

Euro Bölgesi İzleme Raporu:

Eylül 2003

I. Genel Gelişmeler:

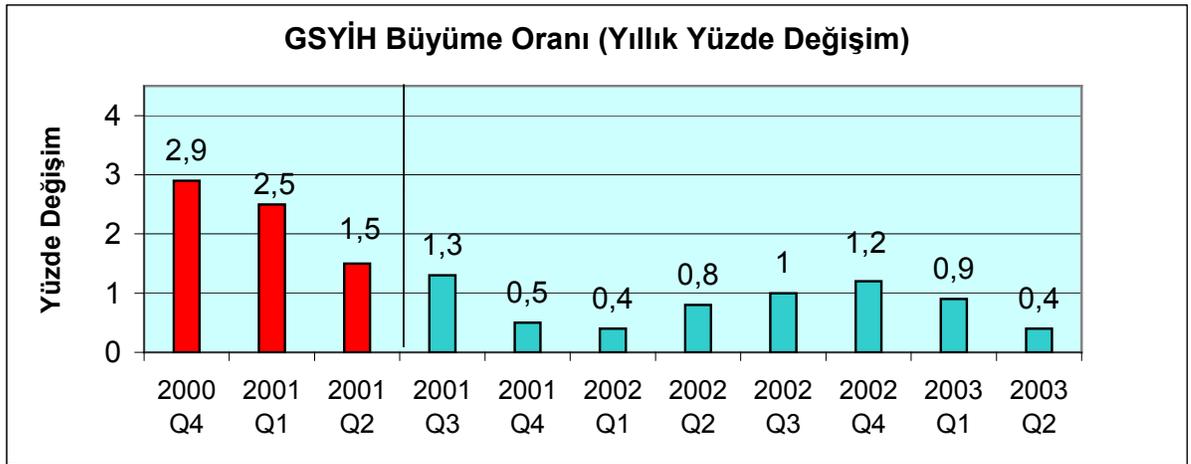
Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi'nin 4 Eylül 2003 tarihli toplantısında anahtar faiz oranlarında herhangi bir değişiklik yapılmamıştır. Böylelikle söz konusu oranlar, refinansman için yüzde 2.0, marjinal kredi imkanı için yüzde 3.0 ve depo imkanı için yüzde 1.0 olarak kalmıştır.

II. Ekonomik Analiz:

Enflasyon göstergeleri, büyüme performansı gibi parasal göstergeler dışındaki temel makroekonomik göstergelerin ele alındığı "ekonomik analiz"e ilişkin son veriler, Euro alanında ikinci çeyrekte ekonomik aktivitenin çok zayıf seyrettiğini ortaya koymaktadır. Ancak, piyasa aktörleri, halen ekonomik toparlanmanın 2003'ün ikinci yarısı ve 2004'te, gecikmeli de olsa yükselen bir ivme kazanacağı yönündeki beklentilerini korumaktadırlar. Toparlanma için gereken koşulların, hem iç hem de dış piyasada yılın ikinci yarısı için olgunlaşmaya başladığını çeşitli göstergeler ortaya koymaktadır. İç piyasada güvenin giderek güçlenmesi, parasal ve finansal koşulların uygun hale gelmesi, hisse senedi fiyatlarındaki istikrarlı toparlanma, Euro alanında enflasyonun da hedefe yakın seyrini koruması, bu bağlamda ekonomiye olumlu sinyaller vermektedir. Dış piyasalarda ise, global ekonomi ABD ekonomisinin öncülüğünde büyüme yönünde güçlü bir ivme yakalamıştır. Genel olarak, Euro alanı ekonomisinin kısa vadeli büyüme görünümüne dair tüm risklerin birkaç ay öncesine kadar çok daha dengeli olması, 2003'ün ikinci yarısında toparlanmanın kademeli ve yavaş gerçekleşeceğini göstermektedir.

Euro alanı ekonomisinde söz konusu toparlanmayı yavaşlatan en büyük engel ve ekonomik aktivitenin zayıf bir hızla güçlenmesine yol açan temel etken, şirket bilançolarının aşırı borçlu yapısıdır. Bu nedenle, beklenen ekonomik toparlanmanın itici gücü olarak gösterilen reel sektörün, düşük borçlanma maliyetlerinden yeterince yararlanamadığı yönünde iddialar söz konusudur.

Ekonomik daralma nedeniyle maliyetlerini azaltmak ve bu yolla borçlarını düşürmek durumunda kalan şirketlerin, bilanço yapılarına dair verilerin 2002 yılına kadar mevcut olması, şirket bilançolarında ne ölçüde olumlu bir ilerleme kaydedildiği hakkında bir sonuca ulaşmayı zorlaştırmaktadır. Ancak, bazı dolaylı göstergeler (borçlanma ve menkul kıymet finansman verilerinde birtakım olumlu sinyaller) şirket bilançolarında bir rahatlamamanın varlığına işaret etmektedir. Bu bakımdan Euro alanı şirketlerinin bugün itibariyle, yeni yatırımların finansmanında, tarihi seviyelerinde bulunan faiz oranlarından yararlanma konusunda herhangi bir engel ile karşı karşıya olmadıkları düşünülmektedir.



