

Euro Bölgesi İzleme Raporu:

Mayıs 2002

I. Genel Ekonomik Gelişmeler

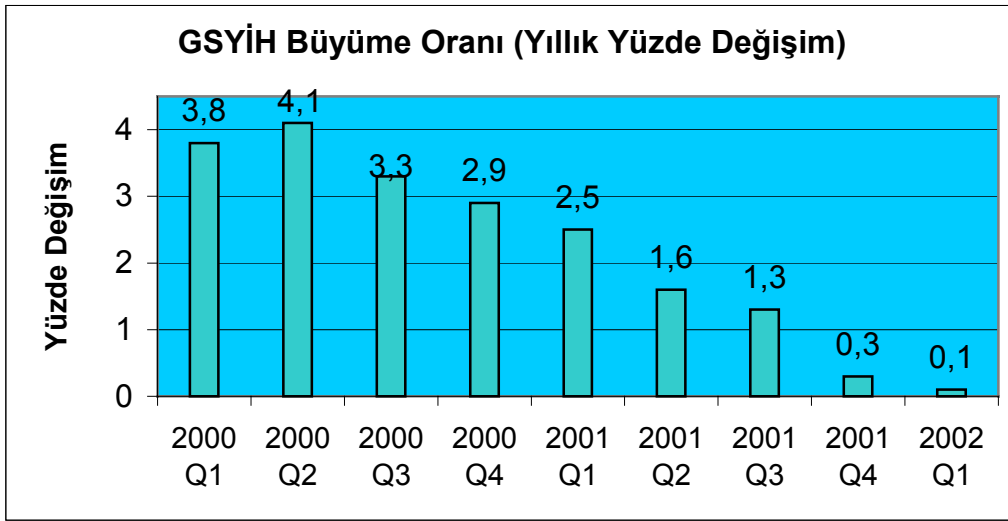
Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi'nin **2 Mayıs 2002** tarihinde yaptığı toplantı sonucunda anahtar faiz oranlarda herhangi bir değişiklik yapılmamıştır. Böylelikle söz konusu oranlar refinansman için yüzde 3.25, marjinal kredi imkanı için yüzde 4.25 ve depo imkanı için yüzde 2.25 olarak gerçekleşmiştir.

Para politikası stratejisinin ilk ayağını oluşturan **M3 para arzı** artış hızı, Şubat-Nisan 2002 döneminde yıllık bazda ortalama yüzde 7.4 (yoy-3m-avr) seviyesinde gerçekleşerek, Ocak-Mart 2002 dönemindeki değerinin yüzde 0.2 altında seyretmiştir. Ancak aylık göstergelere bakıldığında Nisan ayında M3 artış hızında bir yükseliş yaşandığı gözlenmektedir. ECB yetkilileri söz konusu yükselişin nedeni olarak geçtiğimiz yıl sonuna doğru yaşanan belirsizlik ortamının yarattığı likidite birikimini ileri sürmekte, ancak söz konusu likidite birikiminin normal seviyelere dönme yönünde yavaş hareket etmesinin olumsuz bir gösterge olduğunu ifade etmektedirler. Bununla birlikte, piyasa aktörleri geçtiğimiz yıl sonunda yaşanan olayların etkilerinin günümüzde de sürmesinin inandırıcılığını yitirmeye başladığına dair yorumlar yapmaktadır.

M3 para arzı artış hızı halen referans değerinden oldukça üzerindedir. Ekonomik aktivitede yaşanan toparlanma sinyalleri de göz önünde bulundurulursa, fazla likiditenin orta vadede bir tehdit oluşturmasını önlemek için faiz oranlarında bir düzeltme gerekebilecektir.

Para politikasının, enflasyon göstergeleri, büyüme performansı vs. gibi M3 para arzı dışındaki temel makroekonomik göstergelerin ele alındığı ikinci ayağı çerçevesinde yer alan gelişmeler incelendiğinde göze çarpan ilk gelişme, euro alanı ekonomisinin 2001 yılının son çeyreğindeki yüzde 0.3'lük gerilemenin ardından 2002 yılının ilk çeyreğinde daha çok net ihracattaki gelişmelerden kaynaklanan yüzde 0.2'lik bir büyüme yaşamasıdır. Ancak üç aylık bazda yıllık büyüme tahmini (Q/Q-4) baz etkiler nedeniyle yüzde 0.1 seviyesine gerilemiştir. Ekonomik daralmanın 2002 yılı ile birlikte yerini küçük çaplı da olsa bir toparlanmaya bırakması; imalat sanayi ve hizmetler sektörü anketleri ve finansal piyasa göstergeleri gibi öncü göstergelerde yaşanan olumlu gelişmelerle birleşerek, Euro Alanının bu yıl içerisinde tekrar

