

# Euro Bölgesi İzleme Raporu:

## Haziran 2002

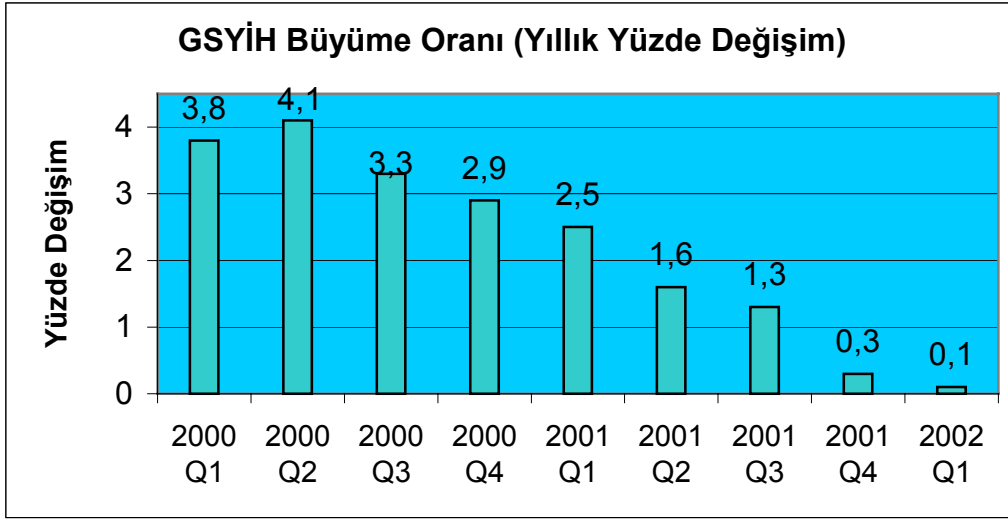
### I. Genel Ekonomik Gelişmeler

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi'nin **6 Haziran 2002** tarihinde yaptığı toplantı sonucunda anahtar faiz oranlarında herhangi bir değişiklik yapılmamıştır. Böylelikle söz konusu oranlar refinansman için yüzde 3.25, marjinal kredi imkanı için yüzde 4.25 ve depo imkanı için yüzde 2.25 olarak gerçekleşmiştir.

Para politikası stratejisinin ilk ayağını oluşturan **M3 para arzı**, yıllık bazda Şubat-Nisan 2002 döneminde ortalama yüzde 7.4 (yoy-3m-avr) artış gösterirken Mart-Mayıs 2002 döneminde yüzde 7.5'e yükselmiştir. Aylık göstergelere bakıldığında söz konusu etki daha rahat gözlenebilir. Nisan ayında başlayan yükseliş eğilimi Şubat-Nisan döneminde üç aylık verilere yansımamış olsa da söz konusu eğilimin Mayıs ayında da artarak devam etmesi üç aylık göstergelerin yönünü tersine çevirmesine neden olmuştur. Geçtiğimiz aylarda yaşanan düşüşler 2001 sonbaharında yaşanan belirsizlik ortamının ortadan kalkmaya başladığını gösteriyor olsa da, son iki ayda yaşanan değişiklik özellikle 2002 yılındaki büyüme performansının daha önce tahmin edilenden daha kötü olacağına dair beklentilerin izini taşımaktadır. Son olarak, daha önce düşüş eğiliminde olan özel kesime açılan kredilerin artış hızının son aylarda durağan hale gelmesi de yaşanan ekonomik yavaşlamanın para arzı üzerindeki etkisinin ortadan kalkmaya başladığını göstermektedir. Mevcut verilerden hareketle para arzı göstergelerinin fiyat istikrarı üzerinde olumsuz etkide bulunduğu söylenebilir.

Para politikasının, enflasyon göstergeleri, büyüme performansı gibi M3 para arzı dışındaki temel makroekonomik göstergelerin ele alındığı ikinci ayağı çerçevesinde yer alan gelişmeler incelendiğinde göze çarpan ilk gelişme, euro alanı ekonomisinin 2001 yılının son çeyreğindeki yüzde 0.3'lük gerilemenin ardından 2002 yılının ilk çeyreğinde daha çok net ihracattaki gelişmelerden kaynaklanan yüzde 0.2'lik bir büyüme yaşamasıdır. Ancak üç aylık bazda yıllık büyüme tahmini (Q/Q-4) baz etkiler nedeniyle 2001'in son çeyreğindeki yüzde 0.3 düzeyinden 2002'nin ilk çeyreğinde yüzde 0.1 seviyesine gerilemiştir. Ekonomik daralmanın 2002 yılı ile birlikte yerini küçük çaplı da olsa bir toparlanmaya bırakması Euro Alanının bu yıl içerisinde tekrar potansiyel seviyelerde büyüebileceğini ve 2003 yılında olağan büyüme hızlarına kavuşulacağını göstermektedir. Ancak, Euro Alanında uzun

zamandır süren yapısal katılıklar, Euro Alanı ekonomisinin iç dinamiklere dayanan bir büyüme performansı yakalamasını zorlaştırmaktadır. Böylelikle, söz konusu değerler ve ABD’de yaşanacak ikinci bir daralma, petrol fiyatlarında ani artışlar gibi dışsal şoklara büyük ölçüde açık olacaktır. ECB’nin periyodik olarak yılda iki kere yayınladığı geleceğe ilişkin projeksiyonlar da yukarıda değinilenlere paralel niteliktedir. Haziran 2002’de yayınlanan söz konusu projeksiyonların sonucunda yer alan büyüme tahminleri bir önceki tahminlere göre aşağı doğru revize edilerek 2002 yılı için yüzde 0.9-1.5 olarak açıklanmıştır. Bu çerçevede Euro Alanının bir toparlanmaya girdiği; ancak söz konusu toparlanmanın sınırlı düzeyde seyretmesi nedeniyle risklerin halen devam ettiği söylenebilir.



