

Euro Bölgesi İzleme Raporu:

Mart 2002

I. Genel Ekonomik Gelişmeler

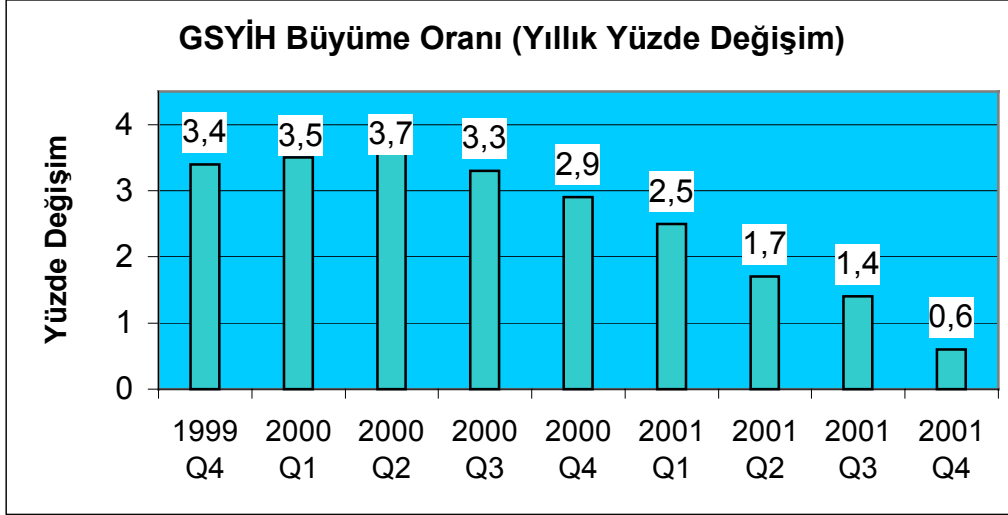
Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi'nin **7 Mart 2002** tarihinde yaptığı toplantı sonucunda anahtar faiz oranlarının mevcut ekonomik gelişmelere uygun olduğu belirtilerek söz konusu oranlarda herhangi bir değişiklik yapılmamıştır. Böylelikle söz konusu oranlar refinansman için yüzde 3.25, marjinal kredi imkanı için yüzde 4.25 ve depo imkanı için yüzde 2.25 olarak gerçekleşmiştir.

Para politikası stratejisinin ilk ayağını oluşturan **M3 para arzı** artış hızı, Aralık 2001-Şubat 2002 döneminde yıllık bazda ortalama yüzde 7.8 (yoy-3m-avr) olarak gerçekleşerek, Kasım 2001-Ocak 2002 dönemindeki değerinin yüzde 0.5 altında seyretmiştir. M3 para arzı artış hızında yaşanan söz konusu düşüş, 2001 yılının son baharında yaşanan belirsizlik ortamında kısa vadeli para piyasası araçlarına kayan yatırımcıların, belirsizlik ortamının ortadan kalkmasına bağlı olarak, daha uzun vadeli borçlanma araçları ile hisse senedi piyasalarına geri dönmeye başladığını göstermektedir. Özel sektöre açılan kredilerin artış hızında uzun süredir yaşanan negatif eğilimin de bu gelişmeyi desteklediği göz önünde bulundurulduğunda, portföy yatırımlarında yaşanan bu eğilimin sürmesi halinde, M3 para arzı artış oranı referans değer olan yüzde 4.5 seviyelerine gerileyebilir. Böylelikle ECB yetkilileri, yukarıda değinilen veriler ışığında, orta vadede para arzı yönünden fiyat istikrarı üzerinde bir tehdit olmadığını belirtmektedirler.

Ancak, M3 para arzı artış hızının halen referans değerinde oldukça üzerinde olduğu düşünülürse, Euro alanı ekonomisinde yaşanacak bir toparlanmanın hissedilir hale gelmesi durumunda orta vadede fiyat istikrarı üzerinde bir tehdit oluşup oluşmadığının yeniden gözden geçirilmesi gerekebilir. ECB yetkililerinin yılın ikinci çeyreğinde bir toparlanmanın yaşanacağına dair açıklamaları da göz önünde bulundurulursa söz konusu yeniden gözden geçirmenin kısa vadede yaşanması olasılığı artmaktadır.