potansiyel seviyelerde büyüebileceğini ve 2003 yılında olağan büyüme hızlarına kavuşulacağını göstermektedir. Ancak, hatırlatılması gereken önemli bir nokta, Euro Alanındaki mevcut yapısal katılıkların halen sürdüğü, para ve maliye politikalarının ise ABD ekonomisinden daha pasif bir rol oynadığı gerçeğidir. Buradan çıkarılacak sonuç, Euro Alanının iç dinamiklere dayanan bir büyüme performansı yakalamakta güçlük çekeceği ve ABD'de yaşanacak ikinci bir daralma, petrol fiyatlarında ani artışlar gibi dışsal şoklara büyük ölçüde açık olacaktır. Kaldı ki işgücü maliyetlerinde yaşanan artışlar da büyümeyi sınırlayabilir.

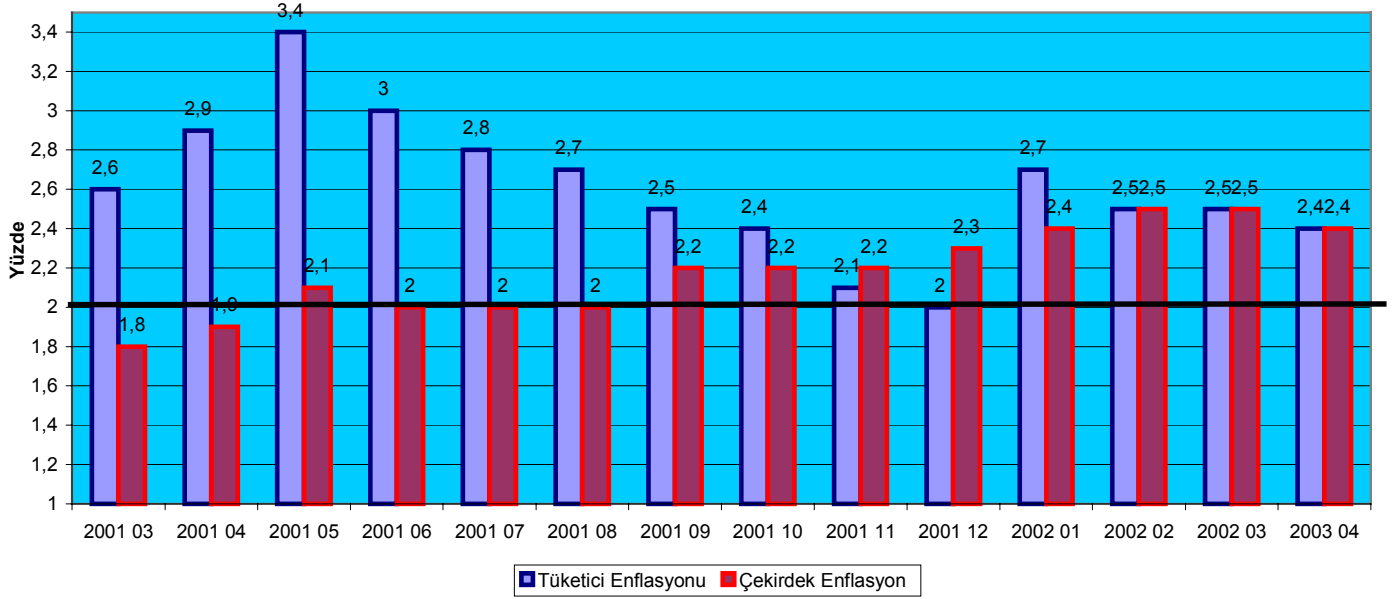


İmalat Sanayi Üretim Endeksi, Şubat ayında yüzde 0.2, Mart ayında da yüzde 0.5 artış göstermiştir. Söz konusu ifadeler bir öncü gösterge olarak imalat sanayinin toparlanma içerisine girdiğine işaret etse de toparlanmanın boyutu halen belirsizliğini korumaktadır. Kaldı ki, **bir yıl öncesinin aynı dönemi** ile karşılaştırıldığında imalat sanayi üretim düzeylerinin Şubat ayında yüzde 3.3, Mart ayında da yüzde 2.9 gerilemiş olması da yaşanan toparlanmanın halen çok düşük seviyelerde olduğunu göstermektedir.

Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP), Nisan ayında aylık bazda yüzde 0.5, yıllık bazda ise yüzde 2.4 artış göstermiştir. Bir önceki aya göre yaşanan 0.1 puanlık düşüş temel olarak gıda fiyatlarında geçen yıl yaşanan büyük artışların dışlanması sonucunda yaşanan baz etkiden kaynaklanmaktadır. Söz konusu etkinin önümüzdeki aylarda da süreceği ve bu sayede enflasyon oranının 2002 yılı içerisinde ECB'nin hedefi olan yüzde 2 seviyesinin altına ineceği tahmin edilmekle birlikte, enerji fiyatlarında yaşanan söz konusu artışların devam etmesi durumunda hedef düzeylere daha uzun sürede ulaşılabileceği düşünülmektedir. Ek olarak, fiyatlar genel

seviyesine reel sektörden gelecek baskıların asıl kaynağı işgücü maliyetleri olduğu için, özellikle Almanya ve İtalya'daki toplu sözleşme görüşmelerinde yaşanan olumsuz gelişmeler işe alımları etkilediği gibi üretim maliyetlerini de kötü etkileyebilecektir.

Tüketici Enflasyonu ve Çekirdek Enflasyon
(1996=100 yıllık yüzde değişim)



Enerji fiyatları ise uzun süredir devam eden düşüş trendini korumakla beraber; ham petrol fiyatlarında son dönemde yaşanan artışların da etkisiyle hız kesmiş, böylelikle Mart ayında yüzde 1.5 gerilerken Nisan ayında yüzde 0.5 gerilemiştir. Enerji, tütün ve gıda fiyatlarını dışlayan çekirdek enflasyon ise, Mart ayında yüzde 2.5 düzeyinde seyrederken, Nisan ayında yüzde 2.4'e gerilemiştir. Böylelikle çekirdek enflasyon, 2001 yılının Kasım ayından bu yana devam eden yükselişine son vererek düşüşe geçmiş görünmektedir. Alt kalemlerine bakıldığında ise daha önceki aylarda çekirdek enflasyonda yaşanan artışların temel kaynağı olan eğitim kalemi ile oteller ve restoranlar kalemine ait artış hızlarının Nisan ayında bir önceki aya göre gerilediği; bununla birlikte giyim, sağlık ve taşımacılık fiyatlarının artış hızlarında bir yükselme olduğu gözlenmektedir.

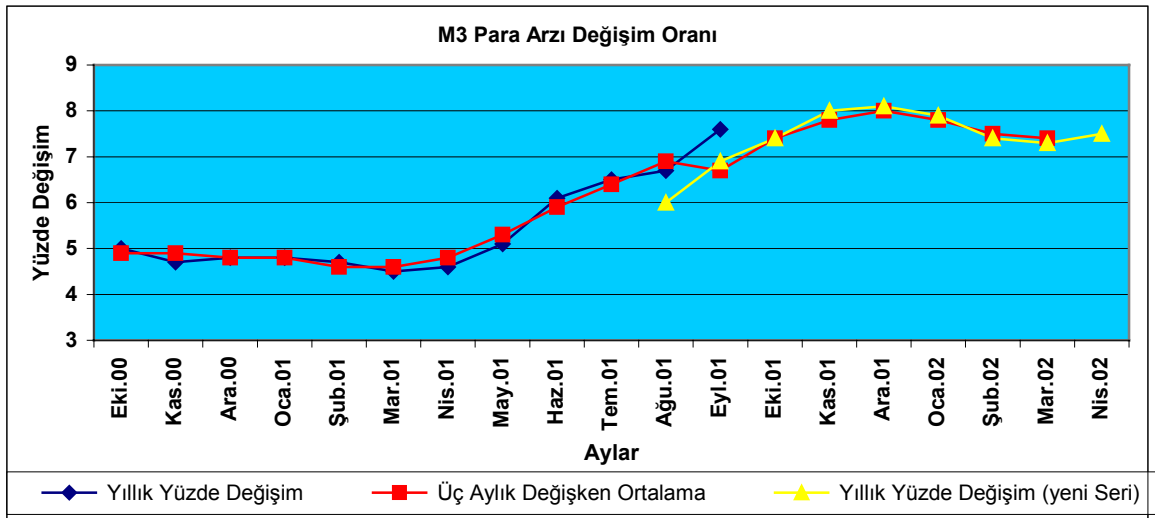
İşsizlik göstergelerine bakacak olursak, son beş aydır yüzde 8.4 seviyesinde sabit seyreden euro alanı işsizlik oranının oldukça iyi bir performans gösterdiği söylenebilir. Ancak, 2001 yılında yaşanan ekonomik durgunluk göz önünde bulundurulduğunda işsizlik oranının önümüzdeki aylarda artması söz konusu olabilir.

