

Euro Bölgesi İzleme Raporu:

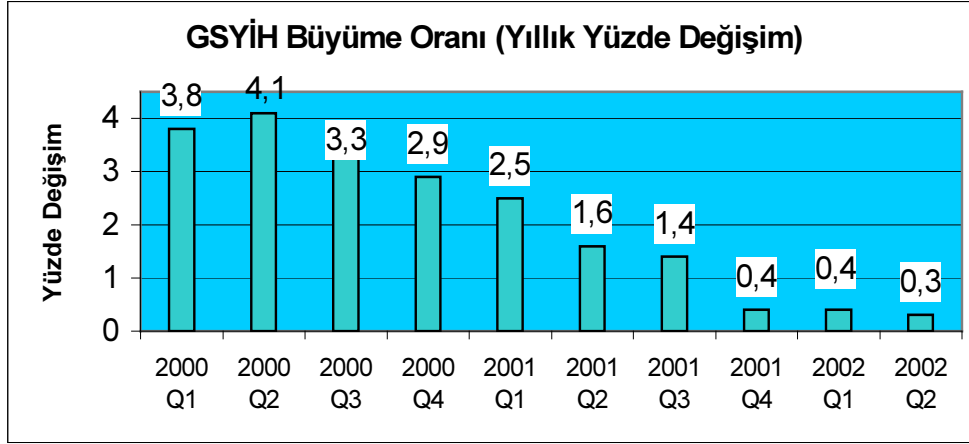
Ağustos 2002

I. Genel Ekonomik Gelişmeler

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi'nin 1 Ağustos 2002 tarihinde yapılan 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, Mayıs-Temmuz 2002 döneminde yıllık bazda ortalama yüzde 7.3 (yoy-3m-avr) artış göstermiş ancak bir önceki döneme (Nisan-Haziran 2002) oranla 0.1 puan gerilemiştir. Aylık göstergelere bakıldığında Mayıs ayında başlayan yükseliş eğilimi Haziran ve Temmuz aylarında düşüş göstererek üç aylık verilerin bir önceki döneme göre düşmesine neden olmuştur. Ancak parasal göstergelerdeki gelişmeler incelendiğinde, para arzının güçlü ve likiditenin fazla olduğu görülmektedir. Bunun nedeni mali piyasalarda yaşanan belirsizliğin bir yansıması olarak M3 içerisinde yer alan varlıklara kayan portföy yatırımları olarak karşımıza çıkarken, dar anlamda para arzındaki (M1) artışlar ise para tutmanın alternatif maliyetinin düşük olmasından kaynaklanmaktadır. Bu veriler ışığında, orta vadede sürdürülebilir ve enflasyonsuz bir büyüme için gereğinden fazla likidite bulunmaktadır ancak likidite artışının yaşanan belirsizliklerden kaynaklanıyor olması yakın gelecekte enflasyonist baskı yaratacak durumun oluşmasını engellemektedir.

Para politikasının, enflasyon göstergeleri, büyüme performansı gibi M3 para arzı dışındaki temel makroekonomik göstergelerin ele alındığı ikinci ayağına ilişkin gelişmelere baktığımızda 2002 yılının ikinci çeyreğinde euro alanı ekonomisinde özel tüketim, ihracat ve stoklardaki değişimle desteklenen yüzde 0.3'lük bir büyüme sağlanmıştır. Dünya ekonomisi genelinde yaşanan toparlanma hızındaki düşüşe bağlı olarak büyüme hızında bir önceki döneme göre bir gerileme olmuştur. Bu çerçevede, 2002 yılı ikinci çeyreği için ılımlı olarak ifade edebileceğimiz büyüme oranının 2003 yılında artması beklenmektedir.