Euro alanı ekonomisi 2003'ün ilk çeyreğindeki yüzde 0.1'lik büyümenin ardından, ikinci çeyrekte de kötü bir performans sergileyerek, ilk çeyreğe göre büyüme kaydedememiştir. İlk çeyrekteki zayıf büyümenin kaynağında ihracat ve yatırımların negatif etkileri söz konusu iken, tüketim ve özellikle stoklardaki artışın büyümeye pozitif katkıları dikkat çekmiştir. İkinci çeyrekteki daralma, temel olarak iç talepteki önemli düşüşün öncülüğünde gerçekleşmiştir. Tüketimin beklenenden düşük gerçekleşmesi, yatırımın negatif trendini sürdürmesi ve stoklara yapılan üretimin yılın ilk aylarındaki ciddi katkılarına kıyasla daha ılımlı bir performans sergilemesi ikinci çeyrekteki tabloyu ortaya çıkarmıştır. Diğer taraftan, net ihracatın büyümeye katkısı negatif olarak kalırken, ilk çeyrekle kıyaslandığında net ihracat artmıştır. Burada en önemli nokta, yatırımların 2002 yılının son iki çeyreğinde pozitif bir büyüme hızı kaydettikten sonra, 2003 ilk çeyrekte yüzde 1.2 azalmasıdır. Ancak, kesin olmayan ikinci çeyrek verilerine göre yatırımların büyüme hızı 2003'ün ikinci çeyreğinde yüzde 0.4 azalmasına karşın, bir önceki aya göre artmıştır. Ekonomik büyümenin öncü göstergelerinden olan yatırım artışı,

özellikle tarihinin en düşük faiz oranlarına sahip ve önemli bir durgunluk yaşayan Euro alanı ekonomisinin, ekonomik toparlanmaya dair birtakım işaretlere şiddetle ihtiyaç duyulan bir ortamda, yeniden bir hareketlenme içine girdiğini göstermektedir.

Yıllık bazda Euro alanı büyüme oranı 2003'ün ikinci çeyreğinde yüzde 0.4 olarak gerçekleşmiştir. Sonuçta ortaya çıkan manzarada, 2003'ün ilk yarısı itibariyle Euro alanında ekonomik aktivite yerini ekonomik durgunluğa bırakmış görünmektedir.

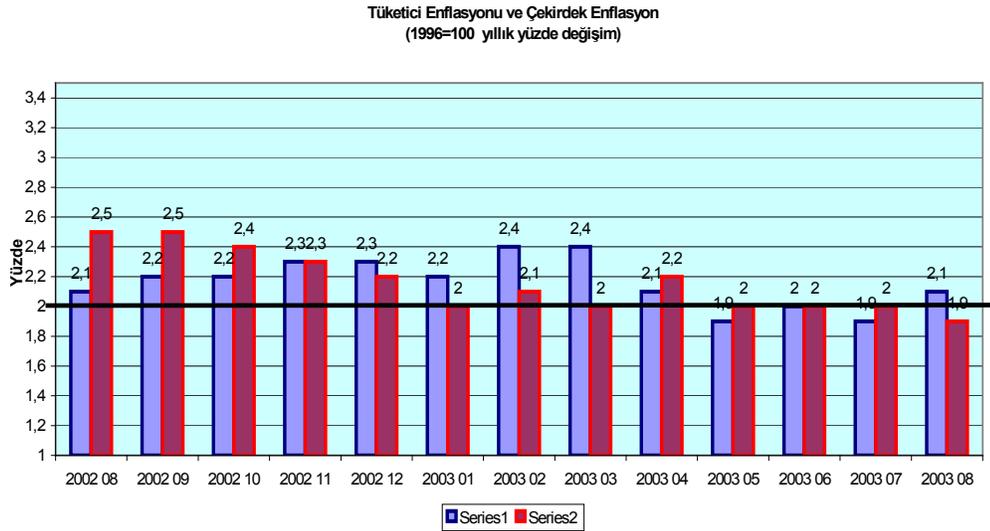
Sanayi üretimi ise, aylık bazda incelendiğinde, Mayıs ayında yüzde 0.1 düzeyinde gerilerken, Haziran ayında sabit kalmıştır. Üç aylık ortalamalar bazında Nisan-Haziran döneminin ortalaması, Ocak-Mart dönemine göre gerilemeye devam ederek yüzde 0.7 düzeyinde azalmıştır. Buna göre sanayi üretimi ilk çeyrekteki sıfır büyümenin ardından, ikinci çeyrekte yüzde 0.7 küçülmüştür. Daralmanın ardında yatan temel nedenler, euronun geçmiş dönemdeki değer artışı sonucunda ihracatın olumsuz performansının yanı sıra, bazı Euro alanı ülkelerinde yapılan grevlerdir. Her ne kadar daralmanın büyük bir kısmı daha çok sermaye, ara malı ve dayanıklı tüketim malları üreten sanayilerin negatif katkıları sonucunda gerçekleşse de, her üç ana faaliyet kolu da sanayi üretiminde düşüşe yol açmıştır. Yıllık veriler incelendiğinde ise, sanayi üretimi Haziran 2003'te bir yıl öncesinin aynı dönemine göre yüzde 1.5 gerilemiştir.

İşsizlik oranı, Temmuz ayında, Haziran ayına kıyasla değişmeden kalarak yüzde 8,9 olarak gerçekleşmiş ve Nisan 2001'deki artış trendine devam etmiştir. Mayıs ayından Haziran ayına kadar olan dönemde işsizlik oranının artış hızında görülen yavaşlama, istihdam artışından çok ülkelerin özel koşullarından kaynaklanmaktadır. Euro alanında halen yavaş ve gecikmeli bir şekilde gerçekleşen ekonomik toparlanmanın işsizlik oranları ve istihdam artışı üzerindeki olumlu etkisi, özellikle yılın ikinci yarısında beklenmektedir.

Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP) ile ölçülen Euro alanı enflasyon düzeyi, Ağustos ayında aylık bazda yüzde 0,2 artarak, yıllık bazda yüzde 2.1 seviyesine yükselmiştir. Şubat ve Mart aylarında yüzde 2.4 seviyesinde zirve yaptıktan sonra, bahar aylarında az da olsa gerileyen enflasyon oranı Ağustos ayında tekrar yukarı doğru bir hareket izlemeye başlamıştır. Enflasyon

oranındaki son sıçrama daha yüksek enerji ve gıda fiyatlarını yansıtmaktadır. Enerji fiyatlarındaki artış temel olarak euronun geçen dönemde değerlenmesi ve dolar bazında ölçülen petrol fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmaktadır. Yaz aylarındaki aşırı sıcaklar nedeniyle Ağustos ayında artması beklenen ancak yükselmeyen işlenmemiş gıda fiyatlarının, önümüzdeki birkaç ayda etkili olacağı düşünülmektedir. 2004 yılı başları için ise, dolaylı vergilerde ve kamu malları fiyatlarında planlanan artışların HICP üzerindeki kesin etkisi konusunda da bir belirsizlik söz konusudur. Ağustos ayı enflasyon rakamı, AMB'nin enflasyon hedefinin üzerinde yer alsa da, orta vadede enflasyonun yüzde 2 düzeyinin altına inmesi ve 2004'de fiyat istikrarı hedefiyle uyumlu hareket etmesi beklenmektedir. AMB'nin bu beklentisinin temelinde, olası bir ekonomik toparlanma döneminde, ücret gelişmelerinin de uyumlu ve ılımlı hareket edeceği varsayımı yatmaktadır.

Enflasyon düzeyinin 2003 yılının bahar aylarındaki beklendenen yavaş düşüşü iki temel faktörü yansıtmaktadır.



İlk olarak, Irak savaşının başlamasından sonra hızlı bir şekilde düşen petrol fiyatları, önemli ölçüde toparlanmış görünmektedir. Ham petrol fiyatlarının Nisan 2003 sonunda varil fiyatı 23 dolar ile en düşük seviyesini gördükten sonra, Eylül ayında tekrar bir miktar düşmeden hemen önce Ağustos ayı sonunda 30 dolara kadar yükselmiştir. Petrol fiyatlarındaki bu artış, Irak'taki petrol üretiminin

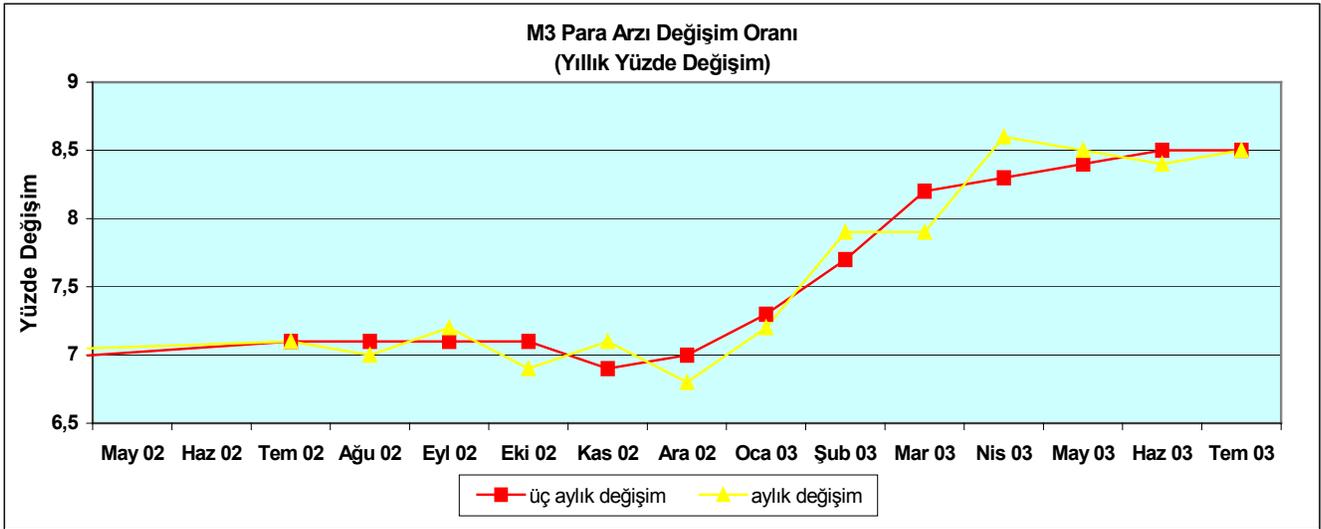
tekrardan normal seviyeye dönmesi ile, Venezüella ve Nijerya'daki politik belirsizlikler gibi birtakım arz yönlü faktörlerden kaynaklanmaktadır.

İkinci olarak da, ekonomideki verimlilik artışının hantal hareket etmesi ve eurodaki değerlenmenin iç fiyatlara yansıma şeklinin yavaş olması nedeniyle çekirdek enflasyon fazlasıyla ağır bir düşüş trendi göstermektedir.

Enerji ve işlenmemiş gıda gibi duyarlılığı yüksek malların fiyatlarını içermeyen **çekirdek enflasyon**, Temmuz ayında yüzde 1.9 olarak gerçekleşmiştir. Çekirdek enflasyondaki bu düşüş, fiyatlar üzerindeki aşağı yönlü baskıyı yansıtmaktan çok oynaklığı yüksek mallar olan giyim ve paket tatil fiyatlarındaki düşüşten kaynaklanmaktadır.