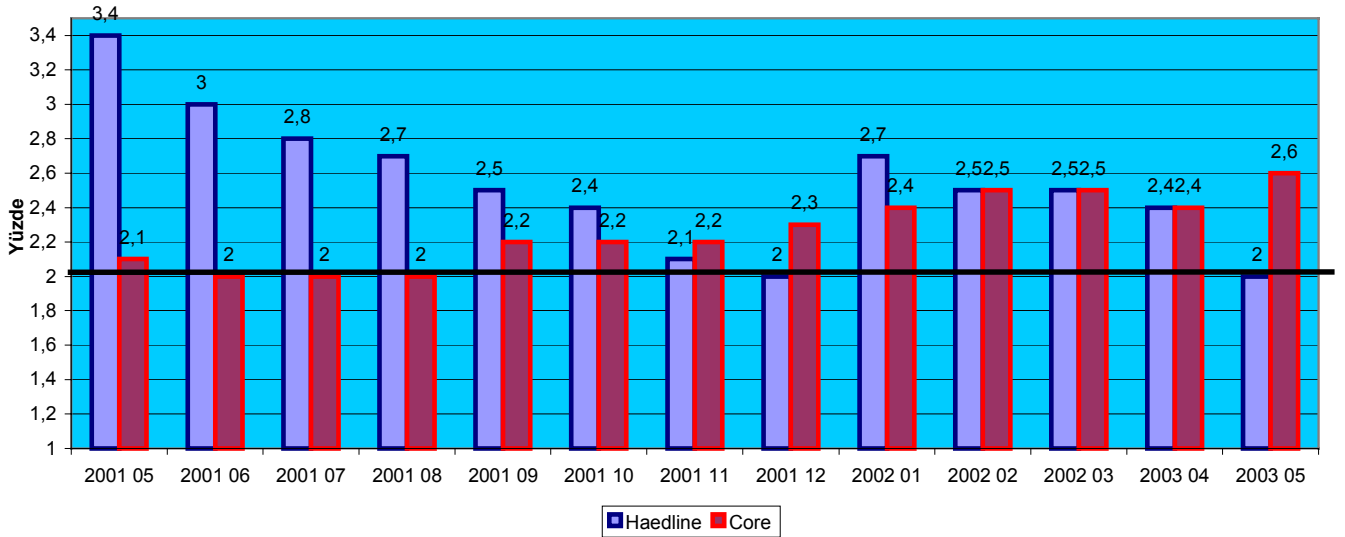
**İmalat Sanayi Üretim Endeksi**, Mart ayında yaşanan yüzde 0.5’lik artışın ardından Nisan ayında yüzde 0.5 düşüş göstermiştir. Ancak, genel eğilime bakıldığında imalat sanayi üretim düzeyinin pozitif yönde gelişme gösterdiği gözlemlenmektedir. Söz konusu göstergelerde yaşanan dalgalanmalar bir öncü gösterge olarak imalat sanayi üretiminin toparlanma içerisine girdiğini, ancak bu toparlanmanın süre ve boyutuna ilişkin belirsizliğin devam ettiğini göstermektedir. Kaldı ki, **bir yıl öncesinin aynı dönemi** ile karşılaştırıldığında imalat sanayi üretim düzeyinin Mart ayında yüzde 2.9 gerilemişken Nisan ayında sadece yüzde 1.2 gerilemiş olması da yukarıda değinilenleri doğrular niteliktedir.

İşsizlik göstergelerine bakacak olursak, Ocak-Mart 2002 döneminde yüzde 8.2 düzeyinde sabit seyreden işsizlik oranının Nisan ayında yüzde 8.3’e yükseldiğini görüyoruz. Bu kapsamda, 2001 yılında yaşanan ekonomik durgunluk göz önünde bulundurulduğunda işsizlik oranının önümüzdeki aylarda artmaya devam etmesi söz

konusu olabilir. Bununla birlikte, Avrupa işgücü piyasalarının geçtiğimiz dönemde yaşanan ılımlı ücret ayarlamalarının ve yapısal reformların olumlu etkilerinden yararlandığı, bu nedenle işsizlik oranında yaşanacak artışın ekonomik yavaşlamaya oranla daha düşük bir düzeyde gerçekleşebileceği ileri sürülmektedir.

**Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP)**, Mayıs ayında aylık bazda yüzde 0.1, yıllık bazda ise yüzde 2.0 artış göstermiştir. Bir önceki aya göre yaşanan 0.4 puanlık düşüş temel olarak gıda fiyatlarında geçen yılın Mayıs ayında yaşanan büyük artışların dışlanması sonucunda yaşanan baz etkiden kaynaklanmaktadır. Söz konusu etkinin önümüzdeki aylarda da süreceği ve kısa dönemde enflasyon oranında daha fazla düşüş yaşanacağı öngörülmekle birlikte, yılın ikinci yarısında enflasyon oranının yüzde 2 seviyelerinde seyredeceği düşünülmektedir. Son zamanda euro-dolar paritesindeki iyileşme de enflasyonist baskıların dizginlenmesine katkıda bulunabilir. Ancak, söz konusu gelişmenin etkilerini tahmin etmek henüz mümkün değildir. Diğer taraftan, fiyat istikrarı üzerindeki baskılar giderek artmaktadır.

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



İlk olarak Enerji, tütün ve gıda fiyatlarını dışlayan **çekirdek enflasyon**, Nisan ayındaki yüzde 2.4'lük seviyesinden Mayıs ayında yüzde 2.6'ya yükselmiştir. Böylelikle çekirdek enflasyon, 2001 yılının Ağustos ayından bu yana referans değer olan yüzde 2'nin üzerinde seyretmektedir. Alt kalemlerine bakıldığında ise daha önceki aylarda çekirdek enflasyonda yaşanan artışların temel kaynağı olan eğitim

kaleminin Mayıs ayında artış hızını değiştirmediği, oteller ve restoranlar kaleminin ise hızını artırdiği ve artışa katkıda bulunan bir diğer kalemin ise eğlence ve kùltùrel faaliyetler kalemi olduğu gùrùlmektedir. Dikkat edilecek olursa, çekirdek enflasyonda yaşanan artışlar daha çok hizmetler sektöründe yaşanan artışlardan kaynaklanmaktadır.

İkinci olarak, fiyatlar genel seviyesine reel sektòrden gelecek baskıların asıl kaynağı olan **iřgücù maliyetleri** açısından önem taşıyan toplu sözleşme görüşmelerinin özellikle Almanya ve İtalya'da büyük ücret artışlarıyla sonuçlanması işe alımları etkilediği gibi üretim maliyetlerini de artıracaktır. Söz konusu artışların Euro Alanının diğer bölümlerine de yayılması halinde fiyat istikrarı açısından önemli bir tehdit olacaktır.

**Enerji fiyatları** ise uzun süredir devam eden düşüş trendini korumakla beraber; ham petrol fiyatlarında son dönemde yaşanan artışların da etkisiyle Mart ve Nisan aylarında hız kesmişti. Ancak Mayıs ayıyla birlikte yaşanan olumlu gelişmeler, enerji fiyatlarında yaşanan düşüşün tekrar hızlanmasına yol açarak Nisan ayındaki yüzde 0.5 düşüşün ardından Mayıs ayında yüzde 2.9 gerilemesine neden olmuştur. Bu durum, bir dışsal faktòr olarak enerji fiyatlarının enflasyon üzerinde son dönemde yarattiği etkilerin ortadan kalkmaya başladiğını göstermektedir. Ancak, geçici nitelik de taşısalar, söz konusu fiyatlarda yaşanan artışların piyasa aktòrlerinin enflasyon beklentilerini etkilemeleri durumunda orta vadede fiyat istikrarı önünde engel oluşturabilirler.

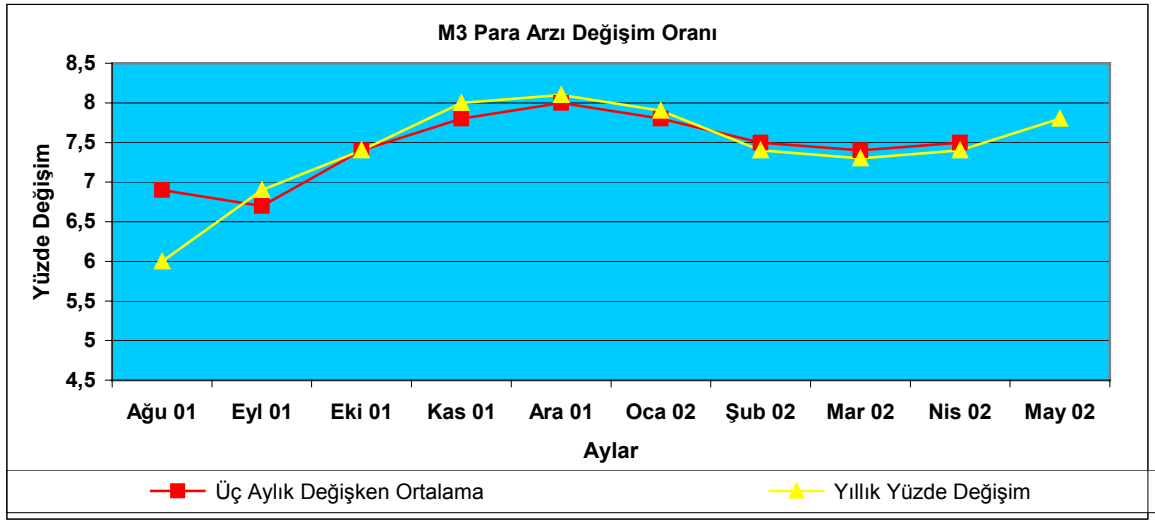
ECB tarafından yılda iki kez yayınlanan ekonomik projeksiyonlar da yukarıda değinilen etmenlere paralel şekilde yukarı doğru revize edilmiştir. En son Haziran ayında açıklanan projeksiyonlar, Aralık 2001 projeksiyonlarının 2002 yılı için öngördüğü yüzde 1.1-2.1 enflasyon aralığını yüzde 2.1-2.5 aralığına yükseltmiştir. Söz konusu tahminler bu yılın ilk aylarında enerji, işlenmemiş gıda ve hizmetler sektörü fiyatlarında yaşanan artışlar nedeniyle yukarı çekilmekle birlikte, söz konusu artışların geçici nitelik taşıdığı belirtilmektedir.

