

EURO BÖLGESİ İZLEME RAPORU

AĞUSTOS-KASIM 2004



Ferhat Çamlıca&Serpil Atalay

Dış İlişkiler Genel Müdürlüęü
AB ile İliřkiler Müdürlüęü

- **Ekonomide Genel Gelişmeler**

- **Makroekonomik Göstergeler**

- 1. Büyüme**

- 2. Enflasyon**

- 3. Parasal Gelişmeler**

- 4. Döviz Kuru ve demeler Dengesi**

- 5. Mali Gelişmeler**

EURO ALANI'NA İLİŞKİN GENEL EKONOMİK GELİŞMELER

- Avrupa Merkez Bankası (AMB) Yönetim Konseyi, 5 Ağustos, 2 Eylül ve 7 Ekim 2004 tarihlerinde düzenlediği toplantılarda, anahtar faiz oranlarında değişiklik yapmama kararı almıştır. Söz konusu oranlar, **refinansman için yüzde 2, marjinal kredi imkanı için yüzde 3 ve depo imkanı için yüzde 1** 'dir.
- AMB, 2 Eylül 2004 tarihinde 2004 ve 2005 yıllarına ilişkin petrol fiyatları tahminlerini yukarı doğru revize etmiştir. Buna göre, **2004 yılı için varil başına petrol fiyatı tahmini 34.6 dolardan 36.6 dolara yükseltilmiştir**. Daha önce 31.8 dolara düşeceği öngörülen 2005 yılı petrol fiyatlarının 36.8 dolar olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Beklenenden fazla yükselmesi halinde petrol fiyatları, Euro Alanı büyüme ve enflasyon oranları üzerinde negatif etkili olacaktır.
- Avrupa Komisyonu, 3 Eylül 2004 tarihinde bir bildiri yayımlayarak, üye ülkeleri, aralarındaki ekonomik ve mali koordinasyonu güçlendirmeye çağırmıştır. Komisyon, söz konusu bildiriye,
 1. "Temel Ekonomi Politikası Kılavuzu" (Broad Economic Policy Guideline-BEPG) aracılığıyla üye ülke ekonomilerinin yakından takibi yapılarak ekonomik koordinasyonun daha fazla güçlendirilmesi; bu bağlamda erken uyarıların (early warnings) daha aktif şekilde kullanılması, BEPG ve İstikrar ve Büyüme Pakti (İBP) arasındaki koordinasyonun güçlendirilmesi;
 2. İBP ile ilgili olarak, **borç kriterine ve borcun orta ve uzun vadeli sürdürülebilirliğine daha fazla önem verilmesi,**
 3. Orta vadeli "dengede ya da dengeye yakın bütçe" hedefinin tanımlanmasında **ülkelerin kendine özgü koşullarının dikkate alınması,**
 4. Aşırı Açık Prosedürünün tanımlanmasında, tavsiyelerde ve önlem almak için verilen sürelerde **ekonomik büyümenin olağanüstü zayıf olmasının yarattığı bütçe etkilerinin dikkate alınması,**
 5. Bütçe gözetiminde, nüfusun yaşlanmasının getireceği olumsuz etkilere karşı dirençli olmak ve ekonomik yavaşlama dönemlerini daha kolay atlatabilmek için **üye ülke ekonomilerinin iyi olduğu dönemlerde bütçe fazlası vermelerinin teşvik edilmesi** çağrısında bulunmuştur.Komisyon'un söz konusu çağrısı, hem AMB hem de Bundesbank tarafından Euro Alanı ekonomisini olumsuz etkileyecek bir gelişme olarak algılanmıştır.
- ECOFIN Konseyi'nin 10 Eylül 2004 tarihinde yaptığı toplantıda, üye ülke kurumlar vergisi tabanlarının hesaplama yöntemlerinin uyumlaştırılması konusunda da anlaşma sağlanmıştır. Konsey ek olarak, **Lüksemburg Başbakanı Jean-Claude Juncker'ın "Mr. Euro" olmasını karara bağlamıştır**. Juncker, Mr. Euro olarak, 1 Ocak 2005'ten itibaren 2 yıl boyunca Euro

Alanı'nı temsil eden kişi olacaktır. Juncker'ın yardımcısı ise Avusturya Maliye Bakanı Karl-Heinz Grasser olacaktır. Juncker, Euro Alanı'nda fiyat istikrarının korunmasının yanında, istihdam yaratmanın da öncelikli hedefler arasında yer alacağını belirtmiştir.

- **Latin Amerika'nın en büyük ticari bloğu olan Mercosur (Arjantin, Brezilya, Paraguay ve Uruguay) ile AB arasında yaklaşık 5 yıldır sürdürülen ve taraflar arasında bir serbest ticaret anlaşması yapılmasına yönelik görüşmeler, Ekim ayında Lizbon'da yapılan son toplantıda da somut bir sonuca ulaşamayarak bir sonraki yıla ertelenmiştir.**

Görüşmelerin başarısızlığı karşılıklı tavizlerin yeterli olmamasından kaynaklanmıştır. AB, Mercosur'u sanayi ve hizmetler (telekomünikasyon, ulaşım, bankacılık, vs.) sektörlerindeki dışa karşı korumacılığı kaldırmamakta direnmek ile eleştirirken, Mercosur da AB'den tarım, hayvancılık ve hizmetler konularında yeterince taviz alamamaktan şikayetçi olmuştur. Mercosur'un toplam ihracatının yarısından fazlasının tarımsal ürünlerden oluşması, tarımda AB'den alınacak en küçük tavizi bile önemli kılmaktadır. İki taraf arasında 2003 yılı itibariyle toplam ticaret hacmi €41.4 milyar (\$52.2 milyar) olarak gerçekleşmiştir.