III. Parasal Analiz:

2001 yılı ortalarından itibaren güçlü büyüme hızını sürdüren M3 para arzının Temmuz 2003'de yıllık büyüme hızı yüzde 8.5'e yükselmiştir. Aylık verilerin aşırı oynaklığı söz konusu olduğundan, AMB tarafından izlenen bir başka değişken olan üç aylık verilerin ışığında, Mayıs-Temmuz döneminde M3 para arzı bir önceki üç aylık döneme göre değişmeyerek yüzde 8.5 düzeyinde kalmıştır.



AMB, M3 para arzındaki yüksek büyüme hızını, ekonomik ve politik belirsizlik ortamında yatırımcıların daha likit varlıklara yönelme tercihi olarak kabul etmekteydi. Son dönemde de ekonomideki aşırı likiditenin, özellikle düşük büyüme oranlarında yüksek enflasyon düzeylerine yol açma riskine sahip olmadığını vurgulamaktadır. Ancak, toparlanmaya dair ilk sinyallerin ortaya çıkmasıyla

beraber, AMB bu konudaki tutumunu değiştirmiş görünmektedir. Buna göre, içinde bulunulan durum itibariyle söz konusu likidite fazlasının enflasyonist bir baskıya dönüşmesi beklenmemektedir. Ancak, ekonomik aktivitenin kayda değer bir şekilde artış göstermesi durumunda, aşırı likiditenin bir tehlike arz etmemesi için M3 para arzı AMB tarafından yakından takip edilecektir.

Temmuz ayına kadar gerçekleşen parasal gelişmeler, jeopolitik belirsizlikler ve hisse senedi piyasasındaki koşulların normale dönmesine karşın, sıradan yatırımcının portföy tercihlerinde halen muhafazakar tutumunu devam ettirdiğini göstermektedir. Son yıllarda hisse senedi piyasasındaki olumsuz tecrübelerinin de etkisiyle yabancı yatırımcı, euro varlıklara yeniden yatırım konusunda isteksiz görünmektedir.

Faiz oranlarının tüm vadelerde düşük seyretmesi, uzun zamandır yüksek seyreden M3 para arzı büyümesinin görünürdeki tek açıklamasıdır. Bu bakımdan, göreceli olarak para tutmanın alternatif maliyetinin düşük olması yatırım araçlarının çekiciliğini kısmen azaltmıştır. Diğer taraftan son aylarda tahvil piyasasındaki oynaklık da yabancı yatırımcının kısa vadeli likit ve güvenli varlıklara yatırımını desteklemektedir. Son olarak da piyasa aktörlerinin likit varlıklara kaymasının nedeni olarak gelecek dönem istihdam oranlarının görünümü konusundaki belirsizlik de etkili olmaktadır. Piyasada genel olarak belirsizlik azalmasına karşın, 2003'ün ilk yarısı için söz konusu olan jeopolitik belirsizlik yerini büyük ölçüde ekonomik büyüme konusundaki belirsizliğe bırakmıştır.

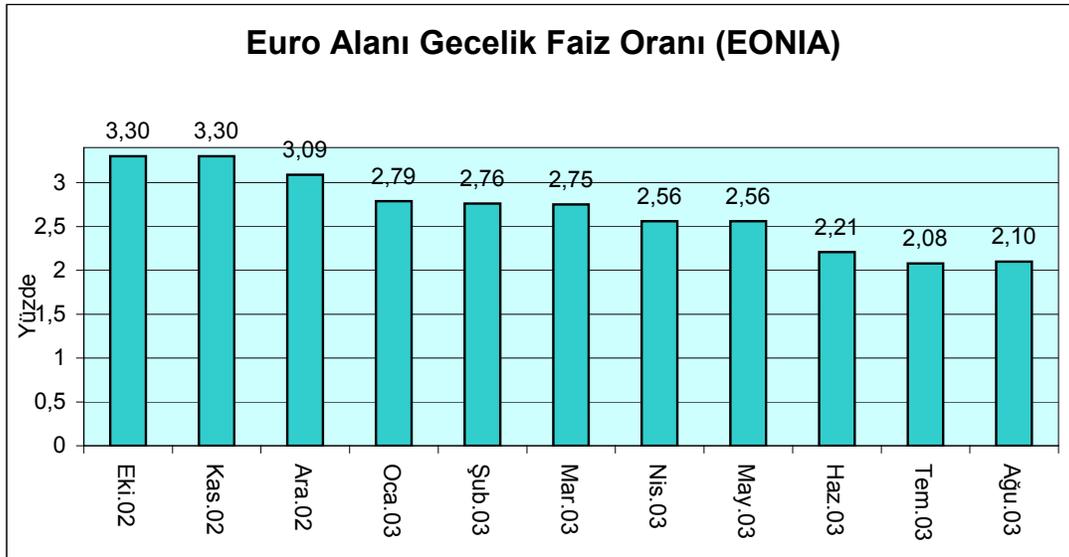
M3 para arzının alt bileşenlerine bakıldığında, dar anlamda para arzı büyümesi Temmuz ayında yüzde 11.5 artarak, bir önceki aya göre sabit kalmıştır. M1 bünyesinde yer alan dolaşımdaki para artış hızı ise Temmuz ayında yüzde 30.3 büyüyerek, güçlü artış hızını korumuştur. Dolaşımdaki parada görülen bu yüksek büyüme hızı, 1 Ocak 2002'den itibaren devam eden euroya geçiş nedeniyle güçlü seyrini sürdürmektedir. Gecelik mevduatın yıllık artış hızı, önceki aylardan başlayan artışını devam ettirerek, Temmuz ayında yüzde 8.8'e yükselmiştir. Böylece gecelik mevduatın ikinci çeyrekteki büyüme hızı yüzde 8.1 olarak gerçekleşmiştir.