Bununla birlikte, Avrupa işgücü piyasalarının geçtiğimiz dönemde yaşanan ılımlı ücret ayarlamalarının ve yapısal reformların olumlu etkilerinden yararlandığı, bu nedenle işsizlik oranında yaşanacak artışın ekonomik yavaşlamaya oranla daha düşük bir düzeyde gerçekleşebileceği ileri sürülmektedir.

Özetle, M3 para arzı artış hızının yüksek seyri ve enflasyon rakamlarının hali hazırda hedef değer olan yüzde 2'nin üzerinde seyretmesi, para politikasının ikinci ayağıyla ilgili verilerde yaşanan iyileşmenin de etkisi ile orta vadede faiz artırımını yönünde baskı yaratabilir. Ancak, ekonomik aktivitede yaşanan toparlanma daha belirgin bir hal almadan ECB'nin anahtar faiz oranlarını yükseltmesi olası görünmemektedir.

II. Parasal Gelişmeler

M3 para arzı yıllık bazda, Şubat ayında yüzde 7.4, Mart ayında yüzde 7.3 ve Nisan ayında yüzde 7.5 artarak üç aylık ortalama artış hızının Şubat-Nisan 2002 döneminde yüzde 7.4 düzeyine gerilemesine neden olmuştur.



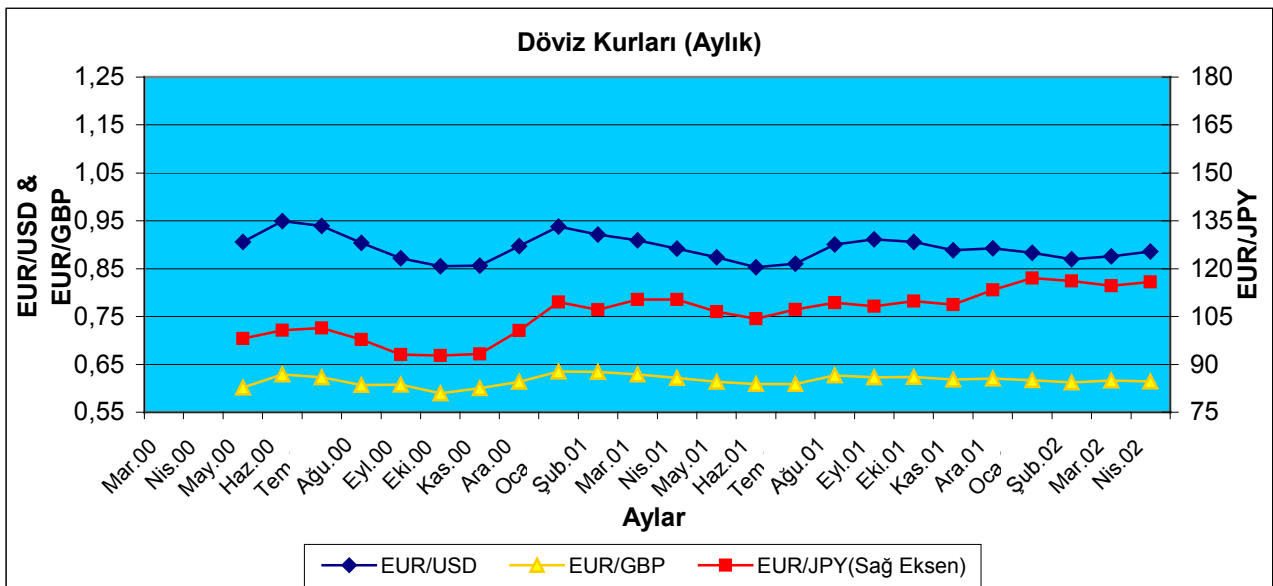
M3 para arzının artış hızında üç aylık bazda yaşanan düşüş belirsizlik ortamının ortadan kalkmaya başladığına işaret etse de, aylık bazda yaşanan artış söz konusu düşüşün istikrarı konusunda yaygın bir endişe yaratmıştır. Geniş anlamda para arzı artış hızında yaşanacak bir katılık beklenenden erken bir faiz artırımına gidilmesi olasılığını gündeme getirmektedir.

