

Euro Bölgesi İzleme Raporu:

Ocak 2003

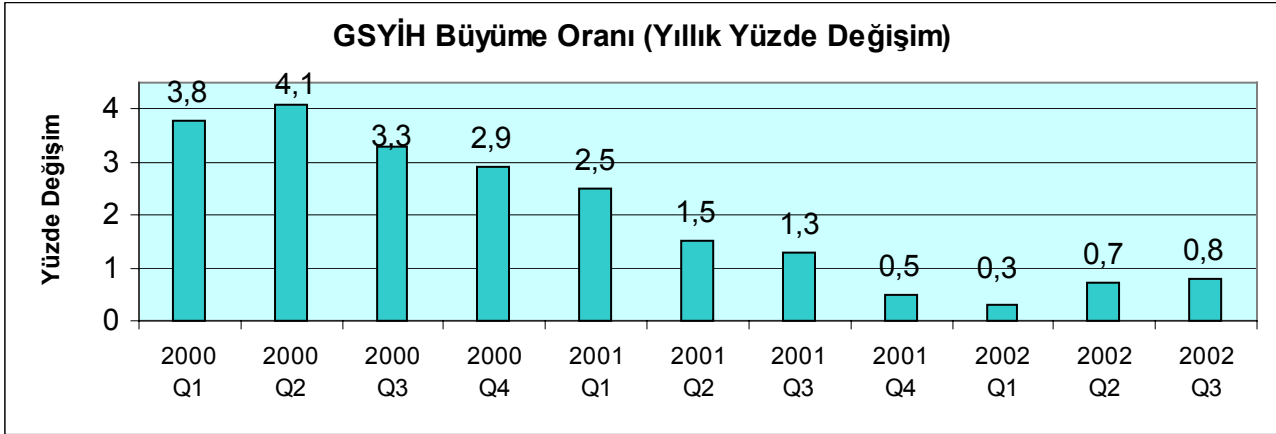
I. Genel Ekonomik Gelişmeler

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi'nin **9 Ocak 2003** tarihinde yaptığı toplantıda anahtar faiz oranlarında herhangi bir değişikliğe gidilmemiştir. Böylelikle söz konusu oranlar refinansman için yüzde 2.75, marjinal kredi imkanı için yüzde 3.75 ve depo imkanı için yüzde 1.75 olarak gerçekleşmiştir.

Para politikası stratejisinin ilk ayağını oluşturan **M3 para arzındaki** artış hızı, Ekim-Aralık 2002 döneminde yıllık bazda ortalama yüzde 6.9 (yoy-3m-avr) düzeyinde gerçekleşerek bir önceki aya göre 0.2 puanlık bir gerileme kaydetmiştir. Uzun süreden beri devam eden küresel durgunluğun ne zaman sona ereceğine ilişkin belirsizlik, jeopolitik gerginliklerin yarattığı kargaşa ortamı ile birleşerek sermaye akımlarının euro alanı para piyasalarındaki kısa vadeli araçlara yönelmesine neden olmuştur. Ancak, özel sektöre açılan kredilerin düşük seviyede seyretmesi söz konusu sermaye akımlarının yatırımlara dönüşmek yerine piyasa araçlarına yöneldiğini göstermektedir. Bu duruma bağlı olarak para arzının halen referans değer (yüzde 4.5) üzerinde artış göstermesine karşın, geçici bir nitelik taşıması nedeniyle, enflasyonist baskı yaratmayacağı düşünülmektedir.

Para politikasının, enflasyon göstergeleri, büyüme performansı gibi M3 para arzı dışındaki temel makroekonomik göstergelerin ele alındığı ikinci ayağına ilişkin gelişmeler incelendiğinde ekonomik aktivitenin halen düşük seyrini sürdürdüğü, bu nedenle de fiyat istikrarı üzerinde ikinci ayağa ilişkin herhangi bir baskının olmadığı görülmektedir.