Gecelik mevduat dışındaki kısa vadeli mevduatın seyrine bakıldığında ise yıllık artış hızının Temmuz ayında yüzde 5.7, ikinci çeyrekte de yüzde 5.4 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Diğer taraftan, M3 para arzı tanımına dahil olan diğer piyasa araçları, özellikle de yatırım fonları ve türevleri Temmuz ayında yüzde 18.2 büyüyerek, ilk çeyrekteki yüzde 16.6'lık büyüme hızının üzerinde seyretmiştir. Buna karşın, diğer piyasa araçlarından repo ve iki yıla kadar vadeli borçlanma araçlarındaki büyüme hızları Temmuz ayında düşük seyretmiştir.

M3 para arzı artan trendini koruyarak, euronun dolar karşısındaki güçlü seyri ve ekonomik durgunluk eşliğinde fiyat istikrarına bir tehdit unsuru içermemiştir. Parasal analiz konusundaki eski hassasiyetini göstermeyeceğini açıklayan AMB, en azından orta-uzun vadede, ekonominin büyüme eğilimine girmesine karşın para arzı gelişmelerini yakından izleyeceğini bildirmektedir.

IV. Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler

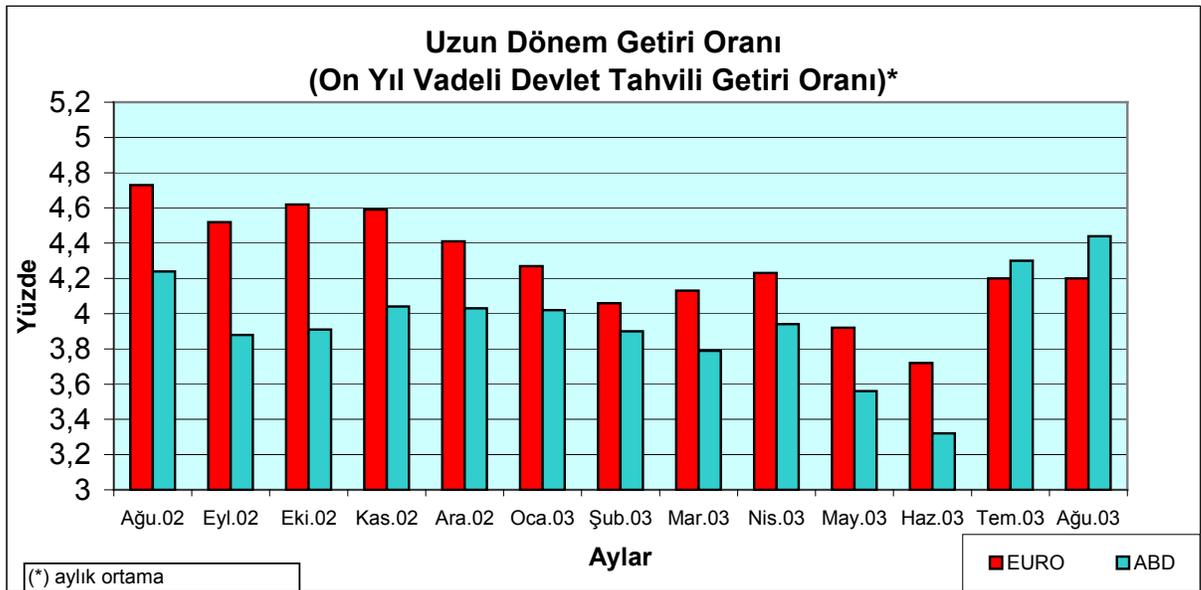
AMB'nın Haziran başında anahtar faiz oranlarında indirim gitmesinin ardından **kısa vadeli faiz oranları** Temmuz ayında da düşmeye devam ederek, 1990 yılından bu yana görülen en düşük oranlara gerilemiştir. Kısa vadeli faiz oranları Temmuz 2003'de bir önceki aya göre 7 bp azalış kaydetmiştir. Kısa vadeli faiz oranlarının son defa zirve yaptığı Haziran 2002 ile Temmuz 2003 arasındaki



dönemde, gecelik mevduat için 30 bp, diğer bir takım kısa vadeli piyasa araçları için de 150 bp'ye kadar düşüşler gerçekleşmiştir. Aynı dönem, içinde üç aylık mevduata verilen faiz de 135 bp'lik bir azalma göstermiştir. **Gecelik faizler (EONIA)** Ağustos ayı boyunca kademeli olarak, anahtar faiz oranı olan yüzde 2

seviyesine yaklaşıpacak şekilde düşüşüne devam etmiştir. Temmuz sonu ile 3 Eylül arasındaki dönemin çoğunda yüzde 2.06 ile yüzde 2.11 seviyeleri arasında dalgalanmıştır. İki haftalık gecelik mevduat değışim oranı 3 Eylül itibariyle yüzde 2.09 seviyesinden işlem görmüştür.