İmalat sanayi uluslararası arenada küresel ekonomik büyümeye ilişkin belirsizlik ortamının etkisi altında kalmaktadır. Sanayi Üretim Endeksi, Haziran ayında yaşanan yüzde 1.0'lik artışın ardından Temmuz ayında yüzde 0.9'luk düşüş göstermiştir. Bu düşüşün nedeni büyük oranda istatistiksel faktörlere bağlanmıştır ve yılın ikinci çeyreğinde yaşanan üretim artışının genel eğilimini değiştirmedeği açıklanmıştır. Geçen yılın aynı dönemi ile karşılaştırıldığında sanayi üretim düzeyi yüzde 0.5 oranında gerilemiştir.

İşsizlik göstergelerine bakacak olursak, Ocak-Mart 2002 döneminde yüzde 8.2 düzeyinde sabit seyreden işsizlik oranının Nisan ayında yüzde 8.3'e yükseldiğini Mayıs, Haziran ve Temmuz aylarında ise değişmeden kaldığını görüyoruz. Yılın ikinci çeyreğinde işsizlik oranındaki artışın geçen yıl sonunda ekonomide yaşanan yavaşlamadan kaynaklandığı belirtilmektedir.

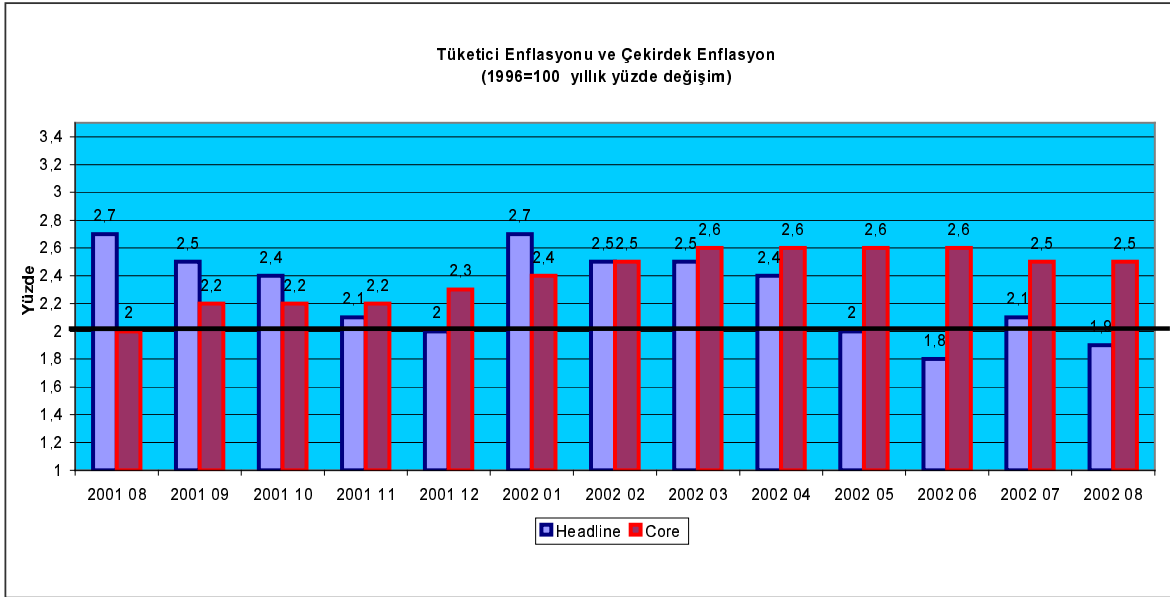
Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP), Ağustos ayında bir önceki aya göre yüzde 0.2 artış göstererek yıllık bazda yüzde 2.1 olarak gerçekleşmiştir. Bir önceki aya göre yaşanan 0.2 puanlık artışın nedeni temel olarak petrol fiyatlarındaki artışlardır. Ancak, euronun güçlenmesi ve ekonomideki durağanlığa bağlı olarak enflasyonist baskıların dizginlenebileceği bildirilmiştir. Petrol fiyatlarına ve ücret düzenlemelerine bağlı olarak enflasyonun düşmesi ve yüzde 2 değerinin altında gerçekleşmesi beklenmektedir.

