

EURO BÖLGESİ İZLEME RAPORU

MART-NİSAN 2007



Ş. Serap Çakar

serap.cakar@tcmb.gov.tr

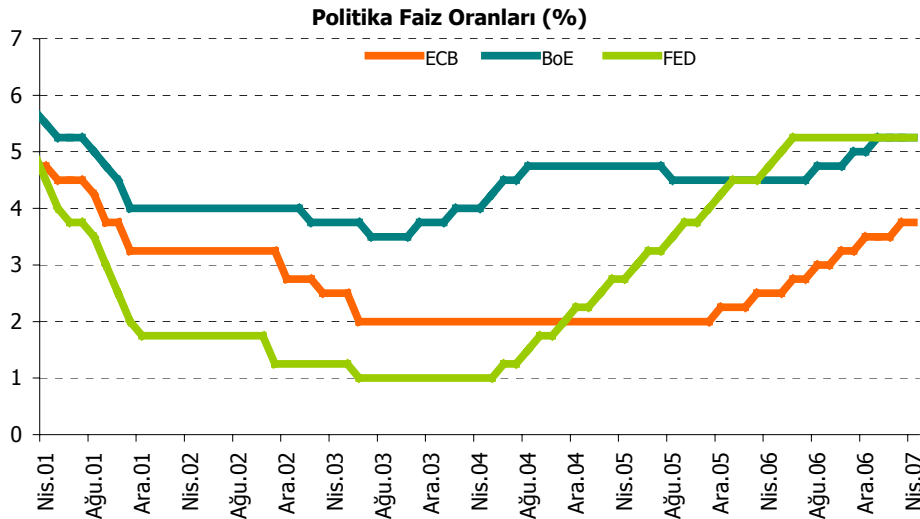
Dış Ekonomileri İzleme Müdürlüğü
Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü

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

EURO BÖLGESİ'NE İLİŞKİN GENEL EKONOMİK GELİŞMELER

• **Avrupa Merkez Bankası (ECB) Mart ayında, beklenildiği gibi faiz oranlarını 25 bp artırdı. Trichet'nin söylemlerinde ise değişiklikler vardı.** ECB, 8 Mart 2007 tarihinde yapılan Yönetim Konseyi toplantısında, beklentiler doğrultusunda gösterge faiz oranını 25 bp artırarak % 3.75'e çekmiş (son 5 yılın en yüksek seviyesi); 12 Nisan 2007 tarihindeki toplantıda ise faiz oranlarını değiştirmemiştir. 2005 yılı Aralık ayından beri her faiz artırımından bir ay önce "**tetikte olma**" deyimini kullanan Trichet'nin, Şubat ayında yapılan basın toplantısında da bu deyim kullanmasının ardından, Mart ayındaki faiz artırımını sürpriz olarak karşılanmamıştır. Trichet'nin Mart ayındaki toplantıda "tüm gelişmelerin yakından izleneceği"ni (ECB'nin faiz artırımından 3 ay önce kullandığı deyim), Nisan ayındaki toplantıda ise "tüm gelişmelerin çok yakından izleneceği"ni (ECB'nin faiz artırımından 2 ay önce kullandığı deyim) vurgulamasının ardından, piyasalarda ECB'nin Haziran ayında tekrar 25 bp'lik faiz artırımına gideceği beklentileri oluşmuştur.

Mart ayı toplantısının ardından yapılan basın açıklaması, Trichet'in söylemlerinde değişikliğe gittiğini göstermektedir. Daha önceki toplantılarda euro bölgesi faiz oranlarını "**düşük**" (low) olarak niteleyen Trichet, ilk defa faiz oranlarının "**ılımlı**" (moderate) seviyede olduğunu söylemiştir. Ayrıca para politikası, daha önceki toplantılarda "**genişleyici**" (accommodative) olarak nitelendirilirken, son toplantıda "**genişleyici tarafta**" (on the accommodative side) olarak nitelendirilmiştir. Bu söylem değişikliği, piyasalar tarafından faiz oranlarının "nötr" seviyeye yaklaştığı şeklinde algılanmıştır.



Mart ve Nisan ayındaki toplantılarda öne çıkan başlıklar şunlardır:

- Euro bölgesi genelinde **büyüme** 2006 yılı son çeyreğinde % 0.9 olarak gerçekleşmiştir. Euro bölgesi genelinde sergilenen güçlü büyümenin geniş bir tabana yayıldığı ve sürdürülebilir olduğu düşünülmektedir. Büyümenin ana kaynaklarının iç talep ve ihracat oluşu da bu olguyu destekler niteliktedir. Her ne kadar euro bölgesinin en büyük ekonomisi olan Almanya'da KDV oranında artışa gidilmesi, 2007 yılı çeyrek dönemlik büyüme rakamlarında oynaklıklara yol açabilecekse de (*KDV oranının perakende satışlara olan etkisinin beklenenden az olduğunun anlaşılmasının ardından, Nisan ayındaki toplantıda bu ifade yer almamıştır*); mevcut veriler büyümenin 2007 yılında da devam edeceğini göstermektedir. Küresel ekonominin daha dengeli hale geldiği ve küresel büyümenin bir miktar yavaşlarsa da düşük petrol fiyatları sayesinde, güçlü seyrini sürdüreceği belirtilmiştir. Bu durum, euro bölgesi ihracatına da olumlu katkı yapacaktır. Büyümenin ana kaynaklarından olan iç talep de olumlu katkısını sürdürmeye devam edecektir. Elverişli

finansman koşulları, yüksek şirket kârlılıkları ve verimlilikteki artışlar, yatırım harcamalarının da dinamizmini koruyacağına işaret etmektedir. İstihdam seviyesindeki yükselişlere paralel olarak reel harcanabilir gelirin artması ise, tüketim harcamalarının güçlenmesini sağlayacaktır.

- **Büyümeye yönelik riskler** kısa vadede dengededir; uzun dönemli riskler ise, daha çok dış kaynaklı olmak üzere aşağı yönlüdür. Büyümeye yönelik riskler; korumacı eğilimlerdeki artış, petrol fiyatlarının tekrar yükselişe geçmesi ve küresel dengesizlikler olarak sıralanmıştır (*Nisan ayındaki toplantıda, daha önceki aylardan farklı olarak, korumacı eğilimlerdeki artışın, petrol fiyatlarından önce bahsedilmesi, ABD'nin bazı Çin mallarına gümrük vergisi koyma girişimine atıf olarak algılanabilir*). Büyümeye ilişkin olumlu görünüm, ECB'nin Mart ayı makroekonomik projeksiyonlarında Aralık ayına göre yukarı yönlü revizyona gitmesine yol açmıştır.

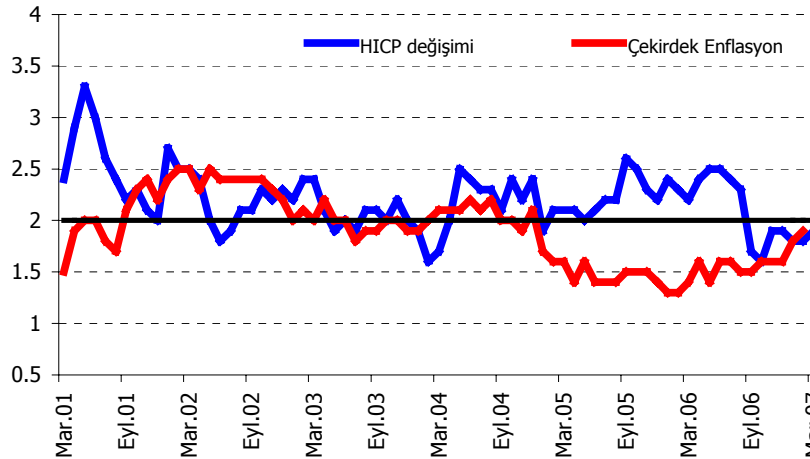
ECB Makroekonomik Projeksiyonları (yıllık,% değişim)

