

Euro Bölgesi İzleme Raporu:

Temmuz 2003

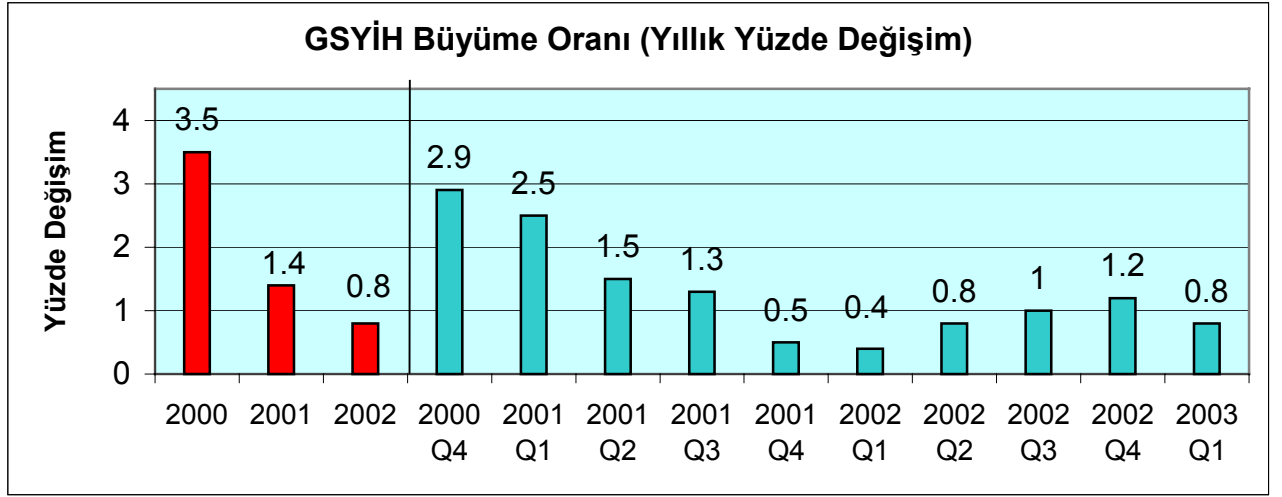
I. Genel Gelişmeler:

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi'nin **10 Temmuz 2003** tarihli toplantısında anahtar faiz oranlarında herhangi bir değişikliğe gidilmemiştir. Böylelikle 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:

Para politikasının, enflasyon göstergeleri, büyüme performansı gibi parasal göstergeler dışındaki temel makroekonomik göstergelerin ele alındığı "birinci sütununa" ilişkin veriler, ekonomik toparlanmanın henüz yavaş seyrettiğini göstermekte; euronun geçtiğimiz dönemdeki değer artışının yarattığı etkiler de göz önünde bulundurulduğunda kısa-orta vadede fiyat istikrarı hedefi önünde "birinci sütundan" kaynaklı bir tehdit bulunmadığının altını çizmektedir. Bu kapsamda 7 Haziran tarihinde gerçekleştirilen faiz indirimiyle uzun süreden bu yana en düşük seviyesine ulaşan borçlanma maliyetlerinin orta vadede büyümeye olumlu katkıda bulunacağı düşünülmektedir.

Euro alanı ekonomisinin, 2002 yılının son çeyreğinde yüzde 0.1 büyüdüğünü gösteren veriler, 2003 yılının ilk çeyreğinde de yüzde 0.1 büyümeye devam ettiğini göstermiştir. Böylelikle yıllık bazda euro alanı büyüme oranı 2003'ün ilk çeyreğinde yüzde 0.8'e gerilemiştir. Büyümeye katkıları bakımından ele alındığında hem özel tüketim, hem yatırımlar hem de net ihracat bir önceki çeyreğe göre düşüş göstermiştir. Buna karşın ilk çeyrekteki büyüme daha çok stoklardaki değişimden kaynaklanmaktadır. Ancak beklenenden yüksek çıkan stok artışının gelecekte revize edilebileceği düşünülmektedir. Dış talepteki zayıflıkla birlikte euronun değer kazanması neticesinde dış ticaretin olumsuz bir seyir göstermesinin yanısıra iç talebin de halen zayıflığını koruması kısa vadede büyümenin toparlanacağına dair beklentileri olumsuz etkilemektedir.