- **Macaristan Hükümeti, Macaristan Merkez Bankası (MMB) Kanunu'nda değişiklik öngören bir yasa tasarısı hazırlamıştır.** Tasarı, "fiyat istikrarının sağlanması ve korunmasını hızlandırmak amacıyla" para politikası kurulu üyelerinin sayısının artırılmasını ve karar-alma ve yürütmeye ilişkin görevlerin ayrılmasını öngörmektedir. Bu çerçevede, Macaristan Merkez Bankası Para Politikası Kurulu üyeleri arasında yer alan iki başkan yardımcısı üyelikten çıkarılmakta, onun yerine söz konusu Kurul'a doğrudan ve daha fazla sayıda üye atama imkanı Başbakan'a verilmektedir.

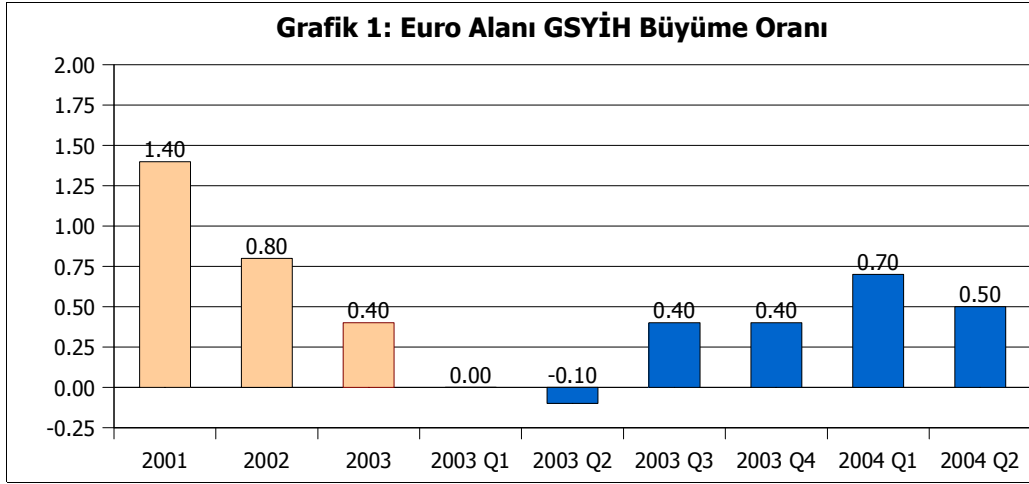
AMB, 4 Kasım 2004 tarihinde yayımladığı görüş bildirgesinde, öncelikle, mevcut MMB Kanunu'nda Para Politikası Kuruluna ilişkin hükümlerin merkez bankası bağımsızlığı açısından uygun olduğunu ve para politikasının oluşturulması için uygun bir zemin hazırladığını, dolayısıyla **para politikası kurulu üyelerinin kompozisyonunda bir değişiklik yapmaya gerek bulunmadığını** belirtmiştir. AMB ikinci olarak, **yürütme ile ilgili başkan yardımcılarının karar alma organı olan Para Politikası Kurulunda yer almasının bir sakıncası olmayacağını, karar alma ve yürütme görevlerinin ayrıştırılması için yeterli neden bulunmadığını** vurgulamıştır. Örnek olarak, AMB'nin tüm Yürütme Kurulu üyelerinin AMB Yönetim Konseyi'nin de üyesi olmalarını göstermiştir. AMB, para politikası kurulunun doğal üyesi durumundaki iki başkan yardımcısının görev süreleri dolmadan bu yetkinin kendilerinden alınmasına da bireysel bağımsızlığın zarar göreceği gerekçesiyle karşı çıkmıştır. Onun yerine karar alma süreçlerinin siyasi iktidar değişikliklerinden etkilenmemesi için **para politikası kurulu üyelerinin, görev süreleri değişik zamanlarda dolacak şekilde atanmalarını** önermiştir.

- Avrupa Komisyonu, 20 Ekim 2004 tarihinde, yeni AB üyelerinin ve İsveç'in euroya geçiş yolundaki durumlarını değerlendiren **Uyum Raporu**'nu (Convergence Report) yayımlamıştır. Komisyon, raporda, söz konusu ülkeleri kur, fiyat istikrarı, faiz oranları, bütçe açıkları ve merkez bankalarının statüleri açısından değerlendirmektedir. Rapora göre, 1 Mayıs 2004 tarihinde AB'ye üye olan 10 ülkeden hiçbirisi henüz euroya geçiş için gerekli kriterleri tamamıyla yerine getirmemiştir. Yeni üye olan ülkeler arasında euroya geçişe en yakın olan ülke, beş kriterin üçünü yerine getiren Litvanya'dır. 2003 yılında yapılan referandumla euroyu reddeden İsveç de aynı şekilde üç kriteri yerine getirmektedir. Polonya ve Macaristan ise hiçbir kriteri karşılayamamaktadır. Bilindiği gibi, 10 yeni AB ülkesinden üçü (Litvanya, Estonya ve Slovenya) 27 Haziran 2004'te ERM-II'ye katılmışlardır.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERE İLİŞKİN GELİŞMELER

