

EURO BÖLGESİ İZLEME RAPORU

OCAK – ŞUBAT – MART 2006



Durukan Payzanođlu **Evşen Özyörük**
durukan.payzanoglu@tcmb.gov.tr evsen.ozyoruk@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) Yönetim Konseyi, 12 Ocak ve 2 Şubat 2006 tarihlerindeki toplantılarında faiz oranlarını değiştirmeden, 2 Mart 2006 tarihinde % 0.25'lik faiz artırımına gitmiştir. Böylelikle marjinal kredi imkanı için % 3.25, depo imkanı için % 1.25 ve refinansman için % 2.25 olan anahtar faiz oranları, Mart ayından itibaren sırasıyla % 3.5, % 1.5 ve % 2.5 olmuştur. ECB, petrol fiyatlarındaki artışların ücret ve fiyatlama davranışları aracılığıyla ikincil etkiler yaratmasından endişe duymakta; para ve kredi genişlemesinin uzun vadede enflasyon üzerinde yukarı yönde etki yaratacağını savunmaktadır. Diğer taraftan, ekonomik aktivitenin 2005'in ikinci yarısından itibaren hızlanmaya başladığına dair öncü göstergeler, IV. çeyrekte büyümede yaşanan yavaşlamanın geçici olduğunu göstermektedir. Son olarak, Mart ayında yayınlanan ECB makroekonomik projeksiyonlarının 2006 ve 2007 yılları için olumlu bir büyüme senaryosu çizmesi ve enflasyon oranının % 2.0'lik hedefin üzerinde seyredebileceğini öngörmesi, ECB'nin harekete geçmesine neden olmuştur. Özetle, parasal genişleme nedeniyle uzun vadeli enflasyonist risklerin yüksek olduğunu düşünen ECB, petrol fiyatlarındaki artışların enflasyonda yarattığı kısa vadeli yükselişin kalıcı olup olmadığı konusunda dikkatli davranmış; enflasyon beklentilerindeki yükseliş ve ekonomideki canlanma sinyalleri ile birlikte, Aralık 2005'in ardından Mart 2006'da ikinci kez faiz artırımına gitmiştir.

• **Bundesbank Başkan Yardımcısı Jurgen Stark, Ottmar Issing'in yerine ECB İcra Kurulu üyeliğine atanmıştır.** Mayıs 2006'da görev süresi dolacak olan ECB Baş Ekonomisti ve İcra Kurulu Üyesi Ottmar Issing'in yerine Bundesbank Başkan Yardımcısı Jurgen Stark'ın atanmasına karar verilmiştir. 14 Şubat 2006'da gerçekleştirilen Ekonomi ve Maliye Bakanları Konseyi'nde adaylığı kesinleşen Jurgen Stark, 23-24 Mart 2006'da gerçekleştirilen AB Devlet ve Hükümet Başkanları Zirvesi'nde söz konusu göreve atanmıştır. Ancak, Stark'ın Baş ekonomist olması beklenmemektedir. Bilindiği üzere, ECB İcra Kurulu üyeleri 8 yıllık bir dönem için atanmakta ve görev süreleri yenilenmemektedir.

Issing'in yerine **Stark'ın atanması, önemli bir konuyu gündeme getirmektedir. İlk olarak,** Issing'in yerine yine bir Alman vatandaşının atanması, Kurucu Antlaşmalarda bu yönde bir hüküm olmamasına rağmen, 4 büyüklerin (Almanya, Fransa, İtalya ve İspanya) 6 kişilik İcra Kurulu'ndaki yerinin korunduğunu göstermektedir. Euro Bölgesi'ndeki diğer 8 ülkenin İcra Kuruluna aday gösterebileceği 2 pozisyonun bulunması ise, küçük ülkeleri rahatsız etmektedir.

JÜRGEN STARK KİMDİR?

31 Mayıs 1948'de doğan Jürgen Stark, Hohenheim ve Tübingen Üniversitelerinde okuduktan sonra, 1975 yılında Ekonomi doktoru ünvanını kazanmıştır.

1978-1988 yılları arasında Alman Ekonomi Bakanlığı'nda çalışan Stark, 1988 yılından itibaren Başbakanlık Ofisinde yönetim kademesine yükselmiştir. Stark, 1992-1995 yılları arasında Maliye Bakanlığında çeşitli yöneticilik pozisyonlarını yürüttükten sonra, 1995 yılında Maliye Bakan Yardımcısı olarak atanmıştır. Bu dönemde **İstikrar ve Büyüme Pakti'nin oluşturulmasında önemli rol oynayan Stark**, 1998 yılından bu yana Bundesbank'ta Başkan Yardımcılığı görevini yürütmektedir.

• **Avrupa Komisyonu, büyüme ve enflasyon tahminlerini revize etmiştir.** Avrupa Komisyonu, yılda iki kere yayınlanan bahar ve güz tahminlerine ek olarak, ilk defa ara tahminlerini yayınlamaya başlamıştır. Daha dar kapsamlı olan söz konusu tahminlerde, sadece en büyük 5 AB ülkesi¹, Euro Bölgesi ve AB-25 için büyüme ve enflasyon öngörülerini güncellenmektedir. Şubat ayı tahminleri, İtalya hariç tüm ülkelerde büyümenin hızlanacağını öngörürken, Fransa ve İngiltere için enflasyon öngörüsünün aşağı yönde revize edildiği gözlenmektedir. İspanya'nın enflasyon öngörüsü ise yukarı yönde düzeltilmiştir.

2006 yılı için Avrupa Komisyonu Tahminleri (%)

	BÜYÜME		ENFLASYON	
	Ara Tahmin (Şubat 2006)	Güz Tahmini (Kasım 2005)	Ara Tahmin (Şubat 2006)	Güz Tahmini (Kasım 2005)
Almanya	1.5	1.2	1.6	1.6
Fransa	1.9	1.8	2.0	2.1
İspanya	3.1	3.2	3.5	3.3
İtalya	1.3	1.5	2.1	2.1
Euro Bölgesi	1.9	1.9	2.2	2.2
İngiltere	2.4	2.3	2.0	2.2
AB-25	2.2	2.1	2.2	2.2

Euro Bölgesi geneli için büyümenin hız kazanmaya devam ettiği belirtilen raporda, % 1.9'luk 2006 yılı büyüme öngörüsü değiştirilmemiştir. 2005'in son çeyreğindeki yavaşlamaya rağmen, büyüme trendinin yükseliş yönünde olduğu dile getirilirken, büyümenin iç talep tarafından destekleneceği vurgulanmaktadır. Özellikle, güçlü küresel talep, yüksek kârlılıklar ve iyileşen üretici güveni paralelinde hızlanan yatırım harcamalarının, ekonomideki canlanma eğilimini önümüzdeki dönemde de sürdüreceği belirtilmektedir. Tüketici güveninde son zamanda görülen toparlanmanın ise, tüketim harcamalarında kademeli bir artışı beraberinde getireceği dile getirilmektedir. Küresel ekonominin beklentilerin üzerinde bir performans sergilemesi nedeniyle hızlanan ihracat artışına rağmen, artan iç talep ve enerji fiyatlarının ithalat üzerinde yarattığı etki nedeniyle, net ihracatın büyümeye katkısının sınırlı kalacağı öngörülmektedir.

Euro Bölgesi için 2006 yılı enflasyon oranı ise % 2.2 olarak tahmin edilmektedir. 2005 sonunda enerji fiyatlarındaki artışlar nedeniyle yükselen enflasyonun, yılın ikinci çeyreğinden itibaren yavaşlamaya başlayacağı; yıl sonunda ise, baz etkilerin de katkısıyla, Ocak 2006'daki % 2.4 seviyesinin oldukça altında gerçekleşeceği öngörülmektedir. Ancak söz konusu tahminler, petrol fiyatlarının yılın ilk yarısında aynı seviyede kalacağı ve ikinci yarıda bir miktar yükseleceği varsayımına dayanmaktadır. 2006 yılı için varsayılan 62.1 \$/Varil'lik Brent petrolü ortalama fiyatının daha yüksek olması durumunda, tahminlerin revize edilmesi söz konusu olabilecektir.