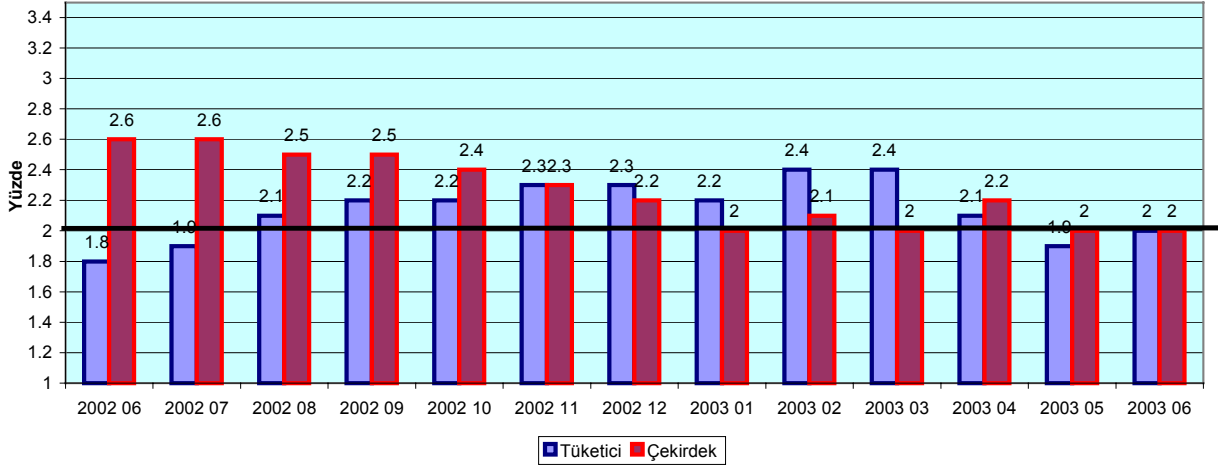


Sanayi üretimi ise, aylık bazda incelendiğinde, Nisan ayında yüzde 0.5 artmıştır. Mart ayında yaşanan düşüşün ardından Nisan ayında ortaya çıkan artışın arkasındaki temel etkenler ara malı ve enerji üretimindeki artışlar olmuştur. Diğer yandan sermaye malı üretimi, sanayi üretimindeki büyümeye negatif yönde bir etkiye bulunmuştur. Yıllık veriler incelendiğinde ise, üretimin Mart 2003'te bir yıl öncesinin aynı dönemine göre yüzde 0,8 arttığı görülmektedir.

İşsizlik oranı, Mayıs ayında yüzde 8,8 olarak gerçekleşerek, bir önceki aya göre değişmeden kalmıştır. Üç aylık veriler ise, 2002'nin son çeyreğindeki yüzde 8.5 olarak gerçekleşen euro alanı işsizlik oranının 2003'ün ilk çeyreğinde yüzde 8.7'ye yükseldiğine işaret etmektedir. Söz konusu durum, önceki dönemlerde ekonomide yaşanan yavaşlamanın gecikmeli etkisine ve ardından gelen toparlanmanın tahminlerden yavaş olmasına bağlı olarak istihdam artışının son üç çeyrekte sıfır olarak gerçekleşmesinden kaynaklanmaktadır.

Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP) ile ölçülen euro alanı enflasyon düzeyi, Haziran ayında aylık bazda yüzde 0,1 artarak, yıllık enflasyon düzeyinin Mayıs ayındaki yüzde 1,9'luk seviyesinden Haziran ayında yüzde 2,0'a yükselmesine neden olmuştur. Enflasyon oranındaki artış temel olarak enerji fiyatlarındaki yükselişin yanısıra euronun değer kaybetmesinden kaynaklanmıştır. Diğer taraftan, gıda fiyatlarındaki artış da söz konusu artışa katkıda bulunmuştur.

