

Euro Bölgesi İzleme Raporu:

Kasım 2003

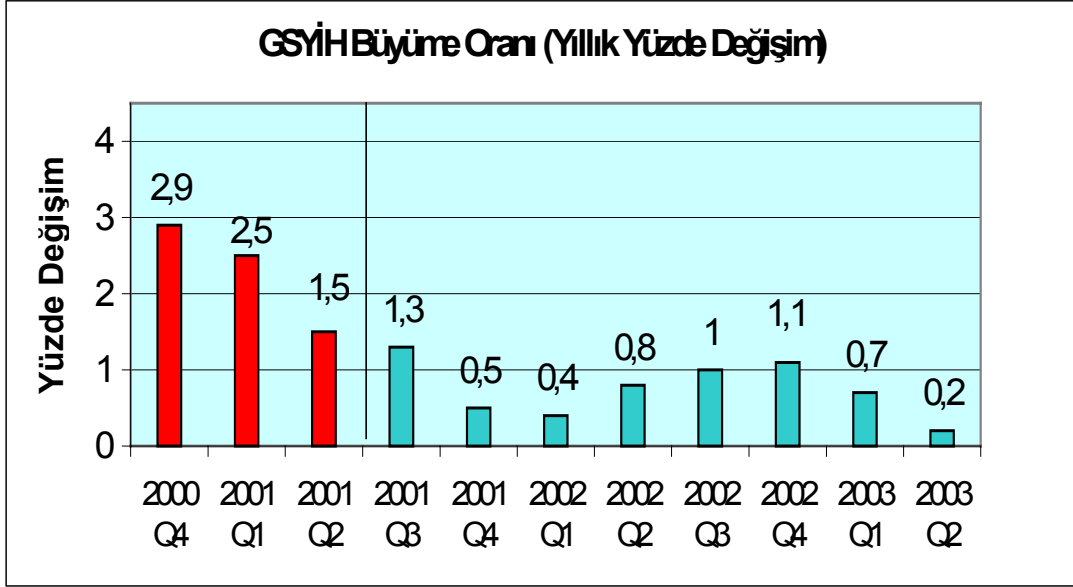
I. Genel Değerlendirme:

Avrupa Merkez Bankası (AMB) Yönetim Konseyi'nin, Wim Duisenberg'den sonra görevi devir alan Jean-Claude Trichet'nin başkanlığında 6 Kasım 2003 tarihinde yaptığı toplantıda anahtar faiz oranlarında herhangi bir değişiklik yapmama kararı alınmıştır. Söz konusu oranlar, refinansman için yüzde 2.0, marjinal kredi imkanı için yüzde 3.0 ve depo imkanı için yüzde 1.0 olarak kalmıştır.

II. Ekonomik Analiz:

AMB tarafından fiyat istikrarını etkileyen parasal dinamikler dışında kalan tüm reel göstergelerin izlendiği ekonomik analize ait veriler incelendiğinde, yıl sonuna doğru global ekonomik toparlanmanın net bir şekilde olumluya döndüğü görülmektedir. 2003 yılı üçüncü çeyrek verileri Euro Alanı ekonomisinde, ikinci çeyrekteki durgunluğun ardından, ekonomik aktivitenin hızlandığına işaret etmektedir. Euro Alanı ekonomisinin 2003 yılının ikinci yarısında bir toparlanma içerisine girmesi ve 2004 yılında da büyümenin güçlenerek kalıcı hale gelmesi senaryosu, resmi ve özel kaynaklardan gelen verilerin yanı sıra, finansal gelişmelerin de etkisiyle anlamlı bir görünüme kavuşmuştur. Dış talep bakımından Euro Alanı ekonomisinde, global ticaretteki genişleme ve reel GSYİH'daki büyüme nedeniyle harcanabilir gelirdeki artışın, euronun değerlenmesinden kaynaklanan olumsuzlukları ortadan kaldırması beklenmektedir. Özel tüketim harcamalarının cari dönemde reel harcanabilir gelirdeki artıştan olumlu yönde etkilenmesi mümkün görünmektedir. Düşük faiz oranları ile ortaya çıkan uygun finansman koşulları ve firmaların verimlilik artışı ile kar marjlarını genişletmeye yönelik hassas çabaları gözönüne alındığında, iç talepte yatırım için gerekli koşulların yavaş yavaş bir anlam ifade etmeye başladığı görülmektedir.

Söz konusu ana senaryoyu etkileyebilecek riskler incelendiğinde, bu riskler kısa vadede önemli bir tehdit yaratmamaktadır. Ancak, uzun vadede global ekonomik büyümeyi bozabilecek riskler, özellikle de ABD'nin iç ve dış açıklarından kaynaklanan endişeler varlığını sürdürmektedir.



