

# Euro Bölgesi İzleme Raporu:

Eylül 2001

## I. Genel Ekonomik Gelişmeler

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi, 30 Ağustos 2001 tarihinde yaptığı toplantıda yaz ayları boyunca fiyatlarda yaşanan olumlu gelişmeleri göz önünde bulundurarak refinansman oranını 0.25 puan düşürerek yüzde 4.25 düzeyine çekmiş, buna paralel olarak marjinal kredi imkanı yüzde 5.25 ve marjinal mevduat imkanı yüzde 3.25 düzeyine gerilemiştir.

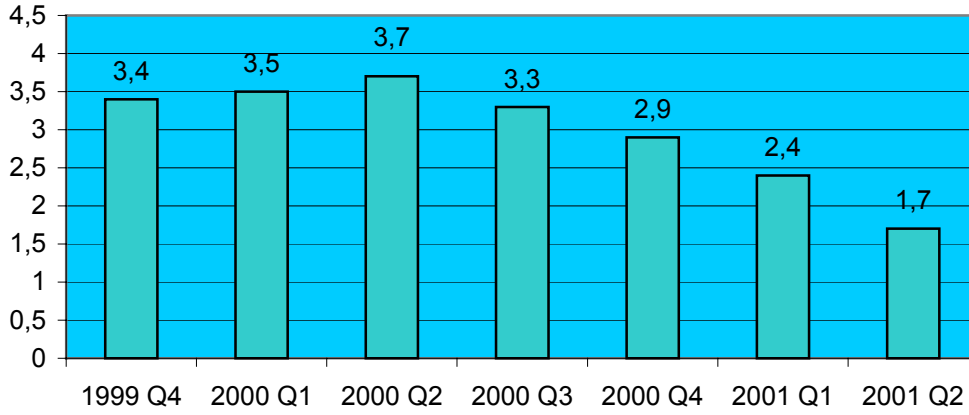
11 Eylül 2001 tarihinde ABD'de yaşanan terörist saldırının ardından 17 Eylül 2001'de toplanan ECB Yönetim Konseyi, Amerikan Federal Açık Piyasa Komitesi'nin faiz indirimi kararına paralel olarak anahtar faiz oranlarını 0.50 puan aşağı çekmiştir. Böylece, refinansman oranı yüzde 3,75, marjinal kredi imkanı yüzde 4,75 ve marjinal mevduat imkanı yüzde 2,75 olarak gerçekleşmiştir. Saldırının ardından para piyasalarına istikrar sağlamak amacıyla müdahale eden ECB; piyasalarda oluşan likidite ihtiyacını karşılamak üzere ince ayar operasyonlar düzenlemiştir. Ek olarak, Avrupa bankalarının acil Amerikan doları gereksinimlerini karşılamak üzere Federal Rezerv ile swap anlaşması yapan ECB, euro alanı merkez bankalarına mevduat sağlamış; ticari bankalarla yapılan swap anlaşmaları ile de bankaların acil dolar ihtiyacı karşılanmıştır.

Para politikasının ilk sütununu oluşturan M3 para arzı artış hızı, yıllık bazda Haziran-Ağustos 2001 döneminde ortalama yüzde 6.4 (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 arzındaki artışlar, getiri düzeylerindeki azalmayla birlikte hisse senedi piyasalarında artan belirsizlik sonucu kısa vadeli mevduat ve M3 bünyesinde bulunan piyasa enstrümanlarını cazip hale gelmesinden kaynaklanmaktadır.

Para politikasının ikinci sütunu ile ilgili olarak, 11 Eylül'deki gelişmelerden önce varolan veriler dahi enflasyonist baskıların talep yönünden azaldığına dair sinyaller vermektedir. Reel GSYİH, yılın ilk yarısında daha önce tahmin edilenden daha az artmıştır. Geçtiğimiz aylarda petrol ve gıda fiyatlarında yaşanan artışların harcanabilir gelir üzerindeki etkileri beklenenden büyük olması ve ABD'de yaşanan

ekonomik yavaşlama, Japonya'daki ekonomik zayıflık ve bunların yayılma etkilerinin daha önce tahmin edilenden daha fazla olması söz konusu yavaşlamaya katkıda bulunmuştur.