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

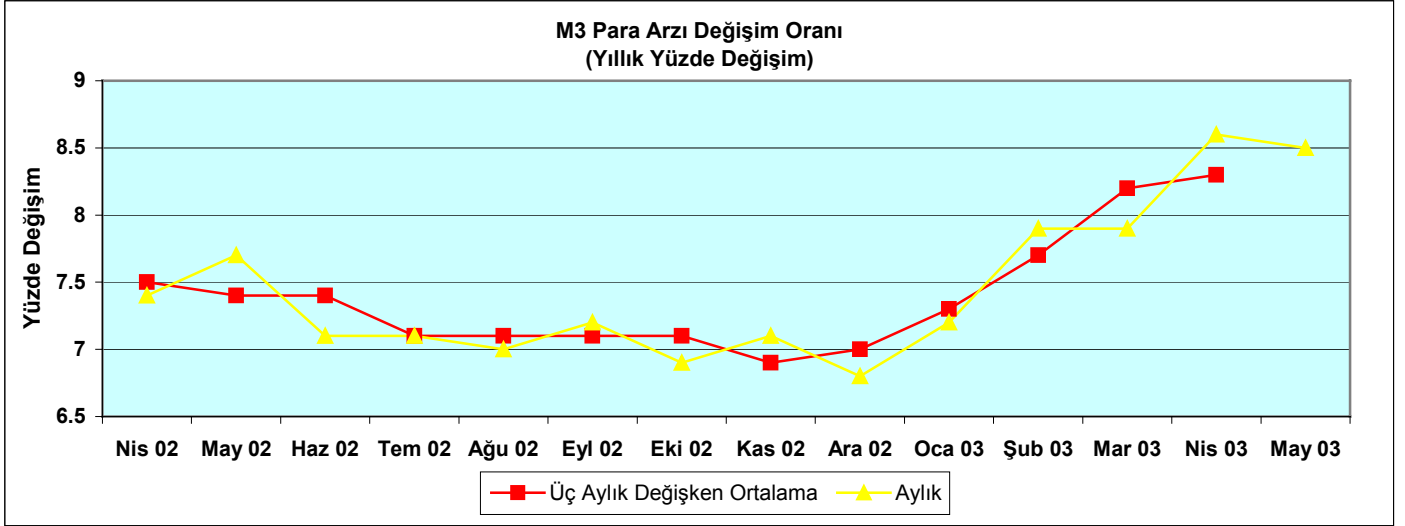


Enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarını içermeyen **çekirdek enflasyon** ise, Haziran ayında Mayıs ayına göre değişmeden yüzde 2 düzeyinde kalmıştır. Çekirdek enflasyonun ECB hedeflerine paralel seyri, dışsal şokların yokluğunda nominal enflasyon oranının fiyat istikrarını tehdit edecek bir seyir izlemeyeceğine işaret etmektedir.

III. Parasal Analiz:

Para politikası stratejisinin ikinci ayağını oluşturan **M3 para arzındaki** artış hızı, Mart-Mayıs döneminde Şubat-Nisan dönemine göre 0.1 puanlık artışla yüzde 8.3 düzeyinde seyretmiştir. Söz konusu durum, Mart ve Nisan aylarında sırasıyla yıllık bazda yüzde 7.9 ve 8,6 büyüyen geniş anlamda para arzının Mayıs ayında yüzde 8.5 büyümesinden kaynaklanmaktadır.

Jeopolitik belirsizliklerin ve hisse senedi piyasalarındaki dalgalanmaların azalmasına rağmen, parasal genişlemenin yüksek seyrini sürdürmesi, faiz oranlarının bütün vadelerde düşük seyretmesi nedeniyle para tutmanın alternatif maliyetinin düşmesinden kaynaklanmaktadır. Ayrıca ekonomik büyüme ve işgücü piyasalarına ilişkin belirsizlikler de ihtiyati tasarrufları artırarak söz konusu gelişmeye katkıda bulunmuştur. Ancak ekonomik büyüme baskı altında olduğu sürece aşırı likiditenin enflasyonist riskler doğurmayacağı düşünülmektedir.