Aylık ve üç aylık EURİBOR oranlarındaki gelişmelere baktığımızda, Temmuz sonu ve 3 Eylül arasındaki dönemde marjinal bir hareket izleyerek sırasıyla 2bp ve 4bp artış göstermiştir. Böylece aylık ve üç aylık EURİBOR 3 Eylül 2003'de sırasıyla yüzde 2.14 ve 2.16 seviyelerine yükselmiştir. Söz konusu dönem içinde altı ve on iki aylık EURİBOR oranları ise sırasıyla 12 ve 27 bp artarak, yüzde 2.22 ve yüzde 2.38 seviyelerine ulaşmıştır.



On yıllık devlet tahvili ile ölçülen euro alanı uzun dönemli getirileri ise, Haziran ayının ortasında yükselişe geçtikten sonra Ağustos ve Eylül başlarında, piyasa aktörlerinin global ekonomik görünüm konusunda daha iyimser oldukları bir ortamda istikrarlı bir seyir izlemeye başlamıştır. Euro alanı ve ABD'de 10 yıllık devlet tahvillerinin getirileri artış trendini sürdürerek sırasıyla 20 bp ve 30 bp artmıştır. Euro alanı ve ABD devlet tahvillerinin getirileri böylece 3 Eylül 2003 itibariyle, sırasıyla yüzde 4.4 ve 4.6 seviyelerine ulaşmıştır. Söz konusu artış, 13 Haziran 2003'den bu yana ABD'de 140 bp'lik ve Euro alanında da 90 bp'lik bir artışa işaret etmektedir. Bu artışla beraber, ABD ve Euro bölgesi 10 yıllık tahvil getirileri arasında geçtiğimiz ayın ortalarında ABD devlet tahvilleri lehine pozitif dönen getiri farkı (spread) daha da açılarak, 3 Eylül itibariyle 20 bp'ye ulaşmıştır.

ABD uzun dönemli getirilerinde ortaya çıkan büyük artış daha çok piyasa aktörlerinin büyüme ve enflasyon konusundaki beklentilerini olumluya doğru revize etmelerinden kaynaklanmaktadır. Amerikan uzun dönem getirilerine dair yatırımcıların daha iyimser bir bakış açısı ile hareket etmelerinin en güçlü kanıtı, 10 yıllık devlet tahvillerinin reel getirilerinde Haziran ortası ve 3 Eylül arası dönemde 80 bp'lik artış kaydetmesidir. Bu güçlü artış karşısında, reel getirilerin 3 Eylül itibariyle yüzde 2.1'lik seviyesi, gelecek uzun dönem GSYİH beklentilerinin altında kalmıştır. 10 yıllık tahvil getirilerinin nominali ve reeli arasındaki fark olarak hesap edilen başabaş enflasyon oranı da aynı dönemde yaklaşık 70 bp yükselerek, 3 Eylül 2003 itibariyle yüzde 2.2 seviyesinde seyretmiştir.

Euro alanı uzun dönem getirilerinde Haziran ortasından beri yaşanan yükselişe paralel olarak, uzun dönem reel getirilerdeki artış da, piyasa aktörleri arasında uzun dönemli makroekonomik gelişmeler konusundaki iyimserliği göstermektedir. Euro alanı HICP'ye endekslenmiş 10 yıllık devlet tahvillerinin getirileri, söz konusu dönemde 70 bp artış kaydetmiştir. Uzun vadeli iyimserliği destekleyen bir başka önemli veri de son aylarda ileriye dönük gecelik faiz oranı eğrisinin kısa ve orta vadelerde giderek dik bir hal almasıdır. Yatırımcıların Euro alanına dair iyimserlikleri, bir taraftan da uzun dönem enflasyon beklentileri üzerinde yukarı yönde bir baskı yaratmıştır. 10 yıllık devlet tahvillerinin getirilerinin nominali ve reeli arasındaki fark olarak hesaplanan başabaş enflasyon oranı, Haziran ortasından 3 Eylül'e kadar olan dönemde 30 bp'lik artış kaydetmiştir.

Hisse senedi piyasalarında Mart ayı ortalarından itibaren gözlemlenen yükseliş, Ağustos ayında da devam etmiştir. Tahvil getirilerindeki yükselişe paralel bir şekilde artan hisse senedi fiyatları, piyasa aktörleri arasında global ekonomik görünüme dair artan iyimserliği yansıtmaktadır. Hisse senedi piyasalarındaki son gelişmeler, genel olarak piyasalardaki belirsizliklerin azalmasının yanı sıra, şirket karlılık raporlarının beklenenden iyi sonuçlar açıklaması ve beklenen global ekonomik toparlanmanın yakın olduğuna dair birtakım sinyallerin ortaya çıkmasıyla yakından ilgilidir. Özellikle tahvil getirilerindeki artışın hisse senedi fiyatları üzerinde baskı yaratarak, hisse senedi piyasalarını olumsuz etkilemesi bu güçlü yükselişi daha da önemli hale getirmektedir.

Amerikan piyasalarında hisse senedi fiyatları, ilkbahar aylarında görülen hızlı hareketlere karşın, Temmuz ve Ağustos aylarında sakinleşmiş görünmektedir.

Standard & Poor's 500 endeksindeki işlemlerin oynaklığına bakılarak ölçülen belirsizlik, 3 Eylül'de, son bir yılın en düşük seviyesine inmiştir. Genel olarak ABD hisse senedi piyasaları, Temmuz ve Ağustos aylarında istikrara kavuşurken, teknolojik gelişmelerin temel değişken olduğu Nasdaq karma endeksi keskin yükselişine devam etmiştir. Nasdaq endeksi 3 Eylül'de Haziran ortasından bu yana yüzde 14 ve yıl başından bu yana yüzde 39 değer kazanmıştır. Temmuz ayında yaşanan sınırlı yükseliş sonucunda 2002 yılının sonuna göre yüzde 12 oranında değer kazanmıştır.