1. Büyüme

- Euro Alanı ekonomisi 2004 yılının ilk çeyreğinde yüzde 0.7, ikinci çeyreğinde ise yüzde 0.5 oranında büyüme göstermiştir (bkz. Grafik 1). İlk iki çeyrekte de büyümeyi sağlayan itici güç ihracat olmuştur. Buna karşın iç talebin büyümeye katkısı sınırlı kalmıştır. İlk iki çeyrek verilerinin yarattığı toparlanma beklentisi üçüncü çeyrek tahmininin yüzde 0.3 olarak açıklanması ile gölgelenmiştir. Üçüncü çeyrekte euro alanı büyümesine en fazla katkının Yunanistan (yüzde 1.8), Litvanya (yüzde 1.5), Finlandiya (yüzde 1.2), Belçika (yüzde 0.8) tarafından yapılacağı tahmin edilmektedir. Euronun dolar karşısında değerlendirilmesi, ihracat kaynaklı büyüme gösteren Euro Alanı ekonomisinin önündeki en önemli engellerden biridir. Büyümeyi olumsuz etkileyen ikinci önemli faktör, tüm dünyada artan petrol fiyatlarıdır. Euro Alanı'nın en büyük ekonomisi konumundaki Almanya'da yaşanan ekonomik durgunluk bir diğer önemli etmendir. 2004 yılının ilk iki çeyreğinde yüzde 0.4 büyüme gösteren Almanya'da, üçüncü çeyrekte sadece yüzde 0.1 büyüme beklenmesi, bu ülkedeki ekonomik faaliyetlerin canlanması açısından herhangi bir gelişme olmadığının bir göstergesidir. 2004 ve 2005 yılları için Euro Alanı'nda yıllık bazda büyüme tahmini revize edilerek yüzde 1.8 ve yüzde 1.9 'a indirilmiştir (önceki yıllık büyüme tahminleri 2004 ve 2005 yılı için yüzde 1.9 ve yüzde 2.3 idi). Avrupa Merkez Bankası, büyümeyi tetiklemek için faiz indirimine gitme seçeneğini, Euro Alanı enflasyonu üzerinde yukarı yönlü baskı yaratacağı endişesiyle şimdilik kullanmamaktadır. Bazı çevreler, AMB ve Japonya Merkez Bankası'nın doların euro ve yen karşısında değer kaybını önlemek için beraber müdahalede bulunabileceği konusunda spekülasyonlar yapmaktadırlar. Bununla birlikte, AMB karar alıcıları, AMB'nin birincil hedefinin fiyat istikrarını korumak olması nedeniyle halihazırda, faiz indiriminden çok, enflasyonist baskı nedeniyle faiz yükseltmeyi tartıştıkları bilinmektedir.

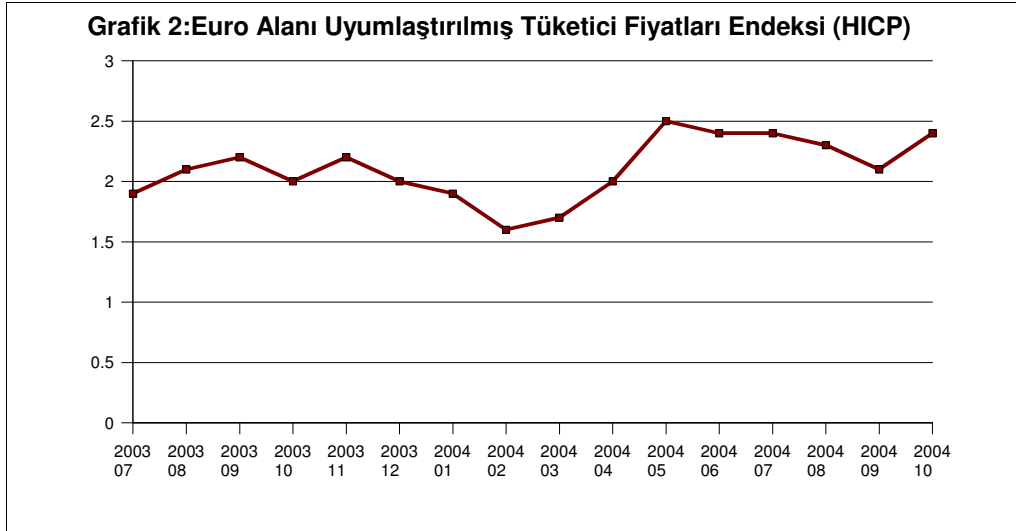


Kaynak: ECB Monthly Bulletin November, 2004.

- **Euro Alanı sanayi üretimi, 2004 yılı ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre yüzde 0.8 artış göstermiştir.** Beklentiler, sanayi üretiminin daha az olmak üzere üçüncü çeyrekte de artış eğilimini sürdüreceği yönündedir. Ağustos ayı verilerine göre sermaye malı, ara malı ve tüketim malı kalemlerinin hepsinde aylık bazda azalma söz konusudur (sırasıyla yüzde -0,2, yüzde -0,1, yüzde -0,3). Bununla birlikte daha az oynak olan üç aylık ortalamalar değerlendirildiğinde, ara malı üretiminin pozitif rakamlarda sabitlendiği, sermaye malı üretimi artış hızının yavaşladığı ve tüketim malı üretiminin ise düşüş eğiliminde olduğu göze çarpmaktadır. Söz konusu gelişmeler, yakın dönemde Euro Alanı büyümesinde önemli değişiklik olmayacağına işaret etmektedir.
- **Euro alanı işsizlik oranı, 2004 yılı Ekim ayında bir önceki yıla ve Eylül ayına göre değişmeyerek yüzde 8.9 oranında gerçekleşmiştir.** AB-25'te ise işsizlik oranı Ekim ayında bir önceki aya göre yüzde 0.1 azalarak yüzde 8.9 olarak gerçekleşmiştir. İstihdam verilerine bakıldığında, Euro Alanı istihdamının yılın ikinci çeyreğinde yüzde 0.1 oranında arttığı görülmektedir. 2004 yılının ilk iki çeyreğinde istihdamın tarım, balıkçılık ve sanayi sektörlerinde azalma, hizmetler sektöründe ise artma eğiliminde olduğu dikkat çekmektedir. 2003 yılından bu yana Euro Alanı işsizlik oranının yüzde 8.9 ile yüzde 9 arasında sabitlendiği göze çarpmaktadır. 2000 yılında yüzde 2.2 olan istihdam artışı ise kademeli olarak azalarak 2003 yılında yüzde 0.1'e kadar düşmüştür. 2004 yılı sonunda da istihdam artışının yüzde 0.1 düzeyinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