• **Ortak Enerji Politikası oluşturulmasına yönelik olarak Avrupa Komisyonu tarafından hazırlanan Yeşil Kitap, AB Liderler Zirvesi'nde kabul edilmiştir.** Avrupa Komisyonu, 8 Mart 2006'da yayınladığı, Yeşil Kitap olarak tanımlanan ve yasa teklifi niteliği taşımayan raporda, AB genelindeki enerji stratejisini şekillendirecek 6 öncelik tanımlamıştır. Yeni enerji stratejisinin temelinde enerji sürekliliğinin sağlanması, kaynakların çeşitlendirilmesi, enerji kullanımında etkinliğin artırılması, sektörde teknolojik ilerlemenin teşvik edilmesi, enerji alanında ortak bir dış politika oluşturulması ve enerji tek pazarının tamamlanması bulunmaktadır. Söz konusu raporda yer alan tekliflerin bir kısmı, 23-24 Mart 2006'da gerçekleştirilen AB Devlet ve Hükümet Başkanları Zirvesi'nde kabul edilmiştir. Raporda öne çıkan başlıklar şunlardır:

¹ Almanya, Fransa, İngiltere, İspanya ve İtalya. Söz konusu ülkeler, AB nominal GSYİH'sinin % 75'ini üretmektedir.

- Halen enerji ihtiyacının % 50'sini yurtdışından sağlayan AB, önlem alınmaması durumunda, 2030 yılında petrolde % 90, doğal gazda ise % 70 oranında dışa bağımlı hale gelecektir. Mevcut altyapının yenilenmesi ve gelecekteki enerji ihtiyacının karşılanabilmesi için önümüzdeki 20 yıllık sürede yaklaşık 20 trilyon €'luk yatırım yapılması gerekmektedir.
- 450 milyonluk nüfusuyla dünyanın ikinci en büyük enerji piyasası olan AB; talep yönetimi, yenilenebilir enerjilerin teşvik edilmesi ve düşük karbon emisyonu sağlayan teknolojilerin geliştirilmesinde de dünya lideri konumundadır. Ancak, üye ülkelerin ortak hareket etmemesi nedeniyle, enerji alanında yeterli ağırlığa sahip olamamaktadır.
- Komisyon'un bu konuya ilişkin önerileri ise şunlardır:
 - **Ortak Dış Enerji Politikası oluşturulmalıdır.** Yeni doğal gaz ve petrol boru hatlarının ve LPG terminallerinin kurulabileceği, ya da mevcut boru hatlarına erişim olanağı konusunda girişimde bulunulabileceği belirtilmektedir. Enerji üreticisi ülkelerin yanısıra transit ülkeler ve tüketici ülkelerle de diyalogun geliştirilmesi gerektiği vurgulanmaktadır. Liderler, bu alanda ortak hareket edilmesi konusunda fikir birliğine varmışlardır.
 - **Rusya, yeni enerji stratejisinin merkezine yerleştirilmiştir.** Bu alanda Rusya ile yapılacak müzakerelerin kapsamının şöyle olması beklenmektedir: 1) Rusya'nın aktarım kanallarını genişletmesi, 2) arz güvenliğini sağlaması ve 3) diğer ülkelerin boru hatlarına erişimine izin vermesi. Karşılık olarak AB tarafının; 1) Rus mallarının Tek Pazar'a erişim olanaklarını artırması ve 2) Rusya'nın AB perakende enerji sektörüne erişimine olanak sağlaması söz konusu olabilecektir. Ancak, ulusal enerji pazarına erişim konusunda sorunlar yaşanabileceği belirtilmektedir.
 - **Enerji alanında Tek Pazar tamamlanmalıdır.** Ulusal enerji pazarlarının diğer ülkelere açılması ve sınır ötesi birleşmelerin desteklenmesi gerektiği vurgulanmaktadır. Temmuz 2007'de yürürlüğe girecek bir direktif ile vatandaşlar herhangi bir ülkedeki herhangi bir sağlayıcıdan elektrik ve doğal gaz alabileceklerdir. Söz konusu önemli adıma karşın, enerji piyasalarının ulusal niteliğini koruması ve sınır ötesi birleşmelere karşı gösterilen korumacı tavır eleştirilmektedir. Tek pazarın oluşturulması kapsamında, **AB genelinde faaliyet gösterecek bir düzenleyici otorite kurulması** da teklif edilmektedir. Ancak söz konusu teklif, Liderler Zirvesi'nde kabul görmemiştir. Bu kapsamda enerji piyasalarının gözetimi ulusal otoritelerin elinde bulunmaktadır.
 - **Arz güvenliği ve çeşitliliği artırılmalıdır.** Bu konuda Komisyonun kapsamlı teklifleri bulunmaktadır. **İlk olarak**, birlik içerisindeki enerji hatlarının güvenliğinin sağlanması ve acil durumlarda zarar gören ülkeye yardım sağlayacak mekanizmaların geliştirilmesi öngörülmektedir. **İkinci olarak**, AB'nin petrol ve doğal gaz stoklarına ilişkin politikasının gözden geçirilmesi gerektiği vurgulanırken, stokların özellikle doğal gazdaki kısa dönemli arz kesintilerine karşı etkili olmadığı belirtilmektedir. **Üçüncü olarak**, küresel ısınma ve enerji güvenliği gibi nedenlerle enerji kaynaklarının çeşitlendirilmesi, karbon emisyonu düşük ve yenilenebilir enerji kaynaklarına ağırlık verilmesi önerilmektedir. Komisyonun bu alandaki tekliflerinin çoğunluğu Zirve'de kabul görmüş olsa da, enerji kaynaklarının çeşitlendirilmesi konusundaki karar ulusal otoritelere bırakılmıştır.
- **AB ülkelerinde korumacı eğilimlerin arttığı gözlenmektedir.** Son yıllarda küresel ekonominin güçlü bir performans içerisinde bulunması, şirketler kesiminin yüksek kârlılık rakamlarına ulaşmasını sağlamış; bu kapsamda şirket birleşmeleri hız kazanmıştır. Avrupa'da ise Almanya'nın önde

gelen enerji şirketlerinden E.ON'un İspanyol Endesa ile birleşmesi, dünyanın en büyük demir-çelik üreticisi Hintli Mittal şirketinin ikinci büyük şirket olan Arcelor'u devralmaya yönelik talebi ve son olarak İtalyan Enerji şirketi Enel'in Fransa pazarına girmek için Suez firması ile birleşmek istemesi, stratejik öneme sahip olan sektörlerde hükümetlerin korumacı tavırlar sergilemesine neden olmuştur. Fransız Hükümeti, Mittal Çelik'in Arcelor'u devralması konusunda çekinceleri olduğunu açıklamış; Enel'in Suez'i almasına engel olmak amacıyla hükümet kontrolündeki Gaz de France ile Suez'in birleşmesine karar verilmiştir. İspanyol hükümeti ise Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu aracılığıyla Endesa'nın devri konusunda sınırlamalar getirmiştir. Söz konusu korumacı eğilimler, 23-24 Mart tarihlerinde gerçekleştirilen Devlet ve Hükümet Başkanları Zirvesi'nde de gündeme gelmiş; Almanya, İtalya, Fransa ve İspanya arasında tartışmalara neden olmuştur.

