

Euro Bölgesi İzleme Raporu:

Temmuz 2002

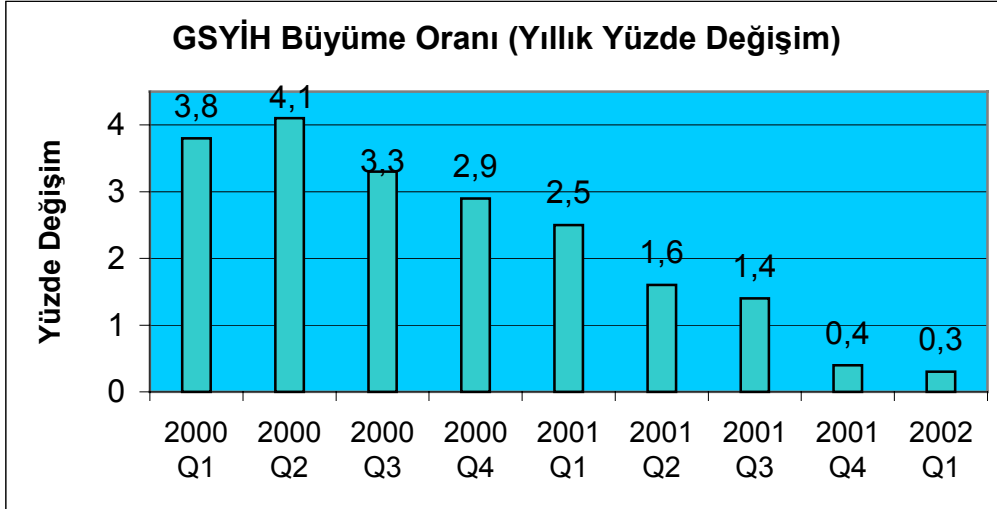
I. Genel Ekonomik Gelişmeler

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi'nin **4 Temmuz 2002** tarihinde yaptığı toplantısında 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**, Nisan-Haziran 2002 döneminde yıllık bazda ortalama yüzde 7.4 (yoy-3m-avr) artış gösterirken Mart-Mayıs 2002 dönemine göre bir değişiklik göstermemiştir. Aylık göstergelere bakıldığında ise daha dalgalı bir seyir izlendiği gözlenmektedir. Nisan ayında başlayan yükseliş eğilimi Mayıs ayında da sürerek üç aylık verilerin Mart-Mayıs 2002 döneminde Şubat-Nisan 2002 dönemine göre yükselmesine neden olmuştur. Haziran ayında para arzı alt bileşenlerinde yaşanan sınırlı artışın yanısıra baz etkilerin de devreye girmesi sonucunda M3 para arzı artış hızının aylık bazda son dokuz ayın en düşük seviyesine gerilemesi ise, üç aylık verilerin Nisan-Haziran 2002 döneminde bir önceki döneme göre değişmeden kalmasında etkili olmuştur. Ancak, son aylarda parasal göstergelerde yüksek oranlı dalgalanmalar yaşandığı için aylık bazda yaşanan gerilemenin yeni bir düşüş eğiliminin göstergesi olup olmadığını değerlendirmek için temkinli olunmalıdır. Kaldı ki 2002'nin ikinci çeyreğinde para arzı artış hızının yükselmesine neden olan etmenlerin (hisse senedi piyasalarındaki gerileme, muhasebe standartlarına olan güvensizlik gibi) halen devam etmesi de yeni bir eğilim oluşması önünde engel oluşturmaktadır. Bu çerçevede M3 para arzı artış hızı halen ECB'nin hedefi olan yüzde 4.5 seviyelerinin oldukça üzerinde seyretmektedir.