### 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. Söz konusu düşüş, geçen ay yaşanan artışın bir dönüm noktası olmadığı yönündeki piyasa tahminlerinin doğruluğunu destekler niteliktedir. Ancak, söz konusu yavaşlama dolayısıyla, İstikrar Paketi çerçevesinde hükümetler tarafından verilen bütçe taahhütlerinde bir revizyona gidilmesinin doğru olmayacağını altı çizilmektedir.

11 Eylül'de yaşanan terörist saldırısının ekonomik etkileri ile ilgili olarak, ECB yetkilileri euro alanının güçlü temelleri nedeniyle söz konusu olumsuz gelişmelerin etkilerinin kısa sürede ortadan kalkacağını dile getirmişlerdir.

Harmonize Edilmiş Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP) ile ölçülen euro alanı tüketici enflasyonu, Ağustos ayında aylık bazda yüzde -0.5 ve yıllık bazda ise yüzde 2.7 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyonun Temmuz ayındaki yüzde 2.8'lik seviyesinden yüzde 2.7'e gerilemesi, temel olarak, enerji ve gıda fiyatlarının artış hızındaki düşüşten kaynaklanmıştır. Enerji fiyatları Haziran ayında yıllık bazda yüzde 5.5, Temmuz ayında yüzde 2.9 ve Ağustos ayında ise yüzde 2.1 artarken, gıda fiyatları aynı dönemde sırasıyla yüzde 5.4, yüzde 5.4 ve yüzde 5.1 artış göstermiştir.

Düşüş eğiliminin Ağustos ayında da sürmesi, ECB'nin enflasyonun geçici dışsal faktörlerden kaynaklandığı yönündeki savını doğrulamaktadır. 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, bu gelişmeleri destekler şekilde çekirdek enflasyon, Temmuz ayında yüzde 2.0 düzeyinde sabit kalmıştır. Bu nedenlere dayanarak ECB yetkilileri, beklenmedik şoklar olmadığı takdirde çok uzak olmayan bir gelecekte hedef gösterge olan yüzde 2 seviyesine ulaşılacağını belirtmektedirler.

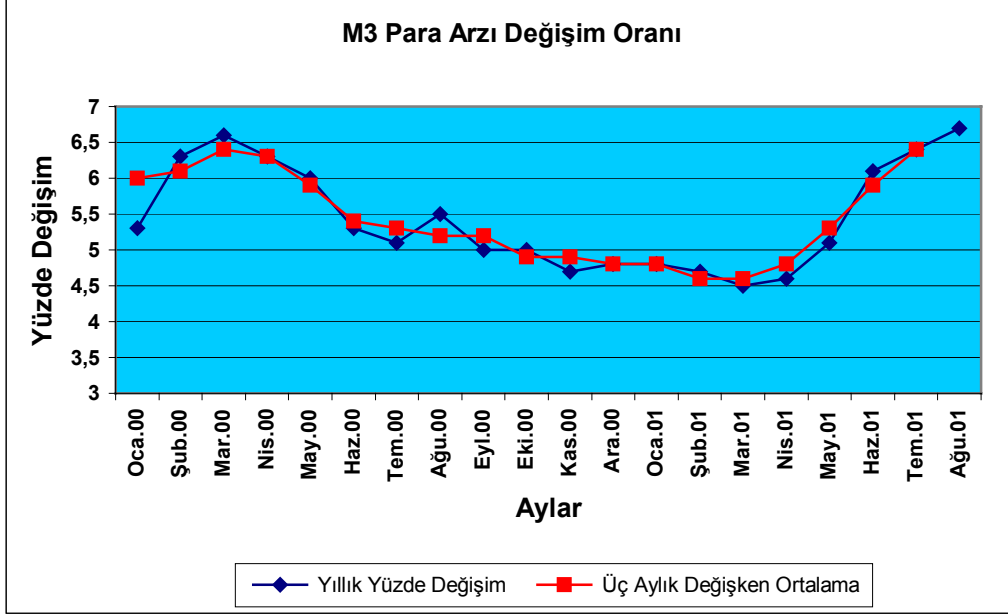
Kısa dönemde fiyat istikrarı ile ilgili önemli bir konu da Euro dönüşüm sürecidir. Dönüşüm sürecinin fiyat istikrarı üzerine etkilerinin dönüşüm öncesinde, dönüşüm sırasında ve sonrasında yakından takip edileceğini belirten ECB yetkilileri, dönüşümün fiyatlar üzerinde hissedilir bir artırıcı etkisinin olmasının pek olası olmadığını belirterek, dönüşüm sonrasında fiyatlarda yaşanacak olan şeffaflık nedeniyle fiyatlarda bir düşüş dahi yaşanabileceğini ifade etmektedirler. Ek olarak, euro alanı hükümetleri, kamu tarafından belirlenen fiyatların, harçların vb. euroya dönüşümünde ya tarafsız fiyatlamaya gidileceğini ya da tüketiciler lehine bir düzeltme yapılacağını garanti etmişlerdir.