Euro alanı hisse senedi piyasaları, önde gelen hisse senedi piyasaları ile birlikte, Mart ortasından itibaren devam eden global yükselişe paralel bir seyir izleyerek, Temmuz ve Ağustos aylarında da yükselişini sürdürmüştür. Hisse senedi fiyatlarındaki oynaklık Şubat-Mart'taki yüzde 50 seviyelerinin çok altına düşerek, 3 Eylül'de yüzde 3 gibi düşük bir seviyeye inmiştir. Euro hisse senedi piyasalarının bu oynaklık seviyesi son iki yıl ortalamasının yüzde 12 altına inmiştir.

Euro alanı hisse senedi piyasalarındaki sektörel analize bakılırsa, genel olarak tüm sektörlerin olumlu bir grafik çizdiği, istisnai olarak yalnızca sağlık sektörünün son iki ayda düşüş gösterdiği görülmektedir. Petrol piyasasındaki gelişmeler nedeniyle enerji hisseleri ve ABD piyasasına paralel olarak teknoloji hisseleri Ağustos ayında önemli ölçüde değer kazanmıştır.

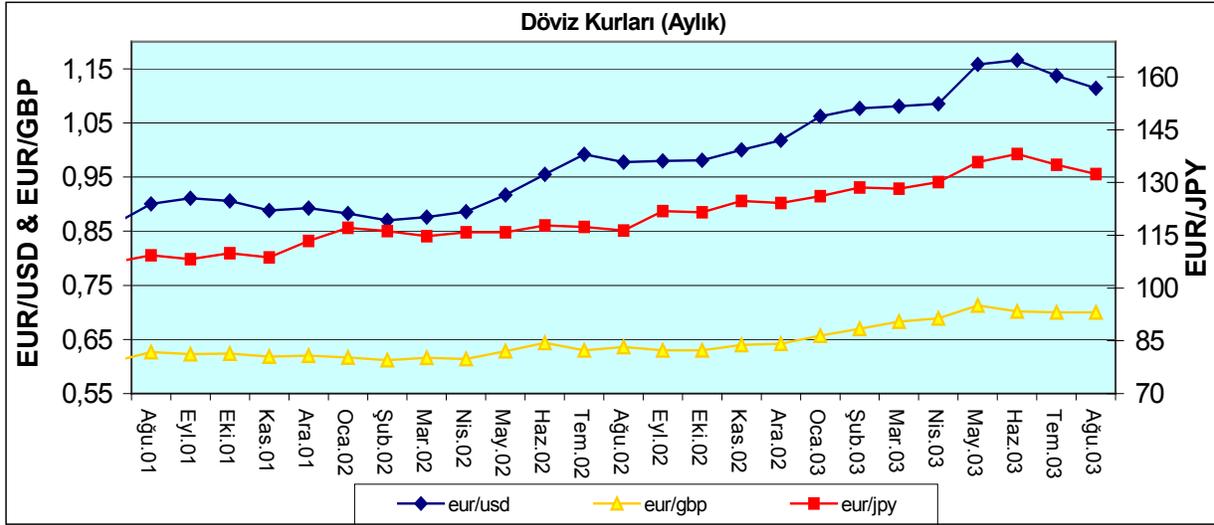
Japon hisse senedi piyasalarındaki güçlü yükselişin arkasında, beklenenden olumlu gerçekleşen ikinci çeyrek GSYİH verilerinin, Ağustos ayında yatırımcıların şirket genel görünümüne ilişkin bakış açılarını değiştirmeleri yatmaktadır. Diğer önde gelen hisse senedi piyasalarına paralel olarak Japon hisse senedi piyasalarında da belirsizlik ve oynaklık önemli ölçüde düşmüştür.

Bu çerçevede Euro alanı EURO STOXX endeksi, ABD S&P 500 endeksi ve Japon Nikkei 225 endeksi, Temmuz sonu ile 3 Eylül 2003 arasında sırasıyla yüzde 6, yüzde 4 ve yüzde 11 oranında değer kazanmıştır.

V. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler

Ağustos ayında euro, diğer önde gelen ülke para birimlerine karşı değer kaybetmiştir. Euro en çok Japon yeni karşısında değer kaybederken, ABD doları karşısında da önemli ölçüde değer yitirmiştir. Döviz kurlarındaki bu gelişmeler,

piyasa aktörlerinin ABD ve Japonya'daki ekonomik toparlanmanın Euro alanına kıyasla daha iyi bir görüntü çizmesinden kaynaklanmıştır.



ABD ekonomisindeki toparlanmanın 2003'ün ikinci çeyreğinde güçlenerek devam ettiğini ortaya koyan verilerin de etkisiyle **ABD doları** euro karşısında değer kazanmıştır. Buna ek olarak, bireysel tüketim harcamalarındaki artış ve yatırım harcamalarının ivme kazandığını gösteren ekonomik göstergeler, söz konusu değerlendirilmede etkili olmuştur. İlginç bir şekilde, ABD ödemeler dengesinin finansmanı ve artan bütçe açığına dair endişeler, döviz kuru gelişmeleri üzerinde daha ikincil bir rol oynamış görünmektedir. Ağustos ayının sonlarına doğru, euronun önemli seviyeleri kırarak değer kaybetmesinin, bazı teknik faktörlerden kaynaklanmış olma ihtimali yüksektir. Böylelikle euro, 3 Eylül 2003 itibariyle, Temmuz sonundaki değerine göre yüzde 4.7 değer kaybederek, 1.08 dolardan işlem görmüştür.