Para politikasının, enflasyon göstergeleri, büyüme performansı gibi M3 para arzı dışındaki temel makroekonomik göstergelerin ele alındığı ikinci ayağına ilişkin 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 artıştan kaynaklanan yüzde 0.3'lük bir büyüme yaşamasıdır. Ancak üç aylık bazda yıllık büyüme tahmini (Q/Q-4) baz etkiler nedeniyle 2001'in son çeyreğindeki yüzde 0.4 düzeyinden 2002'nin ilk çeyreğinde yüzde 0.3 seviyesine gerilemiştir. Ekonomik daralmanın 2002 yılı ile birlikte yerini küçük çaplı da olsa bir toparlanmaya bırakması

Euro Alanının bu yıl içerisinde büyüme hızını artırabileceğini göstermektedir. Ancak, Euro Alanında başta işgücü piyasası olmak üzere bir çok alanda uzun zamandır süre gelen yapısal katılıklar, Euro Alanı ekonomisinin iç dinamiklere dayanan bir büyüme performansı yakalamasını zorlaştırmaktadır. Böylelikle, ABD’de yaşanacak ikinci bir daralma, petrol fiyatlarında ani artışlar gibi dışsal şoklara büyük ölçüde açık olacaktır. ABD hisse senedi piyasalarında yaşanan düşüşler ve büyüme tahminlerine ilişkin olumsuz gelişmeler yanında, köklü kuruluşların Almanya’nın 2002 yılına ait büyüme performansına ilişkin beklentilerini aşağı doğru revize etmeleri gibi gelişmeler de yukarıda değinilen risklerin gerçekleşme olasılığının yüksek olduğunu göstermektedir. Bu çerçevede Euro Alanının bir toparlanmaya girdiği; ancak söz konusu toparlanmanın sınırlı düzeyde seyretmesi nedeniyle risklerin halen devam ettiği söylenebilir.



İmalat Sanayi Üretim Endeksi, Nisan ayında yaşanan yüzde 0.7’lik düşüşün ardından Mayıs ayında yüzde 0.1 artış göstermiştir. Bu kapsamda üretim düzeyindeki genel eğilime bakıldığında imalat sanayi üretim düzeyinin pozitif yönde gelişme gösterdiği gözlenmektedir. Ancak, yılın ikinci çeyreğinde yaşanan üretim artışının, birinci çeyrekte yaşanan yüzde 0.6’lık büyümenin gerisinde kalacağı düşünülmektedir. **Bir yıl öncesinin aynı dönemi** ile karşılaştırıldığında imalat sanayi üretim düzeyinin Nisan ayında yüzde 1.1 gerilemişken Mayıs ayında yüzde 1.2 gerilemesi de yukarıda değinilenleri doğrular niteliktedir. Özetle, İmalat sanayi ekonomik toparlanma işaretlerine paralel olarak artış göstermeye başlamış olsa da uluslararası arenada küresel ekonomik büyümeye ilişkin belirsizlik ortamının etkisi altında kalmaktadır.

İşsizlik göstergelerine bakacak olursak, Ocak-Mart 2002 döneminde yüzde 8.2 düzeyinde sabit seyreden işsizlik oranının Nisan ayında yüzde 8.3'e yükseldiğini Mayıs ayında ise bir önceki aya göre değişmeden kaldığını 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. Ancak son aylarda Almanya gibi önde gelen AB ülkelerinde yaşanan ücret artışları beklenenden yüksek düzeyde gerçekleştiği için istihdam haddini negatif etkileyebilecektir.

Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP), Haziran ayında aylık bazda değişmeden kalmış, yıllık bazda ise yüzde 1.8 artış göstermiştir. Bir önceki aya göre yaşanan 0.2 puanlık düşüş temel olarak işlenmemiş gıda ve enerji fiyatlarında geçen yılın Haziran 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. Haziran ayı içerisinde euro-dolar paritesindeki iyileşme de enflasyonist baskıların dizginlenmesine katkıda bulunabilir. Ancak, söz konusu gelişmenin etkilerini tahmin etmek henüz mümkün değildir.