• **Dünya Ticaret Örgütü, Avrupa Birliği'nin GDO ticareti sınırlamalarını haksız bulmuştur.** Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ), Avrupa Birliği'nin Genetik Olarak Değiştirilmiş Organizmaların (GDO) ticaretine ilişkin uyguladığı sınırlamaları haksız bulmuştur. DTÖ kararında, AB tarafından GDO ticaretine getirilen sınırlamaların **uluslararası ticaret kurallarını ihlal ettiği** ve genetik yapısı ile oynanmış mısır, soya fasulyesi ve pamuk gibi ürünlerin AB'de satışının sakıncalı olduğu yönünde **bilimsel bir kanıt olmadığı** vurgulanmıştır. 2003 yılında ABD, Kanada ve Arjantin; AB'nin GDO'lara karşı getirdiği sınırlamaların ihracatlarını olumsuz etkilediğini ve hiçbir bilimsel kanıtı dayanmadığını savunarak, söz konusu sınırlamaların diğer ülkeler tarafından da benimsenmemesi amacıyla, DTÖ nezdinde girişimde bulunmuşlardı. ABD'li çiftçiler ve biyoteknoloji sanayi, karardan duydukları memnuniyeti ifade etmişlerdir. Diğer taraftan tüketici hakları grupları ile çevreci gruplar, DTÖ kararını, uluslararası ticaret kurallarının tüketici sağlığını hiçe saymasının bir kanıtı olarak değerlendirmişlerdir. AB tarafından karara ilişkin henüz bir yorum gelmezken, Brüksel'in nihai rapor açıklandıktan sonra karara itiraz etme hakkı bulunuyor. Avrupa Komisyonu, 1998 yılında yeni GDO'ların AB pazarına girişini sağlayan onayı durdurmuş, ancak Mayıs 2004'te, ABD'nin DTÖ nezdindeki girişiminden sonra, sınırlı miktarda GDO'nun AB tüketicisine ulaşmasına izin vermişti. Ayrıca, DTÖ kararında, AB tarafından onaylanan ancak Almanya, Fransa, İtalya, Yunanistan, Avusturya ve Lüksemburg tarafından uygulanan ulusal sınırlamaların da kaldırılması gerektiği yer almıştır. Çevreci gruplar, DTÖ'nün gıda güvenliği konusunda karar vermek için yetersiz bir kuruluş olduğunu savunurken, biyoteknoloji firmaları GDO sınırlamalarının bilimsel dayanağının olması gerektiğini belirtmişlerdir. Amerikan Biyoteknoloji Sanayi Örgütü'ne göre, GDO sınırlamaları yılda 300 milyon dolarlık tarımsal ihracatı engellemektedir.

GDO nedir?

GDO'lar, basit bir ifadeyle genetik değişime uğramış gıdalardır. Genetik değiştirme tekniği ile farklı bir türe ait genler kopyalanarak başka bir organizmaya transfer edilmektedir. Gen transferinden sonra söz konusu gıdanın tüm genetik yapısı değişerek belli bazı özellikler eklenmekte veya elimine edilmektedir. GDO'lar, haşerat veya virüslerin yol açtığı hastalıklara karşı ürün dayanıklılığını arttırmak amacıyla üretilmektedirler. İkinci jenerasyon GDO'ların üretimi, çoğunlukla Kuzey Amerika'daki biyoteknoloji firmaları tarafından yapılmaya başlanmıştır. İkinci jenerasyon GDO'ların vitaminlerle zenginleştirilerek, daha çok besin değeri taşımaları amaçlanmaktadır. GDO teknolojisini destekleyenler, GDO'ların maliyetleri düşürüp üretimi arttıracığını, kimyasallara olan ihtiyacı azaltacağını ve açlıkla mücadelede mesafe alınmasını sağlayacağını savunmaktadırlar. GDO karşıtları ise, bu tür gıdaların sağlık üzerindeki etkisinin yeterince araştırılmadığını söylemektedirler. ABD, biyoteknolojik gıda üretiminde lider konumdadır. ABD kaynaklı soya fasulyelerinin % 75'inin, pamuğun % 70'inin ve mısırın % 34'ünün genetik yapısı değiştirilmiştir. AB, genetik yapısı değiştirilmiş soya fasulyesi ve mısır ithalatını 1998 yılından önce onaylamıştı.

- ECB tarafından üç ayda bir yayınlanan **Makroekonomik Projeksiyonlarda** yer alan büyüme ve enflasyon tahminleri, yukarı yönde revize edilmiştir. Aralık ayında % 1.9 olarak öngörülen 2006 ve 2007 yılı **büyüme tahmini**, sırasıyla % 2.1 ve % 2.0 olarak değiştirilmiştir. Söz konusu düzeltme, yatırım harcamalarının daha yüksek gerçekleşeceğine dair beklentiden kaynaklanmaktadır. Aralık ayındaki projeksiyonlarda 2006 ve 2007 yılları için sırasıyla % 2.1 ve % 2.0 olarak öngörülen **enflasyon tahmini** ise her iki yıl için de % 2.2 olarak düzeltilmiştir.

ECB Makroekonomik Projeksiyonları (%)

	2005	2006		2007	
		Aralık 2005	Mart 2006	Aralık 2005	Mart 2006
Büyüme*	1.4	1.4-2.4 (1.9)	1.7-2.5 (2.1)	1.4-2.4 (1.9)	1.5-2.5 (2.0)
Enflasyon*	2.2	1.6-2.6 (2.1)	1.9-2.5 (2.2)	1.4-2.6 (2.0)	1.6-2.8 (2.2)

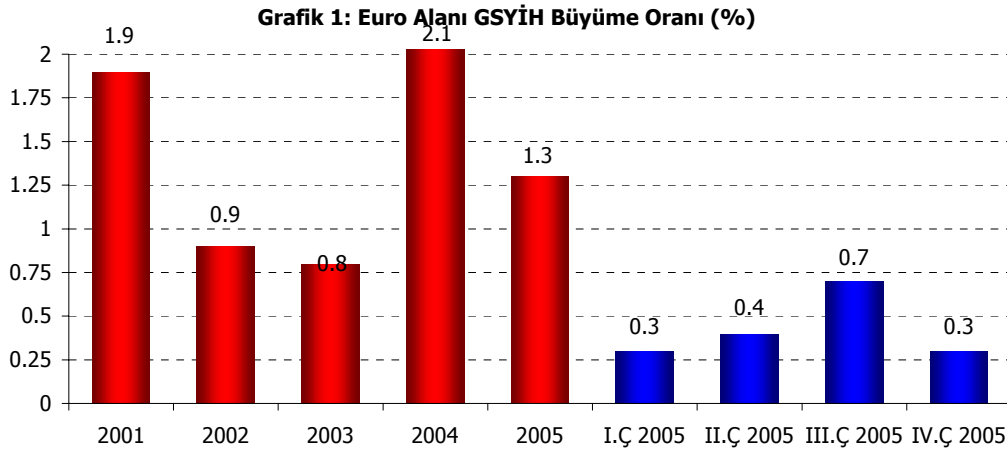
* Parantez içindeki veriler tahmin aralıklarının orta noktasını göstermektedir

Söz konusu projeksiyonlarda anahtar faiz oranının tahmin dönemi boyunca % 2.25 seviyesinde sabit kalacağı varsayılmaktadır. Bu kapsamda, projeksiyonlardan yola çıkarak, Mart ayındaki faiz artırımının doğru bir karar olduğu anlaşılmaktadır. Faizlerin sabit kalması durumunda, enflasyon oranının 2006 ve 2007'de % 2.0 hedefinin üzerinde seyredeceğinin ortaya çıkması, faiz artırımlarını destekleyen önemli bir göstergedir.