	2007		2008	
	Mart 07*	Aralık 06*	Mart 07*	Aralık 06*
Büyüme	2.1-2.9	1.7-2.7	1.9-2.9	1.8-2.8
Enflasyon	1.5-2.1	1.5-2.5	1.4-2.6	1.3-2.5

*ECB'nin Makroekonomik Tahminlerini yayınladığı tarihler

- Öncü verilere göre, euro bölgesi **enflasyon oranı** 2007 yılının ilk iki ayındaki % 1.8 seviyesinin ardından, Mart ayında % 1.9'a yükselmiştir. Petrol fiyatlarında geçen sene gözlenen oynaklık, 2007 yılı için güçlü baz etkisi yaratacaktır. Petrol fiyatlarının mevcut seyri, enflasyonun 2007 yılı ortalarına kadar gerileyeceğini, yıl sonuna doğru ise tekrar yükselişe geçeceğini göstermektedir. ECB genel olarak, enflasyonun 2007 ve 2008 yıllarında % 2'lik hedef seviye etrafında seyredeceğini öngörmektedir. Mart ayına ait makroekonomik projeksiyonlar, 2007 yılı enflasyon öngörülerini üst sınırında aşağı yönlü revizyona gidildiğini göstermektedir. Bu durum, petrol fiyatlarının düşeceği beklentisini yansıtmaktadır. 2008 yılı enflasyon öngörülerini ise, Aralık ayına göre daha yüksektir. 2008 yılına ait güçlü büyüme öngörülerini, kaynak kullanımına ve dolayısıyla üretim maliyetlerine yukarı yönlü baskı uygulayabileceği için 2008 yılı enflasyon öngörülerini yukarı yönlü revize edilmiştir.

Euro Bölgesi Enflasyonu (Yıllık, % değişim)



- **Enflasyona yönelik orta vadeli risklerin** yukarı yönlü olduğu vurgulanmış, yönetilen fiyatlar ve dolaylı vergilerde önceden açıklananlar haricinde yapılacak artışlar ve petrol fiyatlarının tekrar yükselişe geçmesi, enflasyonun önündeki başlıca riskler olarak sıralanmıştır (*ECB daha önce geçmiş dönemlerde petrol fiyatlarında yaşanan artışların ikincil etkilerinin oluşmasını da enflasyonist risk olarak sıralıyordu; ancak bu söylem Mart ayında terk edilmiştir*). Ayrıca işgücü piyasasının gösterdiği olumlu performans, ücret artışlarının beklenenden fazla gerçekleşmesine yol açarak enflasyonist risk yaratabilir. Bu bağlamda, sendikaları enflasyon konusunda sorumlu davranmaya ve ücret görüşmelerinde; rekabet gücünü, bazı ülkelerde hala yüksek olan işsizlik seviyesini ve verimlilik gelişmelerini dikkate almaya davet eden Trichet, Yönetim Konseyi'nin euro bölgesi ülkelerindeki ücret görüşmelerini dikkatle izleyeceğinin de altını çizmiştir.
- **M3 para arzı artış oranı** Ocak ayında % 9.8, Şubat ayında ise % 10 (euro'nun kullanılmaya başladığı tarihten bu yana en yüksek seviye) olarak gerçekleşmiştir. Bu bağlamda, parasal analiz de orta ve uzun vadede enflasyonist risklerin yukarı yönlü olduğunu doğrulamaktadır. Güçlü büyüme, son dönemlerde özellikle reel sektöre açılan kredi miktarının yükseliş trendinde olmasına yol açmaktaydı. Ancak son veriler, reel sektöre açılan kredilerde bir miktar yavaşlamanın yaşandığını göstermektedir. Özel sektöre açılan kredi artış oranı ise, hala yüksek seviyelerde seyretse de Şubat ayında hız kesmiştir. Geçen aylarda, ipotek faiz oranlarının yükselmesi nedeniyle ipotek kredileri artış hızının yavaşlaması sonucu azalan özel sektöre açılan kredi oranı, Şubat ayında reel sektöre açılan kredilerdeki yavaşlamayla düşüş göstermiştir. Yine de aylık veriler değerlendirilirken, geçici etmenlerin etkisi gözardı edilmemelidir.

Mart ayı basın toplantısının soru-cevap bölümünde; Trichet'nin faiz oranlarında zirve noktasına ulaşıp ulaşılmadığına ilişkin bir soruya "hayır" cevabını vermesi, yeni enflasyon ve büyüme öngörülerini de dikkate alındığında, faiz oranlarının 2007 yılı içerisinde % 4.00'e yükselebileceği beklentilerini kuvvetlendirmiştir. Nisan ayı Yönetim Konseyi toplantısından sonraki basın toplantısında ise, "piyasada bir defadan fazla faiz artırımının beklendiğine" değinen bir soru üzerine Trichet, faiz kararları hakkında hiçbir zaman önceden yorum yapmayacağını belirtmiş, ancak "Haziran ayında faiz artırımına gidileceği beklentilerini değiştirmeye yönelik bir konuşma yapmayacağını" vurgulamıştır. *Bu söylem, ECB'nin Haziran ayında faiz artıracağına yönelik güçlü bir işarettir.* Euro'nun değer kazanmasının faiz kararı üzerindeki etkisine yönelik bir soruya ise Trichet, ECB'nin faiz kararlarında tüm gelişmeleri yakından izlediğini ve buna döviz kurunun da dahil olduğunu açıklamıştır. *Her ne kadar Trichet, euro'nun son dönemlerde değer kazanmasının parasal koşulların sıkılaşmasına yardım ettiği söyleminden kaçınsa da euro'nun dolar'a karşı son 2 yılın en yüksek seviyesine ulaşmasının enflasyonu kontrol konusunda ECB'yi rahatlatmış olduğu düşünülebilir. Orta vadede faiz kararlarının önceden belirlenmediği söylemini yineleyen Trichet, bu sayede beklenmedik gelişmelere karşı ECB'ye açık kapı bırakmıştır. Faiz oranlarının "ılımlı" seviyelerde olduğu söylemi ise, ECB'nin faiz artırımlarında çok fazla ileriye gitmeyebileceği yorumlarına yol açmıştır.*

- **AB 50. yaşını kutladı.** 25 Mart 2007 Pazar günü, AB'ye üye ülkeler, Avrupa Ekonomik Topluluğu'nun ilk adımı olan Roma Antlaşması'nın 50. yıl dönümünü kutlamışlardır. AB Dönem Başkanlığı görevini yürüten Almanya Başbakanı Angela Merkel, kutlama töreninde yaptığı konuşmada, 25 Mart 1957 tarihinde 6 ülke tarafından kurulan topluluğun, "eşi benzeri olmayan bir başarı öyküsü" olduğunu belirtmiştir. AB'nin ortak bir dış politika oluşturma görevinin bulunduğunu söyleyen Merkel, bu amaca ulaşmak için AB'nin daha geniş hareket alanına ihtiyaç duyduğunu vurgulamıştır. Merkel konuşmasında yeni reformların yapılması gerektiğini de sözlerine eklemiştir.

Diğer yandan, AB'ye üye ülke devlet ve hükümet başkanları, AB'nin kuruluşunun 50. yıldönümünde, bağlayıcı bir niteliği bulunmayan "Berlin Bildirgesi"ni imzalamışlardır. "AB'nin sınırları ötesinde de

demokrasi, istikrar ve refahın sağlanması için çalışmaya devam edileceği'nin vurgulandığı bildirmede; terörizm, organize suç ve yasadışı göç ile mücadele edilmesi, ortak bir enerji politikası oluşturulması ve iklim değişikliğine karşı birlikte hareket edilmesi temennilerine yer verilmiştir. Merkel'in konuşmalarına paralel olarak bildirmede, 2009 yılındaki Avrupa Parlamentosu seçimlerinden önce Birlik içinde reform yapılması konusundaki kararlılığa da değinilmiştir. 50'inci yıl bildirmesinde, Fransız ve Hollandalı seçmenler tarafından reddedilen anayasa ve Birlik içinde tartışmalara konu olan genişleme politikası gibi temel sorunlara ise sadece üstü kapalı bir biçimde değinilmiştir. "Genişleme" ve "anayasa" kelimelerinin yer almadığı bildirmede, 2009 yılında "yenilenmiş ortak temel" beklentisinin dile getirilmiş olması ise, AB içinde kurumsal reformlara gidileceğine dair sinyal olarak algılanmıştır.