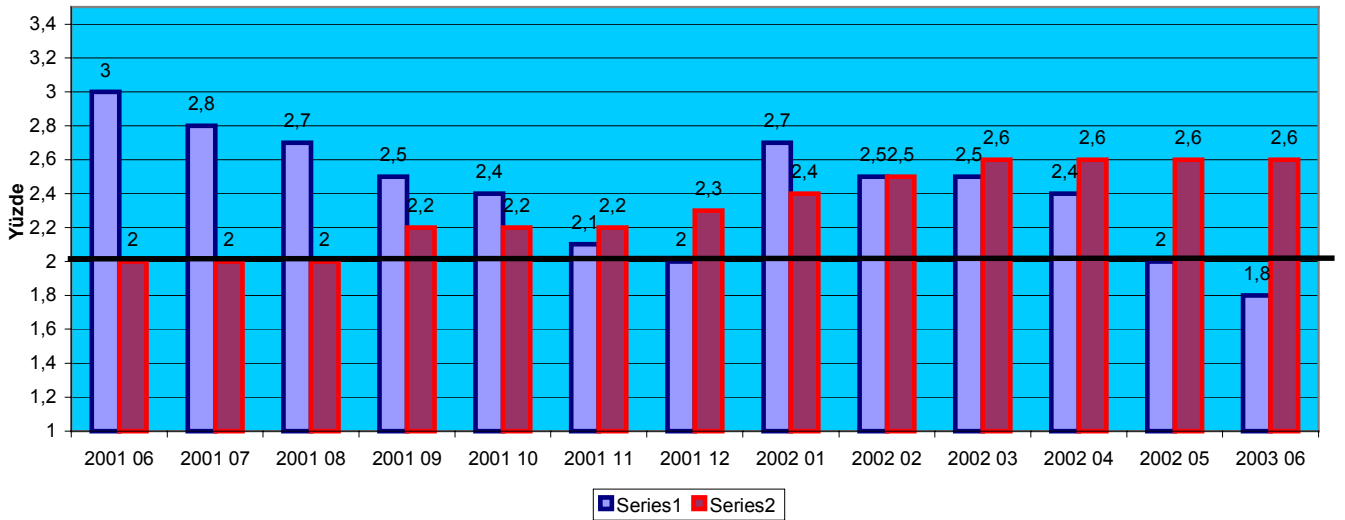
Enerji fiyatlarında yaşanan gerileme ise geçtiğimiz aylarda petrol fiyatlarında yaşanan artışların da etkisiyle hız kesmiş; ancak Mayıs ayında yaşanan olumlu gelişmeler, enerji fiyatlarında yaşanan düşüşün tekrar hızlanmasına yol açarak enerji fiyatlarının söz konusu ay içerisinde yüzde 2.9 gerilemesine neden olmuştu. Haziran ayında ise bu eğilim artarak sürmüştü ve enerji fiyatları yüzde 3.6 gerilemiştir. Bu durum, enerji fiyatlarının geçtiğimiz aylarda enflasyon üzerinde oluşturduğu etkilerin ortadan kalkmaya başladığına işaret etmiştir.

Enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarını dışlayan **çekirdek enflasyon**, Haziran ayında Mayıs ayına göre değişmeden kalarak yüzde 2.6 düzeyinde seyretmiştir. Böylelikle çekirdek enflasyon, 2001 yılının Ağustos ayından bu yana referans değer olan yüzde 2'nin üzerinde seyrederek enerji fiyatlarındaki gerilemenin durması halinde enflasyon oranında bir artış yaşanacağına sinyallerini vermektedir. Alt kalemlerine bakıldığında ise daha önceki aylarda çekirdek enflasyonda yaşanan

artışların temel kaynağı olan eğitim kaleminin Nisan ayından bu yana artış hızını değiştirmedeği gözlenmektedir. Oteller ve restoranlar kaleminin ise artış hızında bir değişiklik olmadığı ve bir önceki ay çekirdek enflasyonda yaşanan artışa katkıda bulunan diğer bir kalem olan eğlence ve kültürel faaliyetler kaleminin artış hızında Haziran ayında bir gerileme yaşandığı görülmektedir. Dikkat edilecek olursa, daha önceki aylarda çekirdek enflasyonda yaşanan artışların temel kaynağı olan hizmet fiyatlarındaki artışların Haziran ayı ile birlikte hızını kaybetmeye başladığı görülmektedir.

Fiyatlar genel seviyesine reel sektörden gelecek baskıların asıl kaynağı olan **işgücü 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 oluşacaktır.

