

Euro Bölgesi İzleme Raporu:

Ekim 2001

I. Genel Ekonomik Gelişmeler

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi'nin 27 Eylül, 11 Ekim ve 25 Ekim 2001 tarihlerinde yaptığı toplantılar sonucunda anahtar faiz oranları sabit kalmış, böylece refinansman oranı yüzde 3.75, marjinal kredi imkanı yüzde 4,75 ve mevduat imkanı yüzde 2,75 olarak gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, söz konusu faiz düzeyinin şu an için fiyat istikrarı hedefine uygun olduğunu belirten ECB yetkilileri, mevcut belirsizlik ortamında gelişmelerin yakından izlenmesi gerektiğini dile getirerek gelecekte gidilebilecek bir faiz indiriminin sinyallerini vermişlerdir.

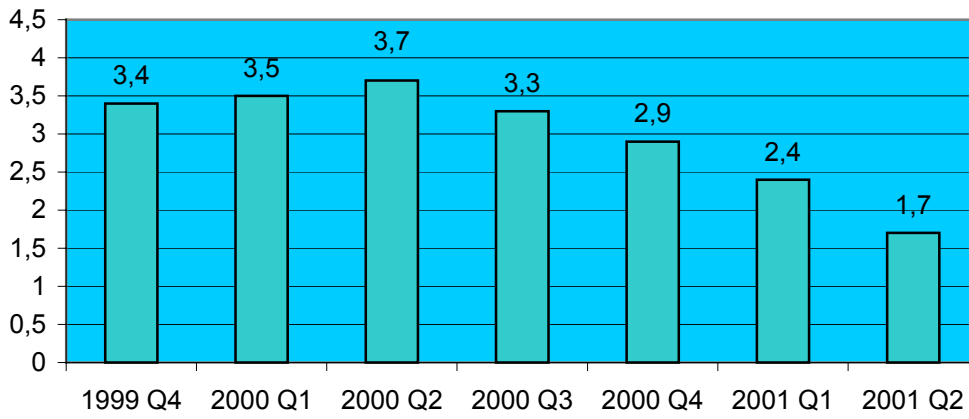
Para politikasının ilk sütununu oluşturan M3 para arzı artış hızı, yıllık bazda Temmuz-Eylül 2001 döneminde ortalama yüzde 6.9 (yoy-3m-avr) olarak gerçekleşmiştir. Ancak, ECB yetkilileri tarafından, euro alanı dışında yaşayanların ellerinde bulundurdukları euro alanı piyasa enstrümanlarının verileri 0.75 puan saptırdığı belirtilmektedir. Para arzında Eylül ayında yaşanan hızlı artış, terörist saldırılar sonrasında piyasa aktörlerinin likidite tercihlerinde yaşanan artışlardan kaynaklanmaktadır.

Para politikasının ikinci sütunu kapsamındaki olaylar ele alındığında, uluslararası arenada yaşanan belirsizlik ortamının döneme damgasını vurduğu görülmektedir. Eylül ayında yaşanan terörist saldırıların ekonomik faaliyet ve beklentiler üzerinde yarattığı ilk etkiler, ekonomide yaşanacak bir toparlanmayı geciktirecek nitelikte olsa da, saldırıların hemen ardından birçok ülkede otoriteler ekonomiyi destekleyici müdahalelerde bulunmuşlardır. Bununla birlikte, petrol fiyatlarında yaşanan düşüş de harcanabilir gelir üzerinde olumlu etkide bulunarak, birçok ülkede tüketim harcamaları yoluyla ekonomik faaliyetlere katkıda bulunacaktır.