2. Enflasyon

- Mayıs-Eylül 2004 döneminde petrol fiyatları artış hızındaki yavaşlamanın ve işlenmemiş gıda fiyatlarında geçen yıla göre görülen azalmanın etkisiyle düşüş eğiliminde olan Euro Alanı enflasyonu Ekim ayında tekrar artış eğilimine girerek yüzde 2.4'e yükselmiştir (Bkz. Grafik 2 ve Tablo 1). Fiyat artış hızının en yüksek olduğu alt gruplar, sağlık, alkol ve tütün ürünleridir. Üye ülkeler arasında Eylül ayında yıllık bazda en düşük enflasyona sahip ülkeler Finlandiya (yüzde 0.6), Birleşik Krallık (yüzde 1.2), İsveç (yüzde 1.4) ve Hollanda (yüzde 1.5) iken, en yüksek enflasyona sahip ülkeler, Letonya (yüzde 7.2), Macaristan (yüzde 6.4), Slovakya (yüzde 6.3) ve Polonya'dır (yüzde 4.6). Kasım ayına ilişkin yıllık enflasyon beklentisi yüzde 2.2 olarak açıklanmıştır. Enflasyon beklentileri, yılın geri kalan kısmında Euro Alanı enflasyonunun yüzde 2 seviyesinin altına düşmeyeceği, ancak, orta vadede enflasyonun AMB'nin fiyat istikrarı hedefi ile uyumlu olacağı yönündedir.



Kaynak: ECB Monthly Bulletin November, 2004.

http://europa.eu.int/comm/economy_finance/indicators/key_euro_area/euroindic_en.pdf

- **Euro Alanı çekirdek enflasyonu Temmuz ve Ağustos aylarında yüzde 0.1 oranında artış göstererek, yıllık bazda yüzde 2.2 seviyesine yükselmiştir.** Söz konusu artışın nedeni, enerji hariç sanayi malları fiyat artış hızında yıllık bazda görülen artıştır. Bununla birlikte Euro alanı çekirdek enflasyonu, Ağustos ayından itibaren işlenmemiş gıda ürünleri ve hizmet fiyatlarındaki azalmanın etkisiyle azalma eğilimine girmiştir. Sonuç olarak Eylül ayında çekirdek enflasyon yıllık bazda yüzde 0.2 azalarak yüzde 2'ye gerilemiştir. Buna karşın, Ağustos-Eylül döneminde enerji-dışı sanayi ürünleri fiyatları sabit kalmıştır. Hizmet fiyatlarında Eylül ayında bir önceki aya göre yıllık yüzde 0.1 oranında görülen azalma ise özellikle paket tatil kampanyalarından kaynaklanmıştır. Ekim ayında çekirdek enflasyon yüzde 2 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 1: Euro Alanı Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi									
	2002	2003	2004 Mayıs	2004 Haziran	2004 Temmuz	2004 Ağustos	2004 Eylül	2004 Ekim	2004 Kasım (tahmin)
Endeks	2.3	2.1	2.5	2.4	2.3	2.3	2.1	2.4	2.2
Enerji	-0.6	3	6.7	5.9	5.9	6.5	6.4		
İşlenmemiş Gıda	3.1	2.1	1.7	1.2	0.7	-0.2	-1.5		
İşlenmiş Gıda	3.1	3.3	3.9	3.8	3.8	3.6	3.4		
Enerji Hariç Sanayi Malları	1.5	0.8	0.9	0.9	0.7	0.9	0.9		
Hizmetler	3.1	2.5	2.6	2.6	2.7	2.7	2.6		
Diğer Fiyat Göstergeleri									
Sanayi Üretici Fiyatları	-0.1	1.4	2.4	2.4	2.9	3.1	3.3	4	
Petrol Fiyatları(varil)	26.5	25.1	30.9	29.4	30.7	34.1	35	39.4	

Kaynak: ECB Monthly Bulletin November, 2004.

3. Parasal Gelişmeler:

- **2004 yılının başından yaz ortasına kadar düşüş eğiliminde olan Euro Alanı yıllık M3 para arzı artış hızı, Temmuz ayından itibaren artış eğilimine girmiştir (bkz. Tablo 2). M3 para arzı, Temmuz ayında yıllık bazda yüzde 5.5, Ağustos ayında da yüzde 5.6 ve Eylül ayında yüzde 6 oranında artış göstermiştir. Ekim ayında ise yıllık M3 büyümesi bir önceki aya göre yüzde 0.2 azalarak yüzde 5.8 olarak gerçekleşmiştir.** Halihazırdaki veriler, parasal dinamiklerle ilgili olarak iki ters etkinin varlığına işaret etmektedir: Bunlardan birincisi, hanehalkları ve firmaların portföy çeşitlendirme davranışlarının normale dönmesidir. Euro Alanı'nda 2001-2003 yılları arasında borsada yaşanan sermaye kayıplarından dolayı, yatırımcıların daha riskli araçlara yönelim konusunda daha temkinli davranmaları nedeniyle likiditesi yüksek yatırım araçlarına olan talepte bir aşırılık söz konusu iken, günümüzde hisse senetleri gibi daha uzun vadeli araçlara olan talep artmıştır. İkinci ve ters etki ise, Euro Alanı'nda, faiz oranlarının, yani para tutmanın alternatif maliyetinin düşük olmasının M3 büyümesini desteklemesidir. Buna ek olarak, tüketici güveninin görece düşük olması da ihtiyati para talebinin güçlü olmasına yol açmaktadır.