M3 para arzının alt bileşenlerine bakıldığında, parasal genişlemenin, iki yıl vadeye kadar olan borçlanma araçları ile dolaşımdaki paranın artış hızlarındaki gerilemeye karşın, gecelik mevduat ve yatırım fonları kalemlerinin artış hızlarının yükselmesinden kaynaklandığı gözlenmektedir. Bu kapsamda, dar anlamda para arzı (M1) yıllık artış hızı Mayıs ayında Nisan ayındaki yüzde 11,2'lik seviyesinden yüzde 11,4'e yükselmiştir. Mayıs ayında yaşanan artış, gecelik mevduat artış oranının Nisan ayındaki yüzde 37,5'lik seviyesinden yüzde 34,3'e gerilemesine karşın, gecelik mevduatın artış hızının Mayıs ayında Nisan ayındaki yüzde 7,6 düzeyinden yüzde 8,3'e düşmesinden kaynaklanmaktadır. Gecelik mevduattaki artışın arkasındaki temel neden para tutmanın alternatif maliyetinin düşük olmasından kaynaklanmaktadır.

Gecelik mevduat dışındaki kısa vadeli mevduatın seyrine bakıldığında ise yıllık artış hızının Mayıs ayında, Nisan ayındaki yüzde 5,1 seviyesinden yüzde 5,8'e yükseldiği görülmektedir. M3 tanımlamasına dahil olan, 2 yılın altında vadeye sahip, diğer piyasa araçlarının artış oranı ise Mayıs ayında keskin bir düşüş göstererek Nisan ayındaki yüzde 12,7 seviyesinden yüzde 8,9'a inmiştir. Söz konusu durum, 2 yıla kadar vadeli borçlanma araçlarında yaşanan düşüşe karşın, yatırım fonlarındaki değişim oranının, Nisan ayındaki yüzde 16,7 seviyesinden Mayıs ayında yüzde 17,6'ya yükselmesinden kaynaklanmaktadır.

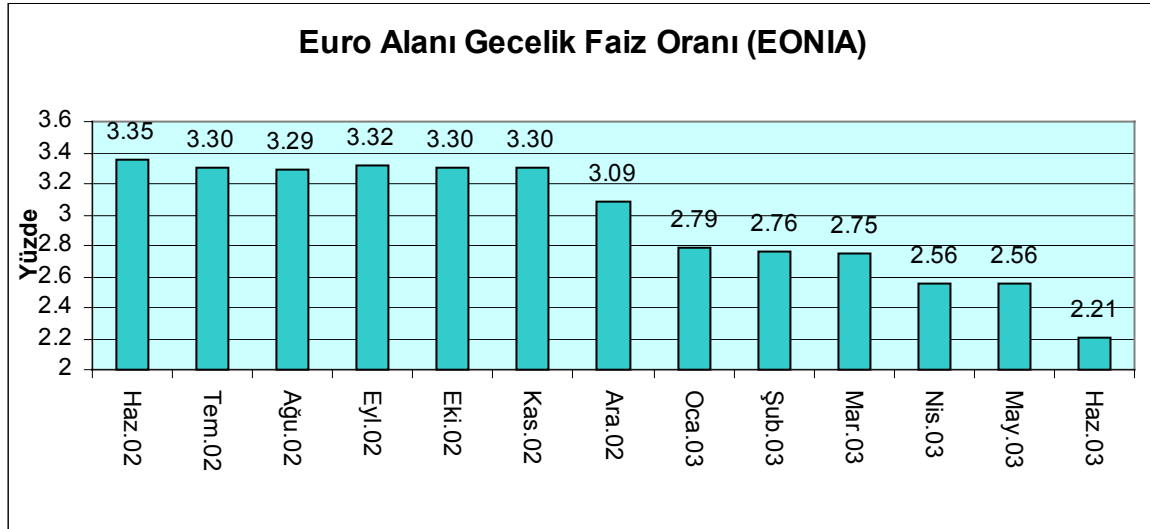
Parasal genişlemenin şu anki hızıyla devam etmesi durumunda orta vadede fiyat istikrarı açısından bir tehdit oluşturma riski bulunmakla birlikte, parasal genişlemenin nedenlerinin yakından izlenmesi fiyat istikrarı üzerindeki etkilerini aydınlatmak açısından büyük önem arz etmektedir. Bu çerçevede, para arzı artış

oranı halen referans değerin (yüzde 4,5) üzerinde seyretmekle birlikte, geçici bir nitelik taşıdığı için, kısa vadede enflasyonist baskı yaratmamaktadır.