Enerji fiyatları, Temmuz ayında yıllık bazda yüzde 1.7 oranında düşmüştür. Enerji fiyatlarında geçtiğimiz aylarda yaşanan düşüşler petrol fiyatlarındaki artışlar yüzünden hız kesmiştir. Bu durum, enerji fiyatlarının geçtiğimiz aylarda enflasyon üzerinde oluşturduğu etkilerin ortadan kalkmaya başladığını göstermektedir.

Enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarını kapsamayan çekirdek enflasyon, Temmuz ayında düşüş göstererek yüzde 2.5 düzeyinde seyretmiştir. Böylelikle 2002 yılındaki

ilk düşüş gerçekleşmiştir. Söz konusu düşüş geçmişte yaşanan petrol ve gıda fiyatlarındaki artışların dolaylı etkilerinin azalmasından kaynaklanmıştır. Alt kalemlere bakıldığında hizmet fiyatları Haziran ayı seviyesi olan yüzde 3.2'de değişmeden kalmış, restoranlar ve kafeler kalemindeki artış hızı düşüş göstermiş ve daha önceki aylarda çekirdek enflasyonda yaşanan artışların kaynağı olan eğlence ve kültürel faaliyetler kaleminde düşüş olmuştur.

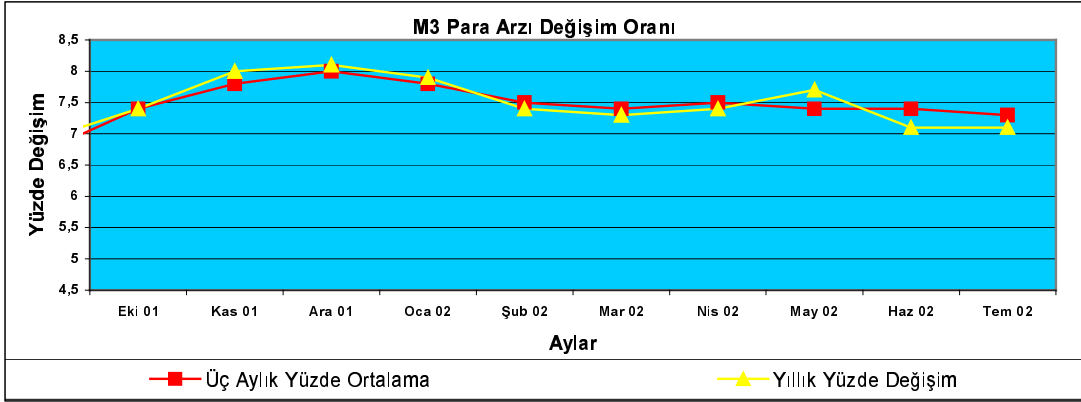
Fiyatlar genel seviyesine reel sektörden gelecek baskıların asıl kaynağı olan işgücü maliyetleri 2001 yılının başından bu yana artış eğilimi göstermiştir. Enerji fiyatları ve ücret artışları orta vadede fiyat istikrarı açısından bir tedirginlik oluştursa da yılın ikinci çeyreğinde anlaşmaya varılan ücretlerde daha fazla artışa gidilmeyeceği belirtilmiştir.



Özetle, ekonomik canlanmanın beklenenden zayıf olduğu ve yakın gelecekte hızlanma olasılığının düşüklüğü göz önünde bulundurulduğunda ve fiyat istikrarı ile ilgili riskler dengelendiğinden, anahtar faizlerde bir değişikliğe gidilmemesi yönünde karar alınmıştır.