M3 para arzının alt bileşenlerine bakılacak olursa, dolaşımdaki paranın (emisyon) artış hızı, yıllık ifadelerle, Nisan ayında Mart ayındaki yüzde -25.1 seviyesinden yüzde -21.7'ye yükselmiş; gecelik mevduatlardaki değişim oranı ise yükselişine devam ederek Nisan ayında 0.3 puan artışla, yüzde 12.4 olarak gerçekleşmiştir. Sonuçta, dar anlamda para arzı (M1) artış hızı Mart ayındaki yüzde 5.9'luk düzeyinden Nisan ayında yüzde 6.9'a yükselmiştir. Gecelik mevduat dışındaki kısa vadeli mevduatların seyrine bakıldığında ise söz konusu mevduatların yıllık artış hızının Mart ayındaki yüzde 6.5 seviyesinden Nisan ayında yüzde 6.0'ya gerilediği gözlenmektedir.

III. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler

Euro nominal efektif döviz kuru Nisan ayında uluslararası döviz piyasalarında yaşanan gelişmelere paralel olarak aylık ortalama ifadelerle yüzde 0.5 değer kazanırken, söz konusu kuru tüketici fiyatlarına göre uyumlandırılmış ifadesi olan reel efektif döviz kuru da aynı dönemde yüzde 0.5 değer kazanmıştır. Nominal efektif döviz kuru, euro alanının en önemli 12 ticaret ortağının euro karşısındaki döviz kurunun, söz konusu ülkenin Euro Alanı dış ticaretindeki payı ile orantılandırılması sonucunda bulunmaktadır.

Uluslararası döviz piyasaları Nisan ayında Amerikan dolarının önde gelen para birimleri karşısında değer kaybına sahne olmuştur. Diğer ülke para birimlerinin sakin seyrine bağlı olarak euro Japon yeni karşısında istikrarlı bir seyir izlerken İngiliz sterlini karşısında değer kazanmıştır.



Amerikan doları, Nisan ayında özel tüketim harcamalarının gelecek performansına ilişkin olumsuz verilere bağılı olarak düşüş eğilimine girmiştir. Düşüşü destekleyen diğere unsurlar da ay sonunda açıklanan verilerin Amerikan şirketlerinin gelirlerine ilişkin olumsuz gelişmelere işaret etmesi ve Federal Rezerv Başkanının açıklamalarına bağılı olarak piyasa aktörlerinin faiz beklentilerinde yaşanan düşüş olarak ifade edilebilir. Sonuç olarak euro, dolar karşısında Nisan ayı içinde ortalama yüzde 1.1 değer kazanmıştır.

Nisan ayının ilk haftasında Japon yatırımcıların kar transferlerine bağılı olarak değer kazanan Japon yeni, daha sonraki haftalarda Japon hükümeti tarafından ekonomik aktiviteye ilişkin olarak yapılan değerlendirmelerin hisse senedi piyasalarında yarattığı olumlu yansımayla birlikte dolar karşısında değer kazanmaya devam ederken euro karşısında dar bir aralıkta hareket etmiştir. Sonuç olarak euro Nisan ayı sonunda Japon yeni karşısında Mart ayı sonundaki değerlerine yakın seyrederken aylık ortalama ifadelerle yüzde 0.9 değer kazanmıştır.

İngiltere ekonomisinin büyüme performansı ile ilgili olumlu beklentiler İngiliz sterlininin Nisan ayında euro karşısında istikrarlı bir seyir izlemesine, dolar karşısında ise değer kazanmasına neden olmuştur. Ay sonuna doğru yaşanan teknik satışlarla sterlin euro karşısında bir miktar gerilemiştir. Sonuç olarak euro Nisan ayında aylık ortalama ifadelerle İngiliz sterlini karşısında yüzde 0.3 değer kaybetmiştir.