Özette, M3 para arzında yaşanan gelişmelerin geçici faktörlerden kaynaklandığı savı ile birlikte, para politikasının ikinci ayağıyla ilgili verilerde yaşanan gelişmeler ve enflasyon göstergelerindeki iyileşme 11 Eylül'de yaşanan olayın etkileri ile birleşerek ECB Yönetim Konseyi'ne faiz indirimi yönünde bir serbesti sağlamaktadır. Kaldı ki, ECB tarafından yayınlanan son aylık bültende mevcut faiz haddinin orta vadede fiyat istikrarı açısından uygun olduğuna dair olağan ifadeye yer verilmeyerek açık bir kapı bırakılmıştır.

## **II. Parasal Gelişmeler**

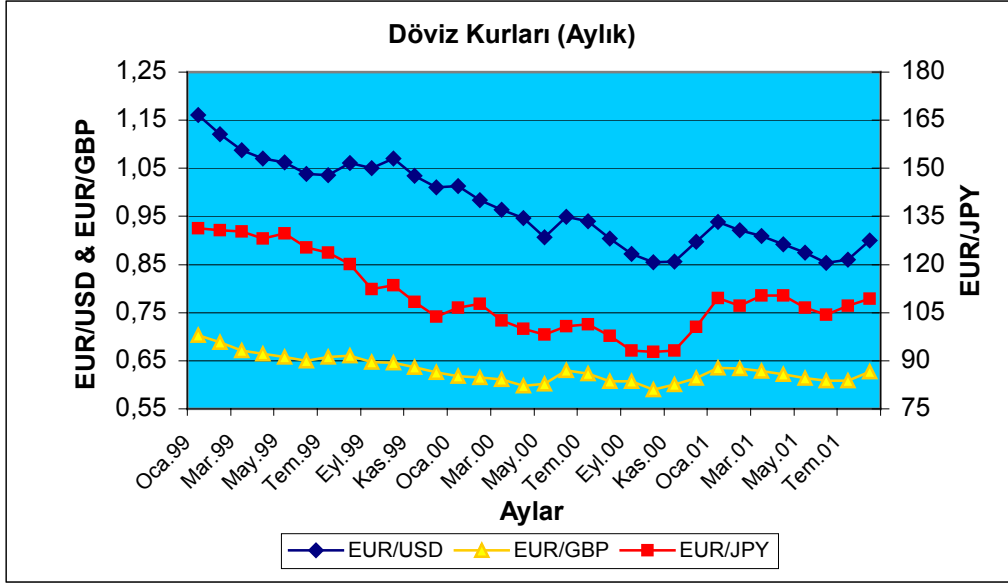
Yıllık bazda, Haziran ayında yüzde 6.1, Temmuz ayında 6.4 ve Ağustos ayında 6.7 artış gösteren M3 para arzı, üç aylık ortalama artış hızının Haziran-Ağustos 2001 döneminde 0.5 puanlık bir artışla yüzde 6.4 düzeyine yükselmesine neden olmuştur. Artışlar, genel olarak uluslararası piyasalarda uzun dönem getirilerde yaşanan düşüşlerle birlikte hisse senedi piyasalarındaki belirsizliklerin yatırımcıları likit varlıklara yöneltmesinden 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

