

Euro Bölgesi İzleme Raporu:

Mayıs-Temmuz 2001

I. Genel Ekonomik Gelişmeler

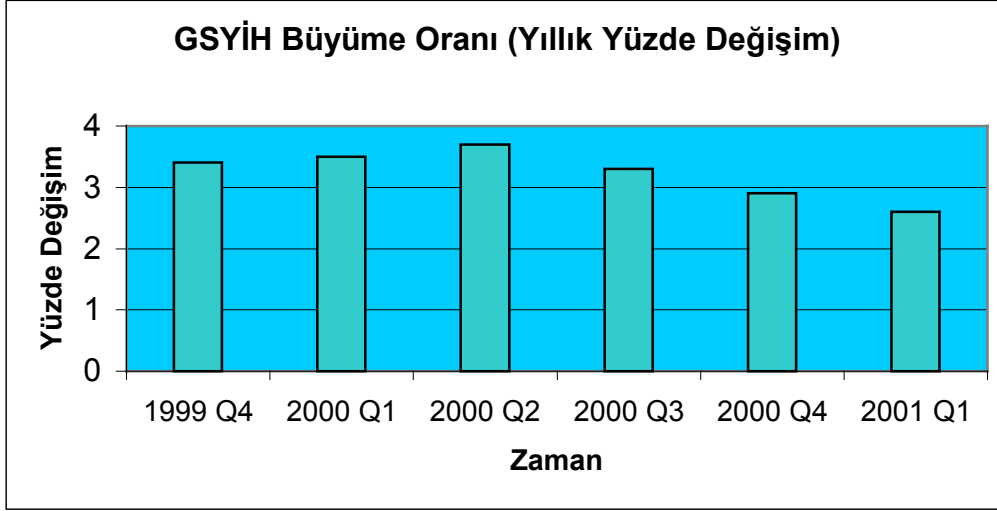
Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi, 10 Mayıs 2001'de yaptığı toplantıda, refinansman oranını 0.25 puan düşürerek yüzde 4.50 olarak belirlemiştir. Böylelikle, marjinal kredi imkanları için uygulanan faiz oranı yüzde 5.50'ye gerilerken, mevduat imkanları için uygulanan oran 3.50 düzeyinde gerçekleşmiştir. Haziran ve Temmuz aylarında söz konusu faiz oranlarında bir değişikliğe gidilmemiştir.

Mayıs ayında yaşanan faiz indiriminin orta vadeli fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda gerçekleştirildiğini belirten ECB yetkilileri, Mayıs sonunda ve Haziran ortasında ABD'de yaşanan faiz indirimlerine karşın herhangi bir değişikliğe gidilmemesinin, ECB'nin para politikası stratejisinin iki sütunu (M3 para arzı artış oranı ile dışsal faktörler) çerçevesinde elde edilen bilgiler doğrultusunda, Yönetim Konseyi'nin mevcut faiz oranlarının orta vadede fiyat istikrarının sağlanması açısından uygun olduğu kararına dayandığını belirtmişlerdir.

Para politikası stratejisinin ilk sütunuyla ilgili olarak, M3 para arzının artış hızının ECB'nin daha önceki faiz artırımları dolayısıyla 2001 baharından bu yana düşüş gösterdiği, bu nedenle fiyat istikrarı açısından bir tehdit oluşturmadığı belirtilmektedir. Verilerin referans değer olan yüzde 4.5'ten yüksek olması ile ilgili olarak ise, Euro Alanı dışında yaşayanların ellerinde bulundurdukları piyasa enstrümanlarının verileri çarpıtması sonucunda gerçekleştiği; bunların dışlanması durumunda verilerin referans değerinin altında seyrettiği savunulmaktadır. Ancak, Temmuz ayı sonunda açıklanan veriler, sapmalar dışlandıktan sonra dahi referans değerinin üzerinde kalmaktadır.