II. Parasal Gelişmeler

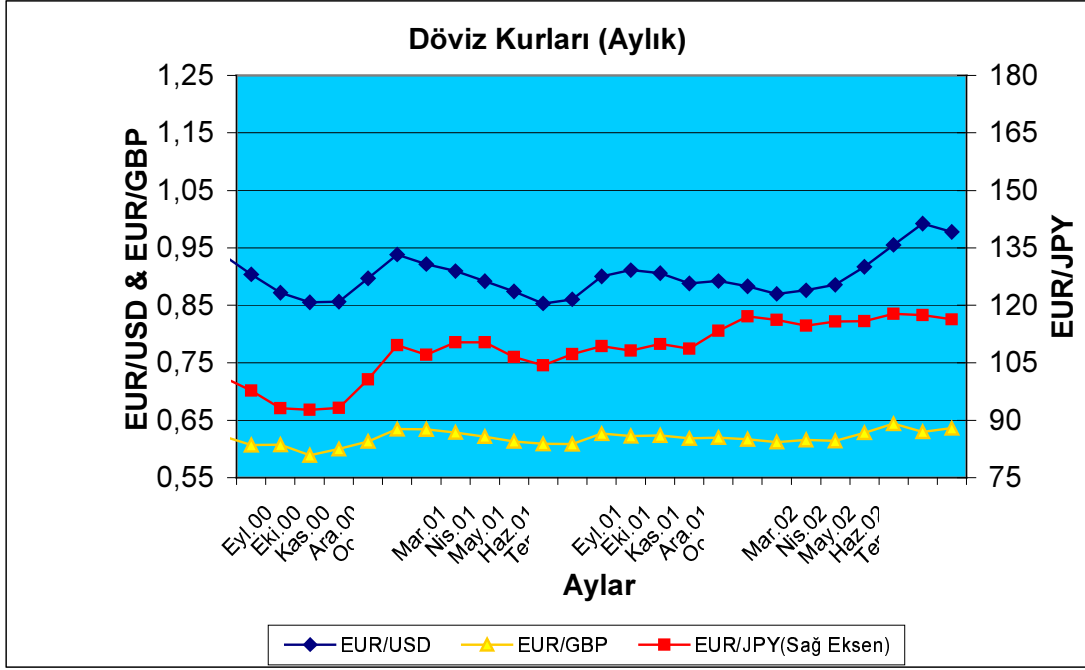
M3 para arzı Temmuz ayında yıllık bazda, bir önceki aya göre değişmeden yüzde 7.1 düzeyinde seyretmiştir. Üç aylık ortalama artış hızı Mayıs-Temmuz 2002 döneminde yüzde 7.3'e gerilemiştir.



M3 para arzında son aylarda yaşanan artış kısmen mali piyasalarda yaşanan belirsizliklerden kaynaklanmaktadır. Bu çerçevede şu anki durum 2001 yılı sonbaharı ile karşılaştırıldığında, şirketlerin likidite tercihlerindeki belirgin artış portföy yapılarında da değişime neden olmuş, uzun vadeli aktiflerden, likid ve güvenli aktiflere doğru kayma görülmüştür. Bu durumun aynı zamanda, devlet tahvillerinin getirilerindeki düşüşten ve MFI (Monetary Financial Institutions)'ların uzun vadeli yükümlülüklerine olan talep artışından kaynaklandığı belirtilmektedir.