Tablo 2: Euro Alanı'nda Parasal Değişkenlerin Özeti (Yıllık yüzde değişim)									
	M3'e oranı	2003Q3	2003 Q4	2004 Q1	2004 Q2	Temmuz 2004	2004 Ağustos	2004 Eylül	2004 Ekim
M1	44.3	11.4	11.0	11.1	10.2	10.1	9.3	9.7	9
Dolaşımdaki Para	6.7	29.6	26.5	24	21.6	20	20.3	19.9	19.6
Gecelik Mevduat	37.7	8.8	8.7	9.1	8.5	8.6	7.5	8	7.2
M2-M1(=diğer kısa vadeli mevduat)	41.3	5.8	4.8	3.3	1.7	1.7	2	2.8	3.7
İki yıla kadar vadesi olan mevduatlar	16.1	-1.4	-3.0	-4.5	-7	-6.3	-5.7	-4.1	-1.6
3 aya kadar ihbarlı çekilebilen mevduat	25.2	11.6	11.0	9.2	8.1	7.4	7.5	7.6	7.3
M2	85.6	8.5	7.9	7.2	6	5.9	5.7	6.3	6.4
M3-M2(=piyasada işlem gören enstrümanlar)	14.4	7.4	5.8	2.4	2	2.9	5	4.5	2.8
M3	100	8.3	7.6	6.5	5.4	5.5	5.6	6	5.8
Özel sektöre verilen krediler									
Ticari Krediler	42	3.6	3.5	3.3	4	4.3	4.1	4.6	5.2
Hanehalkı	50.5	5.8	6.4	6.7	7.2	7.3	7.5	7.8	7.8
Sigorta Şirketleri ve Emeklilik Fonları	0.7	9.7	11.9	8.7	18.9	16.2	21.7	18.4	9.7
Parasal Olmayan Diğer Mali Araçlar	6.9	6	11.8	8.9	8.5	9.1	6.9	8.4	9.2

Kaynak: ECB Monthly Bulletin , November 2004,

ECB Press Release, 26 November 2004

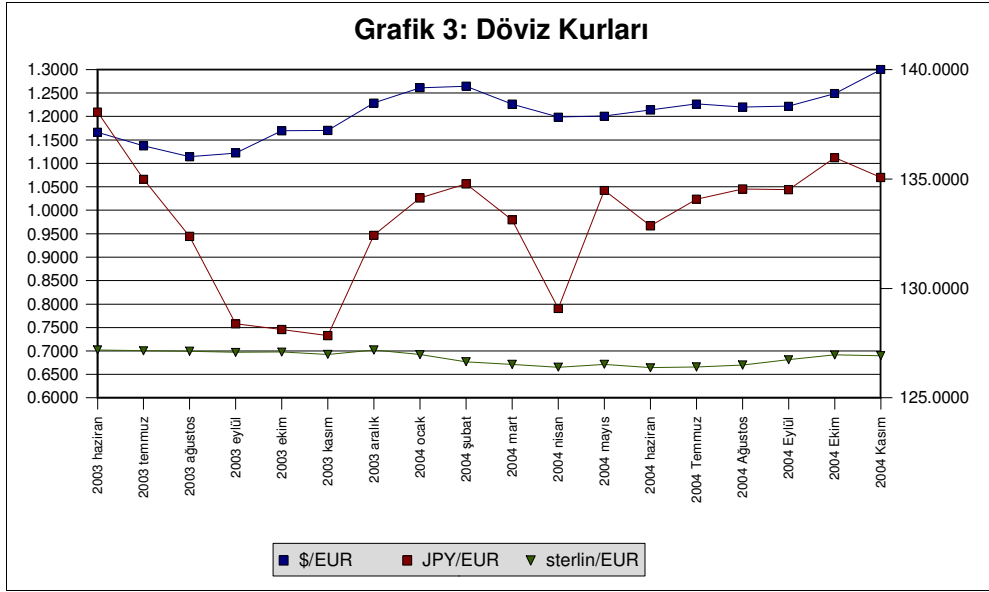
- **M1 para arzı dinamiklerinin yaz aylarındaki hareketlerine bakıldığında, M3'den farklı olarak büyüme hızının düşmeye devam ettiği görülmektedir (bkz. Tablo 2).** 2004'ün ilk çeyreğinde yüzde 11.1 oranında büyüyen M1 para arzı, ikinci çeyrek itibarıyla yüzde 10.2 büyümüştür. M1 büyüme hızında görülen söz konusu düşüş eğilimi yaz aylarında da devam ederek, Temmuz ayında yüzde 10.1 oranında büyüme kaydettikten sonra, Ağustos ayında yüzde 9.3 seviyesine gerilemiştir. M1'in alt kalemlerinden dolaşımdaki paranın büyüme hızı Ağustos ayında canlılığını korurken, gecelik mevduat düşüş göstermiştir. 2004 yılı Eylül ayında M1, bir önceki aya göre özellikle gecelik mevduattaki artışa bağlı olarak yıllık yüzde 9.7 büyüme göstermiştir. Ekim ayında ise M1 büyüme hızı yavaşlayarak yüzde 9'a gerilemiştir. Dolaşımdaki paranın büyüme hızı Ekim 2004'te yüzde 19,6, gecelik mevduat ise yıllık bazda yüzde 7.2 oranında artış göstermiştir. Euro Alanı'nda M1'de görülen büyüme, genel olarak faizlerin düşük olması nedeniyle likidite talebindeki artışı yansıtmaktadır.
- Euro Alanı kredi kuruluşlarının bilançolarının varlık tarafına bakıldığında, Ekim ayında bir önceki aya göre yıllık 5.2 büyüyen özel sektöre verilen kredilerin canlılığını koruduğu gözlenmektedir (bkz. Tablo 2). Özel sektöre verilen kredilerden ticari krediler, Ekim ayında yıllık bazda yüzde 5.2, hanehalkına verilen krediler ise aynı dönemde yıllık bazda yüzde 7.8 oranında büyümüştür. Hanehalkına verilen kredilerdeki canlılığın kaynağı, konut kredilerinin yüksek büyüme hızıdır.
- 2004'ün ilk yarısında artan **Euro Alanı para piyasası faiz oranları**, Temmuz ve Ağustos aylarında düşüşe geçtikten sonra Eylül ayında tekrar artmaya başlamıştır. Uzun dönem para