Euro Alanı ekonomik büyüme perspektifi çerçevesinde, fiyat istikrarına yönelik herhangi bir tehdit en azından kısa vadede söz konusu değildir. Zaten, AMB fiyat istikrarı taahhüdünü orta vadede sağlayacağını duyurarak, kısa vadede fiyat istikrarı hedefinden sapmaların önemli olmadığını ifade etmiştir. Ancak, son üç ay itibarıyla hedefin üzerinde seyreden enflasyonun (yüzde 2.1), ekonomik büyümenin beklendiği 2004 yılında AMB açısından endişe verici sonuçlar doğurması halen bir risk olarak güncelliğini korumaktadır. İleriye dönük değerlendirmelerde, önümüzdeki birkaç ay için daha enflasyonun katılık göstereceği dikkate alındığında, beklendiği şekilde hedefin altına düşmesi zor görünmektedir. Enflasyonun katılık göstermesinde etkili olan üç temel unsur; i) Yaz aylarında Avrupa'yı sarsan sıcaklık dalgasının bir sonucu olarak, gıda fiyatları üzerinde yukarı yöndeki baskının 2003 yılının kalan kısmında ve 2004'ün başlarında devam etmesi, ii) Ortadoğu'daki politik belirsizlikler nedeniyle, petrol fiyatlarının beklentilerin üzerinde seyretmesi, iii) 2004 yılı içerisinde bazı Euro Alanı ülkelerinde söz konusu olabilecek kamu fiyatları ve dolaysız vergilerde planlanan artışlar, olarak sıralanabilir.

2003 yılının ikinci çeyrek verilerine göre, GSYİH büyüme oranı yıllık bazda yüzde 0.2 artış göstermiştir (çeyrek bazda ise yüzde 0.1 küçülmüştür). 2003 yılının ikinci çeyreğinde iç talep büyümeyi önemli ölçüde desteklerken, net ihracat eurodaki değerlenmeden ötürü büyümeyi olumsuz etkilemiştir. Hizmetler sektörü ilk çeyreğe göre büyüyerek, çeyrek bazda yüzde 0.2 artarken, sanayi sektörü, yılın ilk çeyreğinde toparlanmasına karşın, ikinci çeyrekte daralma içerisine girmiştir.

EURO ALANI REEL GSYİH BÜYÜMESİ	Yıllık Veriler				Çeyrek Veriler		
	2002	2002	2003	2003	2002	2003	2003
		Q4	Q1	Q2	Q4	Q1	Q2
<u>GSYİH</u>	0,9	1,1	0,7	0,2	0,0	0,0	-0,1
<u>İÇ TALEP</u>	0,2	0,8	1,3	1,3	0,3	0,5	0,3
Özel Tüketim	0,4	0,7	1,6	1,4	0,3	0,6	0,2
Kamu Harcamaları	2,8	2,1	1,8	1,8	0,1	0,4	0,7
Yatırım	-2,6	-1,7	-2,2	-1,0	0,3	-1,2	-0,2
Stoklar	0,0	0,3	0,4	0,3	0,0	0,3	0,1
<u>NET İHRACAT</u>	0,7	0,3	-0,5	-1,0	-0,3	-0,5	-0,4
ihracat	1,7	4,0	2,2	-1,0	-0,2	-1,6	-0,7
İthalat	-0,0	3,5	3,9	1,8	0,4	-0,4	0,2

İşsizlik oranı, Eylül ayında da değişmeyerek, Mart ayından itibaren süren durağanlık görünümünü devam ettirmiştir. Eylül ayı verilerine göre Euro Alanı işsizlik oranı yüzde 8.8 olarak gerçekleşmiştir. Euro Alanı'nda geciken ekonomik toparlanmanın işsizlik oranları ve istihdam artışı üzerinde olumlu bir etki yaratması, özellikle bu yılın ikinci ve 2004 yılının ilk yarısı itibarıyla beklenmektedir.

Sanayi üretimi, Ağustos ayında azalmasına karşın, üçüncü çeyrekte artmaya başlamış görünmektedir. Aylık verilere göre, Ağustos ayında sanayi üretimi (inşaat sektörü hariç) yüzde 0.6 oranında küçülmüştür. Sektörel bazda incelendiğinde, daralmanın kaynağı olarak sermaye ve tüketici malları üreten sektörlerin ön plana çıktığı görülmektedir. Üç aylık ortalamalara göre, sermaye malları kalemi hariç, tüm alt kalemler pozitif bir büyüme eğilimi içerisindedirler. Tüketici malları üreten sektörler güç kazanırken, özellikle enerji üretimi tekrar bir toparlanma

içerisine girmiştir. Üç aylık veriler incelendiğinde, Mayıs-Temmuz dönemi, bir önceki üç aylık dönemle kıyaslandığında sanayi üretiminin daha istikrarlı bir seyir izlediği görülmektedir.

EURO ALANI SANAYİ ÜRETİMİ	Yıllık ortalamalar		aylık ortalamalar		üç aylık ortalama		
	2002	2002	2003	2003	2003	2003	2003
		AĞUSTOS	TEMMUZ	AĞUSTOS	MAYIS	HAZİRAN	TEMMUZ
<u>TOPLAM SANAYİ ÜRETİMİ</u>	-0,5	-0,4	1,0	-0,6	-0,5	-0,5	0,0
<u>SANAYİİ</u>	-0,7	-0,8	1,1	-0,7	0,3	-0,6	-0,1
Ara malları	0,4	0,4	0,7	0,1	-0,5	-0,6	0,1
Sermaye malları	-1,9	-2,8	2,0	-1,6	-0,8	-0,7	-0,5
Tüketici malları	-0,4	0,6	1,3	-0,7	-0,2	-0,3	0,6
<u>ENERJİ</u>	1,0	3,5	0,1	0,7	-0,5	-0,1	2,1
<u>İMALAT</u>	-0,7	-0,9	1,2	-0,8	-0,6	-0,5	-0,1

Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP) ile ölçülen Euro Alanı enflasyon düzeyi, ilk tahminlere göre Ekim ayında değişmeyerek, Ağustos ayından bu yana yüzde 2.1 seviyesini korumuştur. Yaz aylarından bu yana, olağandışı hava koşullarının Euro Alanı enflasyonu üzerinde halen etkili olduğu görülmektedir. Önümüzdeki birkaç aylık dönemde de gıda fiyatlarından dolayı enflasyonda bir katılığın olması beklenmektedir. Diğer taraftan, enerji fiyatları, Ekim ayında beklendiği üzere fiyatları önemli ölçüde yukarı çekmiştir. Önümüzdeki dönemde de enerji fiyatlarının enflasyon üzerinde etkili olmayı sürdürmesi beklenmektedir.