Ağustos ayının ilk üç haftasında euro önde gelen para birimleri karşısında değer kazanmış, Amerikan doları düşüş eğilimini korumuş ve Japon yeni ise daha esnek bir seyir izlemiştir. Ancak, Ağustos ayı sonunda Amerikan dolarında gözlenen toparlanmanın ardından, Eylül ayı başında açıklanan ekonomik verilerin çelişkili sinyaller vermesi ve 11 Eylül'de yaşanan terörist saldırılar, doların hızlı bir şekilde değer kaybetmesine neden olmuştur.



Euro, Ağustos ayında Amerikan doları karşısında yüzde 4.6 değer kazanmıştır. Bu gelişme doların bütün diğer önde gelen para birimlerine karşı değer kaybına paralel gerçekleşmiştir. Söz konusu değer kaybı, ABD imalat sanayi sektöründe uzun zamandır devam eden olumsuz gelişmelerin ekonominin diğer bölümlerine de sıçrayabileceğine işaret eden Federal Rezerv raporunun piyasalar üzerindeki etkisini taşımaktadır. Bununla birlikte, Federal Rezerv'in 21 Ağustos'ta aldığı faiz indirimi kararı piyasalar tarafından beklendiği için euro/dolar paritesi üzerinde belirgin bir etkide bulunmamıştır.

Japon ekonomisinde son zamanda yaşanan zayıflığa rağmen Japon yeni Ağustos ayı genelinde ve Eylül ayı başında euro karşısında daha istikrarlı bir seyir izlemiş ve Amerikan doları karşısında değer kazanmıştır. Bu değer artışı genel olarak yeni muhasebe sisteminin uygulamaya konması ve Japon mali yılının ilk yarısının sona ermesi sonucunda Japon mali kuruluşlarının yurtdışından büyük miktarda fon sağlamaya yeniden başlamalarından kaynaklanmaktadır. Bu çerçevede euro Ağustos ayında Japon yeni karşısında yüzde 2 değer kazanmıştır.

Son olarak, Ağustos ayının ilk yarısında İngiliz imalat sanayinde yaşanan olumsuzluklara ek olarak sanayi üretiminde yaşanan gerileme, euronun İngiliz sterlini karşısında büyük değer kazanmasına neden olmuş, söz konusu dönemde euro İngiliz sterlini karşısında son beş aydaki en yüksek değerine ulaşmıştır. Ancak Eylül ayı başında yayınlanan iktisadi yönelim anketi sonuçlarının sanayi ve tüketicilerin beklentilerinin büyük ölçüde olumlu olduğunu göstermesi nedeniyle piyasa

aktörlerinin bekleyişlerinde yaşanan düzelme, İngiliz sterlininin euro karşısında değer kazanmasını sağlamış, sonuçta euro Temmuz ayı sonundaki düzeyine gerilemiştir.