Özetle, euronun değer kazanmasının yanı sıra ekonomik aktivitenin zayıf seyretmesi nedeniyle fiyat istikrarı üzerinde kısa-orta vadede bir baskı bulunmamakta; parasal genişlemenin ise daha çok portföy yatırımlarındaki güvenlik kaygısından kaynaklanması, söz konusu genişlemenin orta-uzun vadede bir tehdit oluşturmayacağı yönünde deliller sunmaktadır.

IV. Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler

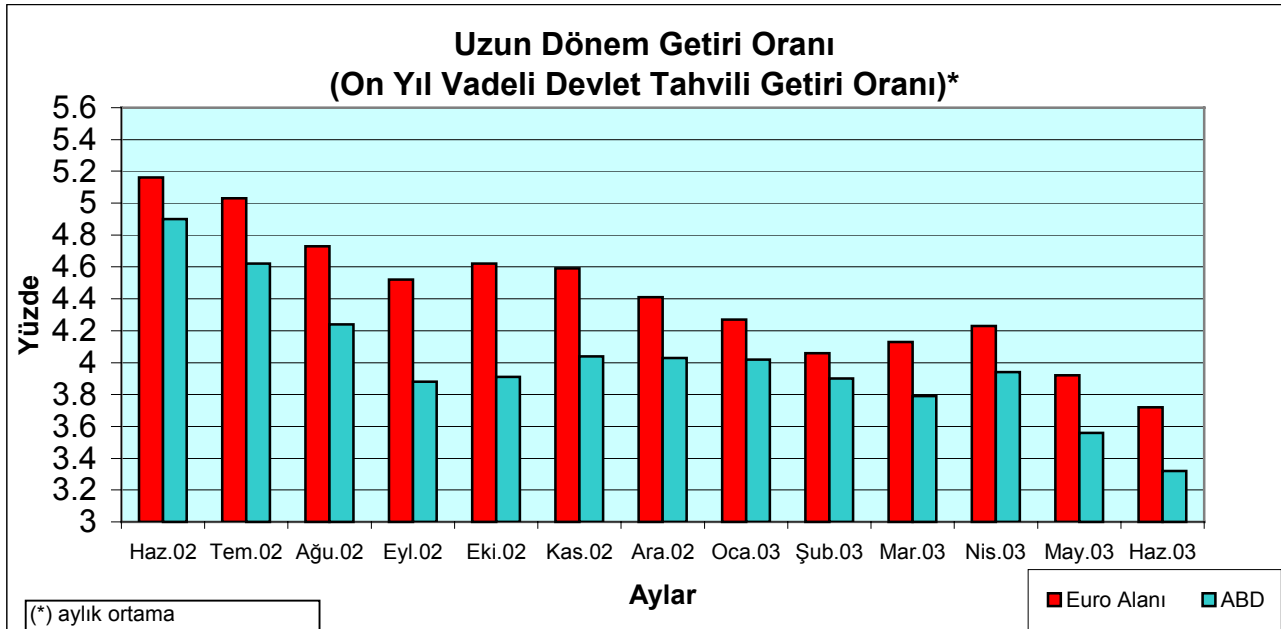
Euro alanı para piyasalarında, Mayıs ayı ortasında düşüş eğilimine giren kısa dönemli faiz oranları, Haziran ayında da düşüş trendine devam etmektedir. 7 Haziran'da anahtar faiz oranlarındaki indirimle ilgili olarak gecelik faiz oranlarındaki düşüş diğer vadelere göre daha fazla olmuştur. Gecelik faizler (EONIA) ise Mayıs ayı sonundan 9 Temmuz'a kadar geçen sürede de 2,10 ile 2,68 arasında dalgalanmasına karşın, 5 Haziran'daki faiz indiriminin ardından yeni anahtar faiz oranı olan yüzde 2,0'ye yakın bir seviyede seyretmiştir.