Para politikasının, enflasyon göstergeleri, büyüme performansı vs. gibi M3 para arzı dışındaki temel makroekonomik göstergelerin ele alındığı, ikinci ayağı çerçevesinde yer alan gelişmeler incelendiğinde göze çarpan ilk gelişme, euro alanı ekonomisinin 2001 yılının son çeyreğinde yüzde 0.2 daralması ve bunun sonucunda

yıllık GSYİH artış hızının yüzde 0.4 düzeyine gerilemesidir. Belirli bir toparlanma başlamış da olsa, iç ve dış talebin mevcut durumu göz önünde bulundurulduğunda, büyüme performansında yaşanan zayıflığın 2002 yılının ilk aylarında da sürmesinin muhtemel olduğu tahmin edilmektedir.

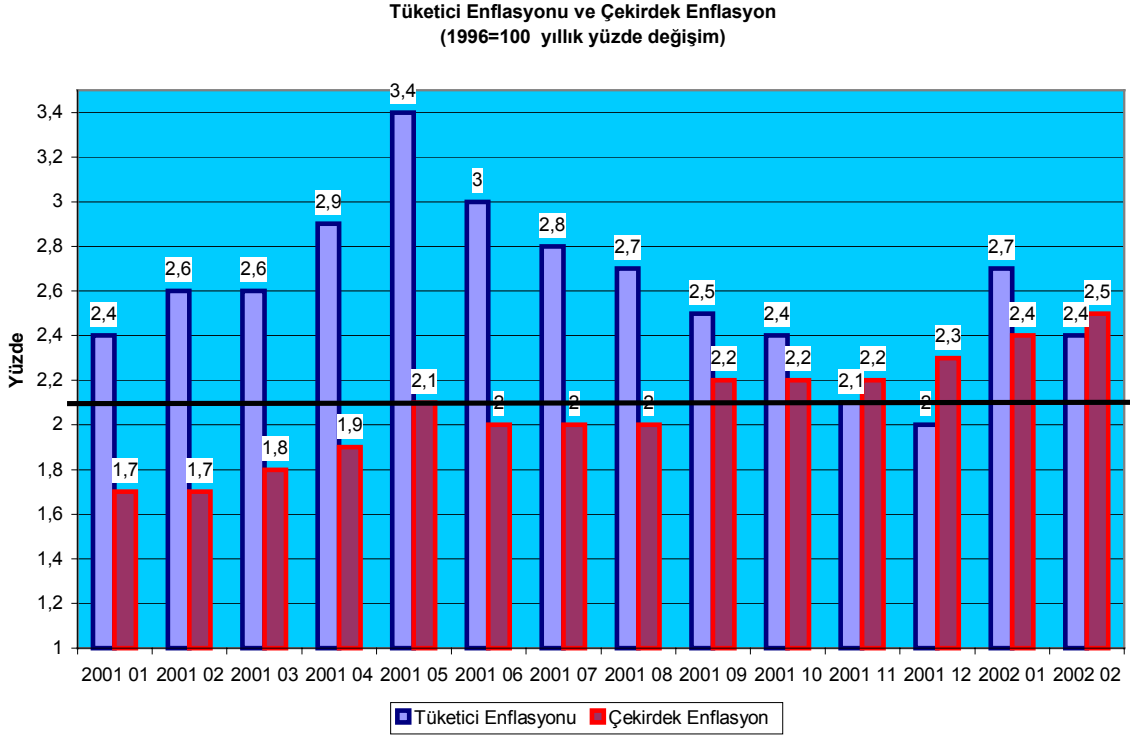


İmalat Sanayi Üretim Endeksi, Ekim ayındaki yüzde 1.6 ve Kasım ayındaki yüzde 0.7'lik gerilemenin ardından Aralık ayında yüzde 0.8 artış göstermiştir. Üç aylık bazda ele alındığında ise 2001 yılının ikinci çeyreğinde **yıllık bazda** yüzde 0.9 artan İmalat Sanayi Üretim Endeksi'nin üçüncü çeyrekte yüzde 0.4, son çeyrekte ise yüzde 3.7 düşüş gösterdiği gözlenmektedir.

