

Euro Bölgesi İzleme Raporu:

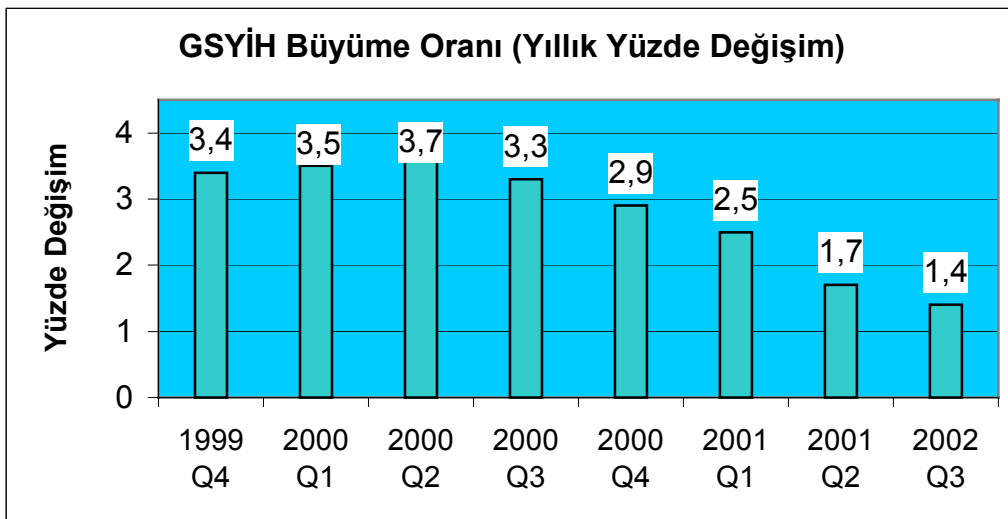
Ocak 2002

I. Genel Ekonomik Gelişmeler

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi'nin **3 Ocak 2002** tarihinde yaptığı toplantı sonucunda anahtar faiz oranlarının mevcut ekonomik gelişmelere uygun olduğu belirtilerek söz konusu oranlarda herhangi bir değişiklik yapılmamıştır. Böylelikle söz konusu oranlar refinansman için yüzde 3.25, marjinal kredi imkanı için yüzde 4,25 ve mevduat imkanı için yüzde 2,25 olarak gerçekleşmiştir.

Para politikasının ilk sütununu oluşturan **M3 para arzı** artış hızı, yıllık bazda Ekim-Aralık 2001 döneminde ortalama yüzde 7.8 (yoy-3m-avr) olarak gerçekleşerek Eylül-Kasım 2001 dönemindeki değerinin yüzde 0.4 üzerinde seyretmiştir. Son dönemde M3 para arzında yaşanan hızlı artışların, mevcut belirsizlik ortamında para piyasası araçlarına kayan portföy yatırımlarından kaynaklandığı belirtilmektedir.

Para politikasının ikinci sütunu çerçevesinde yer alan gelişmeler incelendiğinde, enflasyon üzerinde talep yönünden gelen baskıların hissedilir şekilde azaldığı gözlenmektedir. Eurostat tarafından açıklanan ilk tahminlere göre euro alanı yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 0.1 büyümüş, böylelikle yıllık GSYİH artış hızı yüzde 1,4 düzeyine gerilemiştir. İç ve dış talebin mevcut durumu göz önünde bulundurulduğunda, dördüncü çeyreğe ilişkin büyüme performansının da oldukça düşük olacağı, bu durgunluğun 2002 yılının ilk aylarında da sürmesinin muhtemel olduğu tahmin edilmektedir.



İmalat Sanayi Üretim Endeksi, Ekim ayındaki yüzde 1.4 oranındaki gerilemenin ardından Kasım ayında da yüzde 0.8 düşüş göstermiştir. Üç aylık bazda ele alındığında ise 2001 yılının ikinci çeyreğinde yüzde 0.8 gerileyen İmalat Sanayi Üretim Endeksi'nin üçüncü çeyrekte yüzde 0.4 düşüş gösterdiği gözlenmektedir.