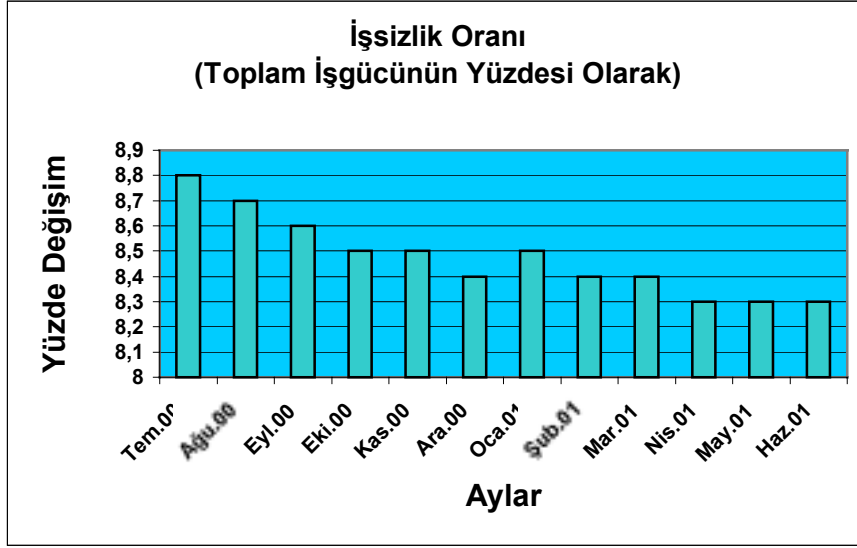
İkinci sütunu oluşturan etmenler ele alınırsa; küresel daralmaya paralel olarak GSYİH büyüme hızında yaşanacak yavaşlamanın enflasyon üzerinde olumlu etkileri olacağı açıktır. Ancak, daralmanın şiddeti beklenenden fazla olursa birinci sütunla ikinci sütun arasında bir tezatlık oluşma olasılığı gündeme gelebilir. Yani, M3 artış hızı fiyat istikrarının korunması için daraltıcı para politikası gerektirirken, ekonomik

daralma ve gerileyen iç talep sürdürülebilir büyüme çerçevesinde genişletici para politikasını gerektirebilir. Her ne kadar fiyat istikrarı ECB'nin ana hedefiyse de böyle bir durumda seçim yapması zorlaşacaktır.



Mayıs ve Haziran aylarında küresel yavaşlamaya paralel olarak, GSYİH artış hızında Euro Alanı genelinde yaşanan yavaşlamanın potansiyel GSYİH artış hızının trend değerinin altına düşmesine neden olmayacağı düşünülmektedir. Bu eğilimleri destekleyecek şekilde, Haziran ayında ECB tarafından yayınlanan tahminlerde 2001 yılı için GSYİH artış hızının 2000 yılındaki yüzde 3,4'lük düzeyinden yüzde 2.1 ile 3.1 arasında bir değere düşeceği; ancak Euro Alanı'ndaki temel göstergelerdeki iyileşmeler ve vergi reformları sayesinde iç talebin GSYİH'ye katkısının yüksek düzeyde seyredeceği belirtilmektedir.

Ancak, Temmuz ayına gelindiğinde Eurostat tarafından 2001 yılının ilk çeyreği için yüzde 0.5 olarak açıklanan büyüme tahminleri, küresel yavaşlamaya ek olarak iç talebin de beklenenden hızlı şekilde daraldığını göstermektedir. İnşaat sektöründeki yatırımlarda yaşanan düşüşle birlikte dünya ekonomisindeki yavaşlamadan etkilenen toplam yatırım, yükselen enerji ve gıda fiyatlarına bağlı olarak düşen alım gücü nedeniyle beklenenden düşük bir artış gösteren toplam tüketim harcamaları ile birleşerek toplam talepte bir daralmaya neden olmuştur. Ek olarak, Temmuz ayı sonunda yayınlanan veriler, **imalat sanayi üretim düzeyinde geçtiğimiz üç ayda yaşanan düşüşün bu ay da sürerek üretim düzeyinin 1998 yılının Aralık ayından bu yana en düşük seviyeye gerilediğini göstermektedir.**



İşgücü istatistiklerine bakıldığında, işsizlik oranında son birkaç yılda yaşanan istikrarlı düşüşün durduğu görülmektedir. Temmuz ayı sonunda açıklanan verilere göre işsizlik oranı Haziran ayında yüzde 8.3 düzeyinde sabit kalmıştır. İşsizlik oranının Mayıs ayındaki değerini koruması, yukarıda değinilen diğer faktörlerle birlikte, Euro Alanı'nda yaşanan daralmanın üçüncü çeyrekte de süreceğinin göstergesi olarak algılanmaktadır.

Yukarıda değinilen göstergeler faiz indirimi yönünde baskı yapsa da, yapısal reformlar nedeniyle temel göstergelerde yaşanan düzelme ile birlikte vergi indirimlerinin harcanabilir gelirden yaratacağı iyileşme sayesinde iç talebin 2001 yılının geri kalan döneminde toparlanarak, büyüme değerlerinin 2001 ve 2002 yılı için potansiyel GSYİH büyüme hızının trend değerinde seyretmesine neden olabileceği; böylelikle ECB'nin faiz indirimine gitmeden önce en azından Eylül ayına kadar bekleyeceği düşünülmektedir.