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

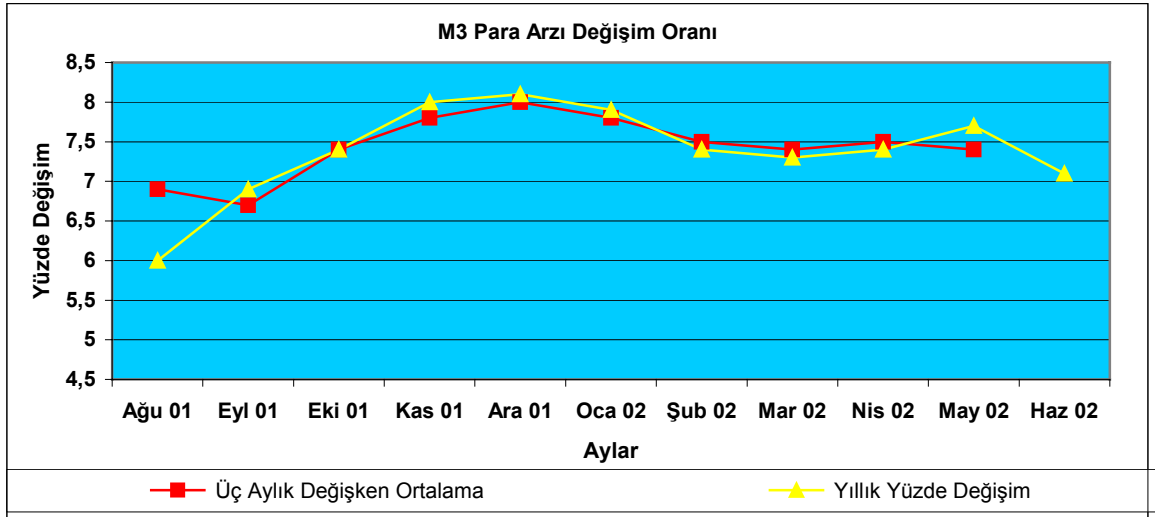


Euro banknot dönüşümünün enflasyon üzerindeki etkilerine ilişkin olarak eurostat tarafından açıklanan son veriler ise, HICP endeksinin 2001 yılının ikinci yarısı ile 2002 yılının ilk yarısı arasında yüzde 1.4 artış gösterdiğini; banknot dönüşümünün ise söz konusu artış içerisindeki payının yüzde 0.0-0.2 arasında değişebileceğini ifade etmektedir. Böylelikle eurostat yetkilileri yaşanan artışın euro banknot dönüşümünden çok kötü hava şartları, tütün vergileri gibi diğer faktörlerden kaynaklandığını ifade etmektedir. Ancak, son açıklanan veriler daha önce (Şubat ve Mayıs aylarında) açıklanan yüzde 0-0.16 aralığının üzerinde seyretmektedir.

Özetle, M3 para arzı artış hızının yüksek seyri, enflasyon rakamlarında yaşanan mevcut düşüğe rağmen fiyatlar genel düzeyinin önümüzdeki aylardaki seyrine ilişkin belirsizlikler, para politikasının ikinci ayağıyla ilgili verilerde yaşanan iyileşmenin de etkisi ile orta vadede faiz artırımını yönünde baskı yaratabilir. Ancak, ekonomik canlanmanın beklenenden zayıf olduğu ve yakın gelecekte hızlanması olasılığının düşüklüğü göz önünde bulundurulduğunda, anahtar faizlerde bir değişikliğe gidilmesi için erken olduğu görüşü ağır basmaktadır.

II. Parasal Gelişmeler

M3 para arzı yıllık bazda, Nisan ayında yüzde 7.3, Mayıs ayında yüzde 7.7 ve Haziran ayında 7.1 artarak üç aylık ortalama artış hızının Nisan-Haziran 2002 döneminde yüzde 7.4'e gerilemesine neden olmuştur.