**Özetle**, M3 para arzı artış hızının yüksek seyri, enflasyon rakamlarında yaşanan mevcut düşüşe rağmen önümüzdeki aylarda artacağına dair beklentilerle birleşerek, para politikasının ikinci ayağıyla ilgili verilerde yaşanan iyileşmenin de etkisi ile orta vadede faiz artırımı yönünde baskı yaratabilir. Ancak, ekonomik canlanma özellikle Amerika'da yaşanan gelişmelere oldukça duyarlı olduğu için

toparlanmanın hız kazanmasına kadar ECB'nin anahtar faiz oranlarını yükseltmesi olası görünmemektedir.

## II. Parasal Gelişmeler

M3 para arzı yıllık bazda, Mart ayında yüzde 7.3, Nisan ayında yüzde 7.4 ve Mayıs ayında 7.8 artarak üç aylık ortalama artış hızının Mart-Mayıs 2002 döneminde yüzde 7.5'e yükselmesine neden olmuştur.



M3 para arzında uzun süredir devam eden hızlı artışlar, daha önce ECB yetkilileri tarafından 2001 sonbaharında yaşanan terör eylemine bağlanmaktaydı. Söz konusu gelişmelerin piyasa aktörlerinin risk algılamalarını değiştirdiği, bu nedenle kısa vadeli ve güvenli yatırım araçlarına kaydıkları ileri sürülerek; belirsizliğin ortadan kalkmasıyla birlikte hedef değer olan yüzde 4.5 seviyesine döneceği düşünülmekteydi. Ancak düşüş eğiliminin oldukça yavaş seyretmesinin yarattığı endişe Mayıs ayında yaşanan artışla birlikte ECB'yi rahatsız eder bir görünüme kavuştu. Özellikle M3'ün alt bileşenlerinin neredeyse tamamının artış hızının artması ve ekonomik canlanmaya işaret etse de özel kesime açılan krediler kaleminin düşüş eğilimini yitirmesi söz konusu rahatsızlığın asıl nedeni olmuştur.

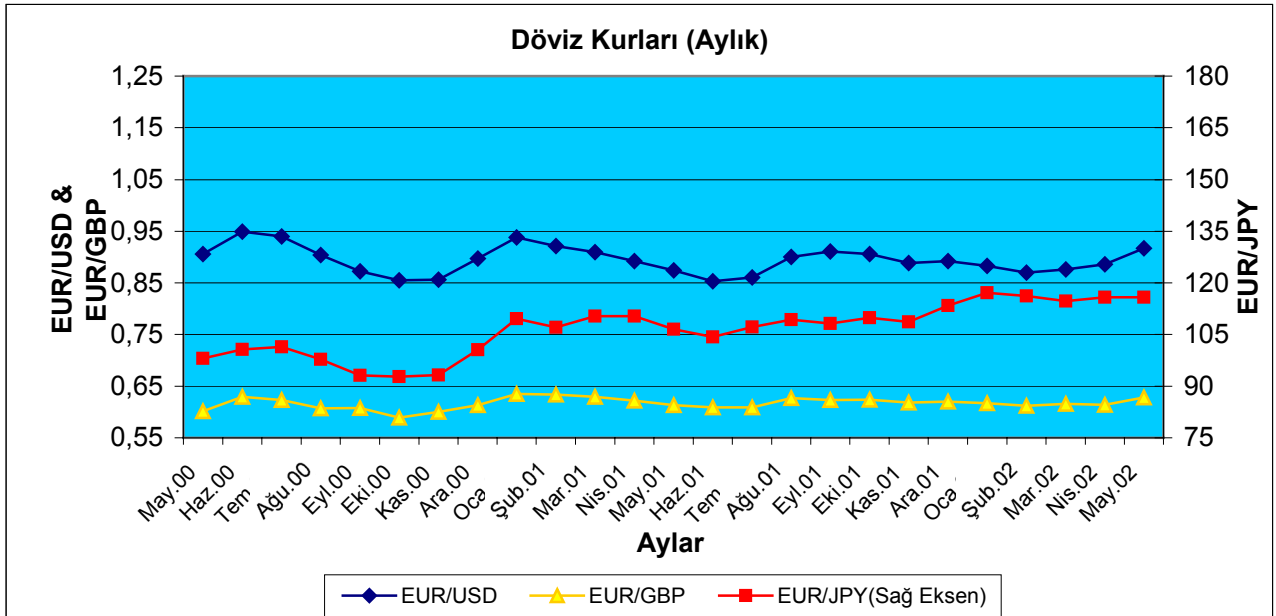
Bu kapsamda M3 para arzının alt bileşenlerine bakılacak olursa, dolaşımdaki paranın (emisyon) artış hızı, yıllık ifadelerle, Mayıs ayında Nisan ayındaki yüzde -21.8 seviyesinden yüzde -18'e yükselmiş; gecelik mevduatlardaki değişim oranı ise Mayıs ayında hız kaybeden tek M3 bileşeni olarak 0.6 puan gerilemeyle, yüzde 8.6 artış göstermiştir. Sonuçta, dar anlamda para arzı (M1) artış hızı Nisan ayındaki yüzde 6.8'lik düzeyinden Mayıs ayında yüzde 7.0'ye yükselmiştir. Gecelik mevduat