Bununla beraber, 2002 yılı genelinde ele alındığında başlangıcı ve büyüklüğü bilinmemekle birlikte, ekonomik aktivitenin yeniden hızlanmaya başlayacağı yönünde beklentiler kuvvetlenmektedir. Söz konusu beklentilerin oluşumunda, ekonomik aktivitede euro alanı genelinde yaşanacak bir iyileşme sürecini geciktirecek makroekonomik dengesizliklerin bulunmamasının yanı sıra, enflasyon oranında yaşanan düşüşlerin harcanabilir kişisel gelir üzerinde yaratacağı olumlu etki ve euro alanı genelinde borçlanma maliyetlerinin oldukça düşük olması etkili olmaktadır.

Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP), Şubat ayında aylık bazda yüzde 0.1, yıllık bazda ise yüzde 2.4 artış göstermiştir. Ocak ayında yaşanan yüzde 0.5'lik artışın ardından, tüketici fiyatlarının Şubat ayında yüzde 0.1'lik sınırlı bir artış göstermesi; ECB'nin euro banknot dönüşümünün fiyat istikrarı üzerindeki etkilerinin sınırlı olduğu; yaşanan artışların daha çok kötü hava şartları dolayısıyla sebze fiyatlarında ve vergi artırımını dolayısıyla tütün fiyatlarında yaşanan artışlardan kaynaklandığı yönündeki savını doğrular niteliktedir. Kaldı ki, gıda fiyatları Ocak

ayında yüzde 5.8 artış gösterirken, söz konusu artış Şubat ayında yüzde 5.2 olarak gerçekleşmiş; tütün fiyatlarında yaşanan artış ise Ocak ayında yüzde 2.6 iken Şubat ayında yüzde 2.4'e gerilemiştir.



Enerji fiyatları ise uzun süredir devam eden düşüş trendini korumuş; yıllık bazda, Ocak ayında yaşanan yüzde 1.7'lik gerilemenin ardından Şubat ayında yüzde 2.8 düşüş göstermiştir. Enerji, tütün ve gıda fiyatlarını dışlayan çekirdek enflasyon ise, Ocak ayındaki yüzde 2.4 düzeyinden yüzde 2.5 düzeyine yükselmiştir. Alt kalemlerine bakıldığında çekirdek enflasyonda yaşanan söz konusu artışın HICP'nin giyim ve sağlık kalemlerindeki artışlardan kaynaklandığı gözlenmektedir.

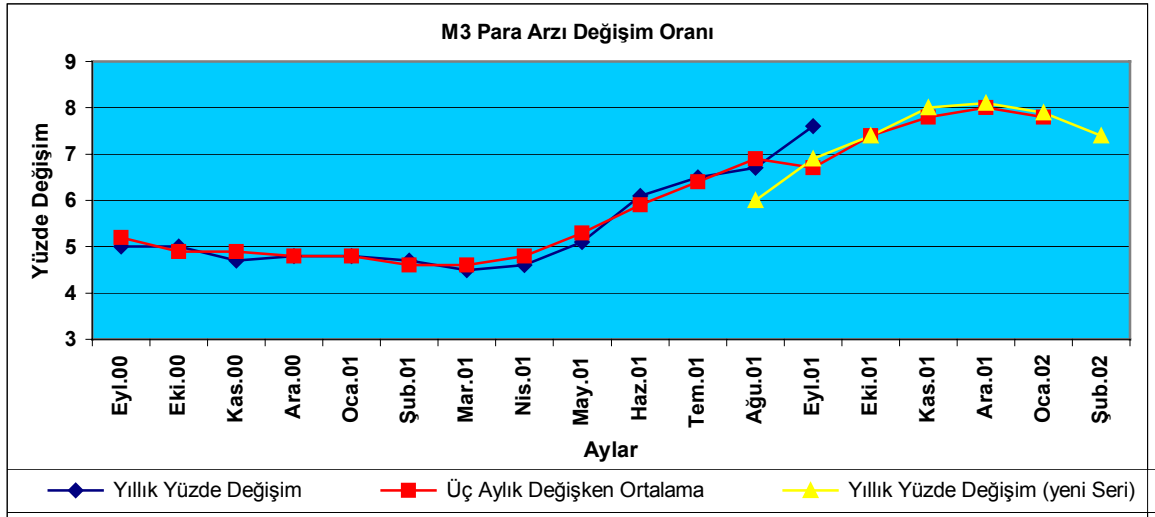
Kamu kesimi dengesi ile ilgili olarak, ECB Yönetim Konseyi, Ekonomik ve Parasal Birliğe geçiş sonrasında üye ülkelerin Maastricht Kriterlerine uygunluğunun sürdürülmesi ve AB üyesi ülkelerin maliye politikalarının uyumlaştırılması amacıyla kurulan İstikrar ve Kalkınma Paketi hedeflerine ulaşmak için her yıl hazırlanan programlara uyulmasının önemini vurgulamıştır. Kısa bir süre önce, Almanya ve Portekiz' in kamu kesimi dengesi/GSYİH değerlerinin sırasıyla yüzde 2.7 ve yüzde 2.2 açık vermesi üzerine Komisyon, Bakanlar Konseyi'ne iki ülke için de "Erken