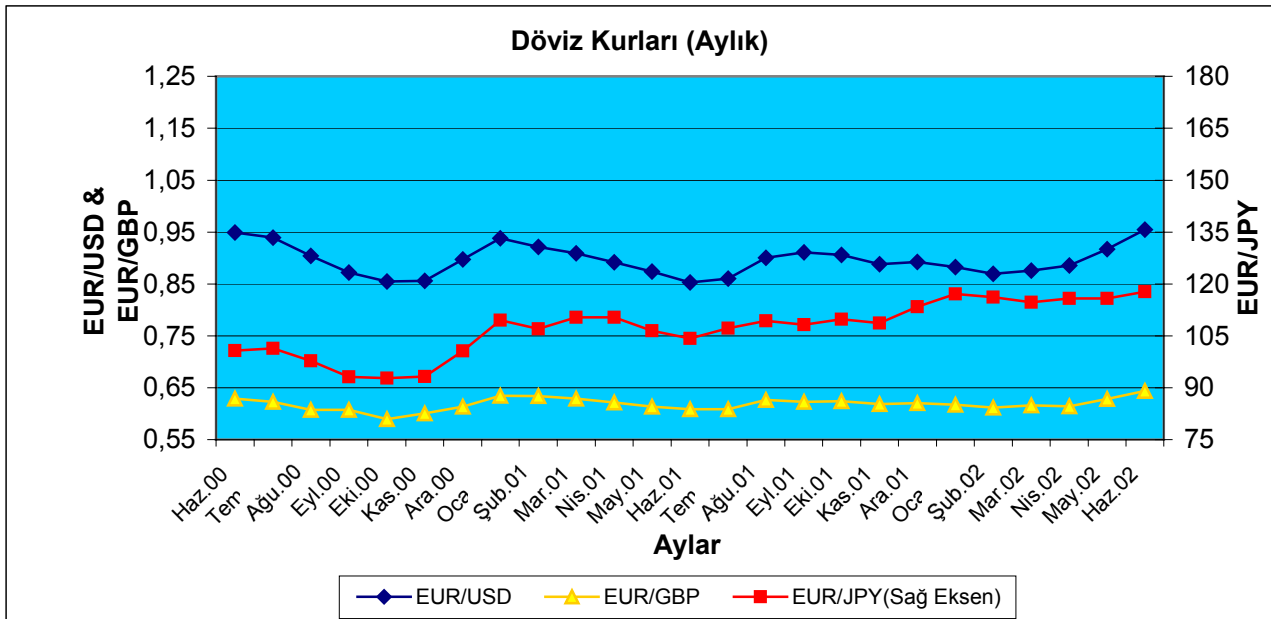


M3 para arzında uzun süredir devam eden hızlı artışlar, daha önce ECB yetkilileri tarafından 2001 sonbaharında yaşanan terör eylemine bağlanmaktaydı. Söz konusu gelişmelerin piyasa aktörlerinin risk algılamalarını değiştirdiği, bu nedenle kısa vadeli ve güvenli yatırım araçlarına kaydıkları ileri sürülerek; belirsizliğin ortadan kalkmasıyla birlikte hedef değer olan yüzde 4.5 seviyesine döneceği düşünülmektedir. Ancak, söz konusu göstergelerin uzun zamandır referans değer üzerinde seyretmesi para politikası stratejisi ile ilgili olarak ECB'nin doğru parasal göstergesi seçip seçmediğine dair yaygın endişeler uyandırmaktadır.

Bu kapsamda M3 para arzının alt bileşenlerine bakılacak olursa, dolaşımdaki paranın (emisyon) artış hızı, yıllık ifadelerle, Haziran ayında Mayıs ayındaki yüzde -18.2 seviyesinden yüzde -14.4'e yükselmiş; gecelik mevduatlardaki değişim oranı

ise Haziran ayında bir önceki aya göre yaşanan 0.6 puan gerilemeye rağmen, yıllık bazda yüzde 10.9 artış göstermiştir. Sonuçta, dar anlamda para arzı (M1) artış hızı Mayıs ayındaki yüzde 6.8'lik düzeyinden Haziran ayında yüzde 6.9'a yükselmiştir. Gecelik mevduat dışındaki kısa vadeli mevduatların seyrine bakıldığında ise söz konusu mevduatların yıllık artış hızının Mayıs ayındaki yüzde 6.7 seviyesinden Haziran ayında yüzde 6.1'e gerilediği gözlenmektedir. M3 tanımlamasına dahil olan diğer piyasa varlıkları da Mayıs ayında Nisan ayındaki yüzde 13.6 düzeyinden 11.3'e gerilemiştir. Böylelikle, geniş anlamda para arzında yaşanan düşüşün asıl kaynağının para piyasası borçlanma araçlarında ve menkul kıymet fonlarında yaşanan geniş çaplı düşüşlerden kaynaklandığı ortaya çıkmaktadır. Repo işlemlerinde ise artış olmuştur. Para arzı göstergelerinde yaşanan gelişmeler incelendiğinde finansal aktörlerin para piyasasına ilişkin portföy değerlendirmelerinde daha kısa vadeleri tercih ettiklerini göstermektedir.

III. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler



Haziran ayında uluslararası döviz piyasalarında Amerikan dolarının büyük çaplı düşüşüne bağlı olarak Euro nominal efektif döviz kuru ve söz konusu kurun tüketici fiyatlarına göre uyumlandırılmış ifadesi olan reel efektif döviz kuru aylık ortalama yüzde 2.3 artış göstermiştir. 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.

Amerikan doları, yayınlanan verilerin Amerikan ekonomisinin piyasa aktörlerinin beklentilerinin altında büyüdüğüne işaret etmesine bağlı olarak Haziran

ayında da önde gelen para birimleri karşısında büyük çaplı değer kaybına uğramıştır. Ek olarak, Nisan 2002 için cari işlemler dengesinde yaşanan açığın artış gösterdiğine dair verilerle birlikte, Amerikan bütçesinin 2002 yılında açık vereceğine ilişkin beklentiler söz konusu gerilemeye katkıda bulunmuştur. Ayrıca Amerikan muhasebe standardına ve buna bağlı olarak şirketlerin açıkladıkları karlılık rakamlarına ilişkin olarak uzun süreden beri süregelen güvensizlik sonucunda Amerikan hisse senedi piyasalarında yaşanan zayıflık Amerikan doları üzerinde ek bir baskı yaratmıştır. Bu ortamda, uzun dönem getirilerin Euro Alanı lehine değişmesinin de etkisiyle euro, Amerikan doları karşısında Haziran ayı içerisinde ortalama yüzde 4.2 değer kazanmıştır.

Japon yeni, Haziran ayının ilk yarısında euro karşısında değer kaybederken ayın geri kalan kısmında istikrarlı bir seyir izlemiştir. Söz konusu gerileme temel olarak euronun genel artış eğilimine bağlı olarak gerçekleşmesine karşın, açıklanan verilerin Japon ekonomisinde yaşanan daralmanın sona erdiğine dair sinyaller vermesi ayın ikinci yarısında yaşanan istikrarı açıklar niteliktedir. Söz konusu verilerin, Amerika kaynaklı etkilerle birleşerek Japon yeninin Amerikan doları karşısında değer kazanması ile sonuçlanması geçen ay olduğu gibi Haziran ayında da Japon Merkez Bankası'nın piyasalara müdahalede bulunmasıyla sonuçlanmıştır. Bu çerçevede euro, Haziran ayı içerisinde Japon yeni karşısında ortalama yüzde 1.7 değer kazanmıştır.

İngiliz sterlini Haziran ayı içerisinde euro karşısında dar bir bant içerisinde seyrederken Amerikan doları karşısında büyük çaplı bir artış göstermiştir. Söz konusu artış temel olarak Amerika ile İngiltere arasındaki faiz oranlarının İngiltere lehine değişmesi sonucunda yaşanan sermaye akımlarından kaynaklanmaktadır. Bu ortamda, Euro 3 Temmuzda İngiliz sterlini karşısında Mayıs sonu ile aynı seviyede seyrederken aylık ortalama ifadelerle Haziran ayında İngiliz sterlini karşısında yüzde 2.5 değer kazanmıştır.

IV. Ödemeler Dengesine İlişkin Gelişmeler

Euro Alanı cari işlemler dengesi 2001 yılının Mayıs ayında yaşanan 2.2 milyar euro'luk açık ile karşılaştırıldığında 2002 yılının Mayıs ayında 0.1 milyar euroluk bir fazla vermiştir. Söz konusu iyileşme mal ticareti dengesinde yaşanan fazlanın Mayıs 2001'deki 4.4 milyar euroluk değerinden Mayıs 2002'de 9.2 milyar euroya