On yıllık devlet tahvili ile ölçülen euro alanı uzun dönemli getirileri ise, Haziran ayının ilk yarısında düşüş göstermesine karşın, ayın ikinci yarısında hızla yükselerek, 9 Temmuz'da Mayıs ayı sonuna göre 0,2 puan yukarıda, yüzde 4,0 seviyesinde seyretmiştir. Amerikan devlet tahvili getirilerinin de paralel bir seyirle 0,3 puanlık artış göstermesi, söz konusu faiz oranlarının yüzde 3,7 seviyesine

ulaşmasına neden olmuş, böylelikle iki piyasa arasındaki getiri farkı (spread) yaklaşık 0.25 puana gerilemiştir.

Amerikan uzun dönemli getirilerinde yaşanan keskin düşüşün arkasında yatan temel neden, işgücü piyasası koşulları ve düşük enflasyonun, tahvil getirileri üzerinde yarattığı baskı nedeniyle ilk etapta oluşan endişelerin daha sonra beklenenden iyi makro ekonomik verilerin yayınlanmasıyla ortadan kalkmasıdır. Uzun dönem tahvil getirilerindeki yükseliş eğilimi Amerikan Para Politikası Komitesi'nin anahtar faiz oranlarını yüzde 1 seviyesine düşürme kararı sonrasında da devam etmiştir.



Euro alanı uzun dönemli getirilerinde yaşanan yükseliş ise, Amerikan piyasalarında yaşanan gelişmelerin taşma etkilerinin yanı sıra, beklenti anketlerinde ortaya çıkan olumlu sonuçlardan ve daha istikrarlı piyasa ortamında yatırımcıların uzun vadeli araçlara olan ilgisinin artmasından kaynaklanmaktadır.

Euro alanı hisse senedi piyasaları, diğer önde gelen piyasalarla birlikte, Mayıs ayı sonu ile 9 Temmuz 2003 arasındaki dönemde yükseliş kaydetmiştir. Mart ayından itibaren jeopolitik gerginliğin ortadan kalkmasına bağlı olarak yükselişe geçen hisse senedi piyasaları, Haziran ayında da bu eğilimini sürdürmüştür.

Amerikan piyasalarında yaşanan yükseliş, jeopolitik gerginliğin ortadan kalkmasının yanı sıra, karlılık rakamlarına ilişkin iyimser havadan kaynaklanmıştır. Buna ek olarak, yayınlanan makro ekonomik veriler de olumlu havaya katkıda

bulunmuştur. Amerikan Para Politikası Komitesi'nin 0.25 puanlık faiz indiriminin, piyasa aktörlerinin beklediğinden daha düşük olması, az da olsa hisse senedi fiyatlarının yükseliş eğilimini sekteye uğratmıştır.

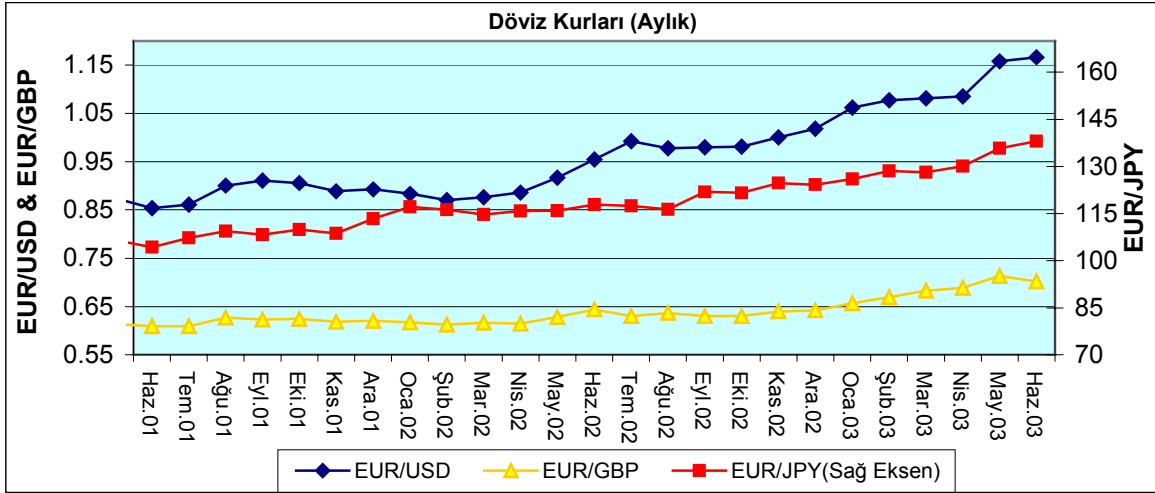
Japon hisse senedi piyasaları diğer önde gelen piyasalara göre daha hızlı bir yükseliş eğilimi göstermiştir. Japon piyasasındaki yükselişin arkasındaki nedenler ise genel ekonomik görünümün olumlu olması yönünde sinyaller veren makro ekonomik verilerle birlikte, küresel anlamda hisse senedi piyasalarında yaşanan taşma etkisidir. Ayrıca yabancı yatırımcıların Nisan ayı sonundan itibaren Japonya hisse senedi piyasalarında net alıcı konumuna geçmelerinin yanı sıra, Japon şirketlerinin kendi hisselerini kararlı bir şekilde geri almaları da söz konusu yükselişe katkıda bulunmuştur.