Uyarı” prosedürünün işletilmesini tavsiye etmiş; ancak Konsey, iki ülkenin taahhütlerine dayanarak böyle bir karar almaktan kaçınmıştır.

Özetle, M3 para arzı artış hızının yüksek seyri ve enflasyon rakamlarının hali hazırda hedef değer olan yüzde 2'nin üzerinde seyretmesi, para politikasının ikinci ayağıyla ilgili verilerde yaşanan gelişmelerin faiz indirimi yönündeki baskısını dengelemektedir. Ancak, tüketici ve üretici anketlerinden çıkan sonuçların geleceğe yönelik ekonomik aktiviteye ilişkin beklentilerin iyileştiği yönünde sinyaller vermesi ve piyasa verilerinin ekonomik toparlanmaya dair öncü ifadeler içermesi, ECB'nin orta vadede fiyat istikrarı yönünde bir tehdidin var olup olmadığını yeniden gözden geçirmesine neden olabilir. Sonuç olarak, ekonomik aktivitede yaşanan toparlanmaya dair daha kesin kanıtların ortaya çıkması halinde ECB'nin anahtar faiz oranlarını yükseltmesi muhtemeldir.

II. Parasal Gelişmeler

M3 para arzı yıllık bazda Aralık ayında yüzde 8.1, Ocak ayında yüzde 7.9 ve Şubat ayında yüzde 7.4 artarak üç aylık ortalama artış hızının Aralık 2001-Şubat 2002 döneminde yüzde 7.8 düzeyine yükselmesine neden olmuştur.



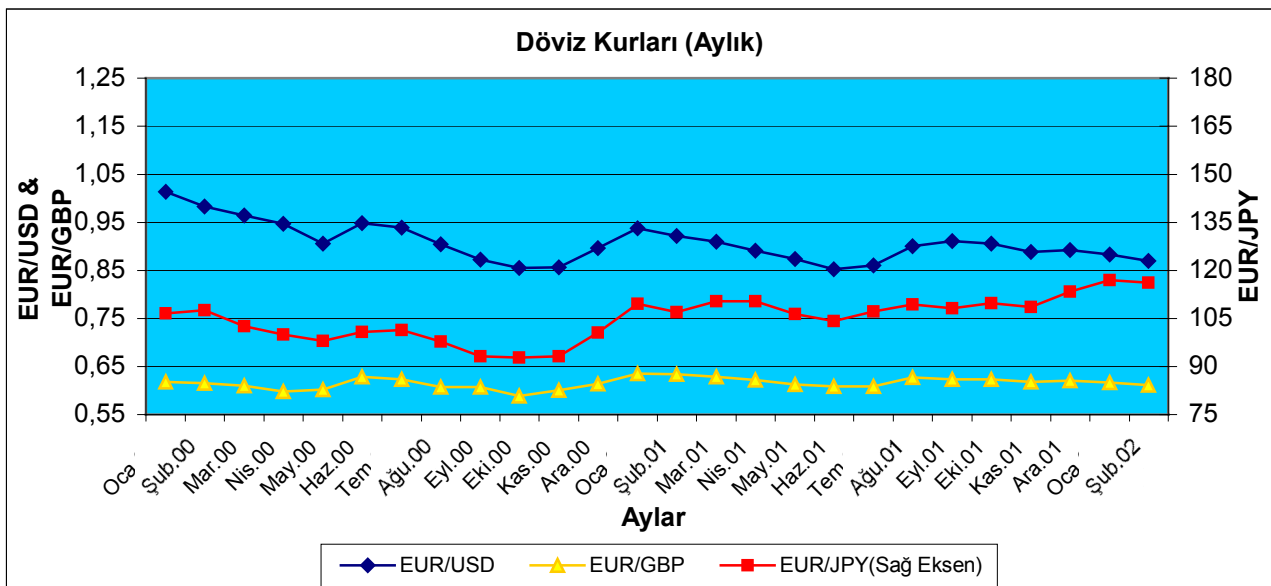
M3 para arzında son dönemde yaşanan hızlı artış, 2001 yılı sonbaharından bu yana yaşanan yoğun belirsizlik ortamında portföylerin uzun dönemli yatırımlardan çok para piyasası araçlarının ağırlıkta olduğu bir yapıya sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Ancak son üç ayın verileri ele alındığında, belirsizlik ortamının ortadan kalkmasına bağlı olarak, M3 artış hızının gerileme trendine girdiği; dolayısıyla orta vadede ECB'nin belirlediği referans değere ulaşma olasılığının arttığı