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

Cari işlemler dengesi Temmuz ayında 4.1 milyar euroluk açık vererek, bir yıl önceki 2.5 milyar euroluk değerinin üzerinde seyretmiştir. Cari işlemler dengesi geçtiğimiz aylarda bir yıl önceki değerlerin altında seyrederken bu ay artış göstermesi temel olarak gelir dengesinde yaşanan açıktaki artışla birlikte düşüş gösteren hizmet ticareti fazlasından kaynaklanmaktadır. Cari açıktaki yaşanan artış mal ticaret fazlasında yaşanan artışla kısmen dengelenmiş de olsa cari transferler hesabının değişmeden kalması söz konusu açığa katkıda bulunmuştur.

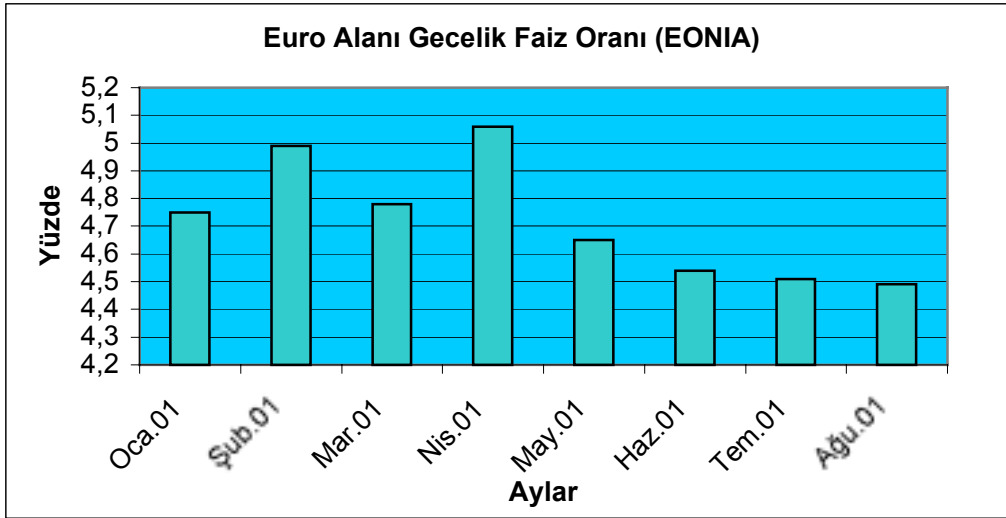
Kümülatif ifadelerle, 2001 yılının ilk yedi ayında 15.3 milyar euro açık veren cari işlemler dengesi bir önceki yılın aynı dönemindeki 23.2 milyar euroluk değerinin altında seyretmiştir. Söz konusu iyileşme, geçtiğimiz aylarda mal ticaret fazlasında yaşanan büyük artışlardan kaynaklanmıştır. Mevsimsellikten arındırılmış veriler ise mal ticaret fazlasında yaşanan artışların temel olarak ithalat fiyatlarındaki düşüş nedeniyle ithalatın değerinde yaşanan azalmadan kaynaklandığını göstermektedir.

Sermaye hesabı, doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımı birlikte ele alındığında, net 8.8 milyar euroluk sermaye girişine işaret etmektedir. Alt bileşenlerine bakıldığında ise doğrudan sermaye yatırımlarında 7.2 milyar euroluk sermaye girişine karşılık, portföy yatırımlarında 1.6 milyar euroluk bir sermaye girişi yaşandığı görülmektedir. Haziran ayında yaşanan 7.9 milyar euroluk sermaye çıkışı göz önünde bulundurulduğunda, net doğrudan yatırımlar kaleminde bir ay içerisinde yaşanan büyük değişimin temel olarak şirket içi borçlanmalardan kaynaklandığı ve söz konusu rakamın 1999 yılından bu yana yaşanan en büyük doğrudan sermaye girişine işaret ettiği belirtilmektedir.