Avrupa Birliği'nin mevcut işleyişini belirleyen anlaşmaların, birliğin 15 üyeli olduğu dönemlerde yapılmış olması, reform ihtiyacının temelini oluşturmaktadır. Önümüzdeki dönemlerde, başta oy ağırlıkları olmak üzere pek çok konuda, yeni üyeleri de göz önüne alacak şekilde düzenlemelere gidilmesi beklenmektedir. Dönem başkanlığı yönteminden vazgeçilmesi ve AB'yi dünya sahnesinde temsil edecek bir dışişleri bakanlığı makamının oluşturulması, beklenen düzenlemeler arasındadır. Almanya Başbakanı Angela Merkel de yaptığı açıklamada, reform ihtiyacına değinmiş ve karar mekanizmalarının 27 üyenin olduğu bir ortamda işletilebilmesi için Birliğin mutlaka yeni bir anayasaya ihtiyaç duyduğundan söz etmiştir. Ancak, üyeler arasında Fransa ve Hollanda gibi anayasa fikrine karşı olanlar da bulunmaktadır. Çek Cumhuriyeti Cumhurbaşkanı Vaclav Klaus ve Polonya Cumhurbaşkanı Lech Kaczynski de 'Avrupa halklarının yeni anayasa konusunda bir telaş içinde olmadığını, var olan yapılarla yola devam edilebileceğini' söylemiştir.

• **Avrupa Komisyonu Euro Bölgesi Raporu'nu yayınladı.** Avrupa Komisyonu'nun üç ayda bir yayınladığı Euro Bölgesi Raporu'nun Mart sayısında; 2006 yılında büyümenin son altı yılın en yüksek seviyesine çıktığı, işsizlik oranının ise hızla gerilediği vurgulanmıştır. 2006 yılında büyüme oranı % 2.7 olarak gerçekleşmiş; işsizlik oranı ise Ocak ayında % 7.4'e gerilemiştir. Büyümenin hem iç talep hem de ihracat kaynaklı olması, euro bölgesinde dış talebe bağımlı büyüme trendinin kırıldığını göstermektedir. Böylece, daha kalıcı ve sürdürülebilir büyüme performansı yakalamak mümkün olacaktır. İş alemi ve tüketici güveninin yüksek seyrini koruduğuna dikkat çeken rapor, 2007 yılında büyümenin % 2.4 civarında gerçekleşeceğini öngörmektedir.

Diğer taraftan, Komisyon'a göre, uzun vadede büyümeye yönelik riskler artmaktadır. ABD ekonomisindeki yavaşlama, euronun değerlenmesi, petrol fiyatlarının yükselmesi ve oynaklığının artması ile küresel dengesizlikler, euro bölgesi büyüme performansını uzun vadede olumsuz yönde etkileyebilecek faktörler olarak sıralanmaktadır. Rapor, Şubat ayı sonunda uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanmanın, finansal piyasalardaki belirsizlikleri açığa çıkardığını ifade etmektedir. Komisyon, söz konusu dalgalanmanın basit bir düzeltmeye ya da daha uzun vadeli bir zayıflık dönemine işaret edip etmediğinin henüz belli olmadığını düşünmektedir.

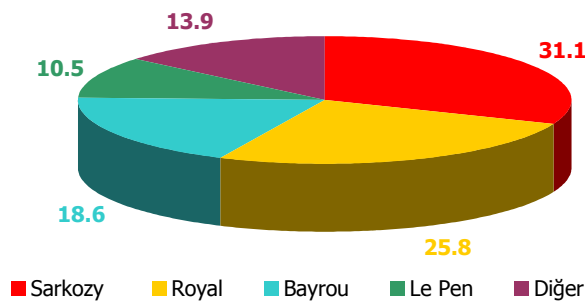
Öte yandan, rapora göre euro bölgesi ülkelerinde gerçekleştirilen yapısal reformlar sayesinde, söz konusu ekonomiler çok daha sağlam bir yapıya kavuşmuştur. Euro bölgesinin kurulmasından bu yana 12 milyon iş yaratıldığı ve bu rakamın aynı dönemde ABD'de yaratılandan daha fazla olduğu vurgulanmıştır. İşgücü piyasalarına yönelik reformların meyvelerini vermeye başladığını düşünen Komisyon, işsizlik oranındaki düşüşün kalıcı olduğunu belirtmektedir. Rapora göre, ekonominin güçlü büyüme hızı yakaladığı bu dönem, yapısal reformlara devam etmek için idealdir. Büyüme ve istihdam potansiyelinin tüm AB ülkelerinde artırılabilmesi için yapısal reformların şart olduğunu söyleyen Komisyon, euro bölgesinde tek para birimi kullanılması sayesinde makroekonomik istikrarın sağlandığını vurgulamıştır. Büyüme performansı açısından euro bölgesi ülkeleri arasındaki farklılıkların geçen yıllara göre azaldığı, ancak ülkelerin dış şoklara karşı dayanıklılığının hala farklı

olduğuna dikkat çekilmiştir. Akılcı maliye politikalarının tüm AB ülkeleri tarafından uygulanması gerektiğini vurgulayan Komisyon, euro bölgesi ülkelerinin de bütçe açıklarını kontrol altına almalarını tavsiye etmiştir. Son olarak, euro bölgesinde hizmetler ve finans sektöründe daha fazla entegrasyona ihtiyaç duyulduğunu hatırlatan Komisyon, işgücü piyasalarının esnekliğinin artırılmasının; ülkeler arasında ücret ve verimlilik uyumunu ve ülkeler arasında işgücünün daha mobil hale gelmesini sağlayacağını ifade etmiştir.

• **Fransa’da Cumhurbaşkanlığı seçimleri ilk turu yapıldı.** 22 Nisan 2007 tarihinde ilk turu yapılan cumhurbaşkanlığı seçimlerinde, oyların % 31.1’ini alan Halkın Birliği Partisi (UMP) adayı Nicolas Sarkozy ve % 25.8’ini alan Sosyalist Segolene Royal ikinci tura kalmışlardır. İkinci turu 6 Mayıs 2007 tarihinde yapılacak olan seçimlerde, en yüksek oyu alan aday cumhurbaşkanı seçilecektir. Diğer yandan, Fransız Demokrasi Birliği Partisi (UDF) adayı François Bayrou beklenen sürprizi gerçekleştirememiş ve % 18.6’lık oy oranı ile üçüncü sırada yer almıştır. 2002 yılı cumhurbaşkanlığı seçimlerinde Jacques Chirac’la birlikte ikinci tura kalan Jean-Marie Le Pen ise oyların sadece % 10.5’ini (katıldığı son 3 cumhurbaşkanlığı seçimlerindeki en düşük oran) alabilmiştir. Toplam 12 adayın yarıştığı seçimlerde, diğer 8 adaydan hiçbirisi % 5 oy oranını yakalayamamıştır.

Katılım oranının % 84.5 ile son 50 yılın en yüksek seviyesine ulaştığı ilk tur seçimleri öncesi yapılan anketler, Fransız seçmenin üçte birinin hala kararsız olduğunu gösteriyordu. İlk turun ardından düzenlenen yeni anketler ise yarışın ikinci turunda merkez sağdaki Sarkozy’ye daha fazla şans tanımaktadır. Anketler, ikinci turda Sarkozy’nin oyların % 54’ünü, Royal’in ise % 46’sını alacağını göstermektedir. İkinci tur öncesinde en merak edilen konu ise, Bayrou’nun % 18’lik oy oranının iki aday arasında nasıl paylaşılacağı yönündedir. Hatırlanacağı gibi seçimlere yaklaşıırken, Royal’in oylarını Bayrou’ya kaptırdığı görülmekteydi. Bayrou’nun ikinci tur öncesi bir konuşma yaparak, seçmenlerinden hangi adayı desteklemelerini isteyeceğini açıklamaları beklenmektedir. Diğer yandan, ilk turda aldıkları oylarla yarış dışında kalan üç solcu aday ise, Royal’i desteklediklerini açıklamışlardır. Komünist Parti adayı Marie-George Buffet, radikal sol parti adayı Arlette Laguiller ve Yeşil Parti adayı Dominique Voynet, seçmenlerinden ikinci turda Royal’e oy vermelerini istemişlerdir.