piyasası faiz oranı, 3 Kasım 2004 tarihinde Eylül ayındaki seviyesine göre 8 bps azalmıştır. Bir aylık EURIBOR ile oniki aylık EURIBOR oranları arasındaki fark olarak ifade edilen Euro Alanı para piyasası getiri farkı (spread), Temmuz sonundaki 20bps seviyesinden, 3 Kasım 2004 tarihinde 22bps seviyesine yükselmiştir.

- **Euro Alanı uzun dönem faiz oranları, Temmuz ayından 3 Kasım 2004 tarihine kadar olan dönemde azalma göstermiştir.** Temmuz ayında yüzde 4.34'lük bir ortalama sahip olan Euro Alanı 10 yıllık devlet tahvilleri getirisi 3 Kasım 2004 tarihi itibarıyla yüzde 3.9 düzeyinde gerçekleşmiştir. ABD tahvillerinin getirileri de Ekim ayında yüzde 4.8 düzeyine gerilemiş ve böylece Ekim ayında ABD uzun dönemli faiz oranıyla aradaki fark 20bps düzeyinde gerçekleşmiştir.

4. Döviz Kuru ve Ödemeler Dengesi

- Euro, Ağustos'un ilk haftasında dolar karşısında dar bir aralıkta dalgalandıktan sonra, Ağustos ayının kalan kısmında değer kazanmıştır. Eylül ayında da yükselişini devam ettiren euro-dolar paritesi söz konusu dönemde, özellikle ABD ekonomisinde yayımlanan olumlu ekonomik verilerden etkilenmemiş görünmektedir (bkz. Grafik 3). Temel olarak ABD cari açığındaki büyümenin yılın ikinci yarısında da devam edeceğine yönelik beklentiler, doların euro karşısında değer kaybetmesinin başlıca nedenidir. Söz konusu gelişmeye önlem olarak FED 21 Eylül 2004 tarihinde faiz oranını 25bps artırmıştır. Bununla birlikte, faiz artırımı beklentisinin piyasada daha önceden satın alınmış olması ve ABD'de enflasyon riskinin azaldığının belirtilmesinin faiz artırımının hızlı gerçekleşmeyeceğine işaret etmesi nedeniyle, FED'in faiz artırımı doların euro karşısında değer kaybına engel olamamıştır. Söz konusu eğilimin devam etmesi üzerine 10 Kasım 2004 tarihinde yapılan FED faiz toplantısından bir gün önce, AMB Başkanı Trichet, euro'daki yükselişin sert olduğunu ifade etmiştir. Trichet'in sözlü müdahalesi doların değer kaybını yavaşlatmada etkili olmuş, ancak ardından FED'in faizini tekrar 25bps artırmaya rağmen, ABD'nin ikiz açığının orta vadede devam edeceği beklentisi bu etkinin çok geçici olmasına yol açmıştır. Dolardaki değer kaybı Kasım ayı boyunca devam etmiş ve 30 Kasım 2004 tarihinde euro 1.32 USD'den işlem görmüştür. ABD, bütçe açığı ve cari işlemler açığı nedeniyle doların değer kaybından rahatsız gözükmezken, AMB yetkilileri, Euro Alanı mallarının rekabet gücünü azaltarak büyümeyi olumsuz etkilemesi nedeniyle pariteden rahatsız olduklarının sinyallerini zaman zaman vermektedirler. Bununla birlikte Euro Alanı'nda enflasyon oranının yüksek seyretmesi AMB'nin faiz indirimine gitmesine engel oluşturmaktadır.



- **2004'ün ikinci çeyreğinde güçlü dış talep Euro Alanı'nda ihracatı teşvik etmeye devam etmiştir.** Bununla birlikte, petrol fiyatlarındaki artışa bağlı olarak ithalatta görülen nominal artış, ikinci çeyrekte dış ticaret fazlasını ve buna bağlı olarak cari işlemler fazlasını azaltmıştır. Aynı şekilde gelirler ve cari transferler kalemlerinde verilen açıklar da cari işlemler dengesindeki bozulmayı açıklamaktadır. Sonuç olarak 2004'ün ilk çeyreğinde 13.6 milyar euro fazla veren Euro Alanı cari işlemler fazlası ikinci çeyrekte 8.7 milyar euro fazla vermiştir (bkz. Tablo 3). Üçüncü çeyrekte ise cari işlemler fazlası 5.8 milyar euroya gerilemiştir.
- Mevsimsellikten arındırılmamış verilere göre Eylül 2004'de cari işlemler hesabı 0.3 milyar euro açık vermiştir(Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre 3.2 milyar euro açık verilmiştir) (bkz. Tablo 3). Cari işlemler dengesindeki söz konusu bozulma, özellikle cari transferler kaleminde görülen açık, petrol fiyatları nedeniyle ithal malların fiyatlarındaki artışlara bağlı olarak dış ticaret fazlasındaki azalmadan ve cari transferler kalemindeki açıktan (-5.3 milyar euro) kaynaklanmıştır. 12 aylık birikimli rakamlara göre Ağustos 2004'e kadar artarak 49.8 milyar euroya ulaşan Euro Alanı cari işlemler fazlası, Eylül 2004 itibarıyla 40.4 milyar euroya gerilemiştir.
- Temmuz sonu itibarıyla 128 milyar euroya ulaşan dış ticaret fazlası, petrol fiyatlarındaki artış ve eurodaki değerlenmenin olumsuz etkileri nedeniyle Eylül 2004'te 115.1 milyar euroya gerilemiştir (bkz. Tablo 3).