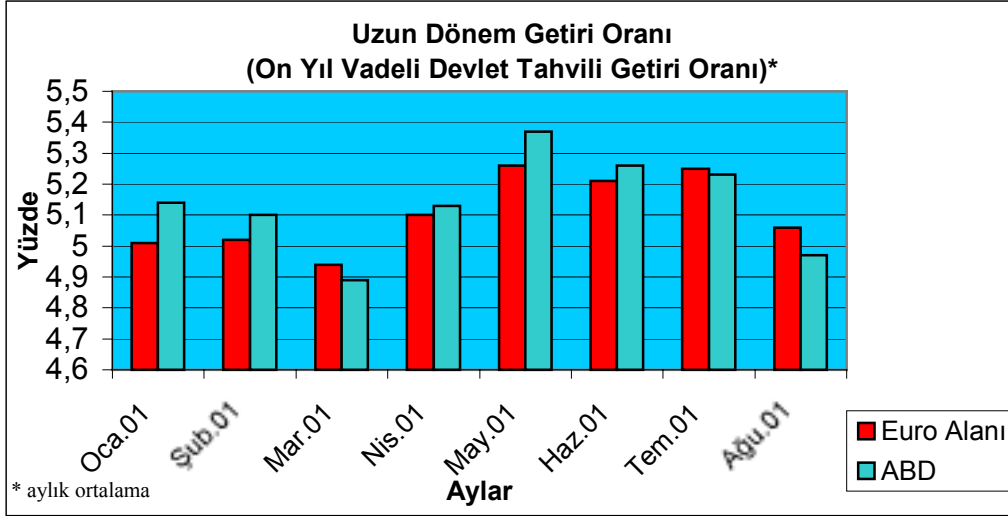
#### **V. Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler**

Euro Alanı para piyasalarında oluşan kısa dönemli faizlerde geçtiğimiz aylarda yaşanan düşüşlerin ardından gecelik faizler (EONIA) Ağustos ayı genelinde yüzde

4,49 seviyesinde hareket etmiş, ECB Yönetim Konseyinin 30 Ağustos 2001 tarihindeki faiz indirimi kararından sonra ise gecelik faizler yüzde 4.25 olan refinansman oranının biraz üzerinde seyretmiştir. 11 Eylül tarihinde yaşanan olayların ardından yüzde 4.42'ye kadar yükselen gecelik faizler, ECB'nin piyasalara ihtiyaç duyulan likiditeyi vereceğini açıklaması ile birlikte eski seviyesine gerilemiş; 17 Eylül tarihindeki faiz indiriminin ardından da refinansman oranı olan yüzde 3,75'in biraz üzerinde seyretmiştir.



On yıllık devlet tahvili ile ölçülen uzun dönemli getirilerde, Haziran ve Temmuz aylarında yaşanan düşüş Ağustos ayında da devam etmiştir. 10 Eylül itibariyle yüzde 5.1 seviyesine gerileyen uzun dönem getiriler, Haziran ayı sonundaki değerinin 0.2 puan altında seyretmiştir. Amerikan on yıllık devlet tahvillerinde yaşanan daha geniş çaplı bir düşüş (0.6 puan), 10 Eylül 2001 itibariyle iki piyasa arasındaki getiri farkının (spread) negatif değer almasına neden olmuştur. 11 Eylül olaylarının ardından euro alanı piyasalarında fazla hareketlilik gözlenmezken, Amerikan piyasaları 11 ve 12 Eylül 2001 tarihlerinde kapalı kalmış, daha sonra yüzde 4.57'ye kadar gerileyerek 17 Eylül'den itibaren yükselmeye başlamıştır.



ABD piyasalarındaki uzun dönem getirilerde Temmuz ve Ağustos aylarında yaşanan düşüşün ana nedeni, mevcut ekonomik daralmanın beklenenden güçlü olmasına ek olarak piyasa aktörlerinin enflasyon ile ilgili beklentilerinde gözlenen iyileşmedir. Euro alanı uzun dönem getirilerinde yaşanan düşüş ise Amerikan piyasalarındaki gelişmelerin diğer piyasalara sıçramasının yanı sıra, piyasa aktörlerinin euro alanı enflasyon göstergelerine ilişkin beklentilerindeki iyileşmenin de etkilerini yansıtmaktadır.