M3 para arzının alt bileşenlerine bakılacak olursa, dolaşımdaki paranın (emisyon) gerileme hızı, yıllık ifadelerle, Temmuz ayında Haziran ayındaki yüzde -14.5 seviyesinden yüzde -9.7'e yavaşlamıştır; gecelik mevduatlardaki değişim oranı ise değişmeden Haziran ayındaki yüzde 10.8 seviyesinde kalmıştır. Sonuçta, dar anlamda para arzı (M1) artış hızı Haziran ayındaki yüzde 6.9 düzeyinden Temmuz ayında yüzde 7.6'ya yükselmiştir. Gecelik mevduat dışındaki kısa vadeli mevduatların seyrine bakıldığında ise söz konusu mevduatların yıllık artış hızının Haziran ayındaki yüzde 6.1 seviyesinden Temmuz ayında yüzde 5.5'e gerilediği gözlenmektedir. M3 tanımlamasına dahil olan diğer piyasa varlıkları da Temmuz ayında Haziran ayındaki yüzde 11.2 düzeyinden yüzde 10.7 'ye gerilemiştir. Böylelikle, geniş anlamda para arzında yaşanan düşüşün asıl kaynağının para piyasası borçlanma araçlarında ve menkul kıymet fonlarında yaşanan düşüşlerden kaynaklandığı ortaya çıkmaktadır. Repo işlemleri ise Haziran ayında yüzde 2.8 seviyesinden Temmuz ayında yüzde 1.8 seviyesine düşmüştür. Para arzı göstergelerinde yaşanan gelişmeler incelendiğinde finansal aktörlerin para piyasasına ilişkin portföy değerlendirmelerinde kısa vadeleri tercih ettiklerini göstermektedir.

III. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler



Ağustos ayında, döviz piyasalarındaki dalgalanmalar dar bir bant içerisinde gerçekleştiğinden, euro Ağustos ayı boyunca belli başlı para birimleri karşısında istikrarlı bir seyir göstermiştir. Euro alanının en önemli 12 ticaret ortağının euro karşısındaki döviz kurunun, söz konusu ülkenin Euro Alanı dış ticaretindeki payı ile orantılandırılması sonucunda bulunan nominal efektif döviz kuru Ağustos ayı boyunca hemen hemen değişmeden kalmıştır. Ağustos ayı sonu ve Eylül ayı başında Amerikan dolarının düşüşüne bağlı olarak değer kazanan euro, Eylül ortalarına doğru tekrar değer kaybetmeye başlamış ve Euro Temmuz sonu seviyesinde dönerek 2001 yılı ortalamasından yüzde 3.8 yüksek seyretmiştir. Söz konusu kurun tüketici fiyatlarına göre uyumlandırılmış ifadesi olan reel efektif döviz kuru, nominal efektif kurunu oldukça yakından izleyerek 2001 yılı ortalama düzeyinin üzerinde kalmıştır.

Euro, Ağustos ayında dolar karşısında 0.97-0.99 aralığında seyretmiştir. ABD tüketici ve iş güveni göstergeleri yılın ikinci yarısı için artan belirsizliği göstermekteyse de, hisse senedi piyasalarında geçici bir toparlanma olmuştur. Bu ortamda piyasalardaki belirsizlikte azalma olmasına rağmen yılın ilk yarısına göre belirsizlik yüksektir. Amerikan ekonomisindeki toparlanma sürecinin hız kesmesine bağlı olarak Eylül başında Amerikan doları değer kaybetmiştir.

Japon yeni, Ağustos ayının ilk yarısında Amerikan doları ve euro karşısında değer kazanırken ayın ikinci yarısında ve Eylül başında fazla değişim göstermemiştir. Açıklanan veriler Japon ekonomisinde deflasyonist baskıların hafiflemesi ile beraber

toparlanma yolunda olduğunu göstermektedir. Bu çerçevede euro Ağustos ayı içerisinde Japon yeni karşısında 116.9 düzeyinde seyretmiştir.

İngiliz sterlini, imalat sanayi üretimindeki düşüşe bağlı olarak Ağustos ayının ilk yarısında Amerikan doları ve euro karşısında değer kaybetmiştir. Ayın geri kalan döneminde euro karşısında istikrarlı bir seyir izlerken Amerikan doları karşısında gerilemiştir. Euro, Ağustos ayı ile Eylül'ün ilk yarısında İngiliz sterlini karşısında 0.63 düzeyinde seyretmiştir.