II. Fiyat İstikrarına İlişkin Gelişmeler

Mayıs ayı için açıklanan enflasyon verileri HICP'nin aylık bazda yüzde 0.5, yıllık bazda ise yüzde 3.4 değiştiğini göstermektedir. Bu rakam son birkaç yılın en yüksek düzeyine işaret etse de, enflasyonun daha çok gıda ve enerji sektörlerinde yaşanan dışsal şoklar dolayısıyla gerçekleşmiş olması, sıçramanın geçici olduğunun

ve verilerin zaman içinde normale döneceğinin işaretçisi olarak algılanmaktadır. Haziran ayı için açıklanan enflasyon verilerine bakıldığında, HICP endeksinin aylık bazda yüzde 0.1 ve yıllık bazda yüzde 3.0 artarak nisan ayındaki 2.9'lük düzeyin biraz üzerinde gerçekleşmesinin yukarıda değinilen eğilimi destekler nitelikte olduğu görülmektedir. Söz konusu artışlar, her ne kadar, geçici de olsa piyasa aktörlerinin ücret belirlemeleri üzerinde etkili olduğu takdirde fiyat istikrarını tehdit eder hale gelebilecektir.

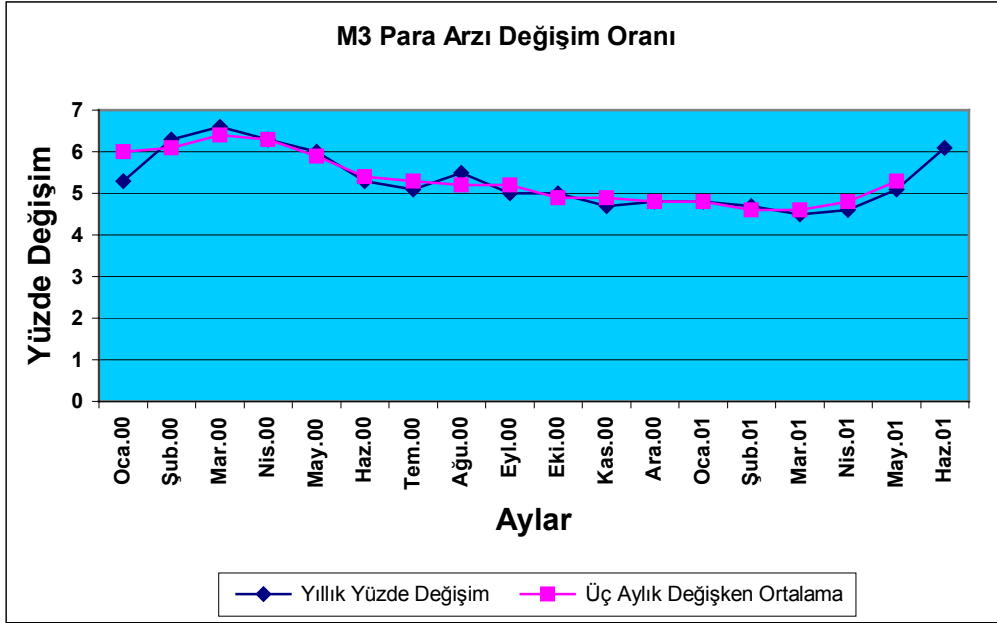
Kamu kesimi dengesi ele alındığında, birçok Euro Alanı ülkesinde İstikrar ve Büyüme Paktı çerçevesinde hazırlanan istikrar programlarında belirtilen rakamlardan sapmalar yaşanacağı görülmektedir. Söz konusu durum, 2002 yılı bütçeleri hazırlanırken göz önünde bulundurulmazsa, fiyat istikrarı açısından orta vadede tehdit oluşturma eğilimi göstermektedir. Ancak, Euro Alanı ülkeleri Pakt dolayısıyla bu değerleri referans değere çekmek zorundadırlar.

Euro banknotlar ve madeni paraların fiyat istikrarı açısından yaratacağı etkiler incelendiğinde, 2001 yılı sonuna doğru toplam talepte yaşanacak bir patlama olasılığı bir tehdit oluşturur gibi görünse de söz konusu olay gerçekleşse bile, 2002'den itibaren söz konusu patlamanın ortadan kalkmasıyla fiyatlar eski seviyesine dönecektir. Fiyat istikrarı açısından tehdit olabilecek bir diğer unsur da perakendecilerin euro değişimi sırasında fiyatları gizlice artırarak 2002'nin ilk aylarındaki kargaşadan yararlanmaları olasılığıdır. Ancak, bu gerçekleşse bile, fiyatlardaki artış kısa sürede fark edileceği için etkileri geçici olacaktır. Ayrıca, piyasalarda euronun tedavüle girmesi ile artacak rekabet ve şeffaflık da söz konusu enflasyonist baskıların dizginlenmesini kolaylaştıracaktır.

