

Euro Bölgesi İzleme Raporu:

Kasım 2001

I. Genel Ekonomik Gelişmeler

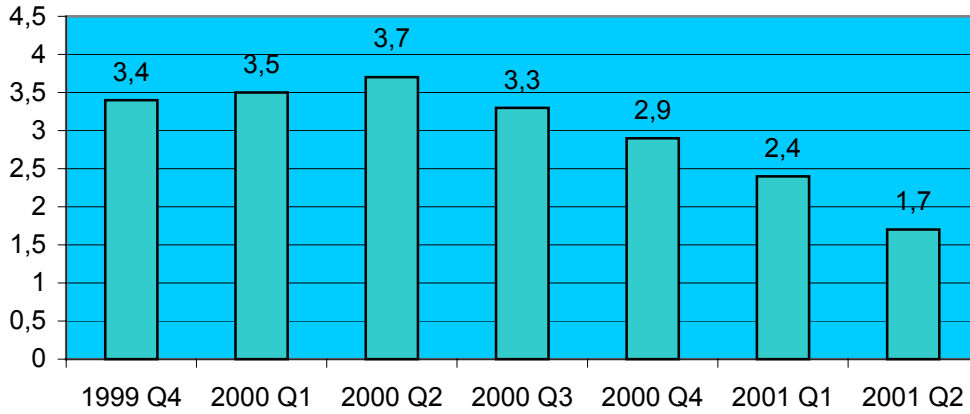
Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi'nin **8 Kasım 2001** tarihlerinde yaptığı toplantı sonucunda anahtar faiz oranlarının **0.5 puan düşürülmesi kararlaştırılmıştır**. Böylece refinansman oranı yüzde **3.25**, marjinal kredi imkanı yüzde 4,25 ve mevduat imkanı yüzde 2,25 olarak gerçekleşmiştir. Ek olarak, ECB Yönetim Konseyi, olağanüstü bir durum olmadığı taktirde para politikasına ilişkin kararların bundan sonra her ayın ilk toplantısında ele alınacağını; ay içindeki ikinci toplantıda ise ECB'nin sorumluluk alanına giren diğer konuların görüşüleceğini duyurmuştur. Böylelikle ECB, faiz kararlarını belirli bir programa koyarak, şeffaflık ilkesi kapsamında yeni bir adım atmıştır.

Para politikasının ilk sütununu oluşturan **M3 para arzı** artış hızı, yıllık bazda Ağustos-Ekim 2001 döneminde ortalama yüzde 7.4 (yoy-3m-avr) olarak gerçekleşmiştir. Ancak, bu ay yayınlanan veriler ile geçmiş aylardaki verileri karşılaştırmak doğru olmayabilir. Zira ECB yetkilileri tarafından daha önce, euro alanı dışında yaşayanların ellerinde bulundurdukları euro alanı kısa vadeli piyasa araçlarının verileri 0.75 puan saptırdığı belirtilmekte idi. **Kasım ayında yayınlanan M3 verileri ise, euro alanı dışında yaşayanların ellerinde bulundurdukları tüm kısa vadeli piyasa araçlarını dışlayacak şekilde yayınlanmaktadır**. Bu nedenle Kasım ayı verileri geçmiş aylardakinden farklılık göstermektedir. Söz konusu verilerle ilgili olarak, bundan sonraki aşamada ise veriler geriye doğru yürütülerek 1999 yılı başından itibaren uyarlanmış verilere ulaşılması amaçlanmaktadır. Hatırlanacağı üzere ECB Mayıs 2001'den itibaren yayınladığı M3 verilerinde kısmi bir uyarlamaya gitmiş, ve söz konusu yatırımcıların elinde bulunan para piyasası fonlarını (Money Market Fund Shares/Units) M3 hesaplamalarından çıkarmıştı.