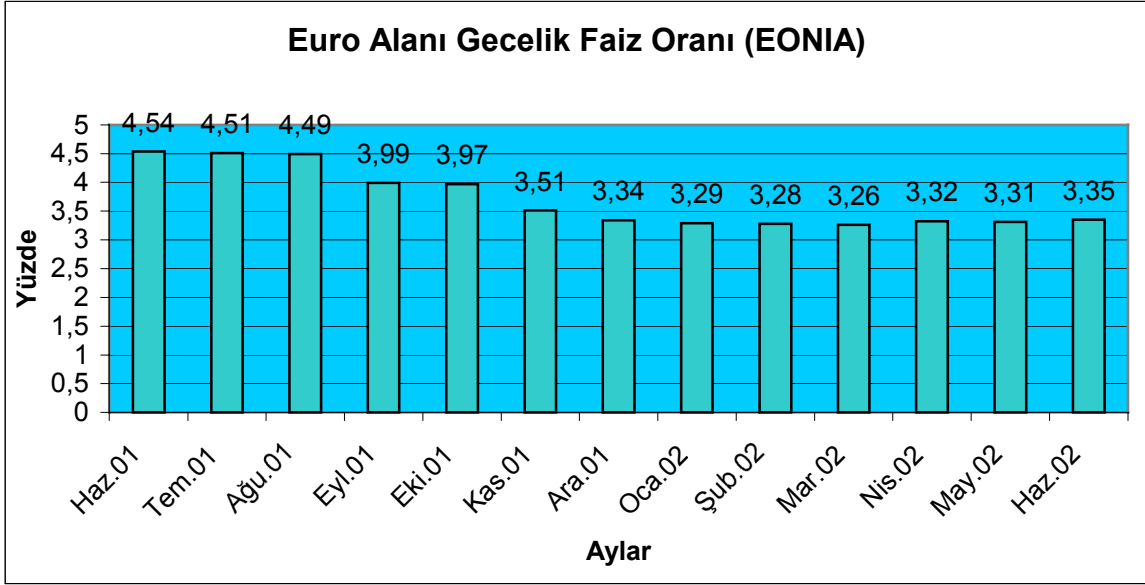
yükselmesinin, gelirler dengelerinde yaşanan açığı artıran artışın fazla olması sonucunda gerçekleşmiştir. Cari transferler ve hizmet ticareti dengelerinde yaşanan açıklarda bir yıl öncesine göre bir değişiklik olmamıştır. Mal ticaret dengesinde yaşanan iyileşme ithalatın değerinin ihracatın değerinden daha fazla azalmasından kaynaklanmaktadır. Böylelikle 2002 yılının ilk 5 ayında cari işlemler dengesi toplam 5.4 milyar euro açık vermiştir. Söz konusu açık 2001 yılının aynı döneminde 19.4 milyar euroydu.

Mevsimsellikten arındırılmış veriler ise, mal ihracatının yüzde 4.0 artış göstermesine karşın mal ithalatının Mayıs 2002’de yüzde 0.9 gerilemesi sonucunda mal ticareti dengesinde Nisan ayına göre 4.0 milyar euro artış olduğuna işaret etmektedir.

