellikle İtalya gibi rekabet gücü düşük olan ülkeler etkilenmişlerdir. Şubat ayında, 12 aylık kümülatif cari işlemler fazlası 36.5 milyar € (GSYİH'nin % 0.5'i) olarak gerçekleşmiştir. Şubat 2004'e (28.9 milyar €) göre yaşanan artış, mal ticaretindeki fazlanın azalmasına karşılık, gelirler kalemindeki açığın azalması ve hizmetler kalemindeki fazlanın artmasına bağlıdır.



- Finans hesabında ise, Ocak ayındaki 17.1 milyar €'luk portföy yatırımı çıkışı, Şubat ayında 22.6 milyar € girişe dönüşmüştür. Ocak ayında görülen 11.4 milyar € doğrudan yatırım çıkışı ise, Şubat ayında 4.6 milyar €'ya gerilemiştir. Ocak ayında hem hisse senedi piyasasından, hem de Euro Bölgesi borçlanma araçlarından çıkış olurken, Şubat ayında borçlanma araçları bazında 36.9 milyar €'luk portföy girişi olmuştur. Euro Bölgesi'nde ekonominin zayıf bir seyir izlemesi ve ücretlerin görece yüksekliği, doğrudan yatırımların düşük işgücü maliyetli ülkelere (özellikle Asya ülkeleri) kaymasına neden olmaktadır. Euro Bölgesi'nden çıkan portföy yatırımları İngiltere, ABD ve Japonya'ya giderken, portföy girişleri özellikle İngiltere ve ABD'den olmaktadır.

## 5. Mali Gelişmeler:

- Yunanistan'ın yeni İstikrar Programı ciddi bütçe disiplini öngörüyor.** Yunanistan, bütçe açığını 2006 yılında İstikrar ve Büyüme Paketi'nin (SGP) % 3'lük limitinin altına düşürmeyi öngören İstikrar ve Büyüme Programı'nı Avrupa Komisyonu'na sundu. Sunulan programa göre, 2004 yılında % 4.1 olan büyüme hızının 2005'te % 3.5'e gerileyeceği; **bütçe açığının ise 2004'teki % 6.1 seviyesinden 2005'te % 3.5'e düşürüleceği öngörülmektedir.** Programda, mali disiplinin en önemli adımı olan gelir artışının, dolaylı vergi oranlarının yükseltilmesiyle elde edileceği ifade edilirken, 2006 yılında bütçe açığının % 2.8'e gerileyeceği tahmin edilmektedir.

**Tablo 3: Yunanistan İstikrar ve Büyüme Programı Tahminleri**

%	2005	2006	2007
<b>Reel Büyüme</b>	3.9	4.0	4.2
<b>Bütçe Açığı / GSYİH</b>	3.5	2.8	2.2
<b>Kamu Borcu / GSYİH</b>	108.0	103.9	99.9
<b>Varsayımlar</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
<b>Kısa dönemli faizler</b>	2.6	3.5	3.6
<b>Uzun Dönemli faizler</b>	4.6	4.8	5.1
<b>EUR/USD Kuru</b>	1.32	1.32	1.32
<b>Petrol Fiyatları (\$/varil)</b>	44.8	41.4	35.0

Nisan ayı içerisinde parlamentodan geçirilen mali önlem paketinde, tütün mamulleri ve alkollü içkilerden alınan tüketim vergisi ve KDV'nin artırılması öngörülmektedir. 2005 yılının ilk iki ayında, özellikle vergi gelirlerinde düşüş olduğunu belirten Maliye Bakanı George Alogoskoufis, KDV oranının % 18'den % 19'a çıkartılması ile 500 milyon €'luk bir ek gelir beklendiğini dile getirmiştir. Ayrıca, vergi kaçakçılığının ve artan kaçak benzin satışının engellenmesi için tedbirler alınacağını belirten Alogoskoufis, ödenmemiş vergiler için bir defaya mahsus vergi affından da söz etmektedir. Muhalefetteki Sosyalistler ise, dolaylı vergilerin artırılmasının düşük gelirlilere haksızlık olduğunu düşünmektedir.

Hatırlanacağı üzere, 2004 yılında, geçmiş yıllara ait bütçe istatistiklerinin yanlış bildirilmesi nedeniyle, Yunanistan'ın SGP bütçe limitini 1997 yılından bu yana sürekli olarak aştığı ortaya çıkmıştı. Bunun üzerine Avrupa Konseyi, 2006 yılına kadar bütçe açığını % 3'ün altına çekmemesi durumunda, Yunanistan'a cezai yaptırım uygulanacağına dair bir uyarıda bulunmuştu.

#### **KAYNAKLAR:**

1. ECB Monthly Bulletin (April-May 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