III. Para Politikasına İlişkin Gelişmeler

M3 para arzı ile ilgili olarak, daha önceki dönemlerde artırılan faiz oranlarının katkısıyla disiplin altına alınmaya çalışılan M3 para arzının artış hızının, 2000 yılı bahar aylarından bu yana yavaş yavaş azalmaya başladığı; Ocak-Mart 2001 döneminde, üç aylık ortalama ifadeyle yıllık bazlı M3 artışının yüzde 4.8 (3m-yoy-avr) olarak gerçekleşmesine rağmen, özellikle yabancılar tarafından alınan M3 alt

bileşenlerinin verileri çarpıttığı göz önünde bulundurulduğunda, söz konusu verileri dışlayan değerlerin uzun zamandır referans değer olan yüzde 4.5 düzeyinin altında seyrettiği; dolayısıyla Mayıs 2001 itibariyle geniş anlamda para arzının fiyat istikrarı üzerinde bir tehdit oluşturmadığı ifade edilmiştir.

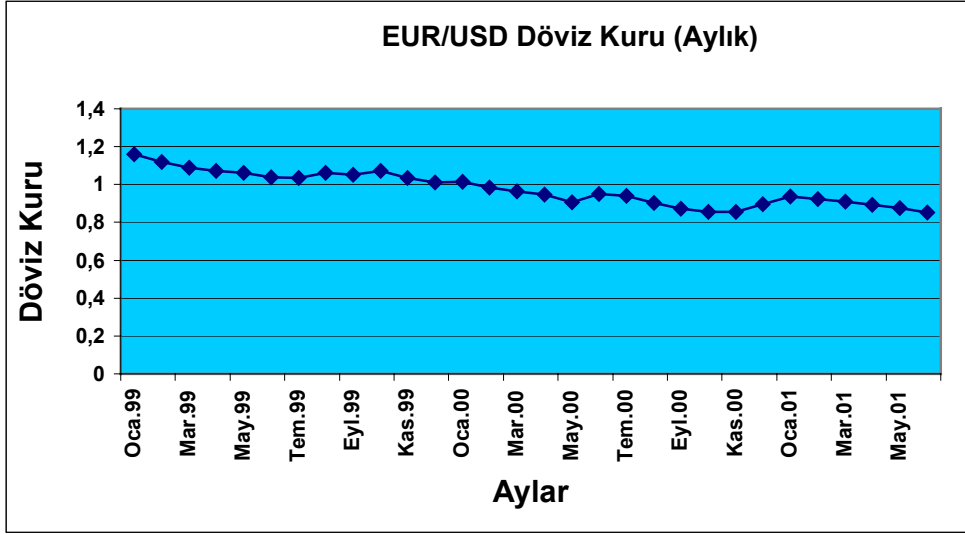


Haziran ve Temmuz aylarında Euro Alanı dışında yaşayanların sahip oldukları para piyasası enstrümanlarının dışlandığı aynı veriler Şubat-Nisan 2001 dönemi için yüzde 4.6 ve Mart-Mayıs 2001 dönemi için yüzde 4.9 düzeyinde gerçekleşmiştir. ECB tarafından yayınlanan yeni verilerin Euro Alanı dışında yaşayan kişilerin elinde bulundurduğu diğer birtakım enstrümanları da kapsamı nedeniyle bir miktar daha sapmalı olmaya devam ettiği belirtilmiş; söz konusu sapma yüzde 0.5'lik bir değere sahip olduğu için söz konusu değerlerin aslında referans değerinin altında olduğu belirtilmiştir.

Yıllık bazda Nisan ayında yüzde 4.6, Mayıs ayında yüzde 5.1 ve Haziran ayında yüzde 6.1 artış gösteren M3 para arzı, Nisan-Haziran 2001 döneminde üç aylık ortalama artış hızının yüzde 5.3 düzeyine yükselmesine neden olmuş; böylelikle geniş anlamda para arzı, ECB tarafından yüzde 0.75'lik bir değere sahip olduğu iddia edilen sapmalar dışlandığında dahi referans değerinin üzerine çıkmıştır.

IV. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler

Küresel ekonomideki yavaşlamanın boyutları üzerinde şüphelere rağmen Amerikan doları, Mart ayında da euro ve Japon yeni karşısında değer kazanmışsa da Nisan ayı boyunca uluslararası döviz piyasaları sakin bir seyir izlemiştir. Mayıs ayının başından itibaren değer kazanmaya başlayan Japon yeni, Haziran ayının ilk ayına gelindiğinde söz konusu yükselişi tersine çeviren hızlı bir düşüşe geçmiştir.