Ağustos ayında **Japon yeni** euroya karşı güçlü bir şekilde değer kazanırken, dolar karşısında daha ılımlı bir değerlendirme yaşamıştır. Japon ekonomisinde bir hızlanmanın ipuçları olarak; tüketici harcamalarındaki artış ve temel ekonomik göstergelerdeki pozitif görünüm gösterilmektedir. Bu çerçevede döviz kuru, 3 Eylül 2003 itibariyle 1 euro 125.4 yen üzerinden kote edilerek, Temmuz ayı sonundaki düzeyine göre yüzde 6.7 daha düşük, ancak 2002 ortalamasına göre yüzde 6.2 daha yüksek bir seyirde hareket etmiştir.

İngiliz sterlini Ağustos ayı boyunca euro karşısında bir miktar değerlenirken, dolar karşısında değer kaybetmiştir. Sterlinin euro karşısında değer kazanması kısmen İngiltere Merkez Bankası'nın İngiliz ekonomisinin toparlandığına dair açıklamaları ve kısmen de beklenenden daha yüksek istihdam rakamlarının açıklanmasıyla yakından ilgili görünmektedir. Ancak, sterlinin euro karşısında değerlenmesinin nedeni, sterlinin geleneksel olarak ABD dolarıyla paralel hareket etmesinden kaynaklanmış olabilir. 3 Eylül itibariyle euro İngiliz sterlin karşısında 0.69 üzerinden işlem görerek, Temmuz sonuna göre yüzde 1.7 değer kazanmıştır.

Euro alanının 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**, 3 Eylül tarihinde Temmuz sonuna göre yüzde 3.6 azalarak, 2002 yılı ortalama seviyesinin yüzde 8.6 üzerinde yer almıştır. Söz konusu durum, izleme dönemi boyunca Japon yenindeki güçlü yükseliş ve doların tek para birimi karşısındaki değerlenmesinden kaynaklanmaktadır.

VI. Ödemeler Dengesine İlişkin Gelişmeler

Euro alanı **cari işlemler dengesi** mevsimsellikten arındırılmış verilere göre Temmuz 2003'te, Mayıs'taki 2.8 milyar euroluk fazlanın ardından ufak bir düşüş yaşayarak 2.5 milyar euro fazla vermiştir. Diğer taraftan mevsimsellikten arındırılmamış veriler incelendiğinde, cari işlemler dengesi 3.2 milyar euro fazla vermiştir. Temmuz ayında cari işlemler dengesi kalemlerinden mal dengesi ve hizmetler dengesi sırasıyla 9.4 ve 1 milyar euro fazla verirken, gelir dengesi ve cari transferler dengesi sırasıyla 4.5 ve 3.3 milyar euro açık vermişlerdir. Mayıs ayı ile kıyaslandığında fazla bir düşüş göstermeyen cari işlemler fazlasında, gelirler dengesi açığındaki artış kısmen hizmetler dengesi fazlasındaki artış ile dengelenmiştir. Hem ihracat, hem de ithalatın azalmasıyla beraber mal dengesi Temmuz ayında bir önceki aya göre fazla değişmemiştir.

İkinci çeyrek rakamlarına baktığımızda, hem mal hem de hizmetler dengesinin değerleri 2003 yılının ilk çeyreğine göre düşüş kaydetmiştir. 2002'nin son çeyreğinden itibaren düşüş trendi çizen ihracat değerleri, global talepteki zayıflık ve euronun değerlenmesi gibi faktörlerden ötürü ihracatın bu seyri normal

görülmektedir. Bu arada ikinci çeyrekte ithalat değerlerindeki azalmanın arkasında yatan nedenler, bir taraftan Euro alanı sanayi üretimindeki azalmanın etkisiyle ithalat mallarına olan talebin gevşek olması, diğer taraftan da bu dönemde petrol fiyatlarındaki gerilemeyle beraber eurodaki değerlenmenin gecikmeli etkisinin ithalat fiyatlarına aşağı yönde baskı yaratmasıdır.

Haziran ayında Euro alanı **sermaye hareketlerine** baktığımızda, doğrudan yatırımlarda 23.7 milyar euroluk sermaye girişi söz konusu iken, portföy yatırımlarında da 14.5 milyar euroluk bir sermaye girişi gerçekleşmiştir. Böylece birleşik net doğrudan yatırım ve portföy yatırımları Haziran ayında 38.2 milyar euro olarak gerçekleşmiştir. Doğrudan yatırımların büyük bir kısmı (15.1 milyar euro) yabancı sermaye cinsinden olmuştur. Özelde, Euro alanı şirketlerinin yabancı ortaklarından firma-içi ödemeler yoluyla getirdiği sermaye (10.2 milyar euro) gelişmelere etki eden önemli bir faktör olmuştur.

Hazırlayan:

Ferhat Çamlıca

Uzman Yardımcısı

ferhat.camlica@tcmb.gov.tr

Kaynaklar:

ECB Monthly Bulletin, Eylül 2003

ECB Statistical Press Release, 2 Ekim 2003,

Eurostat News Release, 17 Ağustos 2003,

EU Business, Euro-zone M3 growth slows in August, 25 Eylül 2003

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

DÖVİZ KURLARI (GÜNLÜK)