HICP'nin (Harmonised Index of Consumer Prices) alt kalemleri incelendiğinde (Alt kalemlere dair veriler en son Eylül ayına kadar bulunmaktadır), Eylül 2003'de fiyat hareketlerine duyarlılığı yüksek olan işlenmemiş gıda ve enerji malları gibi kalemlerin yıllık enflasyon oranlarındaki artış göze çarpmaktadır. Böylece, yıllık bazda Euro Alanı enflasyon üçüncü çeyreğin sonunda yüzde 2.0 oranında artış göstermiştir. Yaz aylarında yaşanan olağandışı hava koşullarının fiyatlar üzerindeki olumsuz etkisi Eylül ayında, Ağustos ayına göre kendini iyice hissettirerek, fiyat dinamikleri üzerinde etkili olmayı sürdürmektedir. İşlenmemiş gıda fiyatları Ağustos ayında yüzde 3.3 artarken, Eylül ayında yüzde 4.2 oranında artmıştır. Her ne kadar işlenmemiş gıda fiyatlarındaki bu artışın, enflasyon

üzerinde etkisi büyükse de, enerji fiyatlarında aylık bazda görülen düşüş böylesine bir etkiyi ortadan kaldırmaktadır. Enerji fiyatları aylık bazda, Ağustos ayındaki yüzde 2.7 seviyesinden, Eylül ayında yüzde 1.7'ye gerilemiştir.

Enerji ve işlenmemiş gıda gibi fiyat hareketlerine duyarlılığı yüksek malları içermeyen çekirdek enflasyon, Eylül ayında yüzde 0.1 oranında artarak, yüzde 2.0 seviyesine yükselmiştir. Artışa neden olan unsurlar, işlenmiş gıda ve enerji dışı sanayi malları fiyatlarında yıllık bazda ortaya çıkan artışlardır. Bu arada, hizmet fiyatlarının artış hızı Eylül ayında değişmeyerek, yıllık bazdaki yüzde 2.5'luk seviyesini korumuştur.

III. Parasal Analiz:

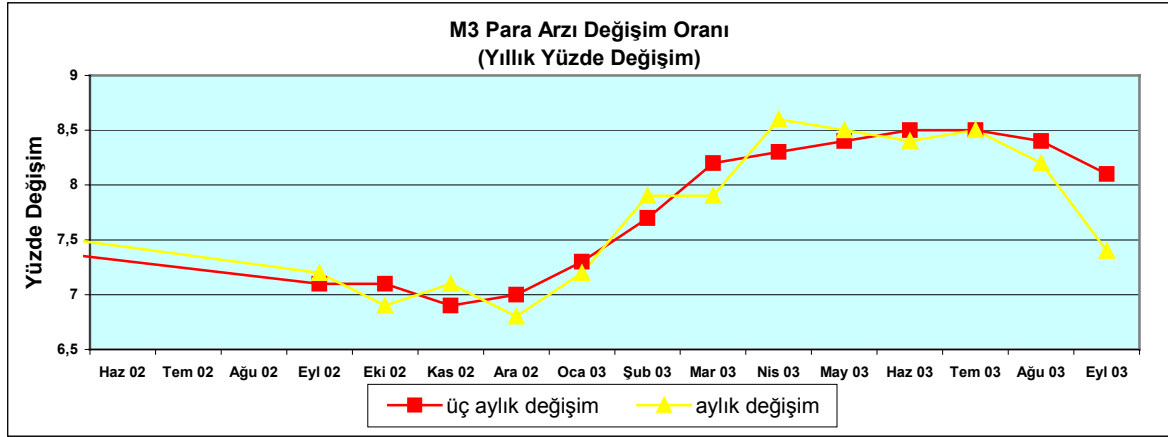
Para arzı büyüme hızı Eylül ayında da düşüşünü sürdürmüştür. Ancak, M3 para arzı halen referans değer (yüzde 4.5) çok üzerinde seyretmektedir. M3 yıllık büyüme oranı, Ağustos ayındaki yüzde 8.2 seviyesinden, Eylül ayında yüzde 7.4 seviyesine gerilemiştir. Üç aylık ortalamalarda ise M3'ün büyüme oranı Temmuz-Ağustos döneminde bir önceki üç aylık döneme göre yüzde 0.3 gerileyerek, yüzde 8.1 olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler, finansal piyasalarda ortaya çıkan uygun koşullar nedeniyle, piyasalarda yatırımcıların tahvil ve hisse senedi gibi daha uzun vadeli araçlara yönelmelerinden kaynaklanmıştır. Ancak, Eylül ayındaki bu düşüşü geçici bir düşüş olarak algılamak gerekir. Bunun bir nedeni, Eylül ayında Euro-Alanı ülkelerinden birinde (İtalya) düzenlenen yüklü hazine ihaleleridir. Diğer bir neden de, göreceli olarak oynaklığı yüksek olan aylık verilerin, para dinamiklerinin eğilimini kısa vadede sınırlı ve bulanık olarak ortaya koymasıdır. Bu bakımdan M3 para arzında keskin bir düşüşün varlığını ortaya koymak için önümüzdeki dönemde yeni verilerin yayınlanması gerekmektedir.