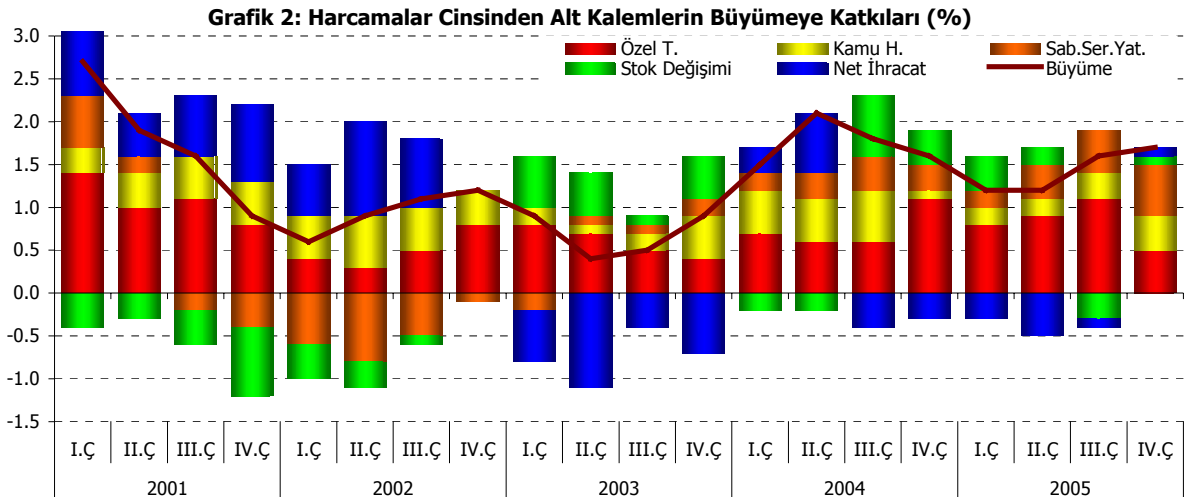
MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER

1. Büyüme

• Euro alanı GSYİH'si, 2005'in ilk üç çeyreğinde sırasıyla % 0.3, % 0.4 ve % 0.7 artış gösterdikten sonra, son çeyrekte bir miktar yavaşlamış; çeyreklik büyüme oranı tekrar % 0.3'e gerilemiştir. Söz konusu yavaşlamanın, üçüncü çeyrekteki, beklenenden güçlü büyüme sonrası bir düzeltme olduğu düşünülmektedir. Ancak öncü göstergeler ve aktivite verileri, son çeyrekteki yavaşlamanın geçici bir nitelik taşıdığını, ekonomideki canlanmanın hız kazanmaya başladığını göstermektedir. 2005 yılı geneli için büyüme oranı ise % 1.3 olarak açıklanmıştır. 2004 yılındaki % 2.1'lik büyümeye kıyasla yaşanan yavaşlama, zayıf iç talep ortamında, yüksek petrol fiyatları, dünya ticaretindeki geçici yavaşlama ve euronun geçmişteki değerlenmesinin gecikmeli etkilerinin net ihracatı olumsuz etkilemesinden kaynaklanmaktadır.



GSYİH artışının alt kalemleri incelendiğinde, 2005 yılı IV. çeyreğinde yıllık büyüme oranına en büyük katkının iç talepten geldiği görülmektedir (Grafik: 2). Ancak, alt bileşenler itibariyle, özel tüketimde yaşanan yavaşlama dikkat çekicidir. Son dönemde büyümeye negatif katkı yapan net ihracat ve stok değişiminin ise, son çeyrekte olumlu katkıda bulunduğu gözlenmektedir. Çeyreklik bazda yaşanan yavaşlama ise tüketim harcamalarındaki bir yavaşlamanın yanısıra, net ihracatın büyümeye katkısının negatif seviyede gerçekleşmesinden kaynaklanmaktadır. Bu durum, ihracatın, ithalattan daha hızlı yavaşlaması sonucunda gerçekleşmiştir. Çeyreklik bazda büyümeye en önemli katkının stok değişiminden geldiği görülmektedir.

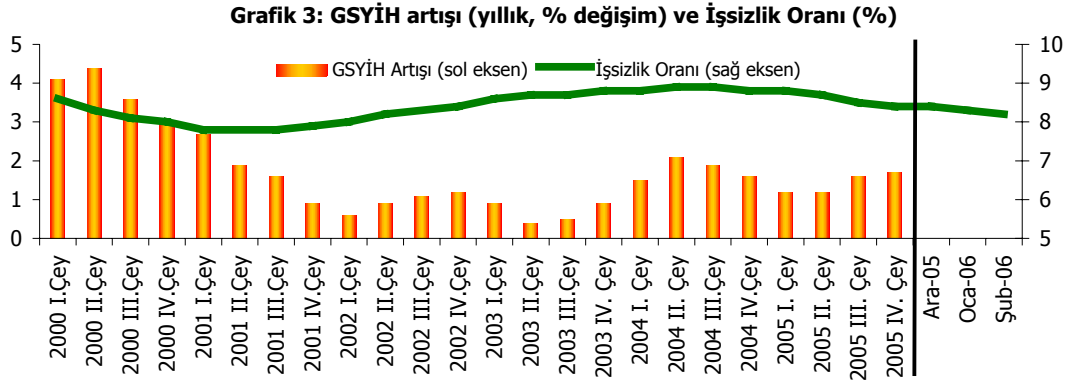


- Euro alanı **sanayi üretimi** Kasım, Aralık ve Ocak aylarında aylık bazda sırasıyla % 1.4, % 0.2 ve % 0.1 artış göstermiştir. Yılın son çeyreğinde büyümeye paralel olarak yavaşlayan sanayi üretimi, üçüncü çeyrekteki % 0.9'luk artışın ardından % 0.4 yükseliş göstermiştir. Üretimdeki yavaşlamanın tüm sektörler yayıldığı görülmektedir. Ekonomik aktiviteye ilişkin öncü göstereleler ise ekonomideki canlanmanın hız kazanmaya devam ettiğini göstermektedir. Büyüme konusunda yakından takip edilen Satınalma Müdürleri Endeksi (Purchasing Managers Index, PMI), son 9 aydır kesintisiz olarak yükselmektedir. Hizmetler sektöründe de benzer bir trend yaşandığı göz önünde bulundurulduğunda 2006 yılının ilk çeyreğinde büyümenin tekrar hızlanacağı düşünülebilir.

Tablo 1: Euro Bölgesi Sanayi Üretimi

Yıllık % değişim	Ekim 05	Kasım 05	Aralık 05	Ocak 06
Sanayi Üretimi	0.3	3.0	2.8	2.5
Ara malı	0.9	3.7	2.7	2.3
Enerji Üretimi	-1.0	2.1	3.8	3.4
Yatırım Mali	0.4	4.7	3.9	4.2
Dayanıklı Tüketim Mali	-0.8	3.1	3.2	2.9