Böylelikle, Nisan ayında dolar ve yen karşısında nispeten dar bir bant içerisinde değer kaybeden euro, Mayıs başında dolar karşısında biraz değer kazanmış olmasına karşın, Mayıs ayı genelinde de düşüş trendini korumuştur. Haziran ayı başında dolar karşısında Kasım 2000'den bu yana en düşük değerine gerileyen euro, ayın geri kalanında dolar karşısında durağan bir seyir izlerken; yen karşısında bir önceki aydaki değer kaybını tersine çevirecek şekilde değer kazanmıştır. Böylelikle, Haziran sonunda EUR/USD= 0.853 düzeyinde seyrederken, EUR/JPY=104.3 olarak gerçekleşmiştir.

V. Ödemeler Dengesine İlişkin Gelişmeler

Şubat ayında 2.1 milyar euro fazla veren cari işlemler dengesi, Mart ayında 2.8 milyar euro açık verirken, Nisan ayına gelindiğinde söz konusu açık 3.3 milyar euro düzeyine yükselmiştir. Mayıs ayında 0.8 milyar euro açık veren cari işlemler dengesi 2000 yılının aynı dönemindeki 1.0 milyar euroluk değerinin az da olsa altındadır.

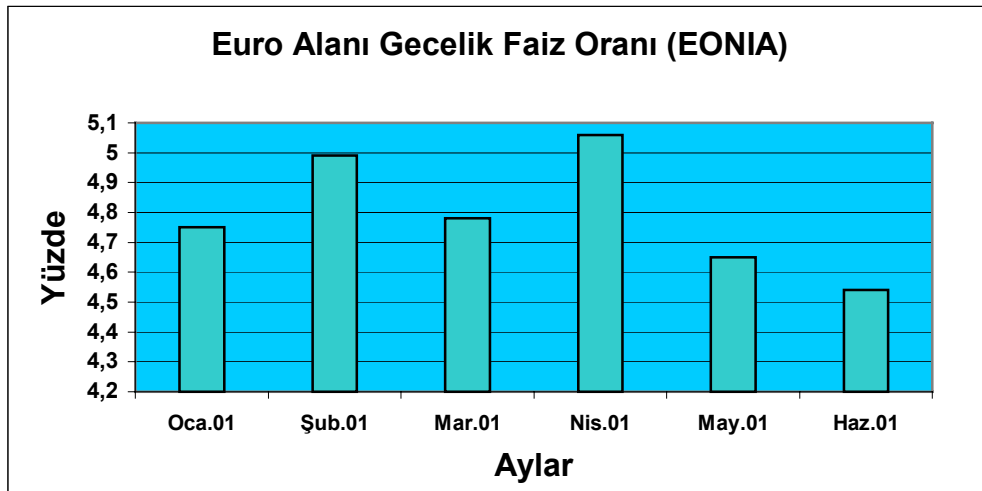
Kümülatif değerlere baktığımızda, Şubat ayında 6.5 milyar euro olan cari işlemler açığı, Mart ayında 9.5 milyar euroya, Nisan ayında ise 12.5 milyar euroya yükselmiştir. Mayıs ayında ise ilk beş aylık cari işlemler dengesi 10.5 milyar euro açık vererek, 2000 yılının aynı dönemine göre 9.4 milyar euro iyileşme göstermiştir.

2000 yılı ile karşılaştırıldığında inceleme dönemi boyunca yaşanan iyileşme temel olarak artan mal ticaret fazlasından kaynaklanmaktadır. Söz konusu artış ise euronun değer kaybındaki yavaşlamaya ek olarak petrol fiyatlarında yaşanan düşüş dolayısıyla ihracatın değerinin, ithalatın değerinden hızlı artması sonucunda ortaya çıkmıştır.

Sermaye hesabı ile ilgili olarak, Şubat ayında -0.9 milyar euro olarak gerçekleşen net doğrudan yatırımlar Ocak ayındaki yüksek değerinin oldukça altına inmiş, Mart ayında ise -0.1 milyar euro ile dengeye yakın bir seyir izlemiş; Haziran ayında ise -42.3 milyar euroluk açık vermiştir. Net doğrudan yatırımlarda yaşanan açıkların büyük bölümü çok uluslu şirketlerin kendi bünyelerindeki firmalarla gerçekleştirdikleri sermaye aktarımı ve borçlanmaların bulunduğu diğer direk yatırım hesabından kaynaklanmaktadır.