Euro alanı ekonomisinin, yılın ikinci ve üçüncü çeyreğinde, yüzde 0.3 büyümesi, ekonomik büyüme trendinin halen düşük seviyede devam ettiğinin altını çizmektedir. Ancak, ikinci çeyrek ile üçüncü çeyrekteki büyüme rakamları aynı olsa da kaynakları itibariyle birbirinden farklılık göstermektedir. Özel tüketim, net ihracat ve yatırımın üçüncü çeyrekte büyümeye katkısı artarken, stok değişiminin katkısı negatife dönmüştür. Söz konusu durum ekonomik aktivitede yaşanan ihtiyatlı bir iyileşmenin sinyallerini vermektedir.

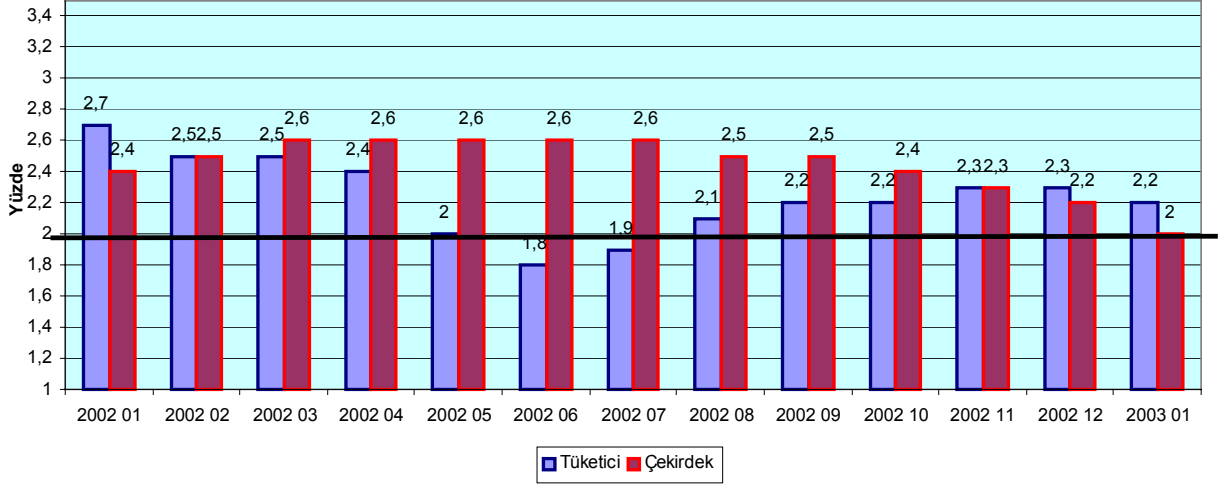


Sanayi üretimi Aralık ayında bir önceki aya göre yüzde 1.5 düşüş göstermiştir. Yıllık veriler incelendiğinde ise Aralık ayında sanayi üretiminin 2001 yılının aynı dönemine göre yüzde 0.5 gerilediği görülmektedir. Hatırlanacağı üzere, sanayi üretiminin Ekim ve Kasım ayında büyük çaplı artış göstermesinin, çalışma günlerindeki azalma nedeniyle yaşanan takvim etkisinden kaynaklandığı, bu nedenle de ekonomik durumu tam olarak yansıtmadığı belirtilmişti. Aralık ayında yaşanan gelişmeler de söz konusu açıklamaları destekler niteliktedir.

İşsizlik oranı Aralık ayında da bir önceki aya göre değişmeden yüzde 8.5 düzeyinde seyretmiştir. Söz konusu durum, önceki dönemlerde ekonomide yaşanan yavaşlamanın gecikmeli etkisine ve ardından gelen toparlanmanın tahminlerden yavaş olmasına bağlanmaktadır.

Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP) ile ölçülen euro alanı enflasyon düzeyi Ocak ayında aylık bazda değişiklik göstermezken yıllık bazda yüzde 2.2'ye gerilemiştir. Söz konusu gerilemedeki temel etmen bir önceki yıl enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarında yaşanan artışların etkisinin ortadan kalkmasıyla yaşanan baz etki ile euronun değer kazanmasının fiyatlar üzerinde oluşturduğu baskı olmuştur. Bununla birlikte, petrol fiyatlarındaki artışın etkileri göz önünde bulundurulduğunda, talep yönünde yaşanan yavaşlamanın fiyatlar üzerinde oluşturduğu düşüş baskısının enerji fiyatları tarafından yumuşatıldığı söylenebilir. Ayrıca, belirsizlik ortamının ortadan kalkmasına bağlı olarak enerji fiyatlarının eski seviyelerine dönmesiyle birlikte, talepteki zayıflığın devam edeceği varsayımı altında, tüketici enflasyonunun yılın ilerleyen dönemlerinde ECB'nin hedef değeri olan yüzde iki sınırının altına inebileceği düşünülmektedir.

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

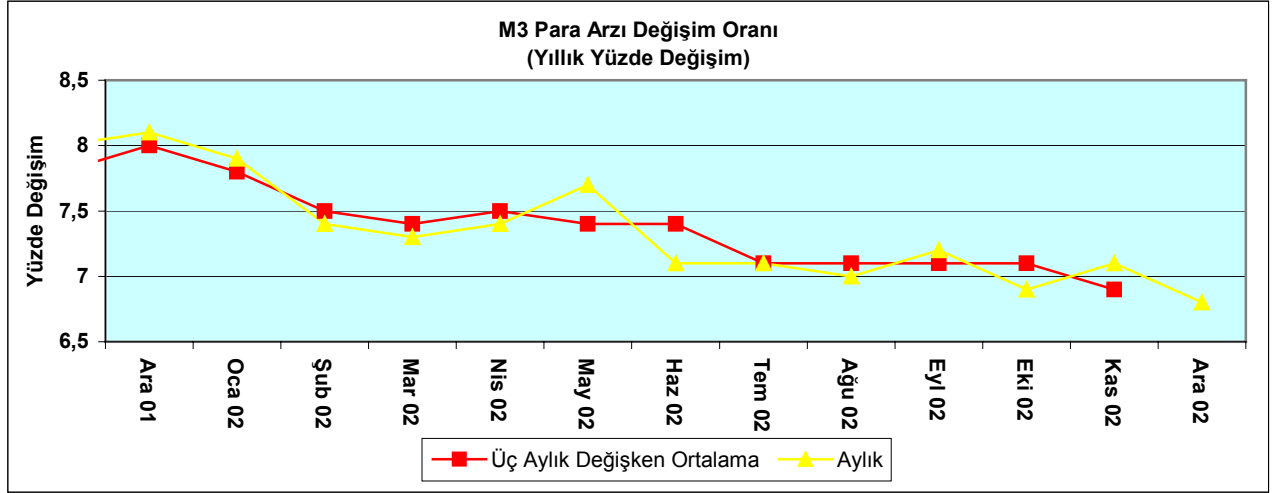


Enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarını içermeyen **çekirdek enflasyon** ise, Ocak ayında yıllık bazda bir önceki aya göre 0.2 puanlık düşüş göstererek yüzde 2.0 seviyesine gerilemiştir. Enflasyon bileşenleri incelendiğinde dikkati çeken bir diğer etmen de 2002 yılı başındaki euro dönüşümünden bu yana yüksek düzeyde artış gösteren eğitim ve oteller ile restoranlar kalemlerinin fiyat artış hızlarında yaşanan gerilemedir. Söz konusu gerileme, baz etkilerin yanısıra toplam talepte yaşanan gerilemenin de etkilerini taşımaktadır.