Ağustos ayından sonra Eylül ayında da, finansal koşulların uygun olması ve belirsizliğin azalması, Euro Alanı finansal piyasalarını daha dengeli ve istikrarlı bir ivmeye taşımaktadır. Ancak, Euro Alanında ekonomik büyümeyi finanse edecek likidite kısa vadede enflasyonist bir baskı doğurmamaktadır.

Fazla likiditeyi yaratan unsurlar: i) Geçmişteki geniş çaplı portföy kaymalarından (Bu portföy tercihlerindeki kaymalar 2001 ile 2003 yılları arasındaki dönemde hisse senedi fiyatlarında yaşanan düşüş ve hisse senedi piyasalarındaki

oynaklığın neden olduğu belirsizlikten ileri gelmiştir), ii) düşük faiz oranları nedeniyle yatırımcıların daha likit fonlara yönelmesinden (Bu fonların bir kısmının işlem amaçlı olarak gelecekte kullanılması mümkündür) ve iii) ekonomik belirsizlik ve olumsuz istihdam tahminleri sonucunda tasarruf eğiliminin artmasından kaynaklanmıştır.

AMB, ekonomik analizi yakından takip ederken, para arzı-enflasyon ikilisi arasındaki bağı kopmuş izlenimi taşımasına rağmen, halen çok önemli olduğunu ve bu nedenle izlemenin sürdürüleceğini açıklamıştır.



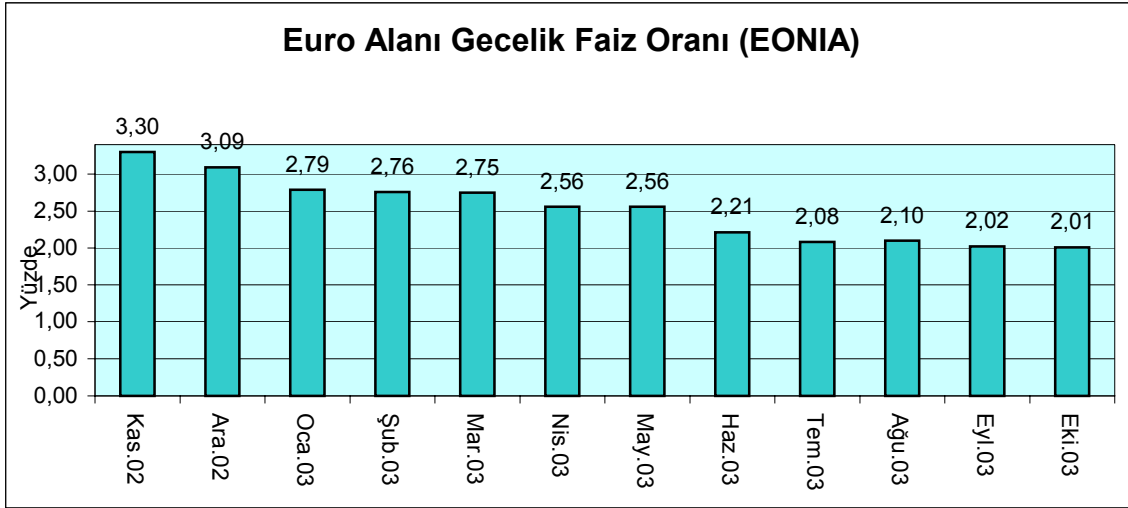
M3 para arzının alt bileşenleri incelendiğinde, M3 para arzının tüm bileşenlerinde düşüş gözlenmiştir. Dar anlamda para arzının yıllık büyüme hızı, Eylül ayında bir önceki aya göre gerileyerek, yüzde 11.8 düzeyinden yüzde 11.3 düzeyine düşmüştür. M1 bünyesinde yer alan dolaşımdaki para artış hızı ve gecelik mevduat oranları da Eylül ayında düşerek, sırasıyla yüzde 28.8'den yüzde 27.8'e ve yüzde 9.4'den yüzde 8.8'e düşmüştür. Düşüşe rağmen, dolaşımdaki para daha önceki ortalamaların çok üzerinde seyretmeyi sürdürmektedir.

Kısa vadeli mevduatın yıllık büyüme oranı Ağustos ayında yüzde 5.5 artarken, Eylül ayında yüzde 5.1 artmıştır. M3'e dahil olan piyasa araçlarının yıllık büyüme hızı ise, Eylül ayında bir önceki aya göre yüzde 2 oranında azalarak, yüzde 4.3'e gerilemiştir. Son birkaç ayda, söz konusu piyasa araçlarının büyüme hızlarında görülen bu önemli azalma ekonomi ajanlarının portföylerini değiştirdikleri savını desteklemektedir.

IV. Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler

Para piyasası faiz oranları Eylül ayında bir miktar düştükten sonra, Ekim ayında, özellikle uzun vadelerde bir artış göstermektedir. Daha kısa vadelerde ise fazla bir değişim göze çarpmamaktadır. EONIA ile ölçülen gecelik faiz oranları, Eylül sonu ile 5 Kasım arasındaki dönemin büyük bir kısmında, yüzde 2.05 ile 2.06 arasında hareket etmiştir. Aynı dönemde, iki haftalık EONIA swap oranı da yüzde 2.05 ile 2.09 arasında dalgalanmıştır. İnceleme döneminin sonunda yüzde 2.07 seviyesinden işlem görmüştür.