Bununla beraber, 2002 yılı genelinde ele alındığında ekonomik aktivitenin üç nedenden ötürü yeniden hızlanmaya başlayacağı ileri sürülmektedir. **İlk olarak**, euro alanı ekonomisinin temelini sağlam olduğu; ve ekonomik aktivitede yaşanacak iyileşme sürecini geciktirecek dengesizliklerin bulunmadığı düşünülmektedir. **İkinci olarak**, euro alanı ülkelerinin birçoğunda yapılan vergi indirimleri ile enflasyon oranında yaşanan düşüşün harcanabilir kişisel gelir üzerinde yaratacağı olumlu etki, genel olarak euro alanındaki talebin canlanmasına katkıda bulunacaktır. **Son olarak**, mevcut faiz haddi ele alınacak olursa, euro alanı genelinde borçlanma maliyetlerinin oldukça düşük olması ekonomik büyümeyi destekler niteliktedir.

Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP), Aralık ayında aylık bazda yüzde 0.2 artarak, yıllık enflasyon düzeyinin yüzde 2.1 olarak gerçekleşmesine neden olmuştur. Enflasyonda yaşanan düşüş temel olarak enerji fiyatlarında yaşanan gerilemeden kaynaklanmaktadır. Zira enerji fiyatları yıllık bazda, Ekim ayında yüzde 2.7, Kasım ayında yüzde 5.0 ve Aralık ayında yüzde 1.1 düşüş göstermiştir. Enerji, tütün ve gıda fiyatlarını dışlayan çekirdek enflasyon ise Ekim ve Kasım aylarında yüzde 2.2 olarak gerçekleşirken, Aralık ayında yüzde 2.3'e yükselmiştir.

Enflasyon oranındaki düşüş eğiliminin Aralık ayında da sürmesi, 2. çeyrekte yaşanan yüksek enflasyonun geçici dışsal faktörlerden kaynaklandığı yönündeki ECB savını doğrulamaktadır. Bununla birlikte, enflasyon oranında yaşanan düşüşlerin daha önce büyük artışlar gösteren enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gerilemeden kaynaklanması, talepteki gevşemenin enflasyon üzerindeki etkilerinin sınırlı olduğu yönünde ipuçları vermektedir.

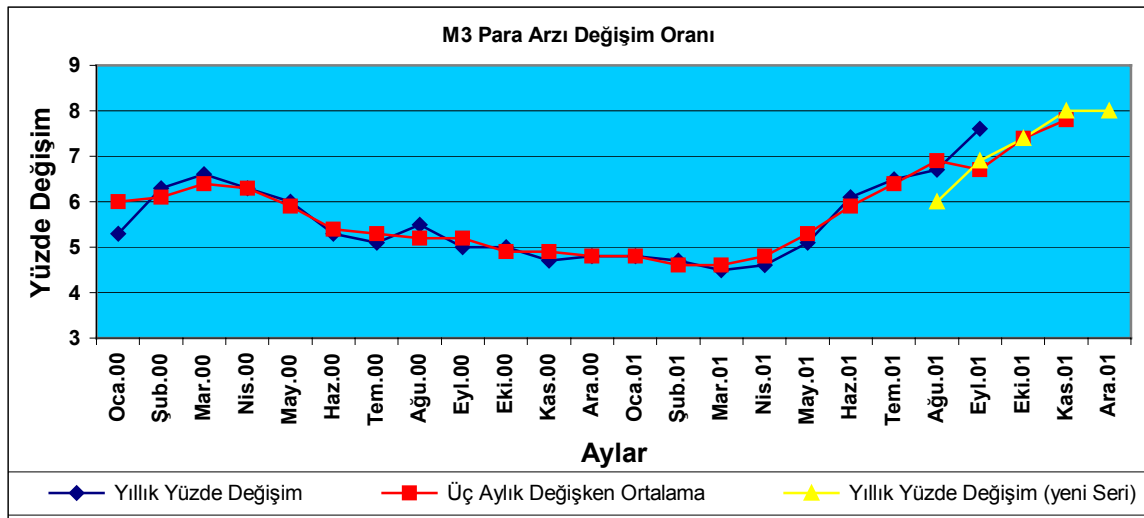
Kamu kesimi dengesi ile ilgili olarak, ekonomik aktivitede son dönemde yaşanan daralmayla birlikte, geçtiğimiz dönemde birçok ülkenin vergi indirimlerine gitmesi dolayısıyla vergi gelirlerinde yaşanacak azalma nedeniyle euro alanı ülkelerinde 1993 yılından beri ilk defa kamu kesimi dengelerinde bozulma beklenmektedir. Bu kapsamda, Ekonomik ve Parasal Birliğe geçiş sonrasında üye ülkelerin Maastricht Kriterlerine uygunluğunun sürdürülmesi ve AB üyesi ülkelerin maliye politikalarının uyumlaştırılması amacıyla kurulan İstikrar ve Kalkınma Pakti

hedeflerine ulaşmak için her yıl hazırlanan orta vadeli programlara, özellikle bütçe rakamları dengede olmaktan uzak olan ülkelerin, uygun davranmaları gerektiğinin altı çizilmektedir.