Para politikasının ikinci sütunu ele alındığında 8 Kasım'da yaşanan faiz indiriminin daha çok bu yönden gelen gevşeme ile oluştuğu görülmektedir. Enflasyon üzerinde hem yurtiçi hem de yurtdışı talep yönünden gelen baskıların hissedilir şekilde azaldığı gözlenen euro alanında, gelecek dönemde ekonomik performansa ilişkin tahminlerin de aşağı doğru revize edildiği gözlenmektedir. **Avrupa Komisyonu tarafından yayınlanan son tahminlere göre euro alanı büyüme hızı, 2001 yılında**

yüzde 1.6, 2002 yılında yüzde 1.9 ve 2003 yılında yüzde 2.9 olarak gerçekleşecektir. 2001 yılı için öngörülen değerler ilkbahar tahminlerinin yüzde 1.2, 2002 yılı tahminleri ise yüzde 1.6 altındadır. Böylelikle GSYİH büyüme hızının 2001 yılına ek olarak 2002 yılının bir bölümünde daha potansiyelin altında gerçekleşeceği belirtilmektedir. Ancak, Avrupa Komisyonu tahminlerin yapıldığı sırada son derece belirsiz bir ortamda bulunulduğunun altını çizmektedir.

GSYİH Büyüme Oranı (Yıllık Yüzde Değişim)



İmalat Sanayi Üretim Endeksi ise, Ekim ayı sonunda açıklanan verilere göre, Temmuz ayında yaşanan yüzde 1.4'lük düşüşün ardından Ağustos ayında yüzde 1.2 artış göstermişti. Kasım ayı sonunda açıklanan veriler ise imalat sanayi üretim düzeyinde birtakım revizyonlar içermektedir. Buna göre imalat sanayi üretim endeksi Temmuz ayında yüzde 1.7 düşüş göstermiş, Ağustos ayında yaşanan yüzde 1.5'lik bir artışın ardından Eylül ayında yüzde 0.5 gerilemiştir.

Söz konusu veriler ekonomik gidişin iyi olmadığı yönünde sinyaller verse de, üç nedenden ötürü ekonomik aktivitenin 2002 yılında yeniden hızlanmaya başlayacağı ileri sürmektedir. **İlk olarak**, dünya ekonomisi genelinde yaşanan belirsizlik ortamı zamanla ortadan kalkacaktır. **İkinci olarak**, euro alanı ülkelerinin birçoğunda yapılan vergi indirimleri ile enflasyon oranında yaşanan düşüşün harcanabilir kişisel gelir üzerinde yaratacağı olumlu etki, yurtiçi talebin canlanmasına katkıda bulunacaktır. **Son olarak**, mevcut faiz haddi ele alınacak olursa, euro alanı genelinde borçlanma maliyetlerinin oldukça düşük olması ekonomik büyümeyi destekler niteliktedir.

Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP), Ekim ayında aylık bazda yüzde 0.1 azalmış, yıllık bazda ise yüzde 2.4 artış göstermiştir. Enflasyon düzeyinde yaşanan düşüş enerji fiyatlarında yaşanan gerilemeden kaynaklanmaktadır. Zira enerji fiyatları Temmuz ayında yıllık bazda yüzde 2.9 ve Ağustos ayında yüzde 2.1 artarken, Eylül ayında yüzde 1.3 ve Ekim ayında 2.7 düşüş göstermiştir. Gıda fiyatları ise aynı dönemde daha istikrarlı bir seyir izleyerek, sırasıyla yüzde 5.4, yüzde 5.1, yüzde 5.2 ve yüzde 5.2 artış göstermiştir.