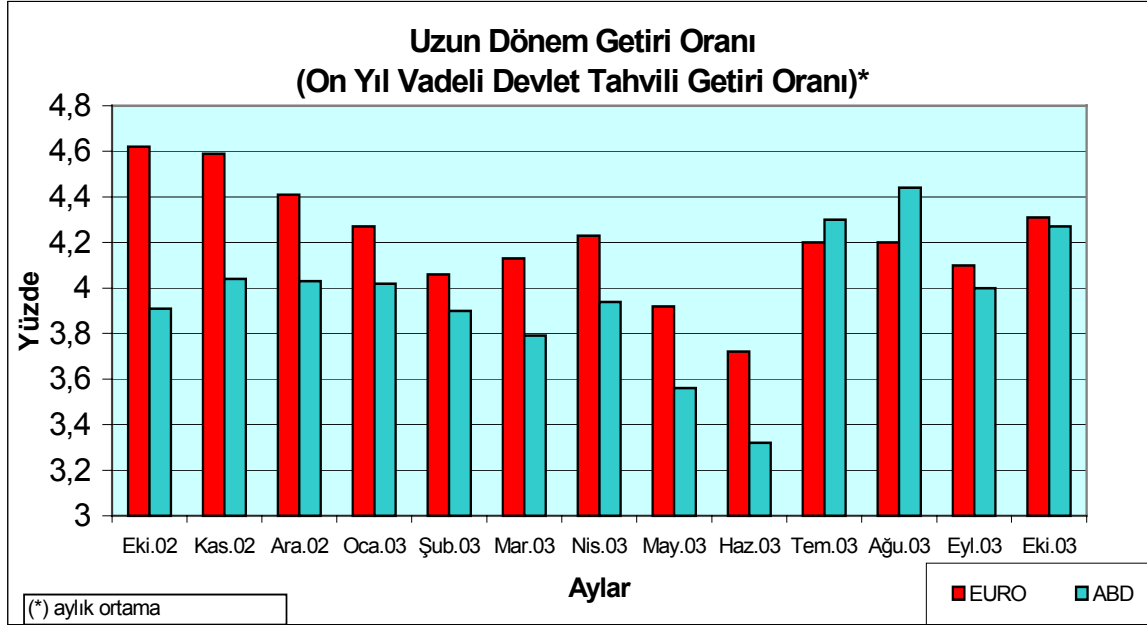
Aylık ve üç aylık EURIBOR oranlarındaki gelişmeler incelendiğinde, Eylül sonu ile 5 Kasım tarihleri arasında hem 1 aylık , hem de üç aylık EURIBOR oranları değişmeden aynı seviyede kalmıştır. Buna göre, 5 Kasım 2003 tarihinde aylık EURIBOR yüzde 2.09, üç aylık EURIBOR ise yüzde 2.16 seviyelerinde dalgalanmıştır. Buna karşın, daha uzun vadelerdeki faiz oranları Ekim ve Kasım aylarında küçük de olsa bir artış göstermiştir. Eylül sonu ve 5 Kasım arasındaki dönemde 6 aylık ve 12 aylık EURIBOR oranları sırasıyla 12 ve 29 bp artarak, yüzde 2.23 ve yüzde 2.42 oranlarına yükselmiştir.



Euro Alanı uzun dönem getirileri, diğer önde gelen tahvil piyasalarında olduğu gibi, Eylül ayında da artmıştır. İnceleme dönemi boyunca, ABD ve Euro Alanı 10 yıllık tahvil getirileri yaklaşık 40 bp artarak, dönem sonunda sırasıyla yüzde 4.27 ve yüzde 4.16 seviyelerinden işlem görmüştür. Sonuç olarak, ABD ve Euro Alanı 10 yıllık devlet tahvillerinin getiri farkı (spread), 5 Kasım 2003 tarihinde günü sıfıra yakın kapatmıştır.

Piyasa aktörlerinin beklentilerinin ötesinde iyi çıkan büyüme ve enflasyon verileri ABD'deki uzun vadeli devlet tahvili getirilerindeki artışın nedenidir. Enflasyona endekli tahvillerin 10 bp artması daha olumlu bir büyüme görünümünün beklendiğini ortaya koymaktadır. Euro Alanı tahvil getirileri ekonomik büyümeye yönelik bulanık görünümün giderek olumluya doğru dönmüş olmasının da etkisiyle, Ekim ayı boyunca, özellikle orta vadeli kağıtlar başta olmak üzere tüm vadelerde yükselerek, iyi bir performans sergilemiştir. Diğer taraftan, Japon tahvilleri Ekim ayı boyunca 10 bp artarak, 5 Kasım 2003 tarihinde yüzde 1.5 seviyesine ulaşmıştır.

Hisse senedi piyasaları, Eylül ayındaki düşüşün ardından, Ekim ayında tekrar toparlanırken, global ekonomik görünüm ve şirket kazançlarının olumlu etkisiyle



yükselmiştir. Bu çerçevede, Euro Alanı EURO STOXX endeksi Eylül sonu ile 5 Kasım arasında yüzde 9, ABD, Standard&Poors 500 endeksi yüzde 6 ve Japon Nikkei 225 endeksi de aynı dönemde yüzde 6 oranında değer kazanmıştır.