dışındaki kısa vadeli mevduatların seyrine bakıldığında ise söz konusu mevduatların yıllık artış hızının Nisan ayındaki yüzde 6.0 seviyesinden Mayıs ayında yüzde 6.7'ye yükseldiği gözlenmektedir. M3 tanımlamasına dahil olan diğer piyasa varlıklarının artış hızına bakılacak olursa onların da Mayıs ayında Nisan ayındaki yüzde 13.5 düzeyinden 13.8'e yükseldiği görülmektedir.

### III. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler

Euro nominal efektif döviz kuru Mayıs ayında uluslararası döviz piyasalarında yaşanan gelişmelere paralel olarak aylık ortalama ifadelerle yüzde 1.6, söz konusu kurun tüketici fiyatlarına göre uyumlandırılmış ifadesi olan reel efektif döviz kuru da aynı dönemde yüzde 1.6 değer kazanmıştır. Nominal efektif döviz kuru, euro alanının en önemli 12 ticaret ortağının euro karşısındaki döviz kurunun, söz konusu ülkenin Euro Alanı dış ticaretindeki payı ile orantılandırılması sonucunda bulunmaktadır.

Uluslararası döviz piyasaları Mayıs ayında Amerikan dolarının önde gelen para birimleri karşısında geniş çaplı değer kaybına sahne olmuştur. Söz konusu değer kaybı Amerikan ekonomisinde yaşanan toparlanmanın beklenenden daha zayıf olduğuna dair verilerden kaynaklanmaktadır. Diğer taraftan euro Japon yeni karşısında istikrarlı bir seyir izlerken İngiliz sterlini karşısında değer kazanmıştır.



Amerikan doları, Nisan ayının ikinci yarısında başlayan düşüş eğilimini Mayıs ayında da koruyarak önde gelen para birimleri karşısında büyük çaplı değer kaybına uğramıştır. Yayınlanan verilerin ekonomik canlanmaya işaret etmesine karşın piyasa

beklentilerinin altında bir toparlanma yaşanıyor olması dolar üzerinde yaşanan baskının ana nedenini oluşturmaktadır. Ek olarak, 2002 yılı için Amerika'da bir bütçe açığının öngörülmesi, halen cari işlemler dengesinde yüksek düzeyde seyreden açıklarla birleşerek doların değeri üzerinde ek bir baskı oluşturmuştur. Söz konusu ortamda euro, Mayıs ayında dolar karşısında ortalama yüzde 3.5 değer kazanmıştır.

Japon yeninin Mayıs ayında euro karşısında istikrarlı bir seyir izlemesinin temel nedeni Japonya'da yaşanan ekonomik daralmanın yerini büyümeye bıraktığına dair sinyallerin varolmasıdır. Ancak, söz konusu olumlu haberlerin dolar-yen paritesi üzerinde baskı yaratması üzerine Japon Merkez Bankası piyasalara müdahale etmek zorunda kalmıştır. Sonuç olarak euro Mayıs ayında yen karşısında binde 0,4 değer kazanmıştır.

İngiltere ekonomisinin büyüme performansı ile ilgili olumlu beklentilere rağmen, İngiltere'nin euro alanına girip girmeyeceğine ilişkin kararın verileceği referandumun tarihi üzerinde son günlerde yapılan tartışmalar piyasa aktörlerinin beklentilerini olumsuz etkileyerek, İngiliz sterlininin Mayıs ayında euro karşısında ortalama yüzde 2.3 değer kaybetmesine neden olmuştur.