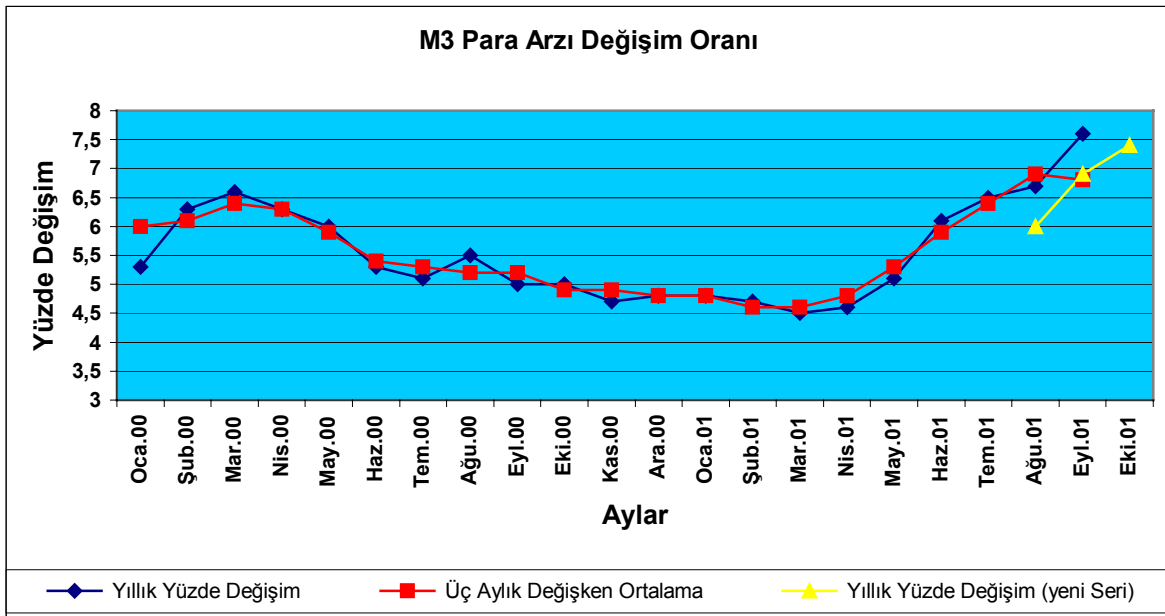
Enflasyon oranındaki düşüş eğiliminin Ekim ayında da sürmesi, yaşanan yüksek enflasyonun geçici dışsal faktörlerden kaynaklandığı yönündeki ECB savını doğrulamakta; enflasyonun 2002 yılının ilk yarısında hedef değer olan yüzde 2'nin altına düşmesi olasılığını da artırmaktadır. Ek olarak, ekonomik yavaşlama ve son aylarda enflasyon haddinde yaşanan düşüşler enflasyon beklentilerini olumlu yönde etkileyecektir. Toplu iş sözleşmelerinde oluşan ücret düzeylerinin olumlu seviyelerde kalarak geçen yıllardaki eğilimini sürdürmesine rağmen birim işgücü maliyetleri son dönemde artış göstermiştir. Ancak, söz konusu artışlar daha çok işgücü verimliliğinde yaşanan mevsimsel düşüşlerden kaynaklanmaktadır.

Euro alanı ülkelerinde ekonomik daralma nedeniyle **maliye politikası** uygulamalarında yaşanan gevşeme ile ilgili olarak ECB yetkilileri, söz konusu durumun olağan olduğunu belirtmekle birlikte, özellikle bütçe rakamları dengede olmaktan uzak olan ülkelerin İstikrar ve Kalkınma Paketi hedeflerine ulaşmak için ortaya koydukları planlara sıkı bir şekilde uymaları gerektiğinin altını çizmektedir. Uzun dönemli perspektiften ele alındığında, büyüme potansiyelinin artırılması için kamu gelirlerinin düzey ve dağılımı başta olmak üzere işgücü ve mal piyasalarında sürdürülen yapısal reformlara devam edilmesi gerektiği dile getirilmektedir.

Özetle, M3 para arzında yaşanan gelişmelerin geçici faktörlerden kaynaklandığı savı ile birlikte, para politikasının ikinci ayağıyla ilgili verilerde yaşanan gelişmeler, enflasyon göstergelerindeki iyileşme ve Almanya başta olmak üzere euro alanı ülkelerindeki ekonomik aktivitede yaşanan yavaşlama ECB Yönetim Konseyi'nin faiz indirimine gitmesine neden olmuştur. Yukarıda değinilen bilgiler ışığında, yeni oluşan faiz düzeyinin kısa dönemde uygun olduğu düşünülmekte; ECB Yönetim Konseyi'nin para politikası kararlarının ayın ilk toplantısında alınacağına dair kararı da göz önünde bulundurularak, **bundan sonra yapılabilecek bir faiz indiriminin 2002 yılbaşından sonra gerçekleşebileceği tahmin edilmektedir.**