II. Parasal Gelişmeler

M3 para arzı yıllık büyüme oranı, Aralık ayında bir önceki aya göre 0.3 puan gerileyerek yüzde 6.8'e düşmüştür. M3 para arzı yıllık artış hızı ise Ekim-Aralık 2002 döneminde ortalama yüzde 6.9 olarak gerçekleşerek, Eylül-Kasım 2002 dönemine göre 0.2 puanlık bir düşüş göstermiştir. Ancak Kasım ve Aralık ayı verilerinin İtalya'daki vergi erteleme nedeniyle sapmalı olduğu belirtilmektedir. Söz konusu erteleme Kasım ayında M3 verilerinde yukarıya doğru sapma yaratırken, Aralık ayında ödemelerin gerçekleştirilmesi ile birlikte para arzında aşağı doğru bir sapma oluşmuştur. Euro alanındaki likidite durumu genel olarak incelendiğinde uzun süreden beri devam eden finansal, ekonomik ve jeopolitik belirsizliğin M3 üzerinde etkisinin devam ettiği, ancak söz konusu likiditenin kısa vadeli portföy yatırımlarını tercih etmesi nedeniyle özel sektöre açılan kredilerin düşük seyri sürdürdüğü, buna

bağlı olarak kısa vadede parasal genişlemenin yüksek hızının enflasyonist bir etkisinin olmadığı görülmektedir.



M3 para arzının alt bileşenlerine bakıldığında, dar anlamda para arzı (M1) yıllık artış hızının Aralık ayında bir önceki aya göre 0.6 puanlık artışla yüzde 9.8 düzeyine yükseldiği gözlenmektedir. Dar anlamdaki para arzında yaşanan bu hızlı artış, temel olarak, dolaşımdaki parada (emisyon) euro dönüşümü nedeniyle 2001 yılı sonunda yaşanan büyük düşüşün 2002 yılı başından itibaren tersine dönmesinden kaynaklanmaktadır. Dolaşımdaki paranın artış hızı Aralık ayında 27.9 puanlık artışla yıllık bazda yüzde 42.7'ye yükselmiştir. Söz konusu dramatik yükseliş bir önceki yılın aynı döneminde yaşanan büyük çaplı düşüşe bağlı oluşan baz etkiden kaynaklanmaktadır. M1 para arzının diğer bileşeni olan gecelik mevduattaki yıllık büyüme oranı ise 2.5 puanlık bir gerilemeyle yüzde 5.8'e düşerek toplama negatif yönde katkıda bulunmuştur.

Gecelik mevduat dışındaki kısa vadeli mevduatın seyrine bakıldığında ise söz konusu mevduatın yıllık artış hızının Aralık ayında Kasım ayındaki yüzde 4.9 seviyesinden yüzde 3.6'ya gerilediği gözlenmektedir. M3 tanımlamasına dahil olan diğer piyasa varlıkları da Kasım ayındaki yüzde 8.6 seviyesinden Aralık ayında yüzde 8.2 seviyesine gerilemiştir. Bu durum yatırımcıların güvenli ve likit varlıkları tercih ettiğinin bir göstergesidir.

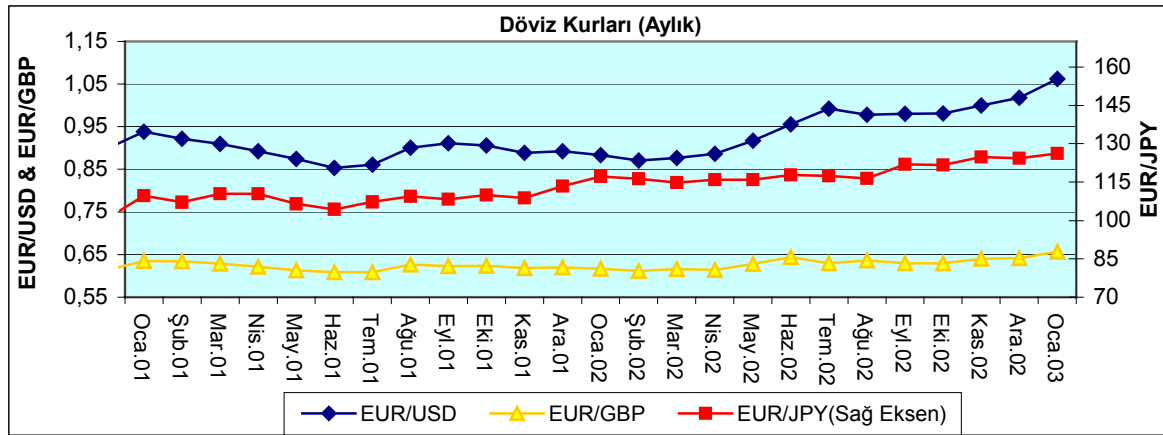
III. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler

Ocak ayı ve Şubat ayının ilk yarısında euro, önde gelen tüm ülke paraları karşısında değer kazanmıştır. Amerikan dolarının geniş çaplı değer kaybına paralel yaşanan bu gelişmeler, son döneme damgasını vuran finansal, ekonomik ve

jeopolitik belirsizliklerin yanısıra, ekonominin toparlanmanın oldukça yavaş gerçekleştiğine ilişkin kanıtlardan kaynaklanmaktadır.

Jeopolitik gerginlik ile birlikte Amerikan ekonomisinin görünümüne ilişkin olumsuz veriler, bozulan kamu maliyesi ve cari işlemler dengesinde yaşanan açığın artması ile birleşerek piyasa aktörlerinin beklentilerini kötümserleştirmiş, buna bağlı olarak euro Amerikan doları karşısında inceleme döneminin tamamında değer kazanmıştır. Federal Reserve Bank'ın faizlerde değişikliğe gitmeme kararı ise piyasalar tarafından beklendiği için, döviz kurlarının gelişiminde herhangi bir etkisi olmamıştır. Böylelikle, 5 Şubat 2003'de euro 1.09 dolar üzerinden işlem görerek Aralık ayı sonuna göre yüzde 4 değer kazanmıştır.

Japon ekonomisine ilişkin olumsuz beklentiler inceleme dönemi genelinde Japon yeninin euro karşısında değer kaybetmesine neden olmuş, aynı dönemde Japon yeni Amerikan doları karşısında da küçük çapta değer kaybetmiştir. Ancak, Şubat ayı başında Japon Merkez Bankası tarafından yapılan açıklamada, Japon yeninin dolar karşısında istikrarının korunması için Ocak ayı genelinde Banka tarafından piyasadandan dolar alındığı belirtilmiştir. Bu ortamda euro 5 Şubat 2003 tarihi itibarıyla 130.3 Japon yeni üzerinden işlem görerek Aralık ayı sonuna göre yüzde 4.8 değer kazanmıştır.



Ocak ayı ve Şubat ayının ilk yarısında İngiliz sterlini, euro karşısında küçük çaplı bir değer kaybına uğramıştır. İngiltere'nin makroekonomik görünümündeki bozulmaya bağlı olarak Ocak ayı genelinde değer kaybeden İngiliz sterlini 1999 yılından bu yana en düşük seviyelerine gerilemişken, ay sonuna doğru yükselişe geçerek değer kaybını büyük ölçüde geri çevirmiştir. Bu çerçevede euro 5 Şubat 2003 tarihinde, İngiliz sterlini karşısında 0.66 üzerinden işlem görerek Aralık ayı sonu değerinin yüzde 1.6 üzerinde seyretmiştir.

Euro alanının en önemli 12 ticaret ortağının euro karşısındaki döviz kurunun, söz konusu ülkenin Euro Alanı dış ticaretindeki payı ile orantılandırılması sonucunda bulunan nominal efektif döviz kuru Ocak ayında bir önceki aya göre ortalama yüzde 2.3 artış göstererek 2001 yılının aynı döneminin ortalama yüzde 9.3 üzerinde seyretmiştir. Söz konusu kurun tüketici fiyatlarına göre uyumlandırılmış ifadesi olan reel efektif döviz kuru ise Ocak ayında yüzde 2.7 değer kazanarak bir yıl öncesinin yüzde 10.0 üzerinde yer almıştır.