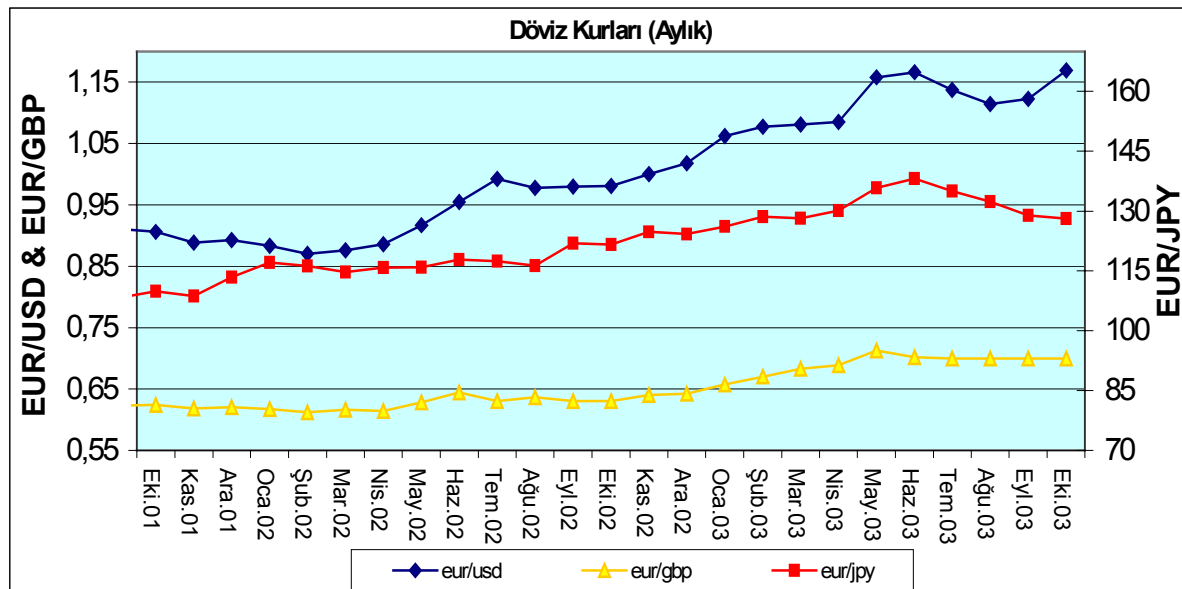
Amerikan piyasalarında hisse senedi fiyatları, üçüncü çeyreğe dair verilerin beklenenden iyi açıklanması ve hisse senedi fiyatlarındaki oynaklığın azalması sonucunda yükselmiştir. Euro Alanında Mart ayından bu yana yükselişte olan hisse senedi piyasaları, Eylül ayını sakın geçirdikten sonra, Ekim ayında tekrar artış eğilimine girmiştir. Yakın zamanda ekonomik toparlanmanın geleceğine dair piyasa beklentilerinin olumluya dönmesi ve şirket kazançlarının olumlu açıklanması Ekim ayındaki yükselişin arkasında yatan etkenlerdir. Dünya piyasalarında global

ekonomik toparlanma konusundaki iyimserlik, Euro Alanı ekonomisini de olumlu etkilemiştir. Japon hisse senedi piyasaları da, diğer önde gelen hisse senedi piyasalarıyla birlikte yükselişine devam etmiştir. Japon hisse senedi fiyatları hem olumlu makroekonomik görünüm, hem de bankaların karlılık rakamlarının pozitif katkısıyla başarılı bir performans ortaya koymuştur.

V. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler

Eylül ayında yaşanan dalgalanmaların ardından, Ekim ayında görece daha dar bir aralıkta dalgalanan euro, Kasım ayının başlarında Eylül ayının sonundaki değerinin biraz altında yer alarak, Ekim ayında sakin bir seyir izlemiştir. Bu dönemde, piyasa analistleri, ABD ödemeler bilançosu açığı konusundaki endişelerin de etkisiyle, global ekonomik toparlanmanın sürdürülebilirliği ve bunun faiz oranları üzerindeki olası etkilerine dair birtakım ipuçları sağlayabilecek ekonomik haberlere odaklanmış görünmektedirler.

Eylül ayında ABD doları karşısında önemli ölçüde güçlenen euro, Ekim ayı boyunca dolar karşısında yatay bir seyir izledikten sonra, Kasım başlarında aşağı yönde bir hareket çizmiştir. Bu, Ekim ayında beklenenden iyi çıkan üçüncü çeyrek



GSYİH'nın arkasında, güçlenen bir ekonomik aktivitenin varlığına işaret etmektedir. Ancak, herşeye rağmen bütçe ve ödemeler dengesi açığı nedeniyle bazı belirsizlikler halen gündemden düşmemiştir. 5 Kasım tarihinde euro, Eylül ayı sonuna göre yüzde 1.5 değer kaybederek, 1.15 ABD doları üzerinden işlem

görmüştür. Söz konusu tarihte euronun dolar karşısındaki değeri 2002 yılı ortalamasının yüzde 21.3 üzerinde kalmıştır.

Eylül ayında euro karşısında yükselişe geçen Japon yeni, Japon ekonomisinin 2003 yılının ikinci yarısında, ilk yarıda görülen başarılı büyüme performansını tutturamayacağını gösteren verilerin açıklanması ile Ekim ayında yatay bir seyir çizmiştir. Japon yeninin bu istikrarlı seyrine katkıda bulunan bir başka unsur olarak da Bank of Japan'ın cari işlemler dengesi için koyduğu hedef aralık tavanını 32 trilyon JPY'ye yükseltme kararıdır. Bu çerçevede, döviz kuru, 5 Kasım 2003 itibarıyla 1 euro 125.7 yen üzerinden kote edilerek, Eylül ayı sonundaki düzeyine göre yüzde 2.4 ve 2002 ortalamasına göre yüzde 6.5 oranında daha yüksek bir seviyeden işlem görmüştür.