Euro alanı, Japonya ve Amerika hisse senedi piyasalarında 2001 yılı ilk baharından bu yana süren düşüş eğilimi yaz aylarında da devam etmiştir. Düşüşler, genel olarak, işlem gören şirketler tarafından açıklanan gelir tahminlerindeki olumsuzluklarla birlikte, ekonomik daralmanın boyutu hakkında piyasa aktörlerinin beklentilerindeki kötüleşmeden kaynaklanmıştır. Ek olarak, artan belirsizlik ortamının bir göstergesi olarak her üç piyasada da dalgalanmalar (volatilite) artmıştır. Söz konusu ortamda 31Temmuz-10 Ağustos 2001 tarihleri arasında S&P 500 endeksi yüzde 10 değer kaybederken, Nikkei 225 ve EURO STOXX endeksleri ise 31Temmuz-12 Ağustos 2001 tarihleri arasında yüzde 19 düşüş göstermişlerdir. Nikkei 225 ve EURO STOXX endekslerinde yaşanan düşüşün yüzde 6'lık bölümü 10-12 Eylül 2001 tarihleri arasında gerçekleşirken, söz konusu tarihlere Amerikan hisse senedi piyasaları kapalı kalmış; piyasalarda işlem yapılan ilk gün olan 17 Eylül tarihinde ise S&P 500 endeksi yüzde 4.92 değer kaybetmiştir.