VI. Borsa ve Tahvil Piyasalarına İlişkin Gelişmeler

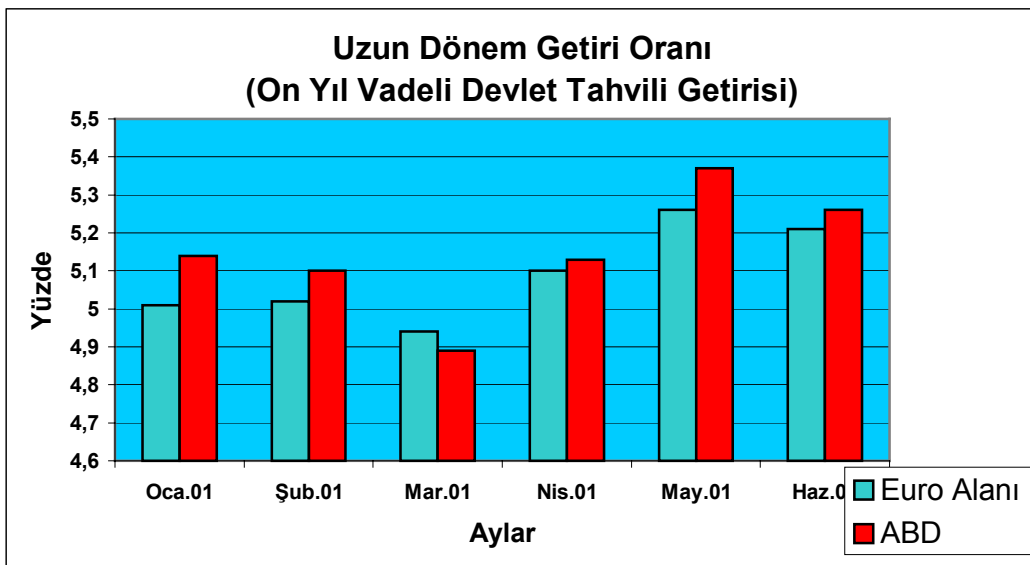
Euro Alanı para piyasalarında oluşan kısa dönemli faizlerde 2000 yılı sonbaharından bu yana devam eden düşüş eğilimi, 2001 yılı ilkbaharında da devam etmiştir. Son dönemde kısa dönem getirilerde yaşanan bu düşüş, genel olarak, ekonomik yavaşlama ile birlikte enflasyon beklentilerdeki düzelmeye bağlanmış; 11 Mayıs'ta ECB tarafından yapılan faiz indirimi de bu gidişe katkıda bulunmuştur.



Euro Alanı kısa dönem faiz oranları, Nisan ayında, bir önceki ay yaşanan düşüşü tersine çevirecek düzeyde yükselmiştir. Mayıs ayında ECB tarafından yapılan faiz indirimine paralel olarak düşüş gösteren kısa dönem getiriler, Haziran ayında da düşmeye devam etmiştir. ECB tarafından 11 Nisan'da gerçekleştirilen ihalenin ardından hızla yükselişe geçen bankalar arası gecelik faiz oranı EONIA, 17 Nisan'a gelindiğinde euronun hayata geçmesinden bu yana ilk defa gecelik faizler için tavan değer olma özelliği taşıyan Marjinal Kredi İmkani'na eşit olmuştur. Daha sonra düşüşe geçen gecelik faizler ayın kalan kısmında ECB refansman oranına yakın bir seyir izlemiştir. Böylelikle, nisan ayında gecelik faiz oranı aylık ortalama yüzde 5.06 olarak gerçekleşmiştir.

ECB'nin 11 Mayıs 2001'deki faiz indirimiyle birlikte düşen gecelik faizler, Mayıs ayı genelinde refansman oranına yakın bir seyir izleyerek ortalama yüzde 4.65 düzeyinde gerçekleşmiştir. Düşüş trendi Haziran ayında da devam etmiş, gecelik faiz oranları aylık ortalama yüzde 4.54 düzeyine gerilemiştir.

Uzun dönemli faiz oranlarına baktığımızda, Nisan ve Mayıs ayında yükseliş gösteren 10 yıl vadeli devlet tahvili getirilerinin Haziran ayında düşüş trendine girdiğini görmekteyiz. Euro Alanı uzun dönem tahvil getirileri Nisan ayında hızlı bir artış göstererek yüzde 5.10 düzeyinde gerçekleşmiştir. Ancak, Amerikan piyasalarında da aynı düzeyde bir artış yaşanması nedeniyle piyasalar arasındaki getiri farkı (spread) sabit kalmıştır. Uzun dönemli getirilerde yaşanan bu artış, temel olarak, hisse senedi piyasalarında Nisan ayında gözlenen hızlı artışlara ek olarak piyasa aktörlerinin ekonomik büyüme beklentilerindeki bozulmaya bağlanmaktadır.