Euro İngiliz sterlini karşısında Ekim ayının başlarında az miktarda dalgalandıktan sonra, ayın ikinci yarısında kan kaybetmiştir. Ayın başında Bank of England'ın yaptığı toplantıya ait tutanakların 22 Ekim tarihinde kamuoyuna açıklanması sonucunda, faiz değişikliğine gitmeme kararının çok az bir oy farkı ile sabit kalması yönünde alınması, faizlerin artırılacağına dair beklentileri destekleyerek, euronun değerlenmesini olumsuz etkilemiştir. 5 Kasım itibarıyla euro, İngiliz sterlini karşısında 0.68 GBP üzerinden işlem görerek, Eylül sonuna göre yüzde 2.1 oranında değer kaybetmiştir.

Euro Alanı'nın en önemli 12 ticaret ortağının euro karşısındaki döviz kurunun, söz konusu ülkelerin Euro Alanı dış ticaretindeki payı ile oranlandırılması sonucunda bulunan nominal efektif döviz kuru, 5 Kasım tarihinde Eylül sonuna göre yüzde 1.3 azalmıştır. Ancak, 2002 yılı ortalama seviyesine göre halen yüzde 11.1 daha değerlidir.

VI. Ödemeler Dengesine İlişkin Gelişmeler

Euro Alanı cari işlemler dengesi, mevsimsellikten arındırılmış verilere göre Ağustos ayında 2.8 milyar euro fazla vermiştir. Cari işlemlerin alt kalemlerini incelediğimizde, dış ticaret dengesinde az bir düşüş söz konusudur. İhracat Ağustos ayı verilerine göre 0.6 milyar euro artarken, ithalatın da aynı dönemde 1 milyar euro artması dış ticaret fazlasındaki düşüşün nedenini oluşturmaktadır. Diğer taraftan, cari transferler dengesi açık vermeyi sürdürerek, bir önceki aya göre

değişmeden kalmıştır. Ağustos ayında cari işlemler dengesi kalemlerinde en büyük düşüş, gelirler dengesinde gerçekleşmiştir. Gelirler dengesi, Ağustos ayında 4.7 milyar euro açıktan 2.8 milyar euro açığa düşmüştür.

Ağustos ayında Euro alanı sermaye hareketlerini incelediğimizde, geçen ay yaşanan senaryonun Ağustos ayında da devam ettiği görülmektedir. Doğrudan yatırımlar ile portföy yatırımları bir arada ele alındığında, Ağustos ayında Euro Alanı'ndan 39.6 milyar euro sermaye çıkışı gerçekleştiği görülmektedir. Bu çıkışların büyük bölümü portföy yatırımı, 1.7 milyar eurosu ise doğrudan yatırımlar şeklinde gerçekleşmiştir.

ÖDEMELER DENGESİ	2003	2003	2003	2003	2003	2003	12 AYLIK KÜM.
	MART	NISAN	MAYIS	HAZİRAN	TEMMUZ	AĞUSTOS	2003 AĞUSTOS
CARİ İŞLEMLER DENGESİ	0,4	-0,6	2,7	0,4	1,3	2,8	36,1
<u>MAL DENGESİ</u>	5,6	10,1	9,0	7,8	10,6	10,2	113,1
İHRACAT	83,2	87,4	85,5	82,2	86,0	86,6	1038,3
İTHALAT	77,7	77,3	76,5	74,4	75,4	76,4	924,7
HİZMET DENGESİ	1,9	0,8	0,3	0,9	1,1	1,2	17,2
GELİRLER DENGESİ	-3,2	-6,4	-1,9	-3,5	-4,7	-2,8	-41,4
CARİ TRANSFERLER DENGESİ	-3,7	-5,1	-4,8	-4,7	-5,7	-5,7	-53,3
<u>SERMAYE HAREKETLERİ (net)</u>	12,7	6,7	1,8	39,1	-38,9	-39,6	25,7
DOĞRUDAN YATIRIMLAR	-1,5	-18,4	0,7	23,1	-3,2	-1,7	-12,8
PORTFÖY YATIRIMLARI	14,2	25,1	1,1	16,0	-35,6	-37,9	38,4

GENEL EKONOMİK GELİŞMELER:

1-8 KASIM HAFTASI:

3 Kasım tarihinde Almanya Maliye Bakanı Hans Eichel AB yetkili organlarının Fransa'nın bütçe açığına dair ortak bir tavır ortaya koymasını gerektiğini vurguladı. Ancak, Eichel İstikrar ve Büyüme Paketi'nin (SGP), işbirliği içerisinde olan ülkelere karşı değil, işbirliğine sıcak bakmayan ülkelere karşı kullanılmasını gerektiğini ifade etmiştir.

6 Kasım tarihinde İngiltere Merkez Bankası faiz arttırma kararı almıştır. İngiltere Merkez Bankası faiz oranlarını yüzde 0.25 oranında artırarak, yüzde 3.75'e yükseltmiştir. Alınan kararın ardından piyasalar hem FED'in, hem de ECB'nin 2004 başlarında bir faiz artırımına gitmelerini beklemektedir. Ancak, ekonomistler arasında yapılan anketlere göre ECB'nin 2004'ün ikinci yarısından önce bir faiz artırımına gitmesi beklenmemektedir. AB'nin Ekonomik ve Mali İşlerden Sorumlu Komisyon üyesi Pedro Solbes konuya açıklık getirerek, İngiltere Merkez Bankası'nın aldığı faiz kararının ECB'nin kararlarını etkilemeyeceğini belirtmiştir.