IV. Ödemeler Dengesine İlişkin Gelişmeler

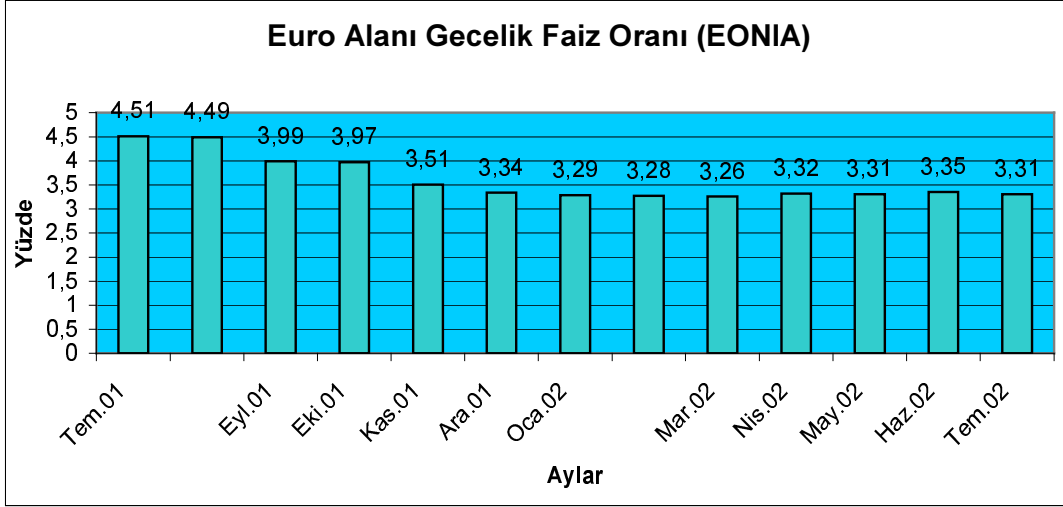
Euro Alanı cari işlemler dengesi 2001 yılının Haziran ayında yaşanan 1.0 milyar euro tutarındaki açık ile karşılaştırıldığında 2002 yılının Haziran ayında 3.9 milyar euroluk bir fazla vermiştir. Söz konusu iyileşme mal ticareti dengesinde yaşanan fazladan ve gelirler ile cari transferlerdeki açığın azalmasından kaynaklanmaktadır. Mal ticaret dengesinde yaşanan iyileşme ithalatın değerinin ihracatın değerinden daha fazla azalmasından kaynaklanmaktadır. Böylelikle, 2001 yılının ilk altı ayında 20.4 milyar euro açık veren cari işlemler dengesi 2002 yılının aynı döneminde 9.3 milyar euro tutarında fazla vermiştir.

Mevsimsellikten arındırılmış verilere bakıldığında, Mayıs ayına göre mal ihracatında yüzde 3.6, mal ithalatında ise yüzde 5.5 oranında artış görülmüştür. Ancak, yılın ilk çeyreği ile karşılaştırıldığında, yılın ikinci çeyreğinde mevsimsellikten arındırılmış mal ihracatında dış talepteki artışa rağmen yüzde 0.3 oranında düşüş görüldüğü açıklanmıştır. Söz konusu düşüşün euronun değer artışına bağlı olarak fiyat rekabetindeki kayıplarını telafi etmek amacıyla euro alanı ihracatçılarının kar marjlarını düşürerek fiyatlarda indirim gitmesinden kaynaklandığı belirtilmektedir. Diğer taraftan yılın ikinci çeyreğinde euro bazında artan petrol fiyatlarının ithalat hacmindeki artışı açıklayabileceği belirtilmiştir.