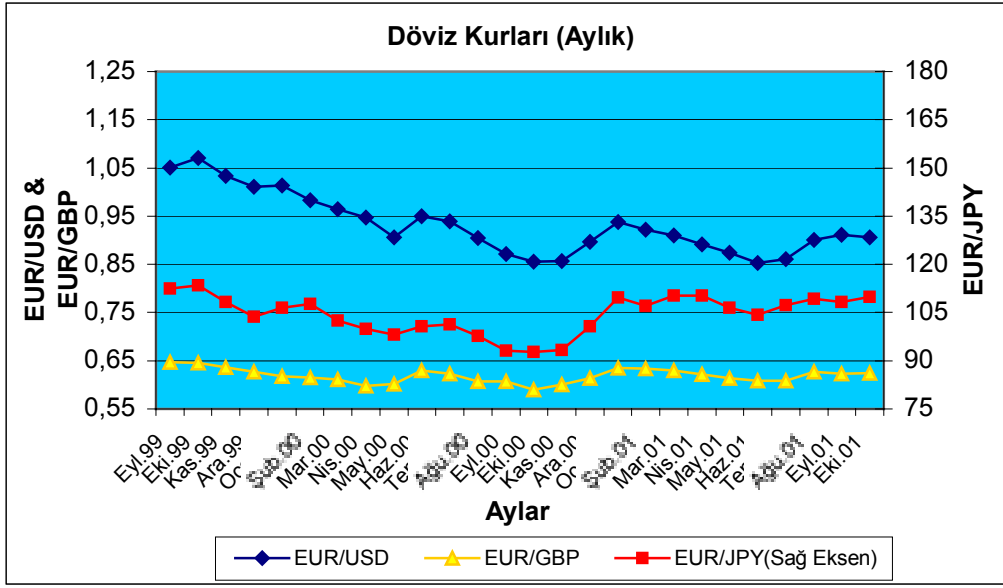
II. Parasal Gelişmeler

Bir önceki raporda M3 para arzının yıllık bazda Temmuz ayında yüzde 6.5, Ağustos ayında yüzde 6.7 ve Eylül ayında yüzde 7.6 artış gösterdiği belirtilmişti. Kasım ayı sonunda yayınlanan yeni seri verilere göre ise M3 para arzı, Ağustos ayında yüzde 6.0, Eylül ayında yüzde 6.9 ve Ekim ayında yüzde 7.4 artarak üç aylık ortalama artış hızının Ağustos-Ekim 2001 döneminde yüzde 6.8 düzeyine yükselmesine neden olmuştur. M3 para arzında son dönemde yaşanan hızlı artış, yaşanan yoğun belirsizlik ortamında piyasa aktörlerinin uzun dönemli yatırımlardan çok kısa vadeli portföyleri tercih etmelerinden kaynaklanmaktadır. Zira, M3 para arzının alt bileşenlerine bakılacak olursa gecelik mevduatın son aylarda hızlı bir artış gösterdiği görülmektedir. (Yıllık bazda Eylül ayında yüzde 8.5, Ekim ayında yüzde 9.4)



III. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler

Uluslararası döviz piyasaları, Ekim ayında ve Kasım ayı başında mevcut belirsizlik ortamından bir dereceye kadar etkilenmiş olsa da, piyasa aktörleri genel olarak ABD dolarında büyük düşüşlere neden olan risk algılamalarından vazgeçmiş görünmektedirler. Söz konusu ortamda, dolar Ekim ayının ilk üç haftasında diğer önde gelen paralar karşısında değer kazanmış, yeni ekonomik verilerin açıklanmasından sonra tekrar düşüşe geçmiştir.



Euro, Ekim ayında Amerikan doları karşısında yüzde 0.6 değer kaybetmiştir. Yukarıda değinildiği üzere euronun değer kaybı, piyasa aktörlerinin olumsuz beklentilerindeki zayıflamadan kaynaklanmaktadır. Ancak, Ekim ayı sonunda açıklanan verilerin Amerikan ekonomisinin 2001'in üçüncü çeyreğinde de daraldığını göstermesi sonucu oluşan olumsuz hava, tüketici ve üretici anketlerinden çıkan olumsuz sonuçlarla birleşerek piyasa aktörlerinin olumlu beklentilerinin zayıflamasına neden olmuş; sonuçta euro ay sonuna doğru toparlanmaya başlamıştır. 7 Kasım tarihi itibariyle euro ABD doları karşısında 0.90 düzeyinden işlem görürken, Eylül ayındaki değerinin yüzde 1 altında seyretmiştir.