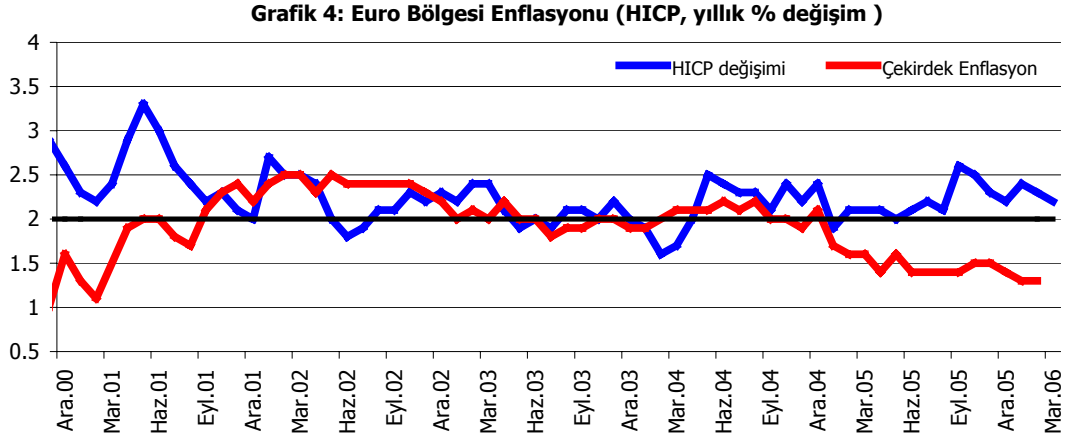
- Euro alanı **işsizlik oranı** (Grafik: 3), Aralık 2005'te % 8.4 seviyesinde gerçekleşikten sonra, Ocak ve Şubat 2006'da sırasıyla % 8.3 ve % 8.2'ye gerilemiştir. İşsizlik oranında yaşanan son gelişmeler, Euro Bölgesi işgücü piyasasının yavaş da olsa toparlanma içerisine girdiğine işaret etmektedir. Ancak, işsizlik rakamlarının ihtiyatla değerlendirilmesinde fayda vardır. Zira, Almanya'da 2005 yılı başında yapılan metodolojik değişiklikle, işgücü istatistiklerinin toplanması ve kümelenmesinde farklılıklar oluşmuştur. Bu durum, verilerin karşılaştırılabilirliğini düşürse de, Almanya verileri dışlandığında Euro Bölgesi işsizlik oranının düşüş eğilimini sürdürmesi, mevcut trendin geçerliliğini koruduğunu göstermektedir.



2. Enflasyon

- Euro Bölgesi enflasyonu (Grafik: 4), Katrina ve Rita kasırgalarının petrol fiyatlarında yarattığı sıçramanın etkisiyle Eylül ayında % 2.6'ya yükseldikten sonra, 2005'in geriye kalan kısmında genellikle dolaylı vergilerden kaynaklanan baz etkisi sonucunda düşüş eğilimine girmişti. Ocak ayında enerji fiyatlarındaki artışlar ve işlenmemiş gıda fiyatlarından kaynaklanan baz etkisi nedeniyle % 2.4'e yükselen enflasyon oranı, Şubat ve Mart aylarında tekrar düşüş trendini korumuştur. Mart ayı itibariyle % 2.2 seviyesine inen enflasyon, son dönemde enerji fiyatlarındaki düşüşler ile işlenmemiş gıda fiyatlarındaki düşük seviyeli artışlardan etkilenmektedir. Ancak, 2006 yılı başında artan Kuş Gribi vakaları nedeniyle gıda fiyatlarından kaynaklanan enflasyonist baskıların artması riski ortaya çıkmaktadır.

- **Enerji ve işlenmemiş gıda fiyatları hariç hesaplanan çekirdek enflasyon** ise, Aralık 2005'te % 1.4 seviyesinde gerçekleşirken, Ocak-Şubat 2006 döneminde % 1.3'e gerilemiştir. Giyim eşyalarında yapılan indirimlerin yanısıra, mamul mallardaki yüksek küresel rekabetin yarattığı aşağı yönlü baskı, düşük tüketim düzeyinde maliyet artışlarının tüketiciye yansıtılmasına engel olmaktadır. Hizmet fiyatlarının da iç talepteki zayıf seyir karşısında ılımlı artışlar göstermesi, çekirdek enflasyonun düşük seviyesini korumasını sağlamış; bu kapsamda enerji fiyatlarındaki artışların henüz ikincil etkiler yaratmadığı görülmüştür.



- **Enerji fiyatlarından kaynaklanan baz etkisiyle, Aralık 2005'te % 4.7'ye yükselen üretici fiyatları** enflasyonu, Ocak ve Şubat 2006'da hammadde ve aramalı fiyatlarındaki güçlü artışlar nedeniyle sırasıyla % 5.2 ve % 5.4'e yükselmiştir. Bu kapsamda, enerji ve inşaat sektöründeki fiyatlar hariç tutularak hesaplanan çekirdek üretici fiyatları enflasyonu da, Ocak ve Şubat aylarında % 1.6 ve % 1.7'ye yükselmiştir. Tüketim malı fiyatları yaz aylarından bu yana artış eğilimi gösterse de, sermaye malı fiyatlarının baskı altında seyretmeye devam etmesi, üreticilerin maliyet artışlarını tüketiciye yansıtmakta güçlük çektiklerini göstermektedir. Ancak, ekonomideki canlanmanın hız kazanmasıyla birlikte fiyatlardaki geçişkenliğin artması söz konusu olabilecektir. İşgücü maliyetlerindeki artışlar ise uygun seviyelerde seyretmeye devam etmektedir.

Tablo 2: Euro Bölgesi Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi (yıllık % değişim)

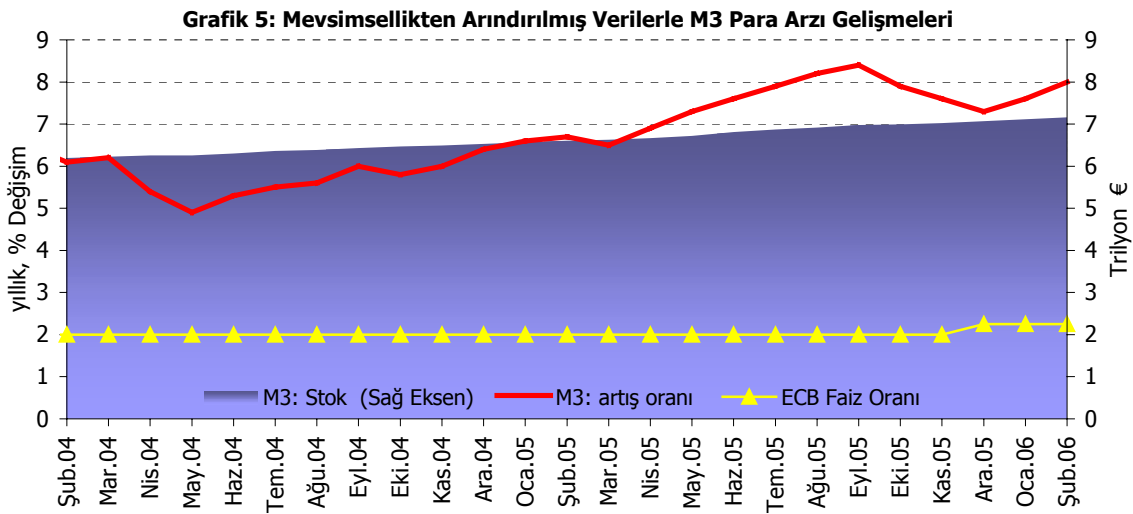
	2004	2005	10/05	11/05	12/05	01/06	02/06	03/06
TÜFE	2.1	2.2	2.5	2.3	2.2	2.4	2.3	2.2
Enerji	4.5	10.1	12.1	10	11.2	13.6	12.5	.
İşlenmemiş Gıda	0.6	0.8	1.1	1.5	1.5	2	1.7	.
İşlenmiş Gıda	3.4	2	2.4	2.6	1.8	1.8	1.9	.
Enerji Dışı San. Mal.	0.8	0.3	0.3	0.4	0.4	0.2	0.3	.
Hizmetler	2.6	2.3	2.2	2.1	2.1	2	2	.
Diğer Fiyat Göstergeleri								
Üretici Fiyatları	2.3	4.1	4.2	4.2	4.7	5.2	5.4	.
Petrol Fiyatları (€/varil)	30.5	44.6	49.3	47.9	48.5	52.5	51.8	52.6

- Genel olarak değerlendirildiğinde ücret artışlarının sınırlı olması nedeniyle, Euro bölgesinde henüz enflasyonist baskı oluşmadığını söyleyebiliriz. Ancak, ithalat fiyatları, kamu tarafından belirlenen fiyatlar ve petrol fiyatlarında beklentilerin üzerinde oluşacak artışlar, orta vadede enflasyonist baskı yaratabilecek risklerdir. Petrol fiyatlarındaki artışların, beklentiler kanalıyla ücret ve fiyatlama davranışları aracılığıyla ikincil etkiler yaratması ise, en büyük riski oluşturmaktadır. Bu çerçevede, 2005 Aralık ayının ardından Mart 2006'da gerçekleştirilen faiz artırımını, canlanma sinyalleri veren ekonomik

aktivite ortamında enflasyon beklentilerini % 2.0 hedefine uygun bir seviyede tutmayı amaçlamaktadır. Ekonomik toparlanmanın hızı ve 2006 ücret görüşmelerinin seyri, ECB'nin bundan sonraki faiz kararlarını etkileyecek temel faktörlerdir.