Özetle, M3 para arzı artış hızının endişe verici düzeylere ulaştığı bir dönemde, her ne kadar para politikasının ikinci ayağıyla ilgili verilerde yaşanan gelişmeler ve enflasyon göstergelerindeki iyileşme aksini söylese de, kısa dönemde faiz indirimine gidilmesinin uygun olmadığı düşünülmektedir.

II. Parasal Gelişmeler

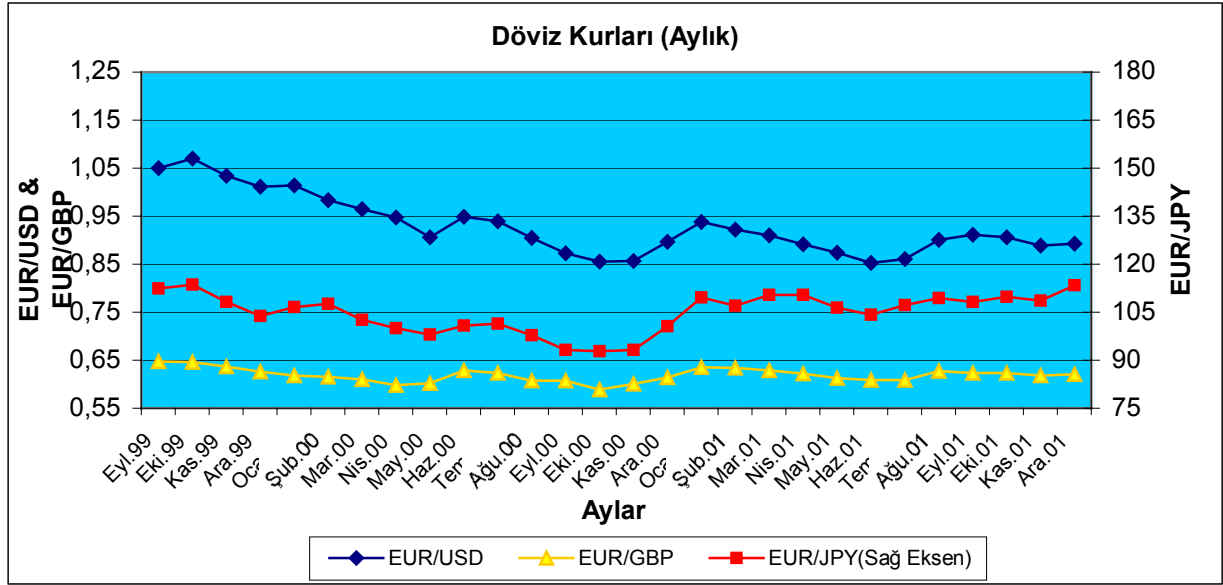
M3 para arzı yıllık bazda Ekim ayında yüzde 7.4, Kasım ayında yüzde 8.0 ve Aralık ayında yüzde 8.0 artarak üç aylık ortalama artış hızının Ekim-Aralık 2001 döneminde yüzde 7.5 düzeyine yükselmesine neden olmuştur. M3 para arzında son dönemde yaşanan hızlı artış, yaşanan yoğun belirsizlik ortamında piyasa aktörlerinin uzun dönemli yatırımlardan çok para piyasası araçlarının ağırlıkta olduğu portföyleri tercih etmelerinden kaynaklanmaktadır. Zira, M3 para arzının alt bileşenlerine bakılacak olursa gecelik mevduatın son aylardaki hızlı artışına devam ettiği görülmektedir (Yıllık bazda, Ekim ayında yüzde 9.4, Kasım ayında yüzde 11.2 ve Aralık ayında yüzde 12.5). Ancak, dar anlamda para arzının (M1) Aralık ayında yıllık bazda yüzde 5.0 artış göstererek bir önceki ay oluşan yüzde 6.0'lık artışın altında geliştiği görülmektedir. Söz konusu değişim Euro banknot dönüşümü öncesinde piyasadan çekilen likidite nedeniyle dolaşımdaki para kaleminde yaşanan büyük çaplı daralmanın etkilerini taşımaktadır.



III. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler

Euro nominal efektif döviz kuru aralık ayında yüzde 1.0 değer kazanırken söz konusu kurun tüketici fiyatlarına göre uyumlandırılmış ifadesi olan reel efektif döviz kuru da aynı dönemde yüzde 1.0 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 piyasalarında Aralık ayı ve Ocak ayının ilk yarısındaki hakim eğilim Japon ekonomisindeki kötü gidişin bir sonucu olarak Japon yeninin euro ve dolar karşısında değer kaybı yönünde olmuştur. Aylık ortalama ifadelerle euro, Aralık ayı genelinde dolar ve sterlin karşısında istikrarlı bir seyir izlerken Japon yeni karşısında değer kazanmıştır.



Euro-dolar döviz kurundaki durağan seyir, iki ülke için de söz konusu döneme ilişkin ekonomik beklentilerin olumsuzluğundan kaynaklanmaktadır. Bu çerçevede, Amerikan dolarının aylık ortalama ifadelerle euro karşısında yüzde 0.3 değer kaybettiği görülmektedir.

Japonya'nın ekonomik göstergelerinde uzun süredir yaşanan bozulmanın sürmesine bağlı olarak düşüşünü sürdüren Japon yeni, Aylık ortalama ifadelerle euro karşısında yüzde 4.3 değer kaybetmiştir.

İngiltere ekonomisinin Amerika ve euro alanına göre daha güçlü olduğuna dair göstergeler nedeniyle İngiliz sterlini Aralık ayında euro ve dolar karşısında değer kazanmıştır. Ancak, euronun İngiliz sterlini karşısındaki Aralık ayı performansının bir önceki aya göre daha iyi olması nedeniyle, euro aylık ortalama ifadelerle İngiliz Sterlini karşısında yüzde 0.3 değer kazanmıştır.

IV. Ödemeler Dengesine İlişkin Gelişmeler

Kümülatif ifadelerle, 2001 yılının ilk on bir ayında 12.2 milyar euro açık veren cari işlemler dengesi bir önceki yılın aynı dönemindeki değeri olan 61.9 milyar euroluk açığın büyük ölçüde altında seyretmiştir. Söz konusu iyileşmede, geçtiğimiz aylarda mal ticaret fazlasında yaşanan büyük artışlar ve hizmet ticaretinde yaşanan açığın fazlaya dönüşmesi etkili olmuştur.

Cari işlemler dengesi Kasım ayında 2.8 milyar euro fazla vermiştir. Bir yıl öncesinin aynı döneminde yaşanan 6.5 milyar euroluk açık ile karşılaştırıldığında cari işlemler dengesinde yaşanan değişiklik, mal ticaretinde uzun süredir gerçekleşen fazlanın Kasım ayında da artarak devam etmesine ek olarak, gelir dengesinde yaşanan 0.8 milyar euroluk açığın 0.4 milyar euro fazlaya dönüşmesinden kaynaklanmaktadır. Söz konusu iyileşmeyi negatif yönde etkileyen tek gelişme ise hizmet ticaretinde yaşanan açığın 0.1 milyar eurodan 1.9 milyar euroya yükselmesidir. Cari transferler kaleminde yaşanan açık ise Kasım ayında bir yıl öncesinin aynı dönemine göre değişmemiştir.

Mevsimsellikten arındırılmış veriler ise mal ticaret fazlasında yaşanan artışların 2001 yılının başından bu yana devam ettiğine işaret etmektedir. Söz konusu artışlar, petrol fiyatlarındaki düşüş nedeniyle ithalat fiyatlarında yaşanan gerilemenin sonucunda, ithalatın değerinde yaşanan azalmadan kaynaklanmaktadır. İhracat değerleri ise dış talepteki zayıflık nedeniyle sabit kalmıştır.