#### **IV. Ödemeler Dengesine İlişkin Gelişmeler**

Euro Alanı cari işlemler dengesi 2001 yılının Nisan ayında yaşanan 6.7 milyar euro'luk açığın ardından 2002 yılının Nisan ayında 5.8 milyar euro açık yaşamıştır. Söz konusu düşüş mal ticareti dengesinde yaşanan fazlanın Nisan 2001'deki 3.1 milyar euroluk seviyesinden Nisan 2002'de 8.2 milyar euroya yükselmesinden kaynaklanmaktadır. Cari transferler, gelirler ve hizmet ticareti dengelerinde yaşanan açıklarda bir yıl öncesine göre artış kaydedilmesi mal ticareti dengesinde yaşanan fazlanın etkilerini frenler niteliktedir. Mal ticaret dengesinde uzun zamandan bu yana yaşanan iyileşme geçtiğimiz aylarda ithalatın değerinin ihracatın değerinden daha fazla azalmasından kaynaklanmaktaydı. Nisan ayında ise ithalatın değeri düşmeye devam ederken ihracatın değerinde yeniden bir artış sağlanmaya başlanmıştır. Böylelikle 2002 yılının ilk dört ayında cari işlemler dengesi toplam 1.5 milyar euro açık vermiştir. Söz konusu değer 2001 yılının aynı döneminde 17.2 milyar euro açığa işaret etmektedir.

Mevsimsellikten arındırılmış veriler ise, mal ihracat ve ithalatının Nisan 2002'de Şubat ve Mart aylarında yaşanan artış trendini tersine çevirdiğini

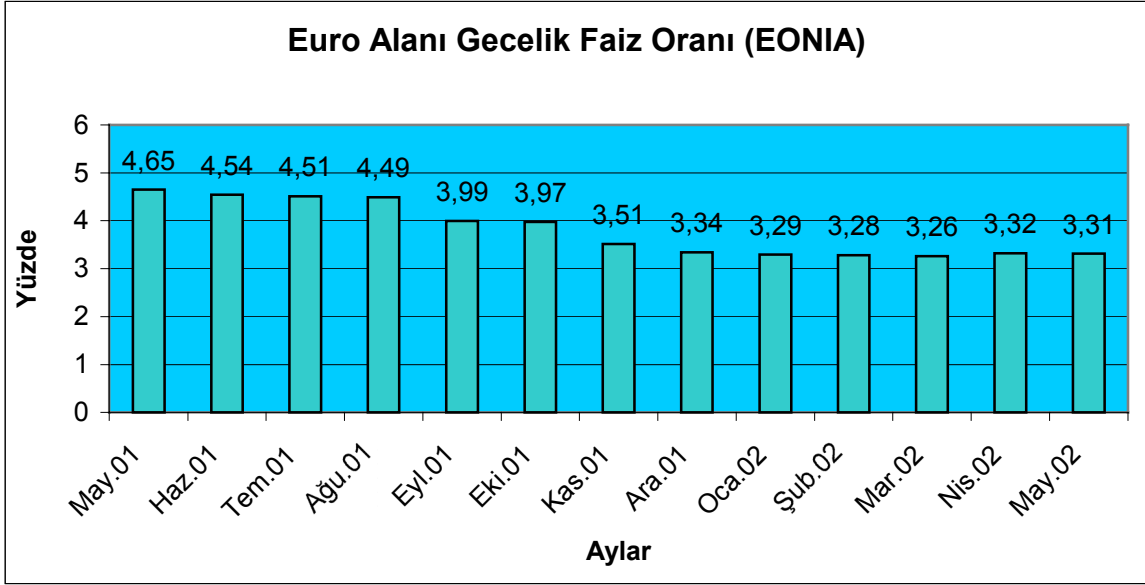
göstermektedir. Söz konusu durum ekonomik canlanmanın halen belirsizliğini koruduğunun bir göstergesidir.

Sermaye hesabı ise Nisan ayında 19.3 milyar euro net sermaye girişi kaydetmiştir. Euro Alanı doğrudan sermaye yatırımlarında yaşanan 7.7 milyar euroluk net sermaye girişi ile birlikte portföy yatırımlarında görülen 11.5 milyar euroluk sermaye girişi sonucunda ortaya çıkan bu gelişme, uluslararası sermayenin halen küresel ekonomideki karlı yatırım olanaklarından çok güvenli yatırımları tercih ettiğini göstermektedir. Doğrudan sermaye yatırımları kaleminde yaşanan sermaye girişi geçtiğimiz yılın aynı dönemine paralel bir seyir izlerken, euro alanı yerleşiklerinin yurtdışına yaptığı doğrudan yatırımlarda yaşanan düşüş kayda değer bir gelişme olarak kendini göstermektedir. Bu durum da yukarıda değindiğimiz savımızı destekler niteliktedir. Portföy yatırımları kaleminde yaşanan gelişmeler daha çok Euro Alanı dışında yaşayanların Euro Alanı para piyasası araçlarına yaptıkları kısa vadeli yatırımlardan kaynaklanırken, portföy yatırımı şeklinde yaşanan sermaye çıkışları diğer aylara göre düşük bir seyir izlemektedir.