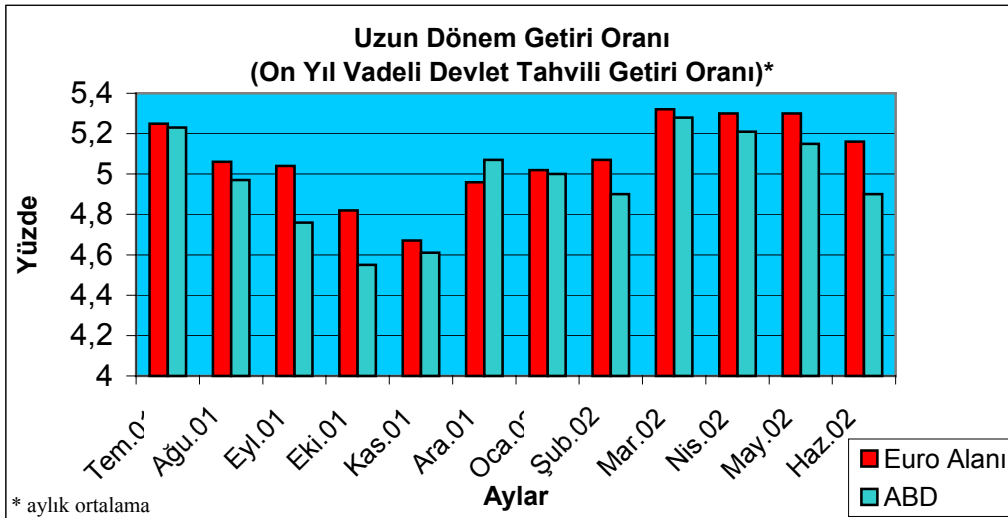
Finans hesabı ise Mayıs ayında 37.1 milyar euro net sermaye girişi kaydetmiştir. Euro Alanı doğrudan sermaye yatırımlarında yaşanan 5.1 milyar euroluk net sermaye girişi ile birlikte portföy yatırımlarında görülen 32.0 milyar euroluk sermaye girişi sonucunda ortaya çıkan bu gelişme, Mayıs ayında Amerikan hisse senedi piyasalarında yaşanan gelişmelerin etkilerini taşımaktadır. Zira, portföy yatırımlarının yapısına bakıldığında hisse senetlerine yapılan yatırımların ağırlıkta olduğu ve daha çok euro alanı dışında yaşayanlar tarafından tercih edildiği görülmektedir.

V. Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler

Euro Alanı para piyasalarında oluşan kısa dönemli faizler Haziran ayında dar bir bant içerisinde seyretmiştir. Gecelik faizler (EONIA) Haziran ayı içerisinde yüzde 3.30-3.36 aralığında dalgalanarak refinansman oranının (yüzde 3.25) üzerinde seyretmiştir. Bu çerçevede, euro alanı gecelik faizleri Nisan ayında ortalama yüzde 3.35 seviyelerinde seyretmiştir.



On yıllık devlet tahvili ile ölçülen euro alanı ve Amerikan uzun dönemli getirileri Haziran ayında sırasıyla 0.14 ve 0.25 puan gerileyerek yüzde 5.16 ve 4.90 olarak gerçekleşmiştir.



Amerikan uzun dönem getirilerinde yaşanan düşüş daha çok hisse senedi piyasalarında yaşanan dalgalanmalar nedeniyle risksiz yatırımlara yönelen tasarruflardan kaynaklanmaktadır. Ancak burada dikkat edilecek nokta yaşanan düşüşün daha çok en likit uzun vadeli kağıtların faizlerinde yaşanmasıdır. Daha uzun vadelerdeki varlıkların getirilerinin dar bir bant içerisinde seyretmesi ise piyasa aktörlerinin uzun dönemli büyüme beklentilerinde bir değişiklik olmadığını yansıtmaktadır. Paralel şekilde Euro alanı uzun dönemli getirilerinin de portföy yatırımlarının kompozisyonunda yapılan değişiklikler nedeniyle gerilediği uzun dönemli büyüme beklentilerinin değişmediği düşünülmektedir. Böylelikle iki piyasa

arasındaki getiri farkı (spread) da Mart ayından bu yana süren artış eğilimini sürdürerek Haziran ayında -0.26 puana yükselmiştir.

Amerikan, Euro Alanı ve Japon hisse senedi piyasaları, şirketler tarafından yayınlanan karlılık rakamlarının güvenilirlikleri ile ilgili kaygılara ek olarak mevcut standartlarla bile düşüş gösteren karların piyasa aktörlerini daha güvenli yatırımlara yönlmesi sonucunda Mayıs sonu ile 3 Temmuz 2002 tarihleri arasında sırasıyla yüzde 11 (S&P 500 endeksi), yüzde 14 (EURO STOXX endeksi) ve yüzde 8 (Nikkei 225 endeksi) değer kaybetmiş, sonuç olarak 11 Eylül terör olayları sonrasındaki seviyelerine yakın düzeylere gerilemişlerdir. Fiyat hareketlerine ilişkin beklentilerdeki belirsizliği ifade eden fiyat dalgalanmaları (volatilite) ise yukarıdaki gelişmelere paralel olarak her üç piyasada da artış göstermiştir.

Hazırlayan:

Durukan Payzanoğlu

Uzman Yardımcısı

EUR/USD & EUR/GBP