Japonya ekonomisine ilişkin açıklanan kötümser büyüme tahminleri ve artış gösteren işsizlik haddi, Japon yeninin Ekim ayında dolar karşısında değer kaybetmesine neden olmuştur. Euro-yen paritesi ise aynı dönemde daha istikrarlı bir seyir izlemiştir. Bu kapsamda, 7 Kasım itibariyle Japon yeni dolar karşısında Eylül ayındaki değerinin yüzde 1 altında seyrederken, euro karşısında Eylül ayı sonundaki

değerini korumuştur. Ancak, aylık bazda ele alındığında euronun Ekim ayında Japon yeni karşısında yüzde 1.5 değer kazandığı görülmektedir.

İngiliz sterlini Ekim ayının ilk üç haftasında dolar karşısında değer kaybederken, ayın son haftasında yükselişe geçmiştir. Euro karşısında ise istikrarlı bir seyir izlemiştir. İngiliz sterlininde yaşanan bu istikrar, ülkenin büyüme performansının diğer G7 ülkelerinden daha iyi olduğu yönündeki verilerden kaynaklanmaktadır. İhracatçı sektörlerdeki istihdam düzeyinde yaşanan düşüş ile tüketici ve sanayici anketlerinden çıkan sonuçlarda yaşanan bozulmalara rağmen, İngiltere’de yayınlanan verilerin İngiltere’nin diğer G7 ülkelerinden daha istikrarlı bir büyüme performansına sahip olduğunu göstermesi, ülkenin küresel yavaşlamadan diğer büyük ülkelere göre daha az etkilendiği yönünde görüş oluşmasına neden olmuştur. Böylelikle İngiliz sterlini Ekim ayında euro karşısında yüzde 0.2 değer kazanmıştır.

IV. Ödemeler Dengesine İlişkin Gelişmeler

Cari işlemler dengesi Eylül ayında 1.3 milyar euro açık vermiştir. Bir yıl öncesinin aynı döneminde yaşanan 3.4 milyar euroluk açık ile karşılaştırıldığında cari işlemler dengesinde yaşanan değişiklik, mal ticaretinde uzun süredir yaşanan fazlanın Eylül ayında da artarak devam etmesinden kaynaklanmaktadır. Ek olarak, gelir dengesinde yaşanan açığın 1.8 milyar eurodan 0.7 milyar euroya düşmesi ve hizmet ticaretinde yaşanan açığın fazlaya dönüşmesi de cari işlemler dengesinde yaşanan iyileşmeye katkıda bulunmuştur. Söz konusu iyileşmeyi negatif yönde etkileyen tek gelişme cari transferlerde yaşanan açığın 2.6 milyar eurodan 4.7 milyar euroya çıkmasından kaynaklanmıştır.

Kümülatif ifadelerle, 2001 yılının ilk üç çeyreğinde 23.1 milyar euro açık veren cari işlemler dengesi bir önceki yılın aynı dönemindeki değeri olan 25.9 milyar euronun altında seyretmiştir. Söz konusu iyileşmede, geçtiğimiz aylarda mal ticaret fazlasında yaşanan büyük artışlar, cari transferlerdeki azalma ve hizmet ticaretinde yaşanan açığın fazlaya dönüşmesi etkili olmuştur.