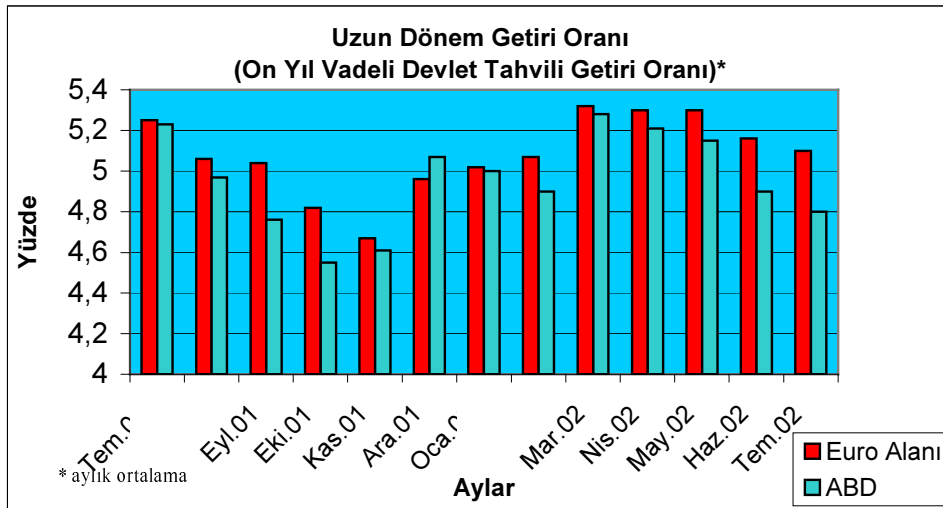
Finans hesabı ise Haziran ayında 1.3 milyar euro net sermaye çıkışı kaydetmiştir. Söz konusu gelişme Euro Alanı doğrudan sermaye yatırımlarında yaşanan 15.5 milyar euroluk net sermaye çıkışı ile birlikte portföy yatırımlarında görülen 14.3 milyar euroluk sermaye girişi sonucunda ortaya çıkmıştır. Portföy 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 Temmuz ayında dar bir bant içerisinde seyretmiştir. Gecelik faizler (EONIA) sözkonusu dönem içinde yüzde 3.32-3.34 aralığında dalgalanarak refinansman oranının (yüzde 3.25) üzerinde seyretmiştir. Bu çerçevede, euro alanı gecelik faizleri Temmuz ayında ortalama yüzde 3.31 seviyelerinde seyretmiştir.



On yıllık devlet tahvili ile ölçülen euro alanı ve Amerikan uzun dönemli getirileri Temmuz ayında sırasıyla 0.20 ve 0.35 puan gerileyerek yüzde 5.1 ve 4.8 olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle iki piyasa arasındaki getiri farkı (spread) da artış eğilimini sürdürerek Temmuz sonunda 0.30 puan düzeyine yükselmiştir.



Son aylarda hisse senedi piyasalarında dünya çapında yaşanan önemli düşüşlerden sonra Amerika ve euro alanı hisse senedi piyasalarında Ağustos ayının ilk yarısında geçici de olsa toparlanma olmuştur. Ağustos ayının ikinci yarısında ise

dünya ekonomisinin durumu ile ilgili iyimserliğin azalması ve şirket kazançlarına ilişkin endişeler hisse senedi piyasalarının durumunu ters yönde etkilemiştir.

Amerikan, Euro Alanı ve Japon hisse senedi piyasaları, Temmuz sonu 11 Eylül tarihleri arasında sırasıyla yüzde 1 (S&P 500 endeksi), ve yüzde 5 (Nikkei 225 endeksi) değer kaybederken, (EURO STOXX endeksi) aynı seviyede kalmıştır.

Fiyat hareketlerine ilişkin beklentilerdeki belirsizliği ifade eden fiyat dalgalanmaları (volatilité) ise yukarıdaki gelişmelere paralel olarak her üç piyasada da artış göstermiştir.

Hazırlayanlar:

Belgin Utkan

Zeynep Sanaç

Kaynaklar:

ECB Monthly Bulletin, Temmuz –Eylül 2002

ECB Statistical Press Releases

Eurostat News Releases

ECB Press Conferences

DÖVİZ KURLARI (GÜNLÜK)