3. Parasal ve Finansal Gelişmeler

- 2005 yılının son çeyreğinde yavaşlama eğilimi gösteren M3 para arzı artışı, Ocak ve Şubat aylarında tekrar hızlanarak sırasıyla % 7.6 ve % 8 olarak gerçekleşmiştir (Grafik: 5). M3 para arzı artışında en likit varlıkların oluşturduğu M1'in ağırlığını koruması, para tutmanın alternatif maliyetinin düşük olduğunu göstermektedir. Özel sektöre açılan kredilerin hızla genişlemeye devam etmesi ise, düşük faiz oranlarının borçlanma saikini yükselttiğine dair önemli bir gösterge niteliğindedir. Para ve kredi gelişmeleri göz önüne alındığında, Euro Bölgesi'nde likidite bolluğu yaşandığı söylenebilir. Bu kapsamda orta ve uzun dönemde fiyat istikrarına yönelik riskler artmakta, varlık fiyatlarındaki dinamiklerin yakından takibi önem kazanmaktadır.



- **M3 para arzının temel bileşenleri** incelendiğinde (Tablo 3); 2006 yılının ilk iki ayında M1 para arzı artışının yavaşladığı, diğer kısa vadeli mevduatlar ile piyasa araçlarının artış hızında ise yükseliş olduğu görülmektedir. M1, 2005'in son çeyreğindeki yavaşlama trendini sürdürmüş, Ocak ve Şubat aylarında sırasıyla % 10.2 ve % 9.9 artış göstermiştir. Yine de, para arzının en likit bileşenlerinin yüksek hızlarda artmaya devam etmesi, faiz oranlarının halen düşük seviyede seyrettiğinin önemli bir göstergesidir. 2006 yılının ilk iki ayında diğer kısa vadeli mevduatların ve piyasa araçlarının artış hızında yaşanan küçük çaplı artışlar ise, kısa vadeli portföy tercihlerindeki görece değişikliği yansıtmaktadır. Hane halkı ve şirketler tarafından ekonomik belirsizlik dönemlerinde likit kalmak amacıyla tutulan piyasa araçlarına olan talebin yavaşlaması ise, Euro Bölgesi yerleşiklerinin portföy tercihlerinin normalleşme sürecinin güçlendiğini göstermektedir.

- **Kredi gelişmeleri** incelendiğinde; özel sektöre açılan kredilerin yükseliş trendini koruduğu görülmektedir. Ocak ve Şubat aylarında sırasıyla % 9.6 ve % 10.3 artış gösteren özel kesime açılan krediler, düşük faiz ortamında, ekonominin bazı sektörlerinde güvenin artmasından kaynaklanmaktadır. Daha önce hanehalkına açılan krediler, özel sektöre açılan kredilerin artışında en büyük paya sahipken, Şubat ayından itibaren şirketler kesimine açılan kredilerin hanehalkına açılan kredi artış hızını geçtiği gözlenmektedir. Söz konusu durum, son dönemde güçlenmeye başlayan iş alemi güveninin geleceğe ilişkin beklentilerdeki iyileşme paralelinde, kredi talebini artırdığına işaret etmektedir. Kamu kesimine açılan kredilerin de hız kazanmasıyla, finans dışı sektörlerin kredi talebinde gözle görülür bir artış

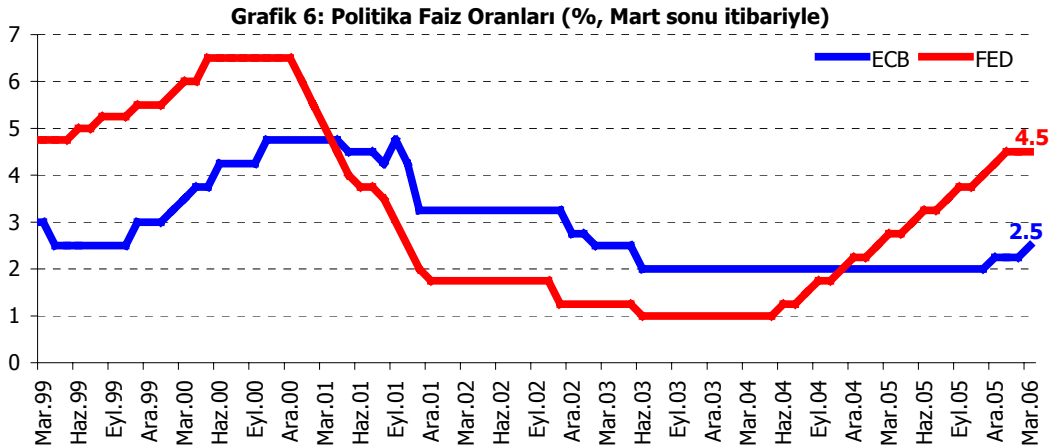
olduğu; bu kapsamda faiz oranlarının düşüklüğü nedeniyle Euro Bölgesi'nde kredi genişlemesinin oldukça yüksek boyutlara ulaştığı söylenebilir.

Tablo 3: Euro Bölgesi Parasal Değişkenlerinin Özeti
(mevsimsellikten arındırılmış yıllık % değişim)

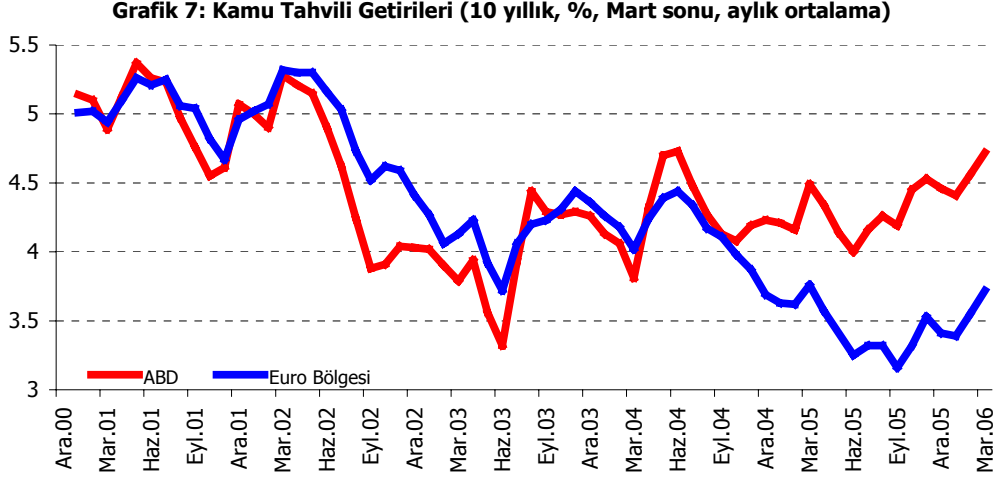
	M3'e Katkısı (%)	2005 I. Çey	2005 II. Çey	2005 III. Çey	2005 IV. Çey	2006 Ocak	2006 Şubat
M1	48.4	9.6	9.8	11.2	10.9	10.2	9.9
Dolaşımdaki Para	7.5	18	17.3	16	14.8	13.5	13.6
Gecelik Mevduat	41	8.1	8.5	10.4	10.2	9.7	9.2
M2-M1(=diğer kısa vadeli mev.)	37.7	4.5	5.1	5.5	5.9	6.4	7.3
İki yıla kadar vadeli mev.	15.9	0.5	2.7	4.6	6.5	8.5	11.1
3 aya kadar vadeli, ihbarlı mev.	21.8	7.1	6.6	6	5.3	4.8	4.6
M2	86.1	7.1	7.5	8.4	8.5	8.4	8.6
M3-M2 (=piyasa araçları*)	13.9	4.1	4.4	5.5	3.8	3.3	4
M3	100	6.6	7.1	8	7.8	7.6	8
Özel Sektöre açılan krediler	Toplam İçindeki payı (%)						
Ticari Krediler	41.1	5.7	6.1	7.0	7.6	8.4	9.5
Hanehalkı (emlak+tüketici kredileri)	50.1	8.1	8.2	8.6	9.0	9.5	9.4
Sigorta Şirketleri ve Emeklilik Fonları	0.9	23.0	14.4	16.5	29.2	35.9	32.4
Parasal Olmayan Diğer Mali Araçlar	7.9	10.5	11.3	15.5	14.1	15.7	18.8