Nisan ayında yaşanan artış trendi hızını kaybetse de Mayıs ayında devam etmiş; tahvil getirileri yüzde 5.26 düzeyine çıkarken, Amerikan piyasalarında yaşanan hızlı artış nedeniyle piyasalar arasındaki getiri farkı bir miktar artmıştır. Amerikan tahvil getirilerinin daha fazla artmış olması, reel büyüme açısından ABD ile Euro Alanı arasında yaşanan farklılığın azalacağına dair beklentilerden kaynaklanmaktadır. Yukarıda değinilenlerle çelişmesine karşın, yaşanan artış daha çok ABD piyasalarındaki enflasyonist beklentilerin Euro Alanı'ndan daha kötümser olmasından kaynaklanmaktadır. Euro Alanı uzun dönem getirilerindeki artışlar ise ABD piyasalarında yaşanan gelişmelerin yayılma etkilerine ek olarak Euro Alanı'ndaki piyasa aktörlerinin fiyat istikrarı konusundaki endişelerini yansıtmaktadır.

Haziran ayına gelindiğinde, Euro Alanı uzun dönem tahvil getirilerindeki artış trendinin tersine dönerek, getiri oranlarının yüzde 5.21 düzeyine gerilediği; ABD piyasalarında da benzer bir eğilim oluşmasına karşın bu piyasaların daha dalgalı bir seyir izlediği gözlemlenmektedir. Söz konusu dalgalanmalara karşın iki piyasa arasındaki getiri farkı sabit kalmıştır. Uzun dönem getirilerde yaşanan düşüşler, enflasyon beklentilerindeki iyileşmeye ek olarak, ekonomik daralmanın süre ve derinliğine dair beklentilerde yaşanan düzelmeye kaynaklanmaktadır.

Hisse senedi piyasalarıyla ilgili olarak, 2000 yılının ilk çeyreğinden bu yana düşüş trendinde olan Dow Jones EURO STOXX, NIKKEI 225 ve S&P 500 endekslerinin Nisan ayında yaşanan büyük artışlardan sonra, Mayıs ayında yatay bir seyir izlediği; Haziran ayı ile birlikte de gerilemeye başladığı söylenebilir. Nisan ayında hisse senedi piyasalarında yaşanan ve yüzde 5 ile 10 arasında değişen hızlı artışlar, genel olarak, Amerikan Merkez Bankası'nın faiz indiriminden hızla artan S&P 500 endeksinin taşma etkilerinden kaynaklanmaktadır. Mayıs ayında hızını kaybeden artış trendi ile birlikte EURO STOXX ve S&P 500 endeksleri yatay bir seyir izlerken, NIKKEI 225 endeksi yüzde 5.4 değer kaybetmiştir. Haziran ayında ise üç endeks de değer kaybetmiştir. Haziran ayında EURO STOXX endeksinde yaşanan yüzde 5'lik düşüş, endüstriyel üretimde küresel yavaşlamaya bağlı olarak yaşanan daralmanın etkilerini taşımaktadır.