Euro alanı hisse senedi piyasaları ise Amerika'daki fiyat hareketlerine paralel bir gelişme göstermekle birlikte, piyasa aktörlerinin geleceğe dair beklentilerindeki iyileşmeye bağlı olarak artış göstermiştir.

Bu çerçevede euro alanı EURO STOXX endeksi, ABD S&P 500 endeksi ve Japonya Nikkei 225 endeksi, Mayıs sonu ile 9 Haziran 2003 arasında sırasıyla yüzde 6, yüzde 4 ve yüzde 16 değer kazanmıştır. Fiyat hareketlerine ilişkin beklentilerdeki belirsizliği ifade eden fiyat dalgalanmaları (volatilite) ise, Amerika ve euro alanında düşüş gösterirken Japonya'da artmıştır.

V. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler

Geçtiğimiz aylarda önde gelen ülke paraları karşısında değer kazanan euro, Haziran'ın ilk üç haftasında dengeli bir seyir izledikten sonra ayın sonu ve Temmuz başında değer kaybetmiştir. 9 Haziran itibarıyla euro önde gelen diğer ülke para birimlerine göre Mayıs ayı sonundaki değerinden daha zayıf bir konuma gelmiştir.



Mayıs ayı içerisinde euro, Amerikan Para Politikası Komitesi'nin faiz indirimi kararı sonrasında, piyasa aktörlerinin beklentilerini olumlu yönde revize etmesine bağlı olarak dolar karşısında değer kaybına uğramıştır. Amerikan işgücü piyasasındaki olumsuz görünüme rağmen, üretici ve tüketici güvenindeki iyileşme de bu duruma katkıda bulunmuştur. Böylelikle euro, 9 Temmuz 2003 itibariyle 1.14 dolardan işlem görerek Mayıs ayı sonuna (1.18) göre yüzde 4 değer kaybetmiştir.

Japon Yeni Haziran'ın ilk yarısı euro karşısında dengeli bir seyir izledikten sonra ay sonuna doğru değer kazanmıştır. Buna karşın yen, dolar karşısında dar bir bant aralığında dalgalanmıştır. Yen'in Haziran ayındaki değer artışının arkasındaki temel etken makro ekonomik görünümdeki düzelmeye çok yabancı yatırımcıların Japon sermaye piyasalarına olan talep artışından kaynaklanmaktadır. Bu çerçevede döviz kuru, 9 Temmuz 2003 itibariyle 1 euro 134.10 yen olarak gerçekleşerek, Mayıs ayı sonuna göre yüzde 4.4 düşüş göstermiştir.