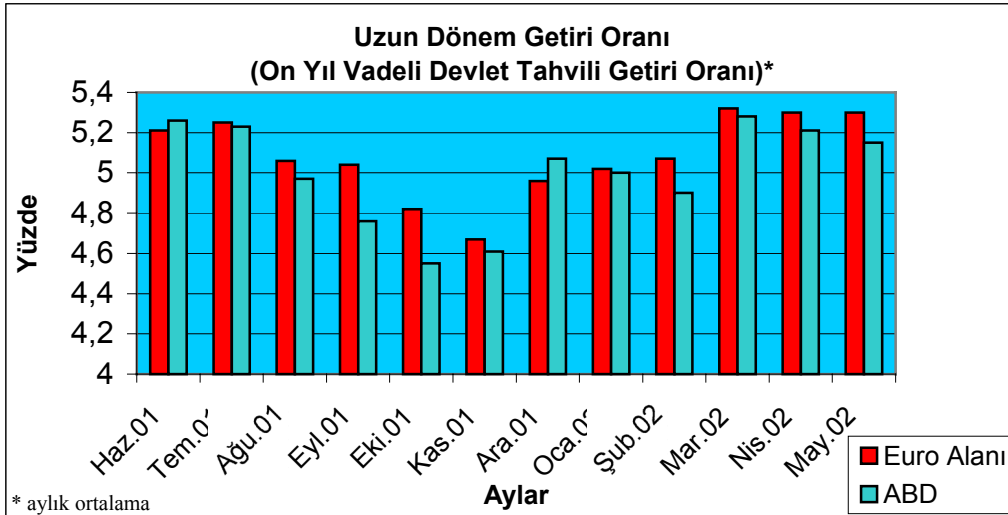
## **V. Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler**

Euro Alanı para piyasalarında oluşan kısa dönemli faizlerde 2001 yılı sonlarına doğru başlayan yükseliş eğilimi Nisan ayında yaşanan düşüş dışında 2002 yılının ikinci çeyreğinde de sürmüştür. Yükseliş eğilimi özellikle daha uzun vadelerde kendini göstermektedir. Bu durum para piyasalarında daha yüksek bir faiz patikasının yaşanacağına dair beklentileri yansıtmaktadır. Buna karşın gecelik faizler (EONIA) Mayıs ayı içerisinde düzenlenen ihalelerde refinansman oranının (yüzde 3.25) biraz üzerinde istikrarlı bir seyir izlemiştir. Bu durumun tek istisnası bankacılık kesiminin rezerv tamamlama döneminin sonunda yaşanan likidite sıkışıklığı dolayısıyla gecelik faizlerin yüzde 3.34 seviyelerine yükselmesidir. Aylık ortalama ifadelerle ele alındığında euro alanı gecelik faizleri Nisan ayında yüzde 3.31 seviyelerinde seyretmiştir.





On yıllık devlet tahvili ile ölçülen euro alanı uzun dönemli getirileri ise yılın ilk çeyreğinde büyüme beklentilerindeki iyileşmeye paralel olarak yükselmiş, daha sonra ekonomik performansa ilişkin belirsizlik yaratan veriler ve güvenli yatırım olanaklarını tercih eden piyasa aktörleri dolayısıyla bu eğilimi Nisan ve Mayıs aylarında koruyamamıştır. Sonuç olarak, uzun dönem getiriler Mayıs ayında ortalama ifadelerle değişikliğe uğramayarak yüzde 5.30 seviyesinde seyretmiştir.



Amerikan on yıllık devlet tahvillerinin getirileri ise Mart ayında beklenenden iyi çıkan ekonomik verilerin ve petrol fiyatlarında yaşanan artışların enflasyon beklentilerini etkilemesi sonucunda hızlı bir artış yaşamış, ancak daha sonra yayınlanan verilerin karışık sinyaller vermesine bağlı olarak aynı eğilimi Nisan ve Mayıs aylarında gösterememiştir. Ortadoğu'da ve Hindistan ile Pakistan arasında

yaşanan gerginlikler de piyasa aktörlerinin güvenli yatırımları seçmesine neden olarak söz konusu gelişmelerin yaşanmasına katkıda bulunmuştur. Sonuç olarak, Amerikan uzun dönem getirileri Mayıs ayında ortalama 0,06 puan gerileyerek yüzde 5.15 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Böylelikle iki piyasa arasındaki getiri farkı (spread) da Mayıs ayında -0.15 puana yükselmiştir.

Amerikan ve Euro Alanı hisse senedi piyasaları, piyasa aktörlerinin ekonomik toparlanmanın gücü ve kapsamına ilişkin beklentilerindeki kötüleşme ve şirketlerin karlılıklarına ilişkin olarak Amerika kaynaklı güven sorunlarına bağlı olarak Nisan sonu ile 5 Haziran 2002 tarihleri arasında sırasıyla yüzde 2 (S&P 500 endeksi) ve yüzde 8 (EURO STOXX endeksi) değer kaybetmiştir. Japonya hisse senedi piyasaları ise aynı dönemde yüzde 2 (Nikkei 225 endeksi) değer kazanmıştır. Fiyat hareketlerine ilişkin beklentilerdeki belirsizliği ifade eden fiyat dalgalanmaları (volatilite) ise yukarıdaki gelişmelere paralel olarak ABD ve Euro Alanında artış gösterirken Japonya'da küçük bir düşüş göstermiştir.

S&P 500 endeksi'nde yaşanan değer kaybı ve artan volatilite, yayınlanan bazı olumlu ekonomik verilere rağmen piyasa aktörlerinin Amerikan ekonomisinin canlanmasına ve son zamanlarda artış gösteren şirket karlılıklarının sürdürülebilirliğine dair endişelerinden kaynaklanmaktadır.