Bu kapsamda ele alındığında, terörist saldırıların euro alanında yaratacağı ekonomik etkilerinin tahmin edilmesi için erken olduğu söylenebilir. Yılın ilk çeyreğindeki yüzde 0.5'lik büyümenin ardından ikinci çeyrekte yaşanan yüzde 0.1'lik büyümeye ek olarak 11 Eylül'deki gelişmelerden önce toplanan sanayi ve tüketici anketi verileri de erken bir toparlanmanın mümkün olmadığına işaret etmektedir. Saldırılar sonrasında gerçekleştirilen ilk anket verileri, beklentilerin belirli bir ölçüde etkilendiğini gösterse de, söz konusu anketlerin olayların hemen ertesinde

düzenlenmiş olması verilerin güvenilirliğini zedeler niteliktedir. Kaldı ki, terörist saldırıların arkasından euro alanı piyasalarında yaşanan panik havası, ekonomik durumun yeniden değerlendirilmesinin ardından yerini sükunete bırakmış; 10 Ekim itibariyle hisse senedi piyasaları 11 Eylül öncesindeki düzeylerine geri dönmüşlerdir. Uzun dönemli devlet tahvili getirileri ise olaylardan fazla etkilenmemiştir. Ek olarak, euronun varlığı, dışsal şoklar sonrasında geçmişte yaşandığı gibi euro alanı genelinde döviz kuru hareketlerinin yaşanmasına engel olmuş, böylelikle uzun dönemli uyum gerektirecek yapısal değişikliklerin yaşanması önlenmiştir.

GSYİH Büyüme Oranı (Yıllık Yüzde Değişim)



İmalat sanayi üretim düzeyi ise, Eylül ayı sonunda açıklanan verilere göre, Haziran ayındaki yüzde 0.9'luk artışın ardından Temmuz ayında yüzde 1.4 düşüş göstermiştir. Ekim ayı sonunda açıklanan veriler ise imalat sanayinin Ağustos ayında yüzde 1.1 artış gösterdiğine işaret etmektedir. Ancak, söz konusu artışın ekonomik durumda bir düzelmeye göstergesi olduğunu söylemek güçtür. Kaldı ki, euro alanı GSYİH'sinin üçte birine yakını üreten Almanya için öngörülen resmi büyüme rakamlarının yüzde 2 düzeyinden yüzde 0.75 düzeyine çekilmesi de euro alanında yaşanan ekonomik yavaşlamanın süresine ilişkin endişeleri artırmıştır.

Harmonize Edilmiş Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP) ile ölçülen euro alanı tüketici enflasyonu, Eylül ayında aylık bazda yüzde 0.3 ve yıllık bazda ise yüzde 2.5 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyonun Ağustos ayındaki yüzde 2.7'lik seviyesinden yüzde 2.5'e gerilemesi, temel olarak, enerji ve gıda fiyatlarının artış hızındaki yavaşlamadan kaynaklanmıştır. Enerji fiyatları Temmuz ayında yıllık bazda yüzde 2.9 ve Ağustos ayında yüzde 2.1 artarken Eylül ayında ise yüzde 1.3 azalmıştır.

Gıda fiyatları ise aynı dönemde sırasıyla yüzde 5.4, yüzde 5.1 ve yüzde 5.2 artış göstermiştir.

Enflasyon oranındaki düşüş eğiliminin Eylül ayında da sürmesi, ECB'nin enflasyonun geçici dışsal faktörlerden kaynaklandığı ve 2002 yılının ilk yarısında hedef değer olan yüzde 2'nin altına düşeceği yönündeki beklentisini güçlendirmiştir. Bununla birlikte, ekonomik yavaşlama ve son aylarda enflasyon haddinde yaşanan düşüşlerin enflasyon beklentilerini olumlu yönde etkilemesi, toplu iş sözleşmelerinde oluşan ücret düzeylerinin olumlu seviyelerde kalarak geçen yıllardaki eğilimini sürdürmesini sağlamıştır. Ek olarak, mevcut faiz haddinde ekonomik daralmayı engellemek için genişletici politikalar izlemek zorunda kalan Avrupa hükümetlerinin İstikrar ve Kalkınma Pakti çerçevesinde karşılaştıkları bütçe kısıtları dolayısıyla ECB'nin faiz politikası üzerine eleştiriler getirmesi de faiz indirimi yönünde baskı yaratmaktadır. Ancak, bu gelişmelerin aksine çekirdek enflasyon, Ağustos ayında son beş yılın en yüksek değeri olan yüzde 2.2 düzeyine yükselmiştir. Ek olarak, mevcut belirsizlik ortamında ECB'nin ana görevinin piyasalara tutarlı sinyaller vermek olduğu düşünülürse, kısa süre önce Başkan Duisenberg tarafından yapılan ECB'nin fazla hareket alanı bulunmadığına dair demeç ile çelişecek şekilde faiz indirimine gidilmesinin olumsuz etkiler yaratacağı açıktır. Kaldı ki böyle bir hareket piyasalarda ECB'nin siyasi baskı altında kaldığı yönünde bir düşünce de yaratabilir.