Tablo 3: Ödemeler Dengesi Gelişmeleri								
	2003	2004 Q1	2004 Q2	Haziran 2004	Temmuz 2004	Ağustos 2004	Eylül 2004	12 Aylık Birikimli Rakamlar (Eylül 2004)
Cari İşlemler Dengesi								
Toplam	24.9	13.6	8.7	5.4	3.1	3.3	-0,3	42.2
Dış ticaret	108.5	28.6	32.7	12.2	13.7	6	4.9	115.1
Sermaye Hesabı	13.4	3.6	4.1	0.8	1.2	1.1	1.6	18.9
Portföy yatırımları	17.6	-3.1	20.9	31.2	-30.5	6.3	39.6	42.3
Doğrudan yatırımlar	-13.1	-23.6	-19.2	-7.8	-8.3	9.3	5.3	-45.5

Kaynak: ECB Press Release, 25 November 2004

- Sermaye hesabına bakıldığında, Haziran ayında Euro Alanına net 24.4 milyar euro doğrudan yatırım ve portföy yatırımı girişinin gerçekleştiği, Temmuz ayında ise söz konusu eğilimin tersine dönmesiyle, doğrudan yatırım ve portföy yatırımlarında 38.8 milyar euroluk sermaye çıkışı kaydedildiği görülmektedir. Ağustos ayında 9.3 milyar euro düzeyinde olan doğrudan yatırım girişi, Eylül ayında 5.3 milyar euroya inmiştir. Ağustos ayında 6.3 milyar euro olarak gerçekleşen Euro alanı portföy yatırımları ise Eylül ayında 39.6 milyar euroya yükselmiştir. Sonuç olarak Ağustos ayında 6.3 milyar euro fazla veren Euro Alanı sermaye hesabı, Eylül ayında 8.5 milyar euro fazla vermiştir. Söz konusu sermaye girişinin büyük bölümü Euro Bölgesi borçlanma araçlarına, tahvillerine ve diğer sermaye piyasası araçlarına olan talebin artmasından kaynaklanmaktadır.
- Doğrudan yatırımlarda 2004 yılında sürekli bir sermaye çıkışına şahit olan Euro Alanı, 12 aylık birikimli rakamlara göre Eylül ayı itibarıyla 45.5 milyar euro sermaye çıkışı kaydetmiştir. Diğer taraftan, portföy yatırımları tüm yıl boyunca istikrarsız bir seyir izleyerek, 12 aylık birikimli rakamlara göre 42.3 milyar euro giriş kaydetmiştir.

5. Mali Gelişmeler:

- 2003 yılında yüzde 2.7 olarak gerçekleşen Euro Alanı ortalama bütçe açığı/GSYİH oranının, 2004 yılında biraz yükselmesi beklenmektedir. 2004 yılında Euro Alanı ülkelerinin yaklaşık yarısının İBP'nin bütçe açığı/GSYİH oranına ilişkin yüzde 3'lük sınırı aşacağı veya söz konusu referans değere çok yakın olacağı tahmin edilmektedir. Kamu borcu/GSYİH oranı yüzde 60'ı aşan ülkelerin sayısının ise 2004 yılında 7'ye (Almanya, Avusturya, Belçika, Fransa, İtalya, Portekiz ve Yunanistan) ulaşması beklenmektedir(bkz. Tablo 4).

- ECOFIN Konseyi 10 Eylül 2004 tarihinde yaptığı toplantıda, İBP'nin bütçe kurallarının hafifletilmemesi, ancak netleştirilmesi ve daha etkin şekilde uygulanması üzerinde anlaşmışlardır. Bununla birlikte İBP'nin yaptırımlarının uygulanması durumunda üye ülkelerin tedbir almaya yönlendirilmesi oldukça güç gözükmektedir. Bu konuda küçük ülkelerin daha duyarlı davrandığı ancak İBP'nin savunucusu olan Almanya ve Fransa gibi büyük ülkelerin tedbir almada sorumsuz davrandıkları görülmektedir. Örneğin 2004 yılında İBP'nin bütçe açığı/GSYİH kriterini üst üste üçüncü kez ihlal etmesi (yüzde 3.7) beklenen Almanya'dan bu konuda bir önlem alındığına dair bir açıklama yapılmamıştır. Almanya'da beklentiler 2005 yılında da referans değerini aşılacağı (yüzde 3.3.) yönündedir. Öte yandan Ekim ayında Hollanda, aldığı önlemlerle bütçe açığı/GSYİH oranını yüzde 3'ün altına çekebileceği konusunda ECOFIN'i ikna etmiş ve bu çerçevede, ECOFIN Hollanda'nın 2005 yılı itibarıyla aşırı açık prosedüründen çıkarılmasına karar vermiştir. Hollanda Hükümeti, alınan tedbirler çerçevesinde, 2003 yılında yüzde 3.2 olan bütçe açığı/GSYİH oranının 2005 yılında yüzde 2.6, 2006 yılında yüzde 2.1 ve 2007 yılında yüzde 1.9 olacağını öngörmektedir. Aynı şekilde Portekiz'de de tütün vergilerinin artırılması ve bazı kamu hizmetlerinin ücretli hale getirilmesi yoluyla kamu gelirlerinin artırılmasına yönelik tedbirler alınmıştır. Bu çerçevede, 2004 yılında Portekiz'in bütçe açığı/GSYİH oranının yüzde 2.94 olması beklenmektedir.
- Yunanistan'da Mart 2004'te iktidara gelen partinin daha önce iktidarda bulunan sosyalist parti dönemindeki bütçe açığı rakamlarını revize etmesi, Yunanistan'ın İBP'nin bütçe açığı/GSYİH kriterini 2000-2003 döneminde düzenli şekilde aştığını ortaya çıkarmıştır. Bu durum sözkonusu ülkenin Euro Alanı'na girmeden önceki bütçe verilerinin doğruluğu konusunda bir şüphe yaratmıştır. Bunun üzerine Eurostat'ın yaptığı inceleme, Yunanistan'ın 1997-2003 döneminde bütçe açığına ilişkin olarak Brüksel'e yanlış rakam verdiğini, dolayısıyla bütçe rakamları uygun olmadığı halde Euro Alanı'na girdiğini göstermiştir. Yunanistan hükümeti yazılı açıklama yaparak, kamu harcamalarını azaltıp özelleştirme ile kamu gelirlerini artırarak 2005 yılında bütçe açığı/GSYİH kriterini karşılayacağını bildirmiştir.