İlk Tur Seçim Sonuçları (%)



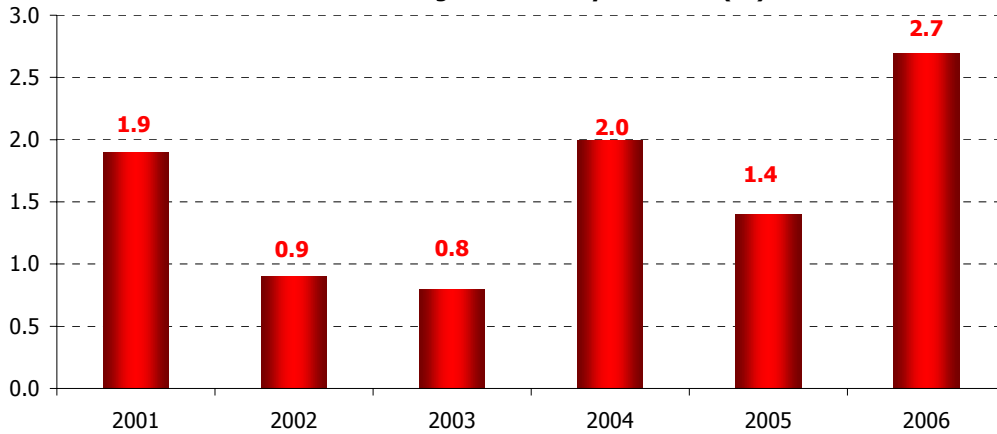
6 Mayıs’a kadar sürdürülecek seçim kampanyasında adayların daha merkeze kayarak, Bayrou’nun seçmenini kendi taraflarına çekmeye çalışacakları beklenmektedir. UDF’nin genel olarak UMP’ye daha yakın olduğu düşünöldüğünde, bu mücadelede Royal’in şansı zayıf gözükmektedir. Sarkozy’nin ayrıca aşırı sağcı aday Le Pen’in oylarının bir kısmını da kendisine çekmesi beklenmektedir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER

1. Büyüme

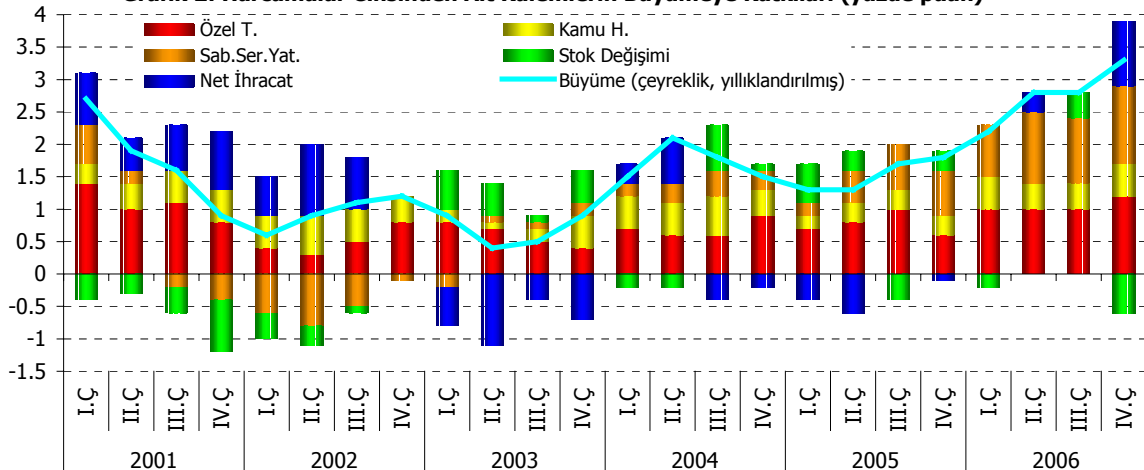
• Euro bölgesinde dördüncü çeyrek büyümesi % 0.9 olarak gerçekleşmiştir (yıllık: % 3.3). Böylelikle 2005 yılında yıllık bazda % 1.4 büyüyen euro bölgesi, 2006 yılında % 2.7 oranında büyümüştür (Grafik: 1). Euro bölgesi üçüncü çeyrekte % 0.6 oranında büyümüş ve büyüme rakamlarında ülkeler arasında farklılıklar gözlenmişti. Bu durum, üçüncü çeyrekte euro bölgesi büyümesinin lokomotifini olan Almanya'nın diğer ülkelerden ayrıştığı yorumlarına yol açmıştı. Ancak son çeyrek verileri, güçlü büyümenin her ülkede yaşandığını ve böylelikle geniş bir tabana yayıldığını göstermektedir. Büyümenin son çeyrekte hızlanmasında, yatırım ve net ihracatın etkili olduğu görülmektedir. Stoklar ise büyümeye negatif katkı yapmıştır. Stoklardaki azalışın daha çok Almanya kaynaklı olduğu düşünülmektedir. Zira, daha önce stok biriktirme sürecinde olan Alman firmaları, son çeyrekte dış talebin aşırı artmasıyla birlikte stoklarını azaltmak zorunda kalmışlardır.

Grafik 1: Euro Bölgesi GSYİH Büyüme Oranı (%)



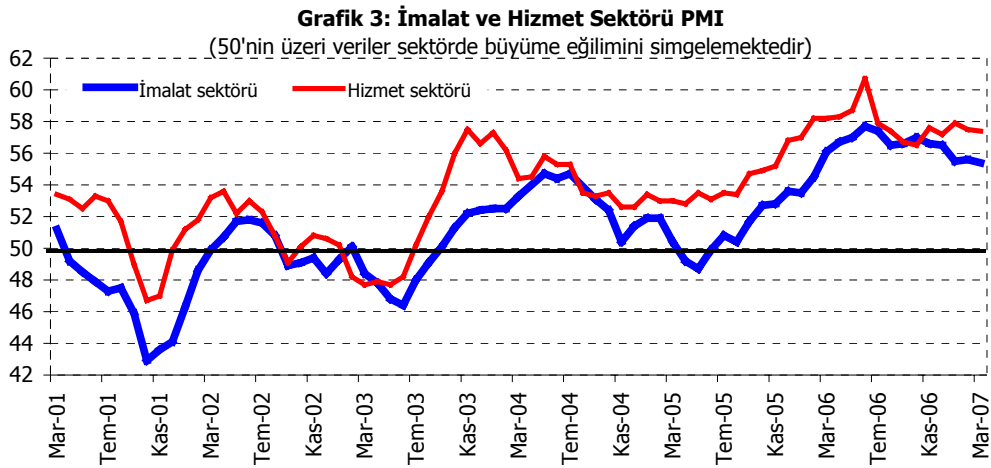
2006 yılı son çeyreğinde; özel tüketim harcamalarının ve sabit sermaye yatırımlarının büyümeye katkısı 1.2 yüzde puan, kamu harcamalarının katkısı ise 0.5 yüzde puan olmuştur. Stok değişimleri büyümeye negatif katkı yaparken (-0.6 yüzde puan); üçüncü çeyrekte büyümeye nötr katkı yapan net ihracat, dördüncü çeyrekte büyümeye 1.0 yüzde puan katkı yapmıştır (Grafik: 2). Dördüncü çeyrekte tüketim ve yatırım harcamalarının katkısı bir önceki çeyreğe göre azalmış, kamu harcamalarının katkısı ise artmıştır.