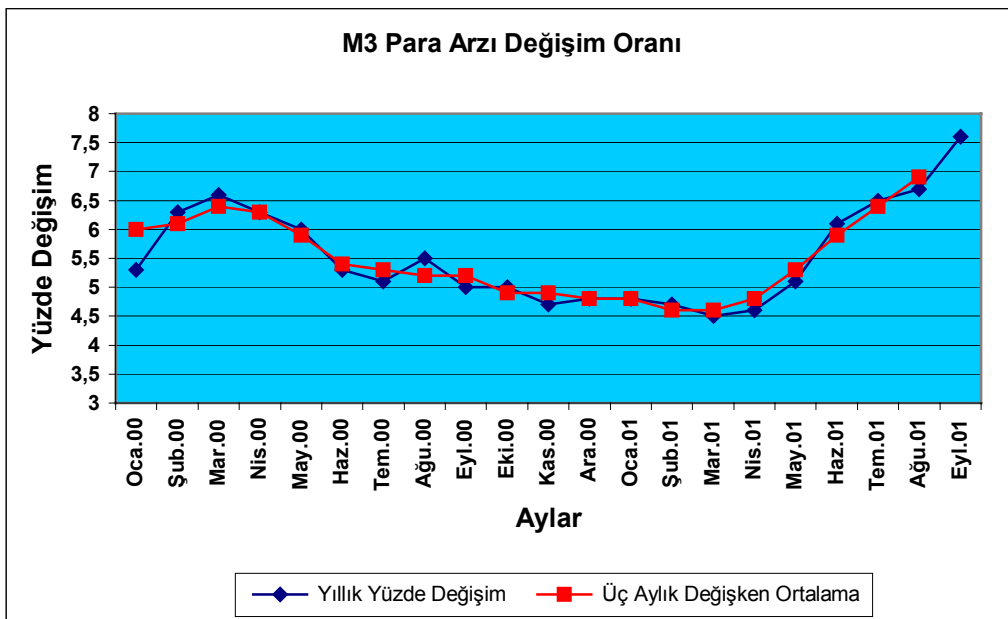
Euro alanı ülkelerindeki maliye politikası uygulamaları incelendiğinde, ekonomik yavaşlama dolayısıyla bütçe rakamlarında yaşanan bozulmaların arttığı gözlemlenmektedir. Söz konusu durumun olağan olduğu belirtilmekle birlikte, özellikle bütçe rakamları dengede olmaktan uzak olan ülkelerin İstikrar ve Kalkınma Pakti hedeflerine ulaşmak için ortaya koydukları planlara sıkı bir şekilde uymaları gerektiğinin altı çizilmektedir. Uzun dönemli perspektiften ele alındığında, büyüme potansiyelinin artırılması için kamu gelirlerinin düzey ve dağılımı başta olmak üzere işgücü ve mal piyasalarında sürdürülen yapısal reformlara devam edilmesi gerekmektedir. Söz konusu alanlarda yaşanan ilerleme de göz ardı edilemez. Son olarak, ECB yetkilileri, ekonomik büyümenin daha yavaş olduğu dönemlerde ince ayarlama yapma ihtiyacının arttığına değinerek, söz konusu dönemlerde ülkelerin hedeflerine bağlı kalmasının uzun dönemde euro alanı için daha sağlıklı sonuçlar vereceğinin altını çizmektedirler.

Özetle, M3 para arzında yaşanan gelişmelerin geçici faktörlerden kaynaklandığı savı ile birlikte, para politikasının ikinci ayağıyla ilgili verilerde yaşanan gelişmeler, enflasyon göstergelerindeki iyileşme ve Almanya başta olmak üzere euro alanı ülkelerinde yaşanan olumsuz gelişmeler ECB Yönetim Konseyi'ne faiz indirimi yönünde baskı yapsa da, faiz indirimi kararının 8 Kasım'da yapılacak toplantıda verilmesi daha olası görünmektedir.