Nikkei 225 endeksinin yükselişini Mayıs ayında da sürdürmesi, temel olarak Japon ihracat sektörüne ilişkin olumlu beklentilerden kaynaklanmaktadır. 2002 yılının ilk aylarında yaşanan düşüşlerin ardından küresel canlanmaya paralel olarak yaşanan olumlu gelişmeler de söz konusu canlanmaya katkıda bulunmuştur.

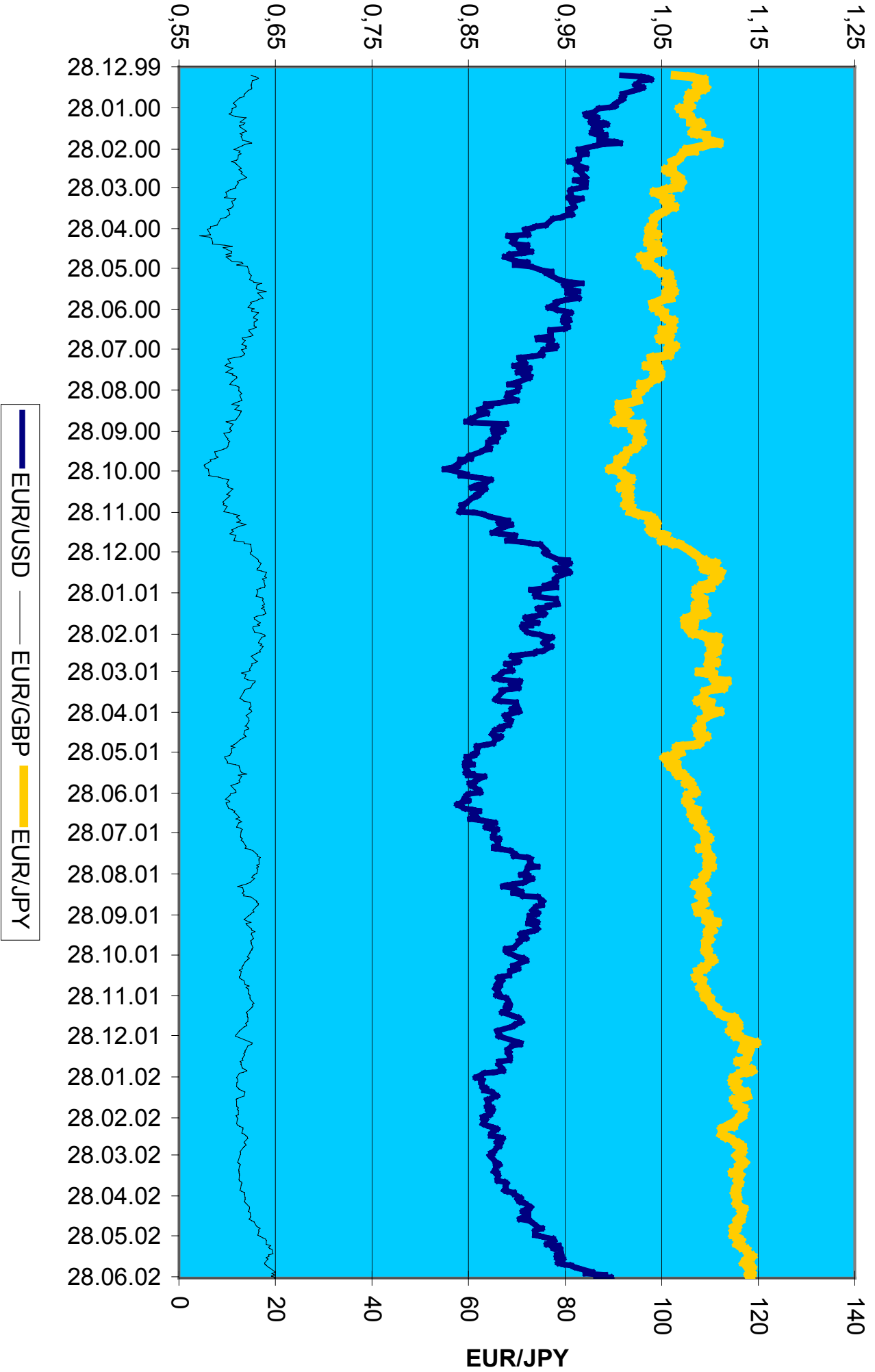
Euro alanı hisse senedi piyasalarında yaşanan düşüşler de Amerika'da olduğu gibi ekonomik canlanmaya ilişkin belirsizliklerden kaynaklanmaktadır. Paralel şekilde, yayınlanan verilerin karışık sinyaller vermesi sonucunda piyasa aktörlerinin beklentilerinde yaşanan değişiklikler Euro alanı hisse senedi piyasalarında yaşanan dalgalanmaları da artırmıştır.

**Hazırlayan:**

Durukan Payzanoğlu

Uzman Yardımcısı

# EUR/USD & EUR/GBP



DÖVİZ KURLARI (GÜNLÜK)