Grafik 2: Harcamalar Cinsinden Alt Kalemlerin Büyümeye Katkıları (yüzde puan)



Öncü göstergeler ve güven endekslerine ilişkin veriler, euro bölgesi büyüme oranının 2007 yılı ilk çeyreğinde de fazla hız kesmeyeceğini göstermektedir. İşgücü piyasasındaki olumlu gelişmeler ve reel harcanabilir gelirdeki artış, özel tüketim harcamalarını destekleyecektir. Küresel büyümenin güçlü seyri ise euro bölgesi ihracat performansının artmasına yardımcı olacaktır. Güçlü ihracat performansı; artan iç talep, yüksek şirket kârlılıkları ve işlemleri güveninin iyimserleşmesiyle birlikte yatırım harcamalarının da artmasını sağlayacaktır. Büyümeye yönelik riskler, kısa vadede dengededir. Uzun vadede ise risklerin aşağı yönlü olduğu düşünülmektedir. Bunlar; petrol fiyatlarının yeniden yükselmesi, dünya ticaretinde korumacılığın artması ve küresel dengesizlikler olarak sıralanabilir.

- Büyümeye ilişkin en önemli öncü göstergeler arasında sayılan **Satınalma Müdürleri Endeksi (Purchasing Managers' Index, PMI)**, imalat sanayinde Şubat ayında yükselmiş, Mart ayında ise hafif gerilemiştir. Hizmet sektörü PMI verisi ise, her iki ayda düşüş kaydetmiştir. Her ne kadar bir miktar düşse de PMI verileri, euro bölgesi imalat sanayi ve hizmet sektöründe büyümenin güçlü seyrini sürdürdüğüne işaret etmektedir.

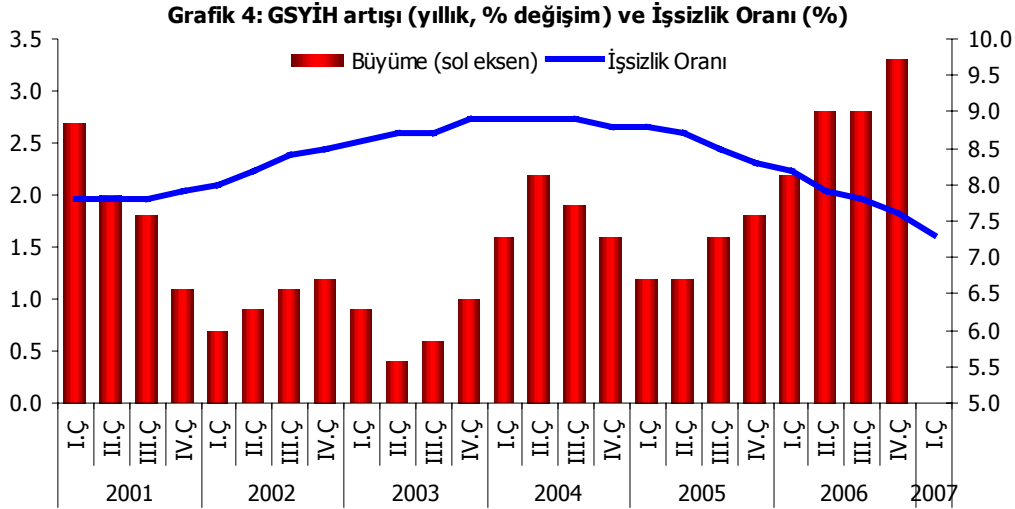


- Euro bölgesi **sanayi üretimi**, 2007 yılı Ocak ayında aylık bazda beklenmedik şekilde gerilemiştir. Bu durumun temel sebebi, 2007 yılı başında Almanya'da KDV oranı artışına gidilmesi olmuştur. Zira, KDV oranı artışı öncesi harcamalarını öne çeken tüketiciler, sanayi üretiminin (özellikle Fransa ve İtalya'da) Aralık ayında artmasına neden olmuştu. Ocak ayında ise Almanya'dan kaynaklanan siparişlerdeki düşüş, euro bölgesi genelinde de sanayi üretiminin düşmesine neden olmuştur. Ocak ayında dayanıklı tüketim malı üretiminin sert bir şekilde gerilemesi, bu olguyu destekler niteliktedir. Şubat ayında ise sanayi üretimi tekrar yükselişe geçmiştir. Bu durumun temel sebebi, 2006 yılı sonunda stoklarını azaltan firmaların, tekrar stok biriktirme sürecine başlamaları olmuştur. Genel olarak, euro bölgesinde sanayi üretimindeki artışın, ara ve yatırım malları kaynaklı olduğu görülmektedir. Enerji üretimi ise ılıman hava koşulları sayesinde yıllık bazda azalmaktadır.

Tablo 1: Euro Bölgesi Sanayi Üretimi

Yıllık % değişim	Kasım 06	Aralık 06	Ocak 07	Şubat 07
Sanayi Üretimi	3.8	4.4	3.5	4.8
Ara malı	3.5	7.4	5.5	6.7
Enerji Üretimi	-4.0	-4.1	-7.4	-5.7
Yatırım Malı	6.4	7.6	7.0	7.4
Dayanısız Tüketim Malı	2.0	3.2	3.5	2.5
Dayanıklı Tüketim Malı	5.2	6.4	3.7	4.7

• 2006 yılı dördüncü çeyreğinde % 7.6 olan euro bölgesi **işsizlik oranı** (Grafik: 4), 2007 yılı ilk çeyreğinde % 7.3'e gerilemiştir (serinin hesaplanmaya başlandığı 1993 yılından beri en düşük seviye). 2006 yılında euro bölgesi ekonomisinin ivme kazanması, işgücü piyasasındaki iyileşmenin başlıca sebebidir. Ayrıca yapılan reformlar, son dönemlerde işsizlik oranının gerilemesine ve istihdamın artmasına katkıda bulunmaktadır. İmalat ve hizmet sektörü PMI verileri de işsizlik oranındaki düşüşün önümüzdeki dönemlerde de süreceğine işaret etmektedir. Diğer yandan, işsizlik oranındaki düşüş, tüketici güvenini destekleyerek, iç talebin canlılığını korumasına katkıda bulunacaktır. İç talebin canlanması ise, daha önce büyük oranda dışa bağımlı olarak büyüyen euro bölgesi ekonomisinde, büyümenin daha kalıcı ve sürdürülebilir olmasını sağlamaktadır.



2. Enflasyon

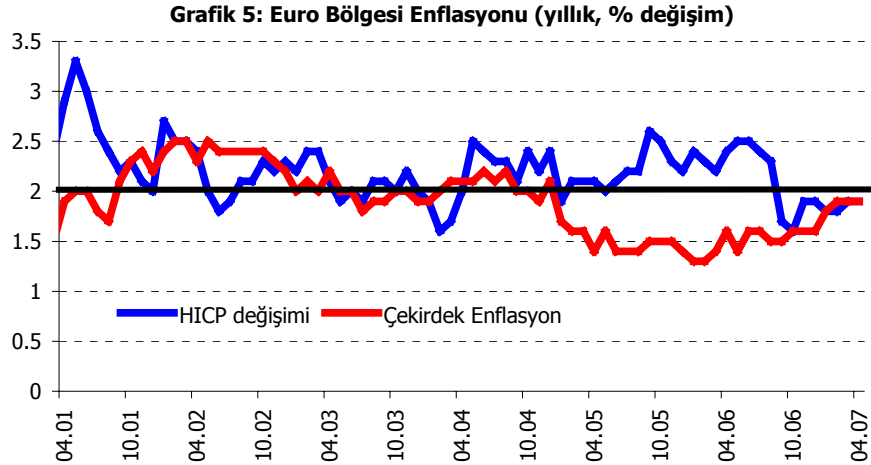
• **Euro bölgesi enflasyon oranı** Şubat ayındaki % 1.8 seviyesinin ardından, Mart ayında % 1.9'a yükselmiştir. Enflasyonun Mart ayında bir önceki aya göre yükselmesinde, artan petrol fiyatlarının "ulaşım" alt kalemini desteklemesi etkili olmuştur. Ayrıca, indirimli satış döneminin sona ermesi ile "giyim" alt kaleminde de fiyatlar artmıştır. Öncü verilere göre, Nisan ayında ise enflasyon oranı değişmemiş ve % 1.9 olarak gerçekleşmiştir. Petrol fiyatlarında geçmişte yaşanan artışların, Nisan ayında enflasyon üzerinde olumlu baz etkisi oluşturduğu ve enflasyonu 0.2 yüzde puan geriletliği düşünülmektedir. Güçlü büyüme ve euro bölgesinin en büyük ekonomisi olan Almanya'da Ocak ayında KDV oranında artışa gidilmesine rağmen, euro bölgesi enflasyonunun son 7 aydır ECB'nin % 2'lik hedefinin altında kaldığı gözlenmektedir (Grafik: 5).