II. Parasal Gelişmeler

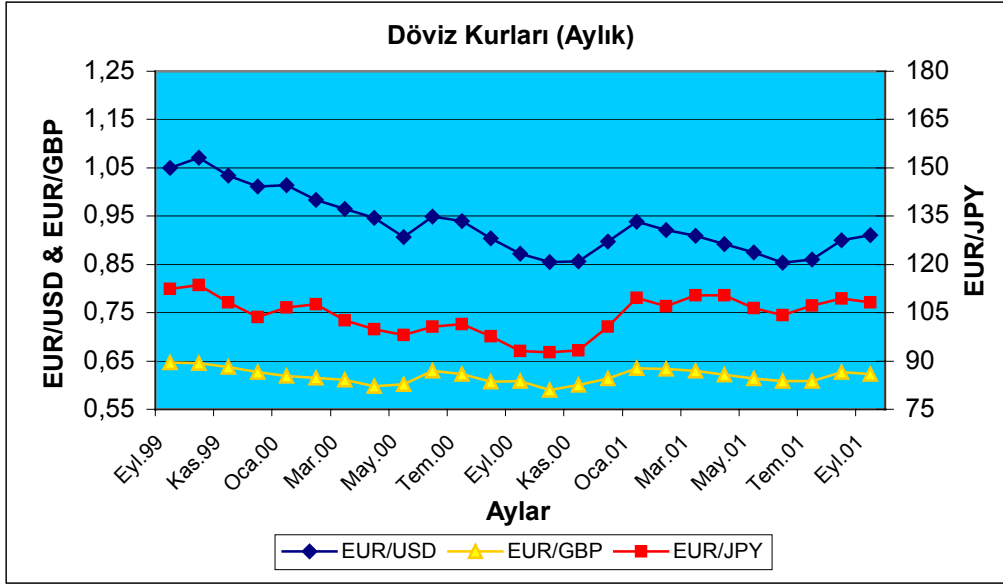
Yıllık bazda, Temmuz ayında yüzde 6.5, Ağustos ayında yüzde 6.7 ve Eylül ayında yüzde 7.6 artış gösteren M3 para arzı, üç aylık ortalama artış hızının Temmuz-Eylül 2001 döneminde bir önceki döneme göre 0.4 puanlık bir artışla yüzde 6.9 düzeyine yükselmesine neden olmuştur. Eylül ayında yaşanan büyük artış, ekonomik durumla ilgili piyasa beklentilerinde uzun zamandır yaşanan olumsuz havaya ek olarak terörist saldırılar sonrasında piyasa aktörlerinin likidite tercihlerinde yaşanan artıştan kaynaklanmaktadır.

ECB yetkilileri, M3 para arzı verilerinde euro alanı dışında yaşayanların ellerinde bulundurdukları piyasa enstrümanlarından kaynaklanan sapmaların devam ettiğini; geçici tahminlere göre söz konusu sapmaların 0.75 puanlık bir etkisi olduğunu belirterek, söz konusu etkilerden arındırılmış verilerin yıl sonuna doğru yayınlanacağını duyurmuşlardır.



III. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler

Eylül ayında uluslararası döviz piyasalarında yaşanan genel hava 11 Eylül'de yaşanan terörist saldırıların etkilerini taşımaktadır. Artan belirsizlik ortamı doların belli başlı tüm paralar karşısında değer kaybetmesine neden olmuş, Japon otoriteler yenin aşırı değer kazanmasını önlemek amacıyla piyasalara müdahale etmek zorunda kalmışlardır. Söz konusu ortamda euro da dolar karşısında değer kazanmış, doların değer kaybından en çok yararlanan ise güvenlik gerekçesi ile büyük sermaye girişleri sayesinde İsviçre frankı olmuştur. Artan belirsizlik ortamının etkileri gelişmekte olan ülkelerde de görülmüş, birçok gelişmekte olan ülke parası söz konusu ülkelerin Amerika'ya olan bağımlılıklarını gösterir şekilde değer kaybetmiştir.