IV. Ödemeler Dengesine İlişkin Gelişmeler

Euro Alanı cari işlemler dengesi 2002 yılının Mart ayında 3.7 milyar euro fazla vererek, 2001 yılının Mart ayında yaşanan 0.6 milyar euro'luk fazlanın büyük ölçüde üzerinde seyretmiştir. Söz konusu fark mal ticareti dengesinde yaşanan fazlanın Mart 2001'deki 6 milyar euroluk seviyesinden Mart 2002'de 10.8 milyar euroya yükselmesinden kaynaklanmaktadır. Ek olarak, gelirler ve hizmet ticareti dengelerinde yaşanan açıklarda bir değişiklik yaşanmazken, cari transferler kaleminde yaşanan açığın bir yıl öncesine göre artış göstermesi mal ticareti dengesinde yaşanan fazlanın etkilerini frenler niteliktedir.

Üç aylık veriler karşılaştırıldığında cari işlemler dengesi 2002 yılının ilk çeyreğinde 4.3 milyar euro fazla vererek, geçen yılın aynı dönemindeki 10.5 milyar

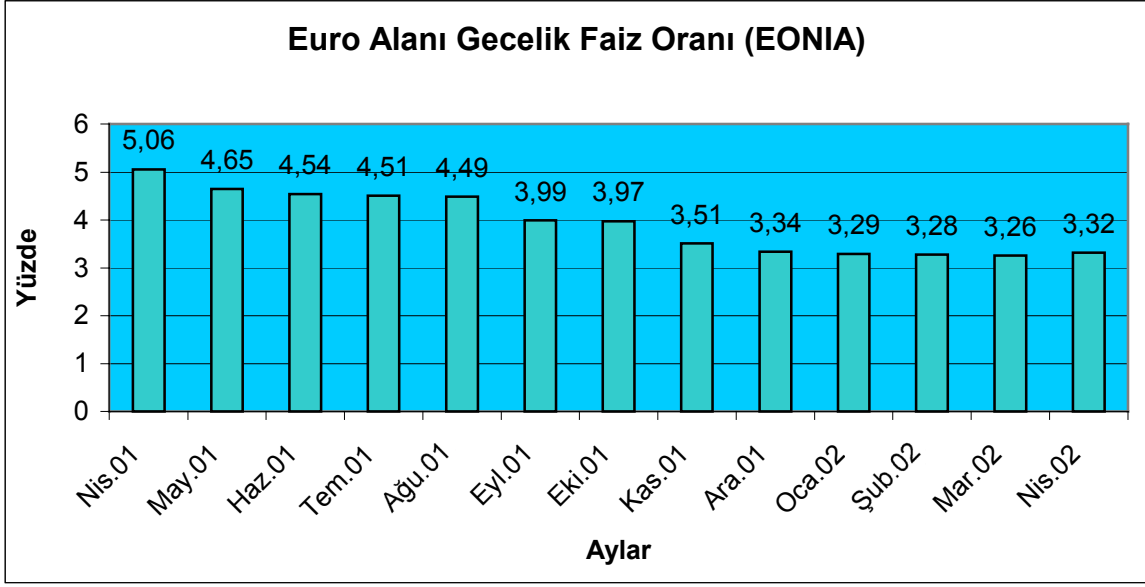
euroluk açıkla karşılaştırıldığında oldukça farklı bir görüntü sergilemektedir. Söz konusu değişikliğin ana kaynağı ise toplam mal ithalatının yılının ilk çeyreğinde mal ihracatından daha fazla daralması sonucunda mal ticaret fazlasının artış göstermesidir. Bununla birlikte, cari transferler ve hizmet ticaretinde yaşanan açıklar aynı dönemde artış göstererek cari işlemler fazlasında yaşanan artışı baskılamıştır.

Mevsimsellikten arındırılmış veriler ise, mal ihracat ve ithalatının Mart 2002'de de bir önceki ay başlayan artış trendini koruduğunu göstermektedir. İthalattaki artış, petrol fiyatlarında yaşanan artışların bir yansıması olarak, ihracattaki artıştan fazla olmuştur. Sonuç olarak, cari işlemler dengesi gelişmeleri ekonomik canlanmanın devam ettiğini, ancak hız kazanması için zamana ihtiyaç olduğunu göstermektedir.