VII. Diğer Gelişmeler

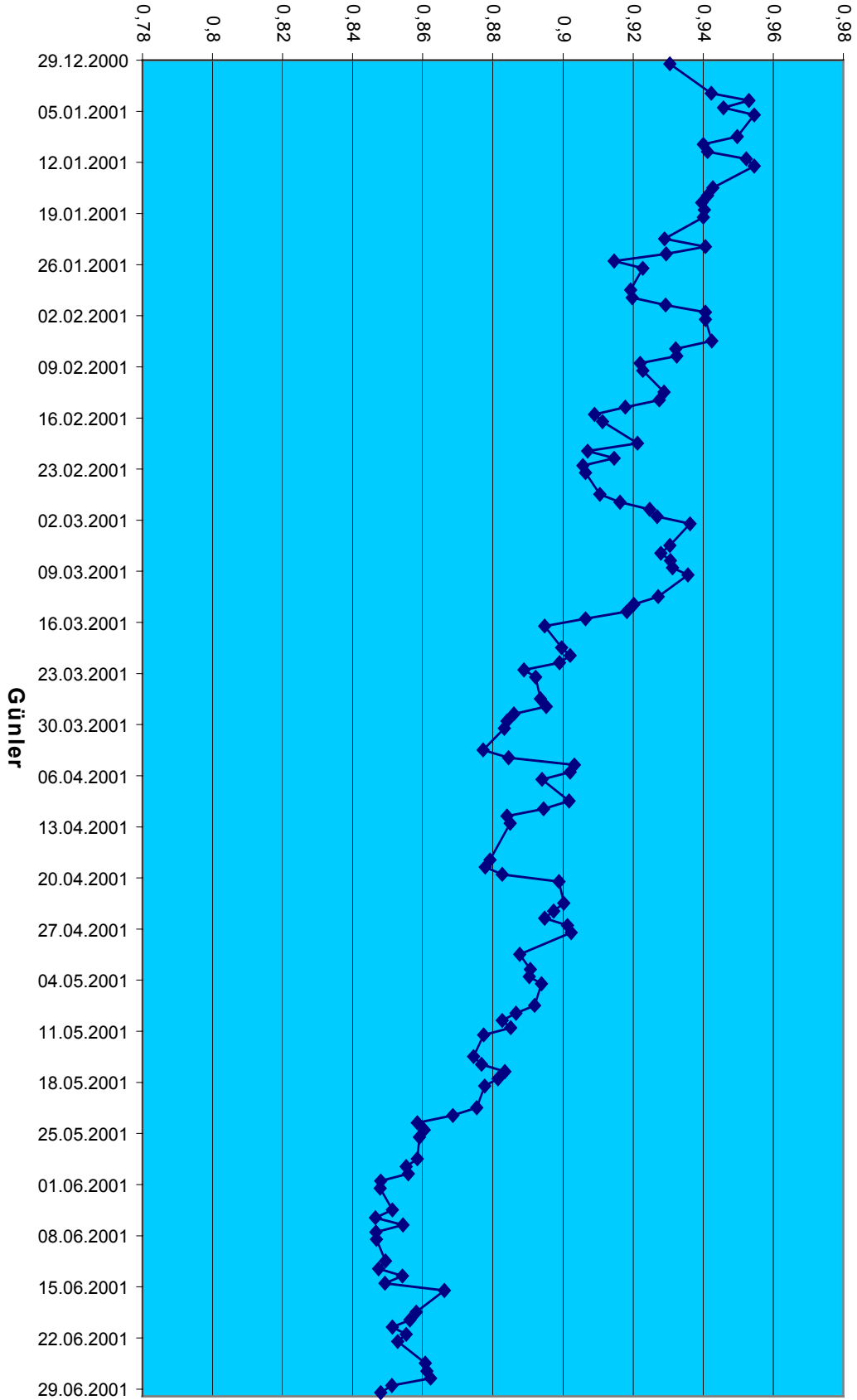
Bilindiği üzere Euro Alanı ülkeleri 1 Ocak 2002'den itibaren euroyu banknot ve madeni para olarak da kullanmaya başlayacaklar ve 28 Şubat 2002'den sonra söz konusu ülkelere ait ulusal paralar geçerliliklerini yitireceklerdir. Bu nedenle, efektif değişimi süreci Türkiye gibi büyük miktarlarda Euro Alanı ülke parasının dolaşımında bulunduğu ülkelerde de yakından takip edilmektedir. Banknot değişiminin çok kısa sürede gerçekleştirilebilmesi için söz konusu kupürlerin bankalara dolaşıma girmeden önce yüklemesi gerekmektedir. Bu konuyla ilgili olarak, ECB tarafından 5 Temmuz 2001 tarihinde yapılan açıklamada, efektif dönüşümünün sorunsuz olarak gerçekleştirilmesi doğrultusunda, euro banknotların euro alanı dışındaki ülkelere ön yüklenme tarihinin 1 Aralık 2001 olacağı belirtilmiştir.

Alman ekonomik araştırma enstitüsü DIW tarafından yayınlanan raporda, Almanya'nın 2001 için büyüme tahmininin yüzde 2.1'den yüzde 1'e çekildiği, Euro Bölgesi'nin ise bu yıl içinde yüzde 1.9 büyüyeceği dile getirilmiştir. Raporda, ECB'nin yüzde 4.5 olan faiz oranlarını ise yüzde 2.5'e indirmesinin ve bunun yüzde 0.5'lik kısmının bu yaz olmasının muhtemel olduğu ifadesine de yer verilmiştir.

G-10'un Merkez Bankası başkanları yaptıkları açıklamada, ABD'de enflasyon baskılarının devam ettiğini, daha fazla faiz indirimine gidilebileceğini, güçlü doların ABD ekonomisine zarar verdiğini ve Euro Alanı'nda enflasyona yol açtığını, ABD ekonomisinin yılın ikinci yarısında toparlanmasının beklendiğini, yılın son çeyreğinde yüzde 1.5-2 civarı büyümenin makul olduğunu belirtmişlerdir.

Hazırlayan:
Durukan Payzanoğlu
Uzman Yardımcısı

Döviz Kuru



USD/EUR Döviz Kuru (Günlük)