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

	2005	2006	11/06	12/06	01/07	02/07	03/07	04/07
TÜFE	2.2	2.2	1.9	1.9	1.8	1.8	1.9	1.9
Enerji	10.1	7.7	2.1	2.9	0.9	0.8	1.8	-
İşlenmemiş Gıda	0.8	2.8	4.4	3.7	3.7	2.8	2.9	-
İşlenmiş Gıda	2.0	2.1	2.2	2.1	2.2	2.1	1.9	-
Enerji Dışı San. Mal.	0.3	0.6	0.8	0.9	0.9	1.1	1.2	-
Hizmetler	2.3	2.0	2.1	2.0	2.3	2.4	2.4	-
Çekirdek TÜFE*	1.5	1.5	1.6	1.6	1.8	1.9	1.9	1.9
Diğer Fiyat Göstergeleri								
Üretici Fiyatları	4.1	5.1	4.3	4.1	3.1	2.7	2.7	-
Petrol Fiyatları (€/varil)	44.6	52.9	46.7	47.4	42.2	47.3	47.3	50.2

*Enerji ve işlenmemiş gıda hariç tutularak hesaplanmıştır.

- **Enerji ve işlenmemiş gıda fiyatları hariç hesaplanan çekirdek enflasyon ise**, Mart ve Nisan aylarında % 1.9 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2007 yılı Ocak ayında Almanya’da uygulamaya konulan KDV artışının, çekirdek enflasyonu yükselttiği görülmektedir. Özellikle son birkaç yıl içinde, yönetilen fiyatların ve dolaylı vergilerin euro bölgesi enflasyonu üzerindeki etkilerinin arttığı düşünülmektedir. Kapasite kullanım oranlarındaki artış, güçlü talep ve firmaların fiyatlama güçlerinin artmaya başlaması, çekirdek enflasyondaki yükselişi tetikleyen diğer unsurlardır.



- Temmuz 2006’da % 6’ya ulaştıktan sonra gerilemeye başlayan **üretici fiyatları enflasyonu (ÜFE)** ise, Şubat ve Mart aylarında da bu seyrini sürdürmüştür. ÜFE’nin gerilemesinde, enerji fiyatlarından kaynaklanan olumlu baz etkisi önemli rol oynamaktadır. Alt kalemler incelendiğinde, petrol ve hammadde fiyatlarında daha önce meydana gelen artışlarla yükselen ara mal fiyatlarının da hız kesmeye başladığı ve ÜFE’deki düşüşte etkili olduğu görülmektedir. Bu durum, üretim aşamasındaki enflasyonist risklerin bir miktar azaldığına işaret edebilir. Son dönemlerde artış trendinde olan sermaye ve tüketim mallarında Mart ayında görülen yavaşlama da bu olguyu destekler niteliktedir. Bilindiği gibi, euro bölgesinde güçlü büyüme ve iç talebin canlanması ile üretici firmaların fiyatlama güçlerini yeniden kazanmaları, üretici fiyatlarından tüketici fiyatlarına olan geçişkenliği kolaylaştırmıştır.

Tablo 3: Euro Bölgesi Üretici Fiyatları Endeksi (İnşaat Hariç, Yıllık % Değişim)

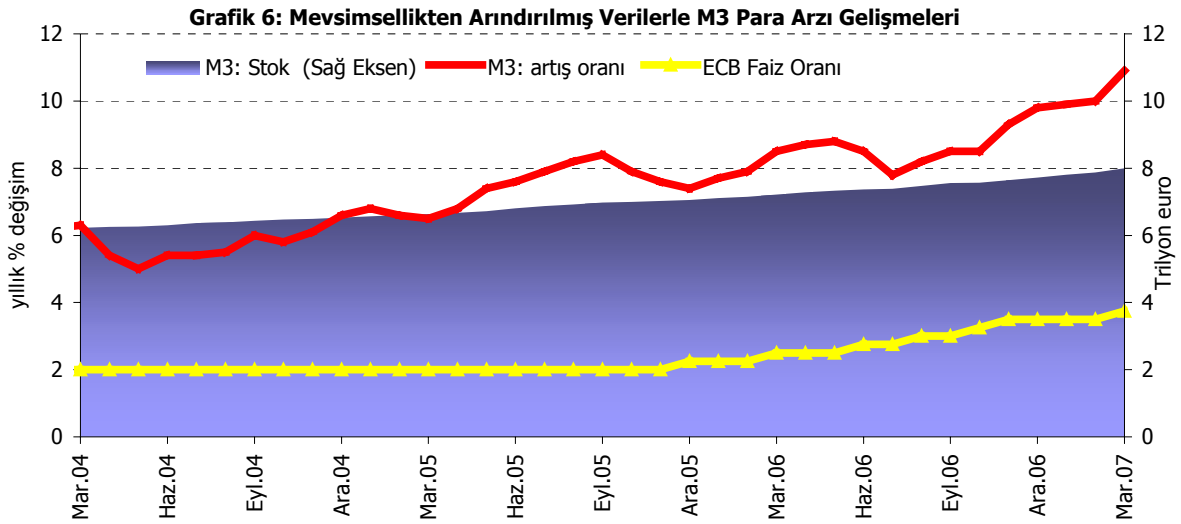
	10/06	11/06	12/06	01/07	02/07	03/07
Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE)	4.0	4.3	4.1	3.1	2.9	2.7
Enerji Hariç (ÜFE)	3.6	3.5	3.4	3.5	3.5	3.4
Ara Malı	6.4	6.2	6.1	6.1	6.0	5.8
Enerji	5.4	6.9	6.2	1.7	1.2	0.8
Sermaye Malı	1.8	1.9	1.8	1.9	2.1	2.0
Dayanısız Tüketim Malı	1.7	1.5	1.4	1.4	1.6	1.4
Dayanıklı Tüketim Malı	1.7	1.7	1.7	1.9	2.0	2.0

- 2006 yılının üçüncü çeyreğinde % 2.0 olan **çalışılan saat başına işgücü maliyeti** artış oranı, son çeyrekte % 2.4’e yükselmiştir. Son çeyrekte üretkenlik artışı da hızlanmıştır. Genel olarak, ücret artışlarının makul seviyelerde kaldığı söylenebilir. Küreselleşme ve beraberinde getirdiği sert rekabet koşulları, ücret artışlarını sınırlayan en önemli faktörlerdir. Ayrıca, istihdam kompozisyonunun düşük kazançlı işlerde yoğunlaşması da ücret artışlarını baskılamaktadır. Öte yandan, ekonomik canlılığın beraberindeki işsizlik oranındaki düşüş, önümüzdeki dönemlerde ücret artışlarının hız kazanmasına neden olabilir.

- Enflasyonun seyrinde kısa vadede enerji fiyatlarının oldukça etkili olması beklenmektedir. Olumlu baz etkisi sayesinde, enflasyonun önümüzdeki birkaç ay içerisinde gerileyeceği; ancak yıl sonuna doğru olumlu baz etkisinin tersine dönmesiyle tekrar yükseleceği öngörülmektedir. Daha sonra ise, enflasyonun çoğunlukla % 2'lik hedef seviye civarında dalgalanacağı tahmin edilmektedir. Diğer yandan, orta vadede enflasyonist riskler yukarı yönlüdür. Petrol fiyatlarının tekrar yükselişe geçmesi ile yönetilen fiyatlar ve dolaysız vergilerde daha önce açıklananlar haricinde artışların yapılması, başlıca risk unsurlarıdır. İşgücü piyasasındaki iyileşme sonucunda ücretlerin beklenenden daha hızlı artması da 2007 yılında enflasyon görünümü olumsuz etkileyebilecek bir diğer faktördür.