*Repo işlemleri, para piyasası fonları, vadesi iki yıla kadar olan ve finansal kuruluşlarca ihraç edilmiş borçlanma araçları
Kaynak: "ECB Aylık Bülten, Nisan 2006"

- **Kısa vadeli faiz oranları** incelendiğinde, Aralık 2005'teki faiz artırımını sonrasında ECB'nin parasal sıkılaşmaya devam edeceğine ilişkin beklentilerin kısa vadeli faiz oranlarında yükselişe neden olduğu görülmektedir. Özellikle ECB'nin Mart ayındaki faiz artışı (Grafik:6) öncesinde yükselişe geçen kısa vadeli faiz oranları, üç aylık EURIBOR faizinin Şubat ayı sonunda % 2.66, Mart ayı sonunda ise % 2.82'ye yükselmesinde etkili olmuştur. Ayrıca Haziran, Eylül ve Aralık 2006 vadeli üç aylık EURIBOR futures kontratlarının getirileri de Şubat ve Mart aylarında sırasıyla toplam 23, 39 ve 51 bp'lik artış kaydetmiştir.

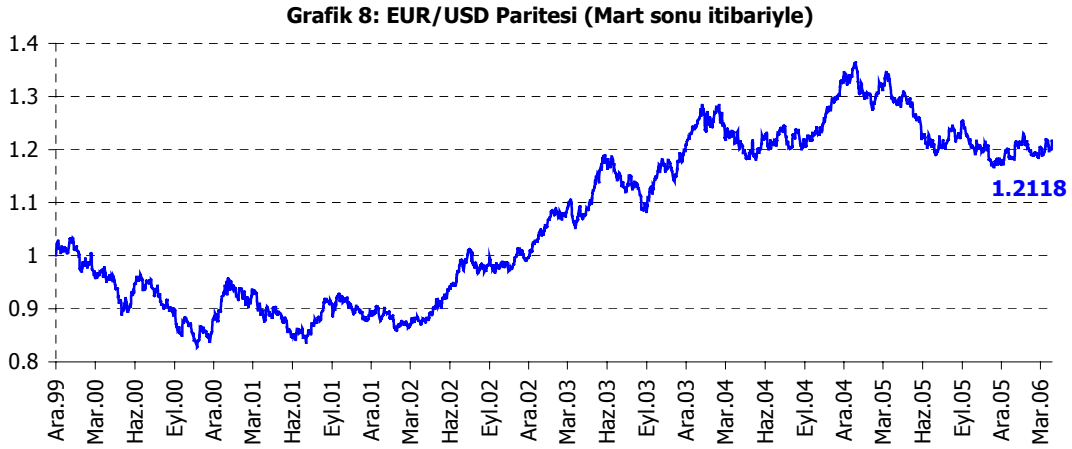


- **Uzun vadeli faiz oranları:** Euro Bölgesi ve ABD 10 yıllık tahvil getirileri, 2006 yılının ilk üç ayında yükseliş eğilimine girmiştir. Gerek ABD'de gerekse Euro Bölgesi'nde büyümeye ilişkin beklentilerdeki iyileşme, söz konusu yükselişin temel nedenini oluşturmaktadır. Ancak, uzun dönemli getiriler halen düşük seviyelerini korumaktadır. Ocak-Mart 2006 döneminde yaklaşık 35bp artış gösteren Euro Bölgesi ve ABD 10 yıllık tahvil getirileri (Grafik: 7), iki ülke arasındaki getiri farkının 100bp seviyesinde değişmeden kalmasını sağlamıştır.



4. Döviz Kuru ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri

- ABD ve Euro Bölgesi faiz oranlarının seyrine ilişkin beklentilerdeki değişim, 2006 yılının ilk üç ayında döviz kuru gelişmelerinin temel belirleyicisi olmuştur. Ocak ayı içerisinde ABD'deki yüksek cari işlemler dengesi açığına odaklanan piyasa aktörleri, euronun değer kazanmasına neden olmuştur. Şubat ayında ABD ve Euro Bölgesi arasındaki faiz farkının azalabileceğine dair beklentilerdeki zayıflama, ABD dolarını desteklemiştir. Mart ayında ise, beklentilerin üzerinde gelen ABD cari işlemler açığı verileri ve Euro Bölgesi iş alemi güven endeksinin güçlü seyretmesi, euronun % 3 değerlenmesini sağlamıştır. **EUR/USD paritesi** Mart 2006 sonunda 1.2118 (Grafik: 8) seviyesinde gerçekleşmiştir.