görülmektedir. Zira, M3 para arzının alt bileşenlerine bakılacak olursa, yıllık ifadelerle dolaşımdaki paranın artış hızı Şubat ayında Ocak ayındaki yüzde 6.4 seviyesinden yüzde 6.0'ya gerilemiş; gecelik mevduatlardaki değişim oranı son aylardaki hızlı yükselişine bir son vererek Şubat ayında 0.2 puanlık bir gerilemeyle yüzde 12.9 olarak gerçekleşmiştir. Sonuçta, dar anlamda para arzı (M1) artış hızı Ocak ayındaki yüzde 6.4'lük düzeyinden Şubat ayında yüzde 6.0'ya gerilemiştir. Gecelik mevduat dışındaki kısa vadeli mevduatların seyrine bakıldığında ise söz konusu mevduatların yıllık artış hızının Şubat ayı içinde yüzde 6.9'dan yüzde 6.4'e gerilediği gözlenmektedir.

III. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler

Euro nominal efektif döviz kuru Şubat ayında uluslararası döviz piyasalarında yaşanan istikrarlı seyre bağlı olarak aylık ortalama ifadelerle yüzde 1 değer kaybederken, söz konusu kurun tüketici fiyatlarına göre uyumlandırılmış ifadesi olan reel efektif döviz kuru aynı dönemde yüzde 0.9 değer kaybetmiştir. 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 yaşanan sakin seyre bağlı olarak euro Şubat ayında önde gelen para birimleri karşısında istikrarlı bir seyir izlemiş, aylık ortalama ifadelerle, dolar, yen ve sterlin karşısında değer kaybetmiştir.



Şubat ayının ilk yarısında Amerikan hisse senedi piyasalarında yaşanan olumsuz gelişmelere ve euro alanındaki üretici ve tüketicilerin ekonomik beklentilerine ilişkin öncü göstergelerin olumlu sinyaller vermesine bağlı olarak dolar karşısında yükseliş trendine geçen euro, ayın ikinci yarısında Amerikan ekonomisinin yılın son çeyreğinde beklenenden daha fazla büyümesi ve özel tüketim harcamalarının arzu edilir seviyelerde olması nedeniyle değer kaybetmeye başlamıştır. Söz konusu iki zıt etkiye bağlı olarak euro-dolar kuru Şubat ayında dar bir bant içerisinde hareket etmiş; sonuç olarak euro, dolar karşısında aylık ifadelerle ortalama yüzde 1.5 değer kaybetmiştir.

Japonya'nın ekonomik göstergelerinde uzun süredir yaşanan bozulmaya ek olarak, bankacılık sektörünün durumu ile ilgili endişeler nedeniyle Şubat ayının ilk yarısında dolar ve euro karşısında değer kaybeden Japon yeni, mali yılın sona ermesi dolayısıyla Japon yatırımcıların ellerinde bulunan fonların Japonya'ya geri dönmesi ve Japon hisse senedi piyasalarında yaşanan toparlanmaya bağlı olarak ayın ikinci yarısında yükselişe geçmiştir. Japonya Merkez Bankası'nın süregelen deflasyonla mücadele kapsamında 28 Şubat'ta aldığı para politikasını gevşetme kararı döviz kurları üzerinde gözle görülür bir etki yaratmamıştır. Böylelikle euro Şubat ayında aylık ortalama ifadelerle Japon yeni karşısında yüzde 0.8 değer kaybetmiştir.