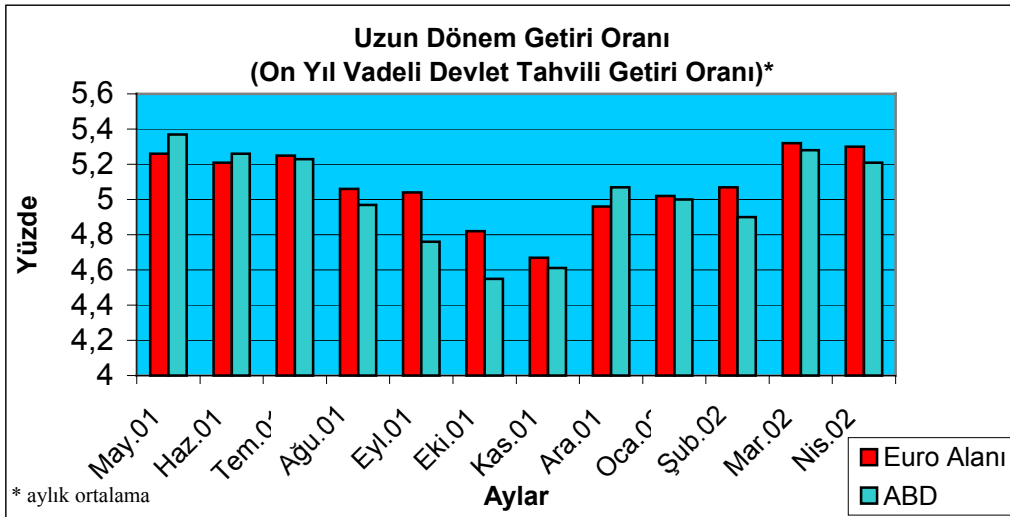
Sermaye hesabı Mart ayında 2.2 milyar euroluk oldukça sınırlı bir net sermaye girişiyle dengeye oldukça yakın seyretmiştir. Euro Alanı doğrudan sermaye yatırımlarında yaşanan 5.9 milyar euroluk net sermaye çıkışına karşılık portföy yatırımlarında görülen 8.1 milyar euroluk sermaye girişi sonucunda ortaya çıkan bu gelişme, uluslararası sermayenin halen küresel ekonomideki karlı yatırım olanaklarından çok güvenli yatırımları tercih ettiğini göstermektedir. Doğrudan sermaye yatırımları kaleminde yaşanan net sermaye çıkışı, daha çok Euro Alanı dışına yapılan öz sermaye yatırımlarından kaynaklanmaktadır. Portföy yatırımlarında yaşanan giriş ise hisse senedi ve borçlanma araçlarına yapılan yatırımlarda kaydedilen net sermaye girişlerinden kaynaklanmaktadır.

V. Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler

Euro Alanı para piyasalarında oluşan kısa dönemli faizler Mart ayında yaşanan yükselişin ardından Nisan ayında düşüşe geçmiştir. Söz konusu düşüşlerin daha çok bir yıla yakın vadelerde yoğunlaştığı gözlemlenmektedir. Buna karşın gecelik faizler (EONIA) Nisan ayı içerisinde düzenlenen ihalelerde refinansman oranının (yüzde 3.25) biraz üzerinde istikrarlı bir seyir izlemiştir. Bu durumun tek istisnası bankacılık kesiminin rezerv tamamlama döneminin sonunda yaşanan likidite sıkışıklığı dolayısıyla gecelik faizlerin yüzde 3.90 seviyelerine yükselmesine neden olan likidite sıkışıklığıdır. Aylık ortalama ifadelerle ele alındığında euro alanı gecelik faizleri Nisan ayında yüzde 3.32 seviyelerinde seyretmiştir.



On yıllık devlet tahvili ile ölçülen euro alanı uzun dönemli getirileri ise küresel ekonomik büyümeye ilişkin görünümün eskisine göre daha az ümit verici olması ve Euro Alanı özelinde enflasyon beklentilerindeki kötüleşmeyle birlikte düşüşe geçmiştir. Sonuç olarak, uzun dönem getiriler Nisan ayında ortalama 0.02 puanlık bir düşüşle yüzde 5.30 seviyesinde seyretmiştir. Amerikan on yıllık devlet tahvillerinin getirileri ise 0.07 puan düşerek yüzde 5.21 seviyesine gerilemiş, böylelikle iki piyasa arasındaki getiri farkı (spread) Nisan ayında -0.09 puana yükselmiştir.