Euro, Eylül ayında Amerikan doları karşısında yüzde 1 değer kazanmıştır. Terörist saldırıların ardından euronun dolar karşısında hızla değer kazanması, ABD ekonomisine ilişkin olarak daha önce yayınlanan verilerin yansıttığı olumsuz tablonun da etkilerini taşımaktadır. Ancak, Federal Açık Piyasa Komitesi'nin 17 Eylül tarihinde yaptığı 0.5 puanlık faiz indirimi piyasa aktörleri üzerinde doların değerini destekleyecek bir etki yaratmış, daha sonra (3 Ekim) yapılan faiz indirimi ise daha önceden beklendiği için döviz piyasalarında önemli bir etki yaratmamıştır. Ek olarak, Ekim ayı başında yayınlanan üretici ve tüketici anketlerinden çıkan sonuçların beklenenden iyi olması da doları desteklemiştir. Sonuç itibarıyla euro, 10 Ekim tarihinde dolar karşısında Ağustos ayı sonundaki değerinde seyretmiştir.

Japon ekonomisinde son zamanda yaşanan zayıflığa rağmen Japon yeni Eylül ayı başında daha istikrarlı bir seyir izlemiş ve 11 Eylül'den sonra değer kazanmaya başlamıştır. Japon yeninin dolar karşısında son altı aydaki en yüksek seviyesine çıkmasının ardından Japon yetkililerin piyasalara tek taraflı olarak müdahale etmeleri ile dengeye gelen Japon yeni daha sonra terörist saldırılardan önceki seviyesine gerilemiştir. Bu kapsamda, Ağustos sonu değerleri ile karşılaştırıldığında euro Japon yeni karşısında yaklaşık yüzde 1 değer kazanmıştır.

Son olarak, İngiliz sterlini Eylül ayı genelinde Amerikan dolarına paralel bir seyir izlemiştir. Eylül ayı başında euro karşısında değer kazanan sterlin terörist saldırıların ardından düşüşe geçmiş, ay sonuna doğru ise bir miktar toparlanmıştır. İngiltere Merkez Bankası'nın 18 Eylül ve 4 Ekim tarihlerindeki faiz indirimi kararı, güçlü tüketim harcamaları ve yılın ikinci çeyreği için açıklanan büyüme rakamlarının beklenenden iyi olması ile birleşerek, daralmanın diğer önde gelen ülkelerden daha hafif olduğu yönünde bir beklenti oluşmasına neden olarak sterlinin desteklenmesini sağlamıştır. Sonuç olarak, İngiliz sterlini 10 Ekim itibariyle euro ve Amerikan doları karşısında Ağustos sonundaki seviyesinde kalmıştır.

IV. Ödemeler Dengesine İlişkin Gelişmeler

Cari işlemler dengesi Ağustos ayında 4.2 milyar euro fazla vermiş, bir yıl öncesinin aynı döneminde yaşanan 6.3 milyar euroluk açık ile karşılaştırıldığında cari işlemler dengesinde yaşanan büyük değişikliğin temel olarak mal ticaretinde uzun süredir yaşanan fazladaki artışlardan kaynaklandığı görülmektedir. Bununla birlikte, genellikle açık veren gelir dengesinin Ağustos ayında, Temmuz ayındaki -1.5 milyar euroluk değerinden 0.3 milyar euroluk bir fazlaya dönüşmesi ve cari transferler dengesinde yaşanan açıktaki azalma da söz konusu iyileşmeye katkıda bulunmuştur.