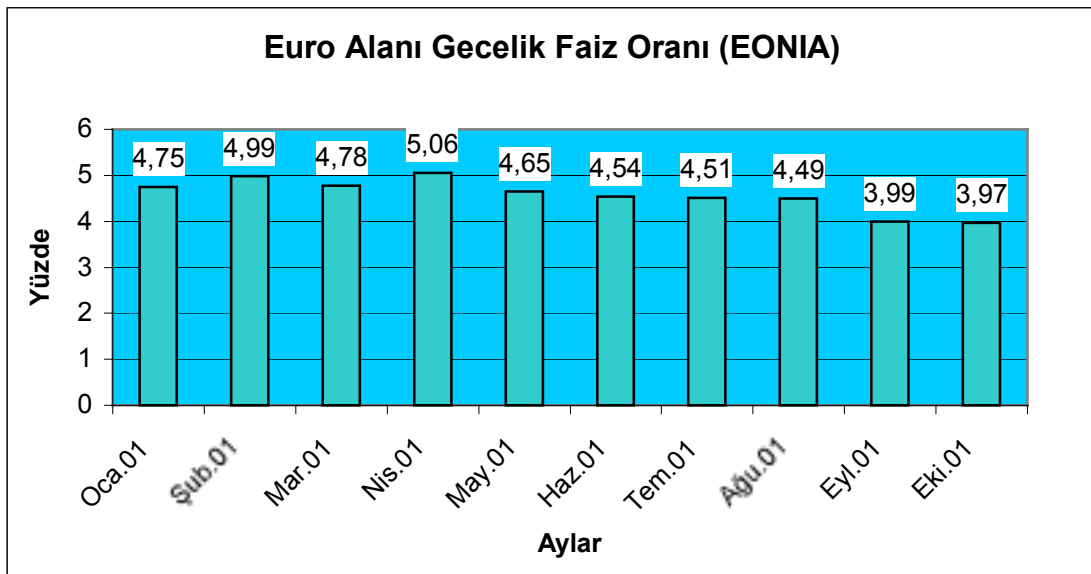
Mevsimsellikten arındırılmış veriler ise mal ticaret fazlasında yaşanan artışların 2001 yılının başından bu yana devam ettiğini ve söz konusu artışların temel olarak ithalat fiyatlarındaki düşüş nedeniyle ithalatın değerinde yaşanan azalmadan

kaynaklandığını göstermektedir. İhracat değerleri ise dış talepteki zayıflık nedeniyle sabit kalmıştır.

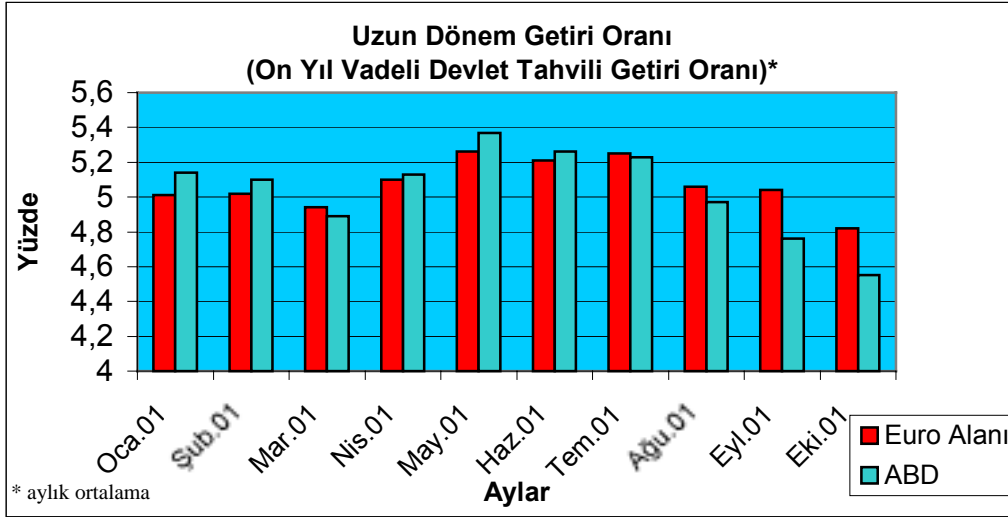
Sermaye hesabı, doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımı birlikte ele alındığında, net 29.9 milyar euroluk değeriyle 1999 yılından bu yana en yüksek sermaye girişine işaret etmektedir. Alt bileşenlerine bakıldığında ise doğrudan sermaye yatırımlarında 13.1 milyar euroluk sermaye çıkışına karşılık, portföy yatırımlarında 43.0 milyar euroluk bir sermaye girişi yaşandığı görülmektedir. Net doğrudan yatırımlar kaleminde yaşanan gelişmeler temel olarak şirket içi borçlanmalardan, portföy yatırımlarında yaşanan yüklü sermaye girişi ise hisse senedi piyasalarından kaynaklanmaktadır.

V. Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler

Euro Alanı para piyasalarında oluşan kısa dönemli faizler Ekim ayında genel olarak düşüş gösterirken, gecelik faizlerin (EONIA) sabit kaldığı gözlenmektedir. EONIA Ekim ayı başlarında ECB refinansman oranına paralel hareket ederken, 9 Ekim tarihindeki refinansman ihalesinde gelen eksik tekliflerin ardından hızla yükselmiş ve piyasada yaşanan likidite sıkıntısını yansıtır şekilde zorunlu rezervlerin tamamlanması için son gün olan 23 Ekim tarihine kadar yüksek seviyelerde seyretmeye devam etmiştir. Bu tarihten sonra gecelik faizler refinansman oranına paralel hareket etmiştir.



On yıllık devlet tahvili ile ölçülen uzun dönemli getiriler Ekim ayında 0.55 puan gerilemiştir. Böylelikle uzun dönem getiriler, 7 Kasım itibariyle yüzde 4.5 seviyesinde seyretmiştir. Amerikan on yıllık devlet tahvillerinde yaşanan 0.35 puanlık düşüş, 7 Kasım itibariyle iki piyasa arasındaki getiri farkının (spread) Eylül ayı sonundaki -0.4 düzeyinden -0.20 düzeyine gerilemesine neden olmuştur.



Amerikan uzun dönemli getirilerinde yaşanan düşüşler genel olarak, uzun dönem enflasyon beklentilerindeki iyileşme ile ekonomik duruma ilişkin olumsuz beklentilerden kaynaklanmaktadır. Ek olarak, Amerikan hazinesinin bundan sonra 30 yıl vadeli tahvil çıkarmayacağını açıklamasıyla birlikte, piyasada bulunan 30 yıl vadeli tahvil fiyatlarında yaşanan 0.6 puanlık düşüş de 10 yıl vadeli tahviller üzerinde ek bir düşüş baskısı oluşturmuştur. Euro alanı uzun dönem getirilerinde Ekim ayında yaşanan düşüş ise piyasa aktörlerinin ekonomik büyüme beklentilerinde yaşanan olumsuz gelişmelere dayanmaktadır. Ek olarak, imalat sanayi yönelim anketleri sonuçlarından elde edilen bulguların da euro alanındaki ekonomik aktivitede yaşanan zayıflamaya işaret etmesi, piyasa aktörlerinin beklentilerinin oluşmasına katkıda bulunmuştur.

Ekim ayında hisse senedi piyasalarında, terör olaylarının olumsuz etkilerini tersine çeviren gelişmeler yaşandı. Amerika, Japonya ve Euro Alanı hisse senedi piyasaları hızla değer kazanarak, terörist saldırılar öncesindeki seviyelerine döndüler. Ek olarak, saldırıların ardından artan belirsizlik ortamının yavaş yavaş ortadan kalkmasıyla, her üç piyasaya ilişkin fiyat dalgalanmaları (volatilite) da 11 Eylül

öncesindeki seviyelerine dönmüştür. Ancak, söz konusu dalgalanmalar dünya ekonomisindeki yavaşlamanın beklentiler üzerindeki etkilerini gösterir şekilde, geçtiğimiz yıllardaki seviyelerinin oldukça üstündedir.

Bu ortamda, Eylül sonu ile 7 Kasım 2001 tarihleri arasında S&P 500 endeksi yüzde 8, Nikkei 225 endeksi yüzde 5 ve EURO STOXX endeksi yüzde 10 değer kazanmıştır. Daha önce yayınlanan olumsuz ekonomik verilere rağmen her üç piyasada yaşanan hızlı yükselişler piyasa aktörlerinin terörist olaylara aşırı tepki verdiğini göstermektedir. Ek olarak, Amerika ve Japonya'daki faiz oranlarında yaşanan düşüş de hisse senedi fiyatlarını destekler niteliktedir. Euro alanı hisse senedi piyasaları ise, Amerikan hisse senedi piyasalarındaki olumlu gelişmelerin yayılma etkilerinin yanı sıra, bono ve tahvil piyasalarındaki getirilerde yaşanan düşüşlerden de etkilenmiştir.

Hazırlayan:

Durukan Payzanoğlu
Uzman Yardımcısı

DÖVİZ KURLARI (GÜNLÜK)