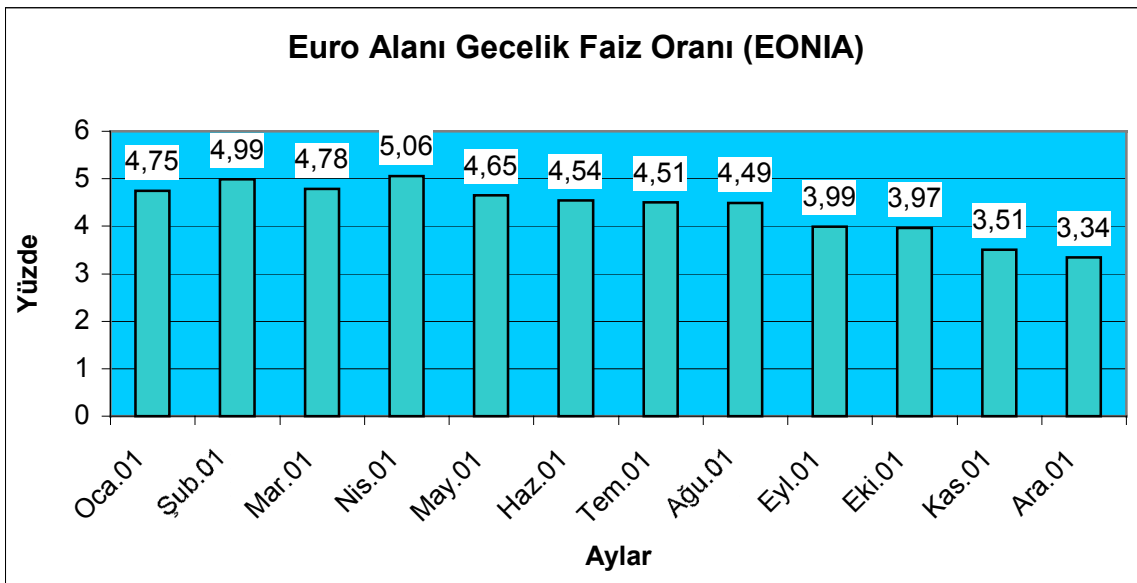
Kasım ayında Euro Alanında doğrudan sermaye yatırımlarında 7.8 milyar, portföy yatırımlarında ise 11.5 milyar euroluk sermaye girişi yaşanması sonucunda, sermaye hesabına toplam 19.3 milyar euroluk giriş kaydedilmiştir. Net doğrudan yatırımlar kaleminde yaşanan gelişmeler temel olarak şirket içi borçlanmalardan, yeniden yatırıma dönüştürülen gelirlerden ve hisse senedi ihraçlarından kaynaklanmıştır. Portföy yatırımlarında yaşanan sermaye girişi ise euro alanı dışında

yaşayanların euro alanı sermaye piyasası araçlarına yaptıkları yatırımlardan kaynaklanmaktadır.

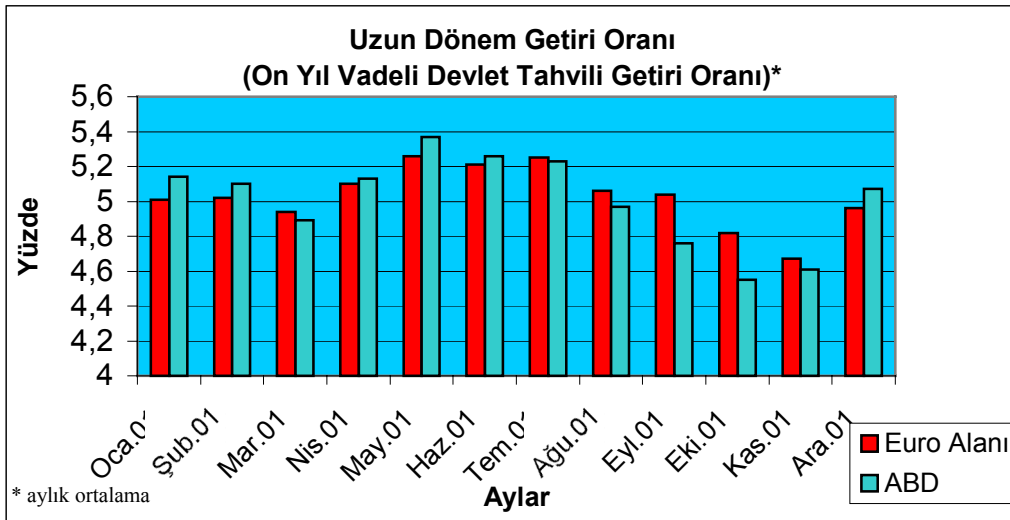
2001 yılının ilk 11 ayında yaşanan toplam sermaye çıkışı (41.9 milyar euro) bir önceki yılın aynı dönemine (100.0 milyar euro) göre yarı yarıya azalmıştır. Söz konusu değişim, hisse senedi piyasalarında 2000 yılının ilk 11 ayında yaşanan 236.3 milyar euroluk sermaye çıkışının, 2001 yılının aynı döneminde 134.7 milyar euroluk sermaye girişine dönüşmesinden kaynaklanmaktadır. 2000 yılında net giriş kaydeden doğrudan yatırım ve borçlanma araçlarına yönelen yatırımlarda yaşanan tersine dönüş ise oldukça sınırlı miktarlarda kalmıştır.

V. Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler

Euro Alanı para piyasalarında oluşan kısa dönemli faizler Aralık ayında ve Ocak ayı başında sakin bir seyir izlerken, yıl dönümüne yakın düşük seviyeli bir dalgalanma yaşanmıştır. Gecelik faizler (EONIA) Aralık ayı sonuna kadar refinansman oranına yakın seyretmiş, 2001'in son günlerinde ise alışılmış yıl sonu etkisine bağlı olarak oldukça yüksek seviyelere çıkmıştır. Ancak, 2002'nin ilk günlerinde euro banknot talebinin beklenenin üzerinde gerçekleşmesi ve ulusal banknotların finansal kuruluşlardan merkez bankalarına daha yavaş aktarılması sonucunda likidite sıkışıklığı oluşmuş ve gecelik faizler refinansman oranının üzerinde seyretmiştir. Bu nedenle, Eurosistem ilgili kuruluşların likidite taleplerini karşılamak için iki adet olağan dışı API yapmıştır.



On yıllık devlet tahvili ile ölçülen uzun dönemli getiriler ise Kasım ayından bu yana yaşadığı yükselişe devam ederek Aralık ayında da 0.29 puan artış göstermiş; böylelikle yüzde 4.96 seviyesinde seyretmiştir. Amerikan on yıllık devlet tahvillerinde yaşanan getiri artışlarının da 0.41 puan düzeyine ulaşması sonucunda Amerikan uzun dönem getirilerinin yüzde 5.07 seviyesinde seyretmesine neden olarak iki piyasa arasındaki getiri farkının (spread) tekrar pozitif hale gelmesine neden olmuştur.



Amerikan uzun dönemli getirilerinde yaşanan yükseliş genel olarak, belirsizliğin ortadan kalkmaya başladığının sinyallerini vermekte; ek olarak ekonomik duruma ilişkin beklentilerdeki iyileşmenin etkilerini yansıtmaktadır. Euro alanı uzun dönem getirilerinde yaşanan yükseliş ise uzun dönemli enflasyon beklentilerinde yaşanan bir değişimden çok, ekonomik aktiviteye ilişkin beklentilerdeki düzelmeye etkilerini yansıtmaktadır.

Aralık ayında Amerikan ve Euro Alanı hisse senedi piyasaları, istikrarlı bir seyir izlerken, Japon hisse senedi piyasaları ise küçük bir düşüş göstermiştir. Ek olarak, 11 Eylül saldırılarının ardından artan belirsizlik ortamının ortadan kalkmasıyla, Kasım ayında geçmiş yıllardaki seviyelerine dönen her üç piyasaya ilişkin fiyat dalgalanmaları (volatilité) Aralık ayında da aynı düzeyde kalmıştır.

Kasım sonu ile 16 Ocak 2002 tarihleri arasında S&P 500 endeksi aşağı yukarı sabit kalmış, Nikkei 225 endeksi yüzde 6 ve EURO STOXX endeksi yüzde 1 değer kaybetmiştir.

Amerikan hisse senedi piyasalarında işlem gören şirketlerin karlılık rakamları geçen yıllara oranla gerilemiş olsa da söz konusu düşüşlerin piyasa aktörleri tarafından bekleniyor olması Aralık ayında yaşanan istikrarlı seyrin ana nedenini oluşturmaktadır.

Japonya'da geçtiğimiz aylarda yaşanan düşüş, uluslararası piyasalardaki olumsuz havanın yayılma etkilerinden kaynaklanmaktaysa da Aralık ayında yaşanan düşüşler daha çok iç piyasadaki kaynaklanan olumsuzlukların etkilerini taşımaktadır. Özellikle şirketlerin satış rakamlarındaki düşüşler söz konusu gerilemenin ana nedenini oluşturmaktadır.

Euro alanı hisse senedi piyasaları ise, Amerika'da olduğu gibi açıklanan karlılık rakamları ile temel makroekonomik göstergelerin piyasa aktörlerinin beklentilerine paralel gerçekleşmesi sonucunda istikrarlı seyrini korumuştur.

Hazırlayan:
Durukan Payzanoğlu
Uzman Yardımcısı

DÖVİZ KURLARI (GÜNLÜK)