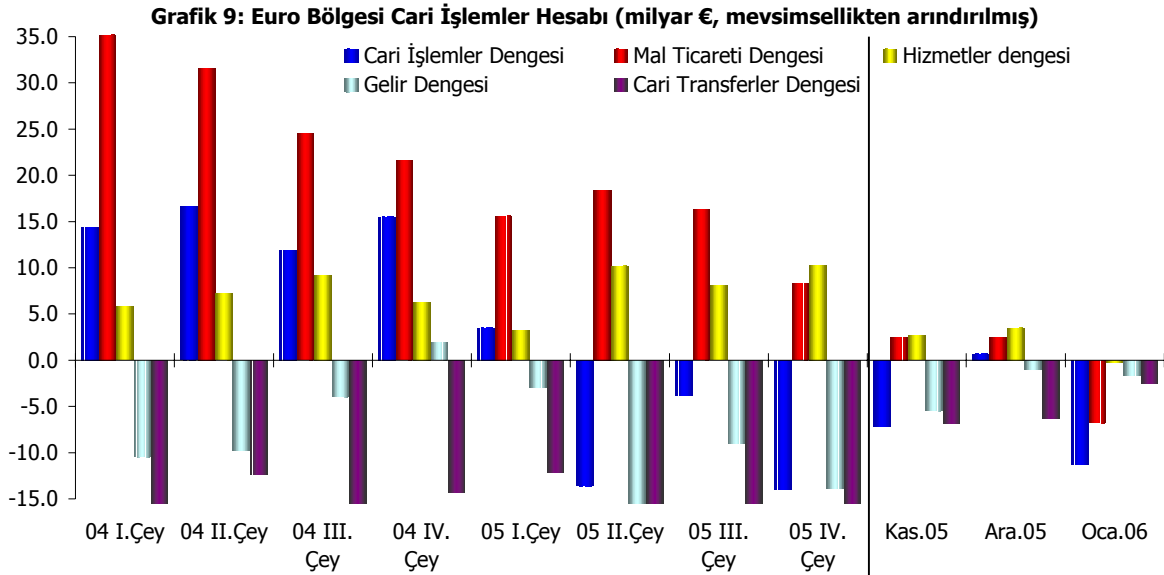


- Ödemeler dengesi** verileri incelendiğinde, Euro Bölgesi 2005 yılının son çeyreğinde 21.3 milyar € cari işlemler açığı vermiştir (mevsimsellikten arındırılmış) (2004 IV.Ç: +9.9 milyar €). Söz konusu durum, 2004'ün son çeyreğinde 19.8 milyar € fazla veren dış ticaret dengesinin, 2005'in son çeyreğinde 7.1 milyar €'ya gerilemesinden kaynaklanmaktadır (Grafik: 9). **2005 yılı geneline bakıldığında ise cari işlemler dengesinin 29 milyar € (GSYİH'nin 0.4'ü) açık verdiği; 2004 yılındaki 43.5 milyar €'luk (GSYİH'nin % 0.6'sı) fazlaya kıyasla yaşanan bozulmanın yine büyük ölçüde dış ticaret dengesindeki kötüleşmeden kaynaklandığı görülmektedir.** Petrol fiyatlarında yaşanan güçlü artışlar, ithalat faturasının hızla yükselmesine neden olarak, ihracat artışına rağmen dış ticaret dengesinin kötüleşmesine neden olmaktadır. Ayrıca, geçtiğimiz yıl hisse senedi piyasasında yaşanan yükseliş, yerleşik olmayanların ellerinde tuttıkları yüklü miktarda hisse senedi aracılığıyla gelirler dengesindeki açığın yükselmesine katkıda bulunmuştur. Ocak 2006'da ise, cari işlemler dengesi mevsimsellikten arındırılmış verilerle 3.3 milyar € açık vermiştir. Aralık 2005'e göre

yaşanan 1.1 milyar €'luk iyileşme, dış ticaret dengesi ile hizmetler dengesindeki kötüleşmenin, gelirler dengesi ve cari transferler dengelerinde daha yüksek seviyeli iyileşmeler tarafından telafi edilmesinden kaynaklanmaktadır.

- Son dönemdeki ödemeler dengesi verileri, ihracat ve ithalat artışının 2005 yılının son çeyreğinde yavaşladıktan sonra Ocak ayında hızlandığını göstermektedir. İhracat artışındaki yavaşlama, fiyatlardan çok ihracat hacmindeki bir yavaşlamadan kaynaklanmakta; sözkonusu durum üçüncü çeyrekteki güçlü aktivitenin ardından yaşanan bir düzeltme olarak algılanmaktadır. İthalat artışındaki yavaşlama ise gerek yılın son çeyreğinde gerileyen enerji fiyatlarının yarattığı fiyat etkisi, gerekse zayıflayan ithalat talebinin yarattığı hacim etkisinden kaynaklanmaktadır. Son dönemde yurt dışı aktivitede yaşanan canlanma ise güçlü küresel ekonominin yanısıra Euro Bölgesi'nde büyümenin hız kazanmasından etkilenmektedir.

- 12 aylık kümülatif verilere göre, 2005 yılı Ocak ayında 39.1 milyar € (GSYİH'nin % 0.5'i) fazla veren Euro Bölgesi cari işlemler dengesi, Ocak 2006'da 30.2 milyar € açığa (GSYİH'nin % 0.4'ü) dönüşmüştür. Söz konusu durum, dış ticaret fazlasındaki 51 milyar €'luk azalışın yanısıra, gelirler dengesinde yaşanan açığın 18 milyar € artmasından kaynaklanmaktadır.



- Ödemeler dengesinin finans hesabı, 2005 yılının son çeyreğinde 27.7 milyar €'luk net portföy yatırımı çıkışı gerçekleştiğini göstermektedir. Doğrudan yatırımlarda ise, aynı dönemde 8.7 milyar €'luk net çıkış yaşanmıştır. Ocak 2006'da ise 38.2 milyar € net portföy yatırımı çıkışı yaşanırken, doğrudan yatırımlarda 5.2 milyar €'luk net giriş kaydedilmiştir. Portföy yatırımlarındaki çıkışların büyük bölümü, para piyasası araçlarında yaşanan satışlardan kaynaklanmaktadır. Euro Bölgesi'ne yönelik sermaye hareketleri genel olarak değerlendirildiğinde; 2005 yılının ikinci yarısında duran net sermaye girişlerinin, Aralık ayından bu yana sermaye çıkışına dönüştüğü görülmektedir. Portföy yatırımlarındaki değişim, Euro Bölgesi borçlanma araçlarına yönelik talepteki zayıflamanın yanısıra, yerleşiklerin yabancı ülke hisse senetlerine artan talebini yansıtmaktadır. ABD ile Euro Bölgesi arasındaki uzun dönemli getiri farkının ABD lehine artması, Euro Bölgesi tahvil piyasasından çıkışların temel nedenini oluşturmaktadır. Yabancı hisse senetlerine olan talepteki artış şirketler kesimi kârlılıklarında yaşanan farkı yansıtmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar ise daha istikrarlı bir seyir izlemektedir. 2005 yılı genelinde 142.6 milyar € net portföy yatırımı girişi, 155.3 milyar € net doğrudan sermaye yatırımı çıkışı yaşanmıştır.

5. Mali Gelişmeler

• **Almanya aleyhine Aşırı Açık Prosedürü başlatılmasına karar verilmiştir.** 14 Mart 2006'da gerçekleştirilen ECOFIN Konseyi'nde, Almanya aleyhine Aşırı Açık Prosedürü (AAP) uygulanmasına karar verilmiştir. Almanya, İstikrar ve Büyüme Pakti bütçe açığı limitini 2002 yılından bu yana her yıl aşmıştır. Prosedür gereği, Almanya'dan 2005 yılında % 3.3 olan bütçe açığını 2007 yılı sonuna kadar % 3.0'ün altına çekmesi istenirken, Alman Maliye Bakanının konu hakkındaki ılımlı yaklaşımı ve bütçe açığını düşürmek için ortaya koyduğu planlar, tüm katılımcılar tarafından olumlu karşılanmıştır. Ekonomik ve Parasal İşler Komiseri Joaquin Almunia'nın söz konusu önlemler hakkında oldukça olumlu bir demeç vermesi ise, mali yaptırım uygulanmasının söz konusu olmayacağını göstermektedir.

Merkel Hükümeti tarafından hazırlanan 2006 yılı bütçe tasarısı ise, İstikrar ve Büyüme Pakti bütçe açığı limitini (% 3.0) karşılamaya yönelik önlemleri içermektedir. Bu kapsamda, 2006 yılında görece gevşek bir maliye politikası izleyerek büyümenin sağlam temellere oturması sağlandıktan sonra, tasarruf artışları ile 2007 yılından itibaren % 3.0 limitinin altına inilmesi planlanmaktadır. 38.3 milyar €'luk borçlanma gereği (GSYİH'nin % 3.4'ü) öngörülen 2006 yılı bütçesinde, AR-GE araştırmalarına fon ayrılması, çalışan ebeveynlere ek destek verilmesi ve yeni ekipman alan işletmelere vergi avantajı sağlanması gibi büyümeyi destekleyici önlemler alınmaktadır. Söz konusu önlemlere ayrılan fon ise 25 milyar €'dur. Kamu maliyesindeki yapısal dönüşümün 2007 yılında da devam edeceği; KDV oranının 2007'de % 16'dan % 19'a yükseltilmesi ile elde edilecek 20 milyar €'luk ek gelirin, borçlanmanın azaltılmasının yanısıra sosyal güvenlik katkı paylarının düşürülmesinde kullanılacağı belirtilmektedir.

KAYNAKLAR:

1. ECB Aylık Bülten (Şubat-Nisan 2006)
2. www.ecb.int
3. <http://europa.eu.int/comm/eurostat/>
4. http://europa.eu.int/comm/index_en.htm
5. Reuters