İngiltere ekonomisinin 2001 yılının son çeyreğinde büyümediğine dair verilere karşın, İngiliz sterlini Şubat ayında Amerikan doları ve euro karşısında istikrarlı bir seyir izlemiştir. Söz konusu istikrar, piyasa aktörlerinin İngiltere ekonomisinin geleceğine ilişkin olumlu beklentilerden kaynaklanmaktadır. İngiltere Merkez Bankası Para Politikası Komitesi'nin 6 Şubat tarihindeki toplantısı sonucunda anahtar faiz oranını değiştirmeme kararı piyasa aktörleri tarafından beklendiği için döviz kurları üzerinde bir etki yaratmamıştır. Bu çerçevede, euro aylık ortalama ifadelerle İngiliz sterlini karşısında yüzde 0.8 değer kaybetmiştir.

IV. Ödemeler Dengesine İlişkin Gelişmeler

Euro Alanı cari işlemler dengesi 2002 yılının Ocak ayında 1.5 milyar euro açık vererek, 2001 yılının aynı dönemindeki 11.1 milyar euro'luk açığın büyük ölçüde altında seyretmiştir. Söz konusu fark mal ticareti dengesinin Ocak 2001'deki 3.9 milyar euro değerindeki açıktan Ocak 2002'de 2.1 milyar euro fazlaya

dönüşmesinden kaynaklanmaktadır. Ayrıca, cari transferler kaleminde yaşanan fazlanın Ocak 2001'deki 2.7 milyar euro'dan Ocak 2002'de 5.8 milyar euro'ya yükselmesi de söz konusu iyileşmeye katkıda bulunmuştur. Son olarak, Ocak ayında gelirler dengesinde yaşanan açıkta 0.8 milyar euro'luk bir iyileşme sağlanırken, hizmet ticareti dengesinde yaşanan açıkta 0.3 milyar euro'luk bir kötüleşme yaşanmıştır. Mal ticaretinde yaşanan iyileşme, mal ithalatının ihracattan daha fazla daralmasından kaynaklanmaktadır.

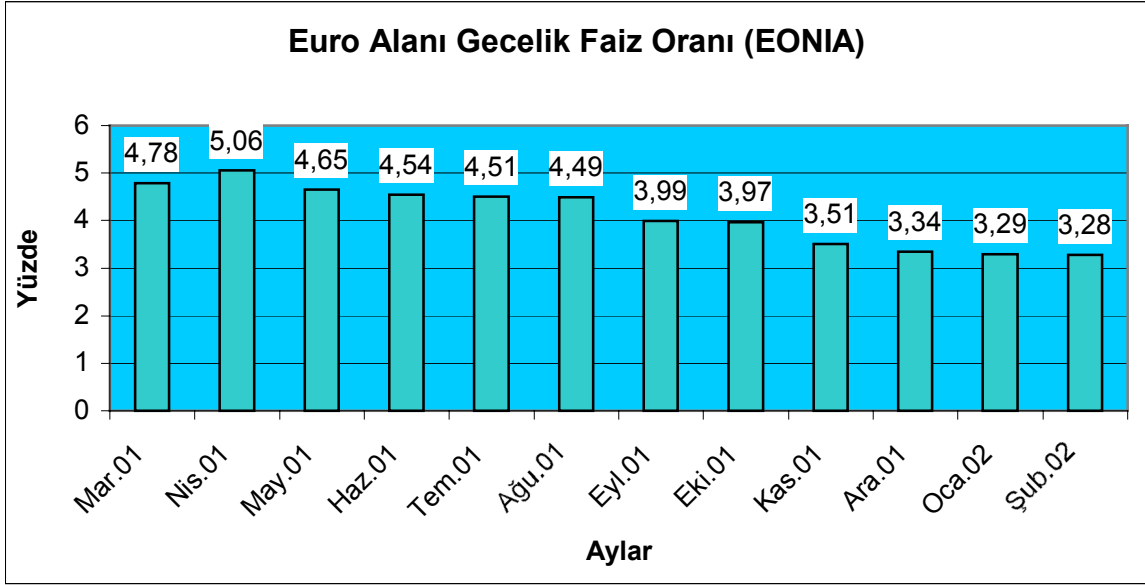
Mevsimsellikten arındırılmış veriler ise, mal ihracat ve ithalatının Ocak 2002'de bir yıl öncesine göre değişiklik göstermediğine; hizmet ithalat ve ihracatının ise artmaya devam ederek 11 Eylül terör eylemlerinden önceki seviyelerine döndüğüne işaret etmektedir.