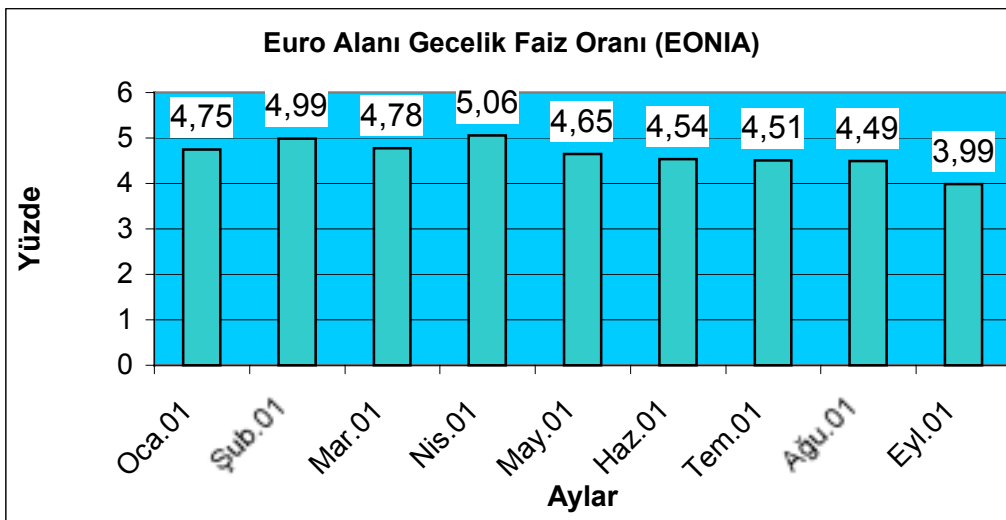
Kümülatif ifadelerle, 2001 yılının ilk sekiz ayında 21.8 milyar euro açık veren cari işlemler dengesi bir önceki yılın aynı dönemindeki 45.6 milyar euroluk değerinin altında seyretmiştir. Söz konusu iyileşmede, geçtiğimiz aylarda mal ticaret fazlasında yaşanan büyük artışlar, cari transferlerdeki azalma ve hizmet ticaretinde yaşanan açığın fazlaya dönüşmesi etkili olmuştur. Mevsimsellikten arındırılmış veriler ise mal ticaret fazlasında yaşanan artışların temel olarak ithalat fiyatlarındaki düşüş

nedeniyle ithalatın değerinde yaşanan azalmadan kaynaklandığını göstermektedir. İhracat değerleri ise dış talepteki düşüşe bağlı olarak azalmıştır.

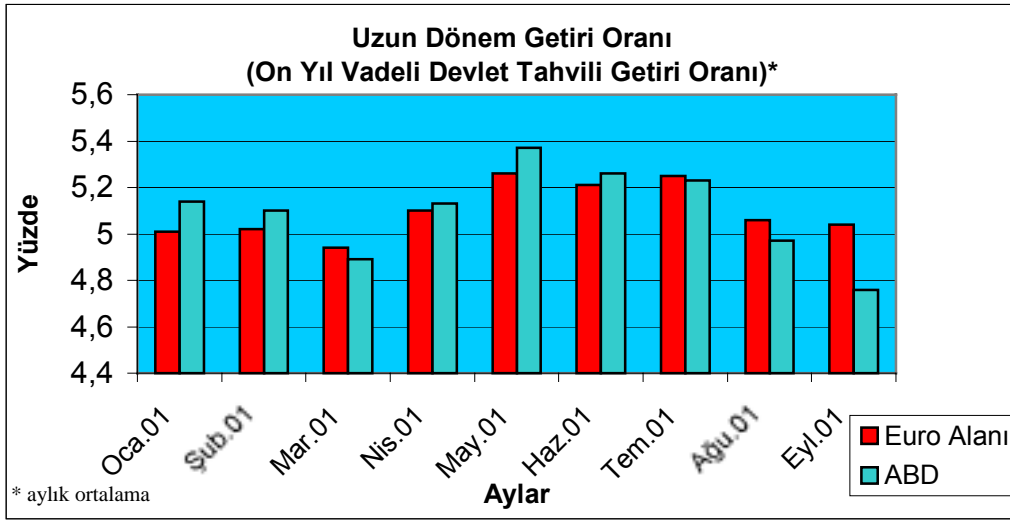
Sermaye hesabı, doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımı birlikte ele alındığında, net 11.8 milyar euroluk sermaye girişine işaret etmektedir. Alt bileşenlerine bakıldığında ise doğrudan sermaye yatırımlarında 6.0 milyar euroluk sermaye çıkışına karşılık, portföy yatırımlarında 17.8 milyar euroluk bir sermaye girişi yaşandığı görülmektedir. Net doğrudan yatırımlar kaleminde yaşanan gelişmelerin temel olarak şirket içi borçlanmalardan, portföy yatırımlarında yaşanan sermaye girişinin ise hisse senedi piyasalarından kaynaklandığı gözlenmektedir.

V. Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler

Euro Alanı para piyasalarında oluşan gecelik faizlerin (EONIA), piyasa aktörlerinin terörist saldırılar sonrasında artan likidite tercihleri nedeniyle artış göstermesi zerine, ECB tarafından 12 ve 13 Eylül tarihlerinde iki adet ince ayar API gerçekleştirilmiş, böylelikle piyasa tarafından ihtiyaç duyulan likidite temin edilmiştir. Söz konusu işlemler yüzde 4.25 sabit faizli, bir gün vadeli ihaleler şeklinde düzenlenmiştir. ECB Yönetim Konseyinin 17 Eylül tarihinde faiz indirimine gitmesi ile birlikte EONIA, yeni refinansman oranı yüzde 3.75'in biraz üzerinde seyretmiştir.



On yıllık devlet tahvili ile ölçülen uzun dönemli getirilerde, geçtiğimiz üç ay boyunca yaşanan düşüş Eylül ayında da devam etmiştir. Uzun dönem getiriler, 10 Ekim itibariyle bir ay öncesine göre 0.2 puan gerileyerek, yüzde 4.9 seviyesinde seyretmiştir. Amerikan on yıllık devlet tahvillerinde yaşanan daha geniş çaplı bir düşüş ise, 10 Ekim 2001 itibariyle iki piyasa arasındaki getiri farkının (spread) –0.1 düzeyinden –0.25 düzeyine ulaşmasına neden olmuştur.



ABD piyasalarının 11 Eylül'ü takip eden iki gün boyunca kapalı kalmasının ardından Amerikan uzun dönemli getirilerinde yaşanan düşüşler genel olarak, güvenlik gerekçesi ile portföylerde yaşanan değişikliklerden kaynaklanmaktadır. Amerikan piyasalarındaki gelişmelerin ardından Euro alanı uzun dönem getirilerinde yaşanan düşüşün sınırlı düzeyde kalması ise piyasa aktörlerinin euro alanı ile ilgili beklentilerinin güçlü olduğunu göstermektedir.

Hisse senedi piyasalarında yaşanan gelişmeler de diğer tüm piyasalar gibi 11 Eylül'de yaşanan olayların etkilerini taşımaktadır. Söz konusu olayların ardından Amerikan piyasaları 17 Eylül tarihine kadar kapalı kalmış, yeniden açılışın ardından S&P 500 endeksi yüzde 4.92 değer kaybetmiş, bu düşüşe Japon ve euro alanı piyasaları da katılmıştır. Ek olarak, saldırıların ardından artan belirsizlik ortamı üç piyasada da fiyatlarda yaşanan dalgalanmanın (volatilite) artmasına neden olmuştur. Böylelikle, Ağustos sonu ile 10 Ekim 2001 tarihleri arasında S&P 500 endeksi yüzde 5 değer kaybederken, Nikkei 225 ve EURO STOXX endeksleri ise sırasıyla yüzde 7 ve yüzde 9 gerilemiştir. Her üç piyasada da düşüşler temel olarak terörist

saldırılardan en çok etkilenecek olan havayolu, sigortacılık ve turizm sektörlerinde yaşanmıştır. Ancak, söz konusu piyasalarda ilkbahar aylarından bu yana yaşanan düşüşler gözönünde bulundurulursa terörist saldırıları hisse senedi piyasalarında yaşanan düşüşlerin tek nedeni olarak kabul etmemek gerekir. Kısaca, hisse senedi piyasalarında Eylül ayında yaşanan düşüşlerin, terörist saldırıların etkilerine dair endişelerin ekonomik performans ile ilgili olumsuz beklentilerle birleşmesinden kaynaklandığı söylenebilir.

Hazırlayan:
Durukan Payzanoğlu
Uzman Yardımcısı

DÖVİZ KURLARI (GÜNLÜK)