Amerikan uzun dönemli getirilerinde yaşanan düşüşler, yayınlanan makroekonomik verilerin beklentilerin altında gerçekleşmesi ve Orta Doğu'da yaşanan kargaşanın ekonomik canlanmanın süre ve boyutuna ilişkin kaygıları

artırmasından kaynaklanmaktadır. Bununla birlikte, Amerikan Merkez Bankası (FED) başkanının Nisan ayı ortasında ABD Kongresi'nin Ekonomi Komitesi önünde yaptığı konuşmaya bağlı olarak, politika hedefi olan kısa dönemli faizlerde yapılacak bir artırımın zamanına ilişkin beklentiler de revize edilmiştir.

Euro alanı uzun dönem getirilerinde yaşanan gelişmeler ise, ekonomik büyümeye ilişkin beklentilerde yaşanan kötüleşme ile birlikte uzun dönemli enflasyon beklentilerinde yaşanan yukarı doğru bir revizyonu yansıtmaktadır. Piyasa beklentilerinde yaşanan söz konusu değişiklikler Orta Doğuda yaşanan gerginlikler ve bunun petrol fiyatlarına yansımalarının etkilerini taşımaktadır. Ayrıca, son dönemde yayınlanan makroekonomik verilerin ekonomik toparlanmanın halen belirsizliğini koruduğuna işaret etmesi ve Amerikan tahvil piyasalarında yaşanan gelişmelerin taşma etkileri de beklentiler üzerinde etkili olmuştur.

Amerikan, ve Euro Alanı hisse senedi piyasaları, piyasa aktörlerinin ekonomik toparlanmanın gücü ve kapsamına ilişkin beklentilerindeki kötüleşme nedeniyle Mart sonu ile 30 Nisan 2002 tarihleri arasında sırasıyla yüzde 6 (S&P 500 endeksi) ve yüzde 5 (EURO STOXX endeksi) değer kaybetmiştir. Japonya hisse senedi piyasaları ise aynı dönemde yüzde 5 (Nikkei 225 endeksi) değer kazanmıştır. Fiyat hareketlerine ilişkin beklentilerdeki belirsizliği ifade eden fiyat dalgalanmaları (volatilité) ise yukarıdaki gelişmelere paralel olarak ABD ve Euro Alanında artış gösterirken Japonya'da düşüş göstermiştir.

S&P 500 endeksi'nde yaşanan değer kaybı ve artan volatilité, Amerikan ekonomisine ilişkin olarak yayınlanan makroekonomik verilerin piyasa aktörlerinin beklentilerinden kötü çıkmasından kaynaklanıyor görünmektedir. Amerikan şirketlerinin 2002 yılının ilk çeyreğine ilişkin gelir beyanları çelişkili işaretler verse de genel olarak bakıldığında piyasa beklentilerinin altında gerçekleşmiş; böylelikle hisse senedi fiyatlarında yaşanan düşüşe katkıda bulunmuştur. Sektörel bazda ele alındığında, ekonomik canlanmanın beklenenden daha zayıf bir hal alması durumunda bundan en çok etkilenecek sektör olan bilişim sektörü hisseleri; beklentilerde Nisan ayında yaşanan olumsuzluklardan en çok etkilenen sektör olmuştur. Üstelik, muhasebe standartları ve gelir beyanatı ile ilgili olarak piyasalarda bir süredir yaşanmakta olan olumsuz hava bilişim sektörünü halen etkiler görünmektedir. Söz konusu etkilerin bir yansıması olarak Nasdaq endeksi Mart sonu ile 30 Nisan 2002 tarihleri arasında yüzde 9 değer kaybetmiştir.

Nikkei 225 endeksinin Şubat ayında önde gelen hisse senedi piyasalarında yaşanmaya başlanan yükseliş trendini diğer önde gelen piyasaların tersine Nisan ayında da sürdürmesi, temel olarak Japon ihracat sektörüne ilişkin olumlu beklentilerden kaynaklanmaktadır.

Euro alanı hisse senedi piyasalarında Nisan ayında yaşanan düşüş ise, sektörel faktörlerin yanısıra piyasa aktörlerinin ekonomik canlanma ve uzun dönemli enflasyon beklentilerinde küçük de olsa yaşanan bozulmaya dayanmaktadır. Bu ortamda, Eurostoxx endeksine ilişkin volatilité değerleri de yüzde 3 artış göstermesine karşın son iki yılın ortalamalarının altında seyretmiştir.

Hazırlayan:

Durukan Payzanođlu

Uzman Yardımcısı

DÖVİZ KURLARI (GÜNLÜK)

EUR/USD & EUR/GBP