Ocak ayında Euro Alanı doğrudan sermaye yatırımlarında yaşanan 4.3 milyar euroluk sermaye girişine karşılık, portföy yatırımlarında yaşanan 41.3 milyar euroluk sermaye çıkışı sonucunda, sermaye hesabına toplam 36.9 milyar euroluk çıkış kaydedilmiştir. Portföy yatırımlarında yaşanan sermaye çıkışı, hisse senedi yatırımlarında yaşanan net sermaye girişine karşılık, bono ve tahvil piyasalarında yaşanan daha geniş çaplı bir net sermaye çıkışından kaynaklanmaktadır.

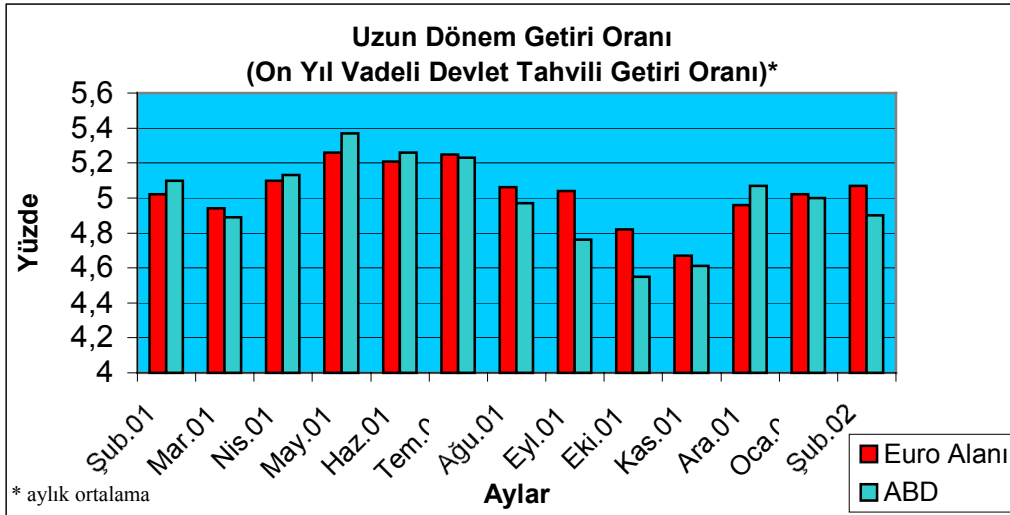
Yıllık bazda ele alacak olursak, 2001 yılında yaşanan toplam sermaye çıkışı (53.0 milyar euro) 2000 yılının (87.6 milyar euro) büyük ölçüde altında seyretmiştir. Söz konusu değişim, hisse senedi piyasalarında 2000 yılında yaşanan 242.6 milyar euroluk sermaye çıkışının, 2001 yılında 143.8 milyar euroluk sermaye girişine dönüşmesinden kaynaklanmaktadır. Doğrudan yatırım ve borçlanma araçlarına yönelen portföy yatırımları ise 2000 yılında net giriş kaydederken (sırasıyla 15.2 milyar euro ve 139.8 milyar euro), 2001 yılında net çıkış (-93.9 milyar euro ve -102.9 milyar euro) kaydetmiştir.

V. Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler

Euro Alanı para piyasalarında oluşan gecelik faizler (EONIA) Ocak ayı başında euro banknot dönüşümü dolayısıyla yaşanan düşük seviyeli bir dalgalanmanın ardından, Şubat ayında refinansman oranının (yüzde 3.25) biraz üzerinde (yüzde 3.28) istikrarlı bir seyir izlemiştir.