Haziran ayı içerisinde euro sterlin karşısında değer kaybederken, Temmuz başı itibariyle dengeli bir seyir izlemiştir. Bu gelişme İngiltere Merkez Bankası'nın repo oranlarının eski düzeyini koruma kararı sonrasında, İngiltere faiz oranlarının, euro alanındakinden daha yüksek bir seviyede bulunmasından kaynaklanmıştır. İngiltere Maliye Bakanlığı'nın yayınladığı ve ülkenin euro alanına giriş için karşılaması gereken 5 koşulun değerlendirildiği rapor, piyasa aktörleri tarafından beklenen sonuçları ortaya koymasından dolayı döviz kuru üzerinde bir etki yaratmamıştır. 9 Haziran 2003 tarihinde euro, İngiliz sterlini karşısında 0.70

üzerinden işlem görerek Mayıs ayı sonundaki değerinin yüzde 3,3 altında seyretmiştir.

Euro alanının en önemli 12 ticaret ortağının euro karşısındaki döviz kurunun, söz konusu ülkelerin euro alanı dış ticaretindeki payı ile orantılandırılması sonucunda bulunan nominal efektif döviz kuru, Haziran ayında yüzde 3 azalmıştır. Söz konusu düşüş temelde euronun dolar, yen ve sterlin karşısındaki değer kaybını yansıtmaktadır. Ancak, aylık ortalama veriler ele alındığında, haziran ayı başında euronun değer kazanmasının etkisiyle nominal efektif kurun yüzde 0.2 değerlendirildiği gözlenmektedir. Söz konusu değerlerin tüketici fiyatlarıyla uyarlanmış ifadesi olan reel efektif döviz kuru da paralel şekilde Haziran ayında aylık bazda yüzde 0,2'lik bir artış göstermiştir.

VI. Ödemeler Dengesine İlişkin Gelişmeler

Euro alanı cari işlemler dengesi Nisan 2003'te 8,1 milyar euro açık vermiştir. Nisan 2002'de yaşanan 5,8 milyar euroluk açık ile karşılaştırıldığında açıkta yaşanan artış, diğer denge kalemlerindeki ufak değişimlere karşın, gelirler dengesindeki 2,4 milyar euroluk artıştan kaynaklanmaktadır.

Mevsimsellikten arındırılmış verilere bakıldığında ise, cari işlemler dengesi Nisan ayında 1 milyar euro açık vererek, bir önceki aydaki 1.5 milyar euro'luk açık ile karşılaştırıldığında küçük bir düşüş göstermiştir. Nisan ayında mal dengesi büyük bir sıçrama göstererek, 2,9 milyar eurodan 11 milyar euroya yükselmiştir. Hizmet dengesindeki fazlanın 2,3 milyar eurodan 0.3 milyar euroya azalması, gelirler dengesindeki açığın 3.5 milyar eurodan 7.1 milyar euroya artması ve cari transferlerde açığın 3,2 milyar eurodan 5,3 milyar euroya çıkması sonucunda genel cari işlemler açığındaki azalma, mal dengesindeki büyük artışa rağmen düşük bir düzeyde kalmıştır. Mal dengesinde ortaya çıkan büyük artışın nedeni ihracat değerlerinin, Mart'taki seviyesine göre ciddi bir toparlanma içerisine girmesidir. Aynı şekilde Euro bölgesi ithalat değerlerinin fazlanın artmasına az da olsa bir katkısı olmuştur.

Euro alanı sermaye hareketlerinde ise, doğrudan yatırımlarda 19,8 milyar euroluk sermaye çıkışının yanı sıra, 5,4 milyar euroluk portföy yatırım girişi gerçekleşmiştir. Nisan ayında, doğrudan yatırımlarda yaşanan bu denli büyük bir

azalmanın arkasında yatan temel neden Euro alanı şirketlerinin yabancı ülkelerdeki ortaklarına sağladıkları şirket-içi krediler olmuştur.

Hazırlayanlar:
Durukan Payzanođlu Ferhat Çamlıca
Uzman Yardımcısı Uzman Yardımcısı
durukan.payzanođlu@tcmb.gov.tr ferhat.camlica@tcmb.gov.tr

Kaynaklar:

- ECB Monthly Bulletin, Temmuz 2003
- ECB Statistical Press Release, 30 Haziran 2003, 28 Mayıs 2003
- Eurostat News Release, 17 Haziran 2003,
- ECB Press Conferences 10 Temmuz 2003

DÖVİZ KURLARI (GÜNLÜK)