Tablo 4: AB Ülkelerinde Bütçe Dengeleri, 2002-2005(%GSYİH)													
	Dönemsellikten Arındırılmış				Dönemsellikten Arındırılmış				Dönemsellikten Arındırılmış				AAP'ye Tabi Ülkeler*
	Bütçe Dengesi				Bütçe Dengesi				Birincil Fazla				
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	
Belçika	0.1	0.2	-0.5	-0.7	0.1	0.7	0	-0.5	6.2	6.3	5.1	4.3	
Almanya	-3.5	-3.9	-3.6	-2.8	-3.5	-3.2	-2.9	-2.3	-0.4	0	0.1	0.7	√
Yunanistan	-1.4	-3.2	-3.2	-2.8	-1.7	-3.6	-4.1	-3.8	4.4	2.1	1.5	1.7	√
İspanya	0	0.3	0.4	0.6	-0.2	0.4	0.6	0.7	2.6	2.9	2.9	3	
Fransa	-3.2	-4.1	-3.7	-3.6	-3.8	-3.9	-3.4	-3.3	-0.7	-0.8	-0.3	-0.3	√
İrlanda	-0.2	0.2	-0.8	-1.0	-1.9	0.1	-0.3	-0.2	-0.5	1.5	1.1	1.2	
İtalya	-2.3	-2.4	-3.2	-4.0	-2.2	-1.9	-2.6	-3.6	3.5	3.4	2.4	1.6	
Lüksemburg	2.7	-0.1	-2.0	-2.3	2.7	1.3	0.6	1.2	2.9	1.5	0.8	1.3	
Hollanda	-1.9	-3.2	-3.5	-3.3	-2.6	-2	-1.7	-1.3	0.4	0.9	1.1	1.7	√
Avusturya	-0.2	-1.1	-1.1	-1.9	-0.3	-0.9	-0.9	-1.8	3.1	2.2	2.3	1.2	
Portekiz	-2.7	-2.8	-3.4	-3.8	-2.7	-1.8	-2.1	-2.6	0.3	1.1	0.8	0.5	
Finlandiya	4.3	2.3	2.0	2.1	3.7	2.3	2.1	2.2	5.9	4.2	3.9	3.9	
EUR-12	-2.3	-2.7	-2.7	-2.6	-2.5	-2.2	-2.2	-2.2	1.2	1.3	1.2	1.2	
Çek Cum.	-6.4	-12.9	-5.9	-5.1	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	√
Danimarka	1.7	1.5	1.1	1.5	1.0	2.1	1.4	1.5	3.8	4.7	3.9	3.7	
Estonya	1.8	2.6	0.7	0	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	
Kıbrıs	-4.6	-6.3	-4.6	-4.1	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	√
Letonya	-2.7	-1.8	-2.2	-2.0	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	
Litvanya	-1.4	-1.7	-2.8	-2.6	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	
Macaristan	-9.3	-5.9	-4.9	-4.3	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	√
Malta	-5.7	-9.7	-5.9	-4.5	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	√
Polonya	-3.6	-4.1	-6.0	-4.5	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	√
Slovenya	-1.9	-1.8	-1.7	-1.8	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	
Slovakya	-5.7	-3.6	-4.1	-3.9	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	√
İsveç	0	0.7	0.2	0.7	-0.5	0.7	0.3	0.8	2.4	2.9	2.6	3.2	
İngiltere	-1.6	-3.2	-2.8	-2.6	-1.5	-2.9	-2.6	-2.3	0.6	-0.9	-0.5	-0.2	
AB-25	-2.1	-2.7	-2.7	-2.5	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	Vy	

Kaynak: AB Komisyonu

*AAP: Aşırı Açık Prosedürü , **:veri yok

KAYNAKLAR:

1. ECB Monthly Bulletin-August, September, October 2004
2. ECB Press Release, 5 August 2004, 2 September 2004, 7 November 2004, 25 November 2004
3. Reuters
4. www.ecb.int
5. www.euobserver.com
6. www.eubusiness.com
7. epp.eurostat.cec.eu.int
8. www.europa.eu.int/comm/economy_finance/indicators/key_euro_area/euroindic_en.pdf