On yıllık devlet tahvili ile ölçülen euro alanı uzun dönemli getirileri ise Ocak ayının ardından Şubat ayında da istikrarlı bir seyir izlemiş; 0.05 puan artış göstererek yüzde 5.07 seviyesinde seyretmiştir. Amerikan on yıllık devlet tahvillerinin getirileri ise 0.10 puan gerileyerek yüzde 4.90 seviyesinde seyretmiş, böylelikle Ocak ayında negatif hale gelen iki piyasa arasındaki getiri farkı (spread) Şubat ayında 0.15 düzeyine yükselmiştir.



Amerikan uzun dönemli getirilerinde yaşanan gelişmeler, son dönemde piyasa aktörlerinin muhasebe standartları ile ilgili endişelerinin bir yansıması olarak özel şirketlerin uzun vadeli borçlanma araçlarından ziyade aynı vadeye sahip devlet tahvillerine yönelmelerinden kaynaklanmaktadır. Euro alanı uzun dönem getirilerinde yaşanan gelişmeler ise, bu yönde bir gelişmeden ziyade piyasa aktörlerinin ekonomik

aktiviteye ilişkin beklentilerinde yaşanan iyileşmenin etkilerini taşımaktadır. Son olarak, her iki piyasadaki fiyat dalgalanmalarında (volatilité) yaşanan düşüşün Şubat ayında da sürmesi, piyasalarda yaşanan belirsizliğin ortadan kalkmaya başladığına işaret etmektedir.

Amerikan, Japon ve Euro Alanı hisse senedi piyasaları, piyasa aktörlerinin ekonomik büyümeye ilişkin beklentilerindeki iyileşme nedeniyle Ocak sonu ile 6 Mart 2002 tarihleri arasında sırasıyla yüzde 4 (S&P 500 endeksi), yüzde 14 (Nikkei 225 endeksi) ve yüzde 2 (EURO STOXX endeksi) değer kazanmıştır. Fiyat hareketlerine ilişkin beklentilerdeki belirsizliği ifade eden fiyat dalgalanmaları (volatilité) da Amerika ve Euro Alanı'nda azalırken Japonya'da artış göstermiştir.

S&P 500 endeksinin Şubat ayında yükselişe geçmesi, özellikle ekonomik büyümeye ilişkin verilerde yaşanan iyileşmenin piyasa aktörlerinin beklentilerinde yarattığı etkiyi yansıtmaktadır. Söz konusu iyileşmenin etkileri volatilitéde yaşanan düşüş ile de kendini göstermektedir.

Japonya'da süregelen ekonomik zayıflıktan olumsuz yönde etkilenen beklentiler, diğer olumsuz makroekonomik göstergelerle birleşerek 6 Şubat tarihinde Nikkei 225 endeksinin son 18 yılın en düşük seviyelerine gerilemesine neden olmuş, Japon hükümeti tarafından daha sonra açıklanan ekonomik önlemlere bağlı olarak Şubat ayının ikinci yarısında yükselmeye başlayan Nikkei 225 endeksi, Amerika'nın büyüme göstergelerinde yaşanan iyileşmenin ihracatçı firmaların hisse senedi fiyatlarında yarattığı etkiyle hızını artırmıştır. Sonuç olarak, Nikkei 225 endeksi oldukça dalgalı bir seyirle Şubat ayında büyük ölçekli bir yükseliş yaşamıştır. Volatilitéde yaşanan yüksek seyir Japon ekonomisi ile ilgili belirsizliklerin halen sürdüğünü göstermektedir.

Euro alanı hisse senedi piyasalarında Şubat ayında yaşanan küçük çaplı yükseliş ise, Amerika'daki muhasebe standartlarına ilişkin şüphelerin taşma etkilerinin yanı sıra, ekonomik büyüme ve şirket karlılıklarına ilişkin verilerin piyasa aktörlerinin beklentileri doğrultusunda gerçekleşmesi dolayısıyla geleceğe yönelik karlılık beklentilerinin sabit kalmasından kaynaklanmaktadır.

Hazırlayan:

Durukan Payzanoğlu

Uzman Yardımcısı

DÖVİZ KURLARI (GÜNLÜK)