8-15 KASIM HAFTASI:

ECB Baş Ekonomisti Otmar Issing 11 Kasım'da yaptığı açıklamada, faiz oranlarının çok uzun süredir düşük seviyesini koruduğunu ve bu sürenin ekonomik toparlanma için yeterli olduğunu ifade etmiştir. Ekonomik toparlanma için gerekli koşulların hazır olduğunu ve artık para politikasının yapabileceği fazla birşey olmadığını belirtmiştir. Issing enflasyona da değinerek, orta vadede enflasyon oranının yüzde 2 seviyesinin altına düşeceğini söylemiştir.

15 Kasım'da Pedro Solbes Euro Alanında bir faiz artırımının özellikle İspanyol ekonomisini olumsuz yönde etkileyeceğini söylemiştir. Solbes İspanya'nın faiz indirimlerinden geçmiş dönemde olumlu yönde etkilendiğini, tüketimin ve inşaat sektörünün bir patlama gösterdiğini ifade etmiştir. İspanya hükümeti 2002 yılında yüzde 2 olan büyümenin, 2003 yılında yüzde 2.3 ve 2004 yılında da yüzde 3.0 oranında gerçekleşmesini beklemektedir.

15-22 KASIM HAFTASI:

ECB yetkililerinden Francesco Papadia, 10 yeni üyenin AB'ye girişinin ECB para politikası üzerinde fazla etkili olmayacağını, ancak, koordinasyon zorlaşması anlamında var olan sistemin değiştirilmesi gerektiğini söylemiştir. Papadia, söz konusu değişikliği, sistemin değiştirilmesinden çok sistemin ince ayarının düzeltilmesi olarak nitelemiştir.

ECB 19 Kasım'da yaptığı açıklamada AB bankacılık yapısının istikrar gösterdiğini ve Birlik ekonomisinin bundan sonraki toparlanma sürecinde toparlanmanın hızının, bankacılık sektörünün performansına bağlı olacağını belirtmiştir. ECB'nin aylık yayınlanan bankacılık sektörü raporunda, banka gelirlerinin Euro Alanı ekonomisi ile birlikte bir toparlanma sürecine gireceği vurgulanmıştır.

Piyasa aktörlerine göre, Euronun yükselişi henüz ECB için temel bir endişe yaratmamakla beraber, özellikle paritenin 1.22-1.25 dolar seviyelerine ulaşması, ECB açısından tehlike çanlarının çalması anlamına gelmektedir. Piyasa, bu paritelerin altında ECB'nin, güçlü euronun enflasyon üzerinde yarattığı baskıdan faydalanacağını düşünmektedir. Analistler ve Deutsche Bank'ın yaptığı modele göre, ihracatçılar 1.22 ve 1.23 paritelerinde önemli rekabet problemleri ile karşı karşıya kalmaktadır. Veriler bu yönde olmasına karşın, analistler ECB'nin döviz piyasasına müdahale etmek yerine, paritedeki yükselişin enflasyon üzerindeki aşağı yönlü baskısından yararlanacağını düşünmektedirler.

23-27 KASIM HAFTASI:

Kasım ayının son haftasına damgasını vuran olay, AB ülkeleri maliye bakanlarının, Fransa ve Almanya'nın bütçe açıkları ihlallerine karşı yaptırım prosedürünü ertelemeleri ve kararın 10 AB ülkesinin olumlu oylarına karşı, 5 AB ülkesinin (Almanya, Fransa, İtalya, İrlanda ve Danimarka) olumsuz oylarıyla alınamaması İstikrar ve Büyüme Pakti'nin geleceği konusunda önemli tartışmalar yaratmıştır. İstikrar ve Büyüme Pakti'ne göre üye ülke bütçe açıkları GSYİH'nin yüzde 3'ü ile sınırlandırılmıştır. Herhangi bir bütçe açığı söz konusu olsa dahi geçici bir niteliğe sahip olmalıdır. Hem Almanya, hem de

Fransa üçüncü kez, üst üste İstikrar ve Büyüme Paktı kurallarını ihlal etmektedir. Özellikle de Fransa bu konuda, kendisi için öngörülen önlemlerin alınması konusunda işbirliği yapmamaktadır. Fransa ve Almanya konusunda alınan kararın hukuken temelsiz olduğunu ifade eden Pedro Solbes, kararın AB'nin temel yargı organları tarafından incelenmesi gerektiğini söylemiştir. Birçok AB üyesi ülke Solbes'in görüşlerine katılarak, alınan kararın demokratik değerleri alt üst ettiğini söylemiştir. İstikrar ve Büyüme Paktı'nın tarafsızca uygulanması konusunda olumlu oy veren Avusturya ise İstikrar ve Büyüme Paktı'nın tamamen baştan oluşturulmasını söylemiştir.

Hazırlayan:

Ferhat Çamlıca

Uzman Yardımcısı

ferhat.camlica@tcmb.gov.tr

Kaynaklar:

ECB Monthly Bulletin, Kasım 2003

ECB Press Conference, 6 Kasım 2003,

Eurostat News Release, 17 Kasım 2003,

European Commission DG Economic Affairs, Quarterly Report on the Euro Area, NO III/2003

DÖVİZ KURLARI (GÜNLÜK)