3. Parasal ve Finansal Gelişmeler

- M3 para arzı** artış hızı Şubat ayında % 10, Mart ayında ise % 10.9 olarak gerçekleşmiş ve son 24 yılın en yüksek seviyesine ulaşmıştır (Grafik: 6). Halen düşük seviyelerde bulunan piyasa faiz oranları ve euro bölgesindeki ekonomik canlılığın etkisiyle, M3 para arzı artışı yüksek seyretmeye devam etmektedir. Bununla birlikte, ECB'nin 2005 yılı Aralık ayında başladığı faiz artırımı süreci, parasal gelişmeleri etkilemeye başlamıştır. M1 enstrümanlarının tutmanın fırsat maliyetinin artmasıyla, M1 para arzı artış oranı yavaşlamıştır. Ayrıca özel sektöre açılan kredi oranı artış hızının da 2006 yılının ikinci yarısından itibaren, bir miktar hız kestiği gözlenmektedir. Diğer yandan, M3 para arzı artış oranının son aylardaki yükselişinde, parasal mali kuruluşların net dış pozisyonlarındaki artış etkili olmuştur. Bu durum yatırımcıların, euro bölgesine ait görünümün diğer bölgelere kıyasla daha olumlu olduğunu düşündüklerinin göstergesidir. Şubat ayı sonlarında küresel piyasalarda yaşanan dalgalanma da yatırımcıların "güvenli liman" olarak gördükleri euro bölgesi varlıklarına olan taleplerini artırmıştır. Genel olarak likidite bolluğunu gösteren M3 artışının, ekonomik aktivitenin canlılığını koruduğu bir ortamda, orta ve uzun vadede enflasyonist risk yarattığı söylenebilir.



M3 para arzının temel bileşenleri incelendiğinde (Tablo 4); M1 para arzı artışının Şubat ayında bir miktar yavaşladıktan sonra, Mart ayında tekrar hızlandığı görülmektedir. Bu hızlanış hem dolaşımdaki para, hem de gecelik mevduatlardaki artıştan kaynaklanmıştır. Yine de, M1 para arzı artışı 2005 yılı Ağustos ayındaki rekor seviyesinin (% 11.6) oldukça altındadır. Kısa vadeli borçlanma araçlarına olan talep ise, kısa dönemli faizlerin yükseldiği bir ortamda, güçlü seyrini korumaktadır. Zira, değişken faizli borçlanma araçlarının faizleri, genellikle kısa dönemli faizleri takip etmektedir.

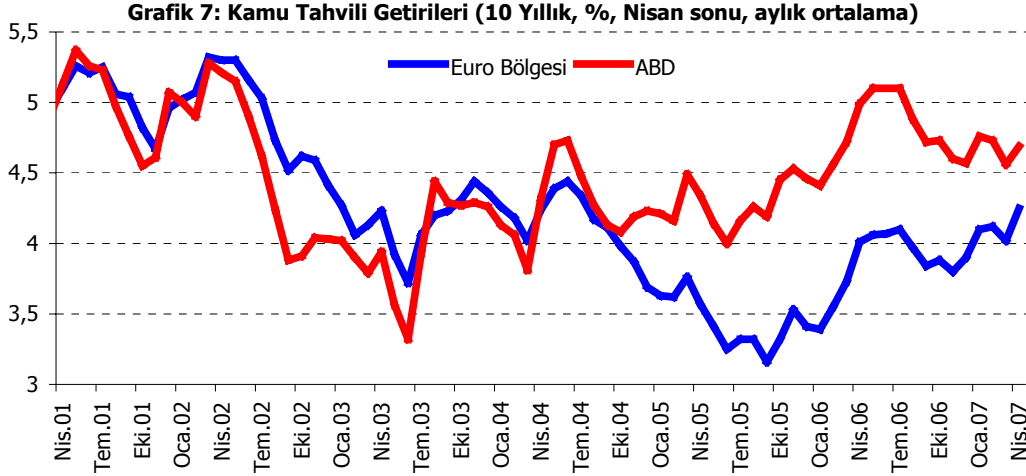
• **Kredi gelişmeleri** incelendiğinde; Ekim 2006'da yavaşlama trendine giren özel sektöre açılan kredilerdeki artışın, Mart ayında bir miktar hızlandığı görülmektedir. Artan kredi talebi, ekonomik aktivitenin güçlü seyrini ve euro bölgesi genelindeki olumlu finansman koşullarının varlığını göstermektedir. Diğer yandan, verilerin yayınlanmaya başlandığı 2000 yılından bu yana en yüksek seviyesine Ocak ayında ulaşan reel sektöre açılan kredilerdeki artış oranı, yavaşlamaya başlamıştır. Reel sektöre açılan kredilerdeki artış hızının yavaşlaması, hane halklarının ardından özel sektörün de artan faiz oranları karşısında kredi taleplerini kısmaya başladıklarını göstermektedir. Ancak hanehalkları artan faiz oranlarına 2006 yılı Mayıs ayından itibaren tepki vermeye başlamış, reel sektörün tepkisi ise çok gecikmeli olmuştur. Hanehalkına açılan kredi artış oranındaki yavaşlama ise, daha çok konut kredileri kaynaklıdır. Zira; konut fiyat artışlarının hız kesmesi, bazı ülkelerde konut piyasasında aktivitenin yavaşlaması ve euro bölgesi genelinde ipotek faiz oranlarının artması, konut alımı için açılan kredilerin yavaşlamasına neden olmaktadır.

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

	M3'e oranı (%)	2006 III. Çey	2006 IV. Çey	2007 I. Çey	2007 Ocak	2007 Şubat	2007 Mart
M1	46.8	7.6	6.7	6.8	6.5	6.6	7.0
Dolaşımdaki Para	7.4	11.4	11.1	10.5	10.4	10.2	10.5
Gecelik Mevduat	39.4	7.0	6.0	6.1	5.8	6.0	6.3
M2-M1(=diğer kısa vadeli mev.)	38.3	9.5	11.1	11.9	12.0	11.6	12.6
İki yıla kadar vadeli mev.	19.1	19.7	25.2	29.5	29.2	29.4	32.1
3 aya kadar vadeli, ihbarlı mev.	19.2	2.4	1.1	-0.8	-0.4	-1.4	-1.8
M2	85.1	8.4	8.6	9.0	8.9	8.8	9.4
M3-M2 (=piyasa araçları*)	14.9	6.4	11.3	16.8	15.7	18.0	19.8
M3	100.0	8.1	9.0	10.1	9.8	10.0	10.9
Özel Sektöre açılan krediler	Toplam İçindeki payı (%)						
Ticari Krediler	41.9	11.9	13.0	12.8	13.2	12.6	12.4
Hane halkı (Konut ve tüketici Kredileri)	48.8	9.3	8.6	8.0	7.9	8.1	7.9
Sigorta Şirketleri ve Emeklilik Fonları	1.0	36.7	29.1	27.7	31.1	28.8	20.5
Parasal Olmayan Diğer Mali Araçlar	8.2	17.3	16.4	12.3	11.5	10.8	16.0