IV. Ödemeler Dengesine İlişkin Gelişmeler

Euro Alanı cari işlemler fazlası 2002 yılının Kasım ayında 10.3 milyar euro olarak gerçekleşerek, 2001 yılının Kasım ayındaki 2.7 milyar euroluk fazla ile karşılaştırıldığında geniş çaplı bir yükseliş göstermiştir. Söz konusu durum, mal ticareti fazlasında yaşanan büyük çaplı artışın, hizmet ticaretinin Kasım 2001'de verdiği açıktan Kasım 2002'de fazlaya dönüşmesi ve cari transferlerde yaşanan açığın azalması ile gerçekleşmiştir. Gelirler dengesi ise 2001 yılının Kasım ayı ile karşılaştırıldığında bir değişikliğe uğramamıştır.

Birikimli ifadelere bakıldığında ise, 2001 yılının ilk 11 ayında 16.1 milyar euro açık veren cari işlemler dengesinin, 2002 yılının aynı döneminde 53.9 milyar euro fazlaya dönüştüğü gözlenmektedir. Söz konusu artış, mal ticareti fazlasında yaşanan 56.7 milyar euro'luk artışın hizmetler ticareti fazlasında yaşanan 10.7 milyar euro artışla desteklenmesinden kaynaklanmaktadır. Gelirler dengesi ile cari transferler kalemleri de aynı dönemler itibariyle değişmeden kalmıştır. Mal ticaretinde yaşanan gelişmeler ithalatın değerinde yaşanan düşüş ile ihracatın değerinde yaşanan artıştan kaynaklanmaktadır.

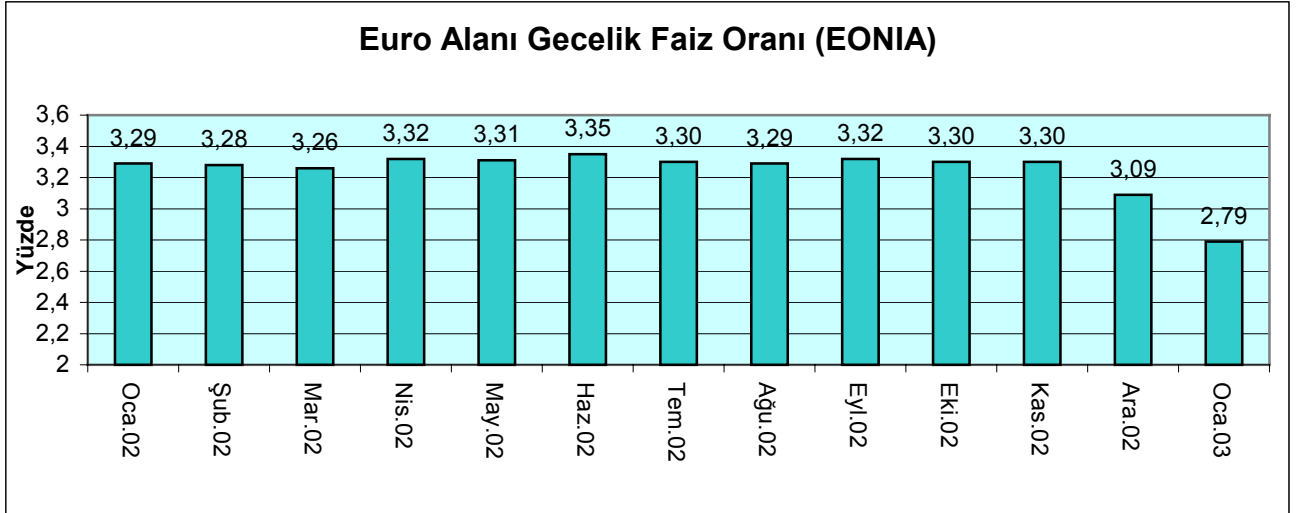
Mevsimsellikten arındırılmış verilere bakıldığında ise cari işlemler dengesinin Kasım ayında bir önceki aya göre 3.6 milyar euro artarak 6.8 milyar euro fazla verdiği gözlenmektedir. Mal ithalatında yaşanan yüzde 2.4'lük düşüşe bağlı olarak mal ticareti fazlasında yaşanan artış, yukarıda değinilen gelişmenin temel nedenini oluşturmaktadır. İthalatta yaşanan düşüş ise temel olarak talep zayıflığı nedeniyle yatırım malı ithalatındaki zayıflıktan kaynaklanmaktadır.