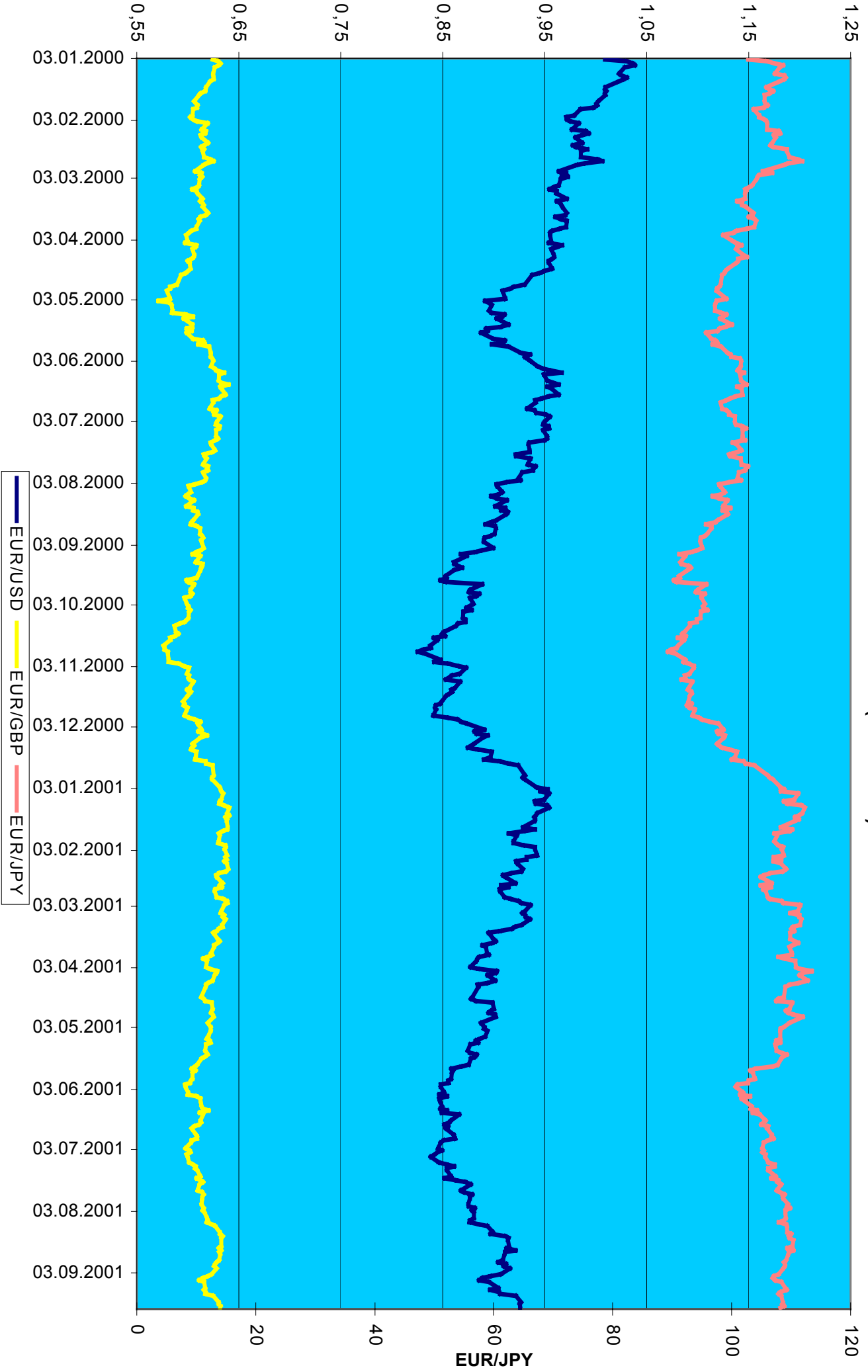
## VI. Diğer Gelişmeler

Avrupa Merkez Bankası, Euro Alanı genelinde profesyonel olarak ekonomik tahmin yapan kuruluşların katıldığı üç ayda bir yayınlanan bir anket düzenlemektedir. “Profesyonel Tahminciler Anketi” (Survey of Professional Forecasters) olarak adlandırılan ankette, ilgili kuruluşlara ortalama HİCP enflasyonu, reel GSYİH büyüme hızı ve işsizlik oranı hakkında 2001, 2002 ve 2003 yılları ile daha uzun bir perspektifte 2006 yılı için tahminleri sorulmaktadır. Ek olarak, katılımcılardan anket tarihinde yayınlanmış en son veriler üzerinden bir ve iki yıllık tahminleri de istenerek, kuruluşların tahminlerindeki revizyonlar da gözlenmektedir. Bu kapsamda Ağustos ayında yayınlanan on birinci anket sonuçları aşağıdaki gibidir:

<b>AĞUSTOS 2001 PROFESYONEL TAHMİNCİLER ANKETİ SONUÇLARI</b>						
	2001	Temmuz 2002	2002	Temmuz 2003	2003	2006
<b>HİCP Enflasyonu<sup>1</sup></b>						
Ağustos 2001 Anketi	2.7	1.8	1.9	1.8	1.8	1.8
Mayıs 2001 Anketi	2.3	-	1.8	-	-	-
	2001	2002 Q1	2002	2003 Q1	2003	2006
<b>Reel GSYİH Büyüme Hızı<sup>1</sup></b>						
Ağustos 2001 Anketi	2.0	2.0	2.4	2.6	2.6	2.6
Mayıs 2001 Anketi	2.5	-	2.6	-	-	-
	2001	Mayıs 2002	2002	Mayıs 2003	2003	2006
<b>İşsizlik Haddi<sup>2</sup></b>						
Ağustos 2001 Anketi	8.4	8.2	8.2	7.9	7.9	7.1
Mayıs 2001 Anketi	8.5	-	8.2	-	-	-
1 Yıllık Yüzde Değişim 2 İşgücünün Yüzdesi Kaynak: ECB Monthly Bulletin , August 2001						

**Hazırlayan:**  
Durukan Payzanoğlu  
Uzman Yardımcısı

# EUR/USD & EUR/GBP



DÖVİZ KURLARI (GÜNLÜK)