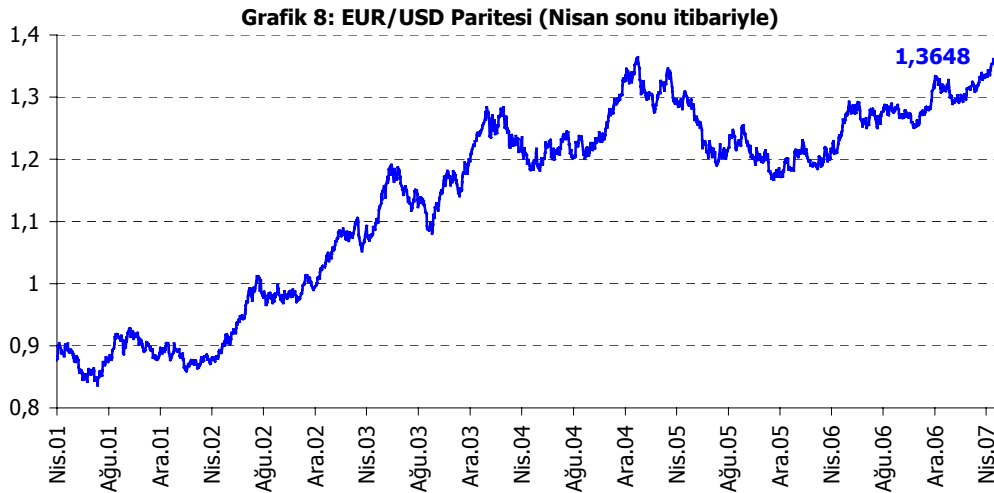
*Repo işlemleri, para piyasası fonları, vadesi iki yıla kadar olan ve finansal kuruluşlarca ihraç edilmiş borçlanma araçları
Kaynak: ECB Aylık Bülten, Mayıs 2007

• **Uzun vadeli faiz oranlarının** Mart-Nisan 2007 döneminde karışık hareketler izlediği gözlenmektedir. Küresel piyasalarda Şubat sonu ve Mart başında yaşanan dalgalanma, yatırımcıların güvenli liman olarak gördükleri tahvil piyasalarına yönelmelerine yol açmış ve bu durum tahvil getirilerini geriletmişti. Nisan ayında ise yatırımcıların euro bölgesi büyümesine ait görünüm konusunda iyimserleşmeleri, tahvil getirilerinin artmasını sağlamıştır. 10 yıllık kamu tahvil getirileri, euro bölgesinde Mart-Nisan döneminde ortalama 17 bp yükselmiştir (Grafik: 7). ABD ve euro bölgesi 10 yıllık kamu tahvil getirileri arasındaki fark Nisan sonu itibarıyla 44 bp'ye gerilemiştir.



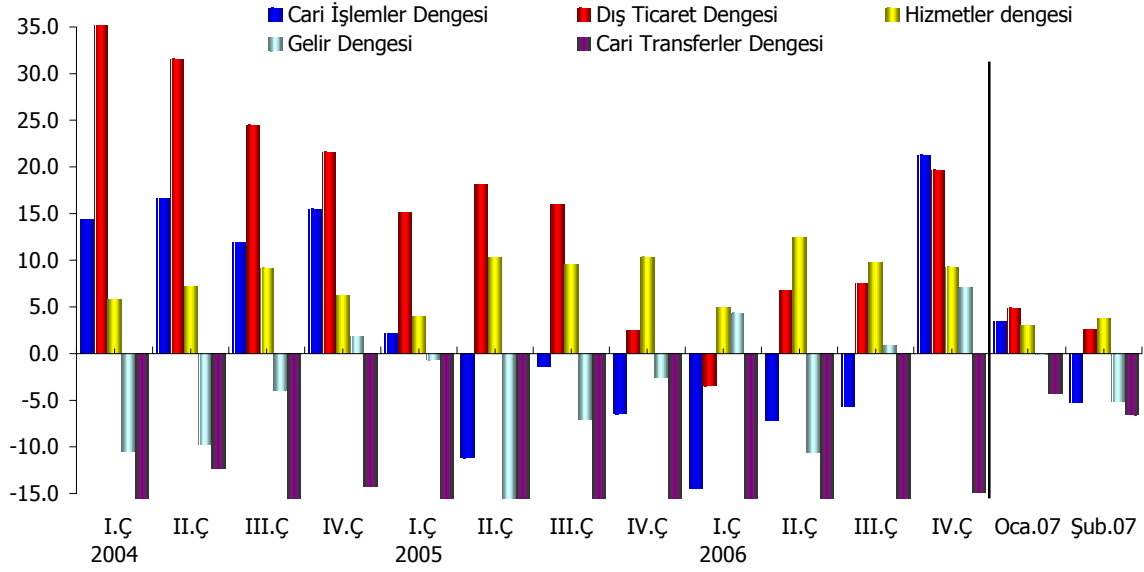
4. Döviz Kuru ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri

- Euro, Şubat ayından beri dolar karşısında değer kazanmaktadır. Son dönemlerde piyasaların ABD ve euro bölgesi ekonomilerine ait görünümünün farklılık kazandığını düşünmeleri, pariteyi etkilemektedir. Özellikle euro bölgesi ekonomisine ait güçlü verilerin yanında, ABD büyümesinin 2007 yılı ilk çeyreğinde beklentilerin altında kalması ve ABD ile euro bölgesi arasındaki faiz makasının daralması, euro'yu desteklemiştir. Bu bağlamda, **EUR/ USD paritesi** 25 Nisan 2007 tarihinde 1.365 ile tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 30 Nisan 2007 itibariyle ise parite 1.3648 seviyesinden kapanmıştır (Grafik: 8).



- **2006 yılı ödemeler dengesi verilerine göre;** euro bölgesi son çeyrekte 21.3 milyar € cari işlemler fazlası vermiş, dış ticaret fazlası ise 19.7 milyar € olarak gerçekleşmiştir (Grafik: 9). 2007 yılı verileri ise, Ocak ayında 3.5 milyar € fazla veren cari işlemler dengesinin Şubat ayında 5.3 milyar € açık verdiğini; dış ticaret fazlasının ise 4.9 milyar € seviyesinden 2.6 milyar € seviyesine gerilediğini göstermektedir.

Grafik 9: Euro Bölgesi Cari İşlemler Hesabı (milyar €, mevsimsellikten arındırılmış)



- Cari işlemler dengesinin Ocak ayında fazla vermesinin ardından, Şubat ayında açık vermesinde en önemli rolü, dış ticaret fazlasındaki azalışın oynadığı görülmektedir. Söz konusu dönemde, ihracat artışının ithalat artışının gerisinde kalması, dış ticaret fazlasının azalmasına yol açmıştır. Yine de euro bölgesi ihracatı, güçlü dış talep koşullarından yararlanmaya devam etmektedir. Özellikle Asya (Çin vs.) ve Doğu Avrupa'ya yapılan ihracat artmaktadır. Diğer yandan, yüksek petrol fiyatları da ithalat faturasını kabartmakla birlikte, euro bölgesi ihracatını olumlu etkilemektedir. Zira yüksek petrol fiyatları, petrol ihraç eden ülkelerin gelirlerini ve dolayısıyla euro bölgesi mallarına olan taleplerini artırmaktadır. İthalattaki artışta ise, stok azaltma sürecinin tersine dönmesinin etkili olduğu düşünülmektedir. Firmalar daha önce ithalatlarını azaltmışlar ve taleplerini stoklarını eriterek karşılamışlardı. Tekrar stok biriktirmeye başlamaları, firmaların ithalat taleplerinin de artmasına yol açmıştır.
- Ödemeler dengesinin finans hesabı, 2007 yılı Ocak ayında 23.1 milyar € olan net portföy ve doğrudan yatırım girişinin, Şubat ayında 16 milyar €'ya gerilediğini göstermektedir. 12 aylık kümülatif verilere bakıldığında ise, Şubat 2007'ye kadar olan dönemde 202.6 milyar €'luk net doğrudan yatırım ve portföy yatırımı girişi kaydedildiği görülmektedir. Geçen yılın aynı döneminde ise 97.7 milyar €'luk çıkış gerçekleşmişti. Net doğrudan yatırım ve portföy yatırımı girişindeki söz konusu artış, euro bölgesi borçlanma araçlarına olan dış talebin artmasından kaynaklanmaktadır. Euro bölgesi'de büyümeye yönelik beklentilerin olumlu olması da net doğrudan yatırım girişini artırmıştır.

KAYNAKLAR:

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