Sermaye hareketlerinde ise Kasım ayında 13.6 milyar euro net giriş kaydedilmiştir. Söz konusu gelişme doğrudan yatırımlarda 3.9 milyar, portföy yatırımlarında ise 9.7 milyar euro tutarında net sermaye girişi ile sağlanmıştır. Portföy

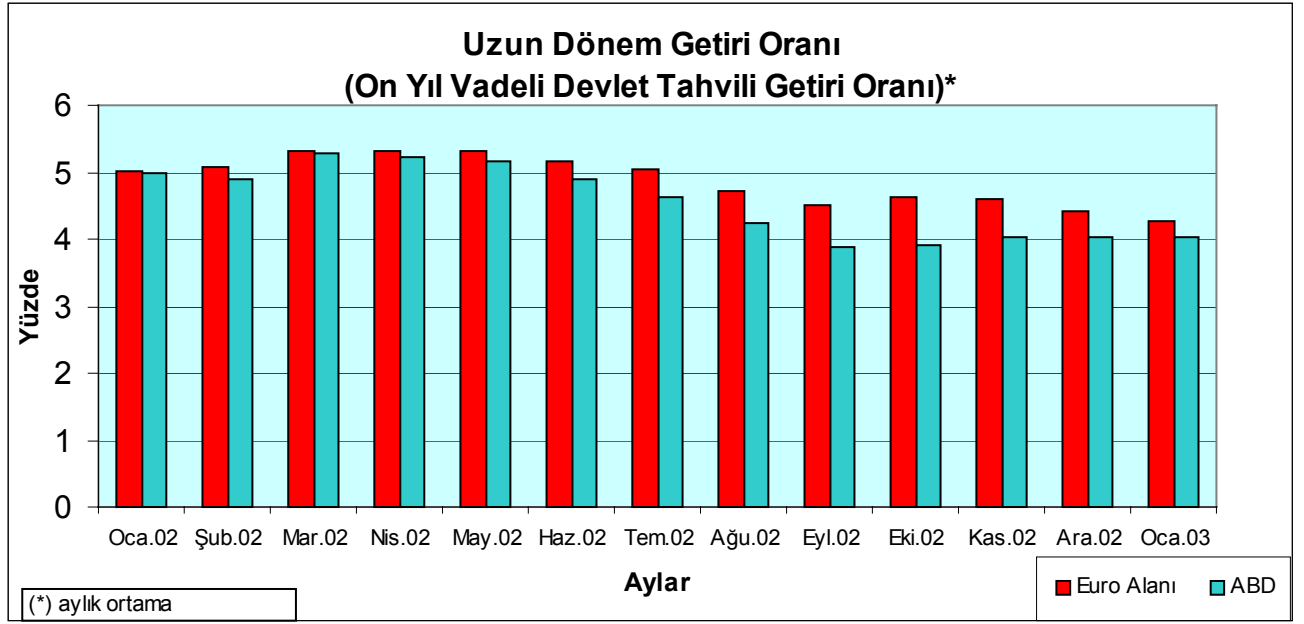
yatırımlarındaki gelişmeler, hisse senedi piyasalarına yönelik 16.1 milyar euro tutarındaki sermaye girişine karşılık, borçlanma araçlarının artışı ile gerçekleştirilen 6.4 milyar euro'luk sermaye çıkışı sonucunda ortaya çıkmıştır.

V. Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler

Euro Alanı para piyasalarında oluşan kısa dönemli faizler, Mayıs 2002'den beri devam eden düşüş trendini Ocak ayında da sürdürmüştür. Genel eğilime paralel olarak gecelik faizler (EONIA) Aralık sonu ile 5 Şubat 2003 arasında yüzde 2.79-2.90 bandı içerisinde dalgalanmıştır. Yıl dönümü itibariyle Ocak ayına yükselişe başlayan EONIA, ayın geri kalan kısmında yavaş yavaş düşerek yüzde 2.75'lik ECB faiz oranına yaklaşmıştır.



On yıllık devlet tahvili ile ölçülen euro alanı uzun dönemli getirileri ise Aralık sonu ile 5 Şubat arasında 0.10 puanlık gerileme ile yüzde 4.1 düzeyinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde Amerikan uzun dönemli getirileri ise yukarı doğru bir eğilim izleyerek 0.2 puanlık artışla yüzde 4.0 düzeyine gelmiş, böylelikle iki piyasa arasındaki getiri farkında (spread) gözle görülür bir daralma yaşanarak; 0.10 puan düzeyinde seyretmiştir.



Amerikan uzun dönemli faizleri, hükümetin Ocak ayı başında aldığı mali önlemler, Amerikan dolarının değer kaybı ve artan petrol fiyatlarının enflasyon üzerinde yaratacağı baskı nedeniyle yükselişe geçmiştir. Euro alanı ise, Irak'ta yaşanacak bir savaşa bağlı olarak güvenli yatırım olanakları arayan sermayenin, euro alanı piyasalarını tercih etmesi sonucunda uzun dönemli getirilerde yaşanan düşüşle karşılaşmıştır.

Euro alanı hisse senedi piyasaları, diğer önde gelen piyasalarla birlikte, jeopolitik gerginlik nedeniyle ortaya çıkan endişeye bağlı olarak Ocak ayında genel bir düşüş eğilimi yaşamıştır. Açıklanan ekonomik verilerin beklenenden kötü olması ve şirket karlılıklarına ilişkin olumsuz açıklamalar da söz konusu düşüşe katkıda bulunmuştur. ABD hisse senedi piyasaları ise, Ocak ayında açıklanan ekonomik verilerin ortaya koyduğu olumsuz tablodan etkilenmiştir. Ayrıca, bazı şirketlerin 2003 yılı için karlılık beklentilerini aşağı doğru güncellemeleri, Irak'ta çıkması olası bir savaşın makroekonomik dengelerde kısa dönemde yaratacağı etkilere ilişkin endişelerle birleşerek hisse senedi fiyatlarında aşağı doğru baskı yaratmıştır. Japon hisse senedi piyasalarında yaşanan düşüşler ise küresel yayılma etkisinin yanı sıra, jeopolitik gerginlik ve Japon yeninin dolar karşısındaki değerinin ihracatçı firmaların hisselerinde yarattığı baskıdan kaynaklanmaktadır. Bu çerçevede Euro Alanı EURO STOXX endeksi, ABD S&P 500 endeksi ve Japonya Nikkei 225 endeksi Aralık sonu ile 5 Ocak arasında sırasıyla yüzde 6, yüzde 4 ve yüzde 1 değer kaybetmiştir. Fiyat hareketlerine ilişkin beklentilerdeki belirsizliği ifade eden fiyat dalgalanmaları

(volatilitte) ise yukarıda değinilen gelişmeler ışığında her üç piyasada da artış göstermiştir.

Hazırlayan:
Durukan Payzanođu
Uzman Yardımcısı

Kaynaklar:

- ECB Monthly Bulletin, Şubat 2003
- ECB Statistical Press Release, 28 Ocak 2003, 31 Ocak 2003
- Eurostat News Release, 4 Şubat 2003,
- ECB Press Conferences 9 Ocak 2003, 6 Şubat 2003

DÖVİZ KURLARI (GÜNLÜK)

