

# Euro Bölgesi İzleme Raporu:

## Şubat-Nisan 2003

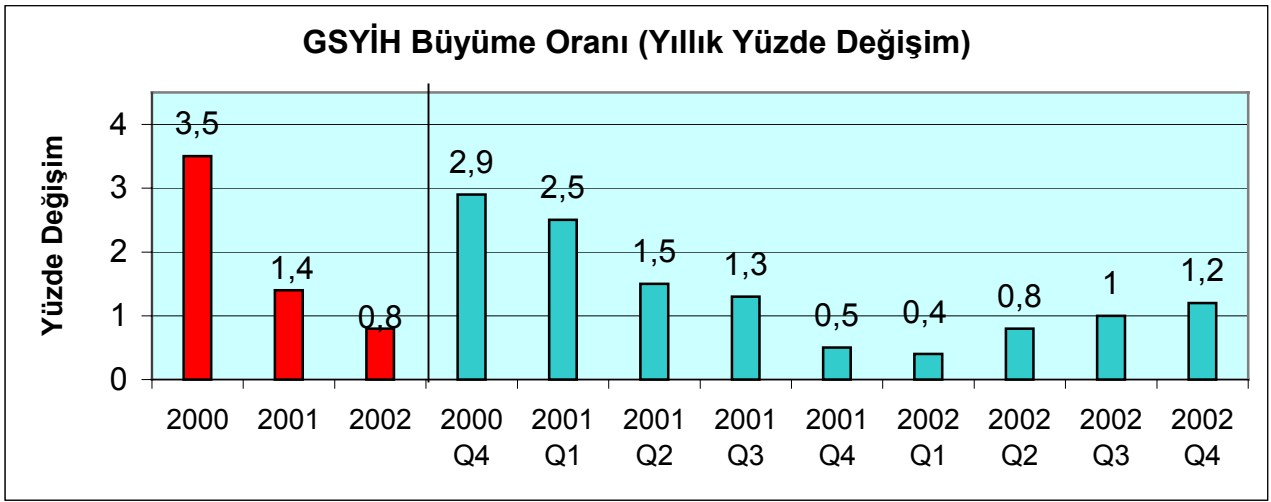
### I. Genel Ekonomik Gelişmeler

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi'nin **6 Şubat 2003** tarihinde yaptığı toplantıda anahtar faiz oranlarında herhangi bir **değişikliğe gidilmemiş**, **6 Mart 2003** tarihinde yapılan toplantıda **0.25 puanlık indirim**e gidilirken, **3 Nisan 2003** tarihli toplantıda herhangi bir **değişiklik yapılmamıştır**. Böylelikle söz konusu oranlar refinansman için yüzde 2.5, marjinal kredi imkanı için yüzde 3.5 ve depo imkanı için yüzde 1.5 olarak gerçekleşmiştir.

Para politikası stratejisinin ilk ayağını oluşturan **M3 para arzındaki** artış hızı, Ekim-Aralık 2002 döneminde yıllık bazda ortalama yüzde 6.9 (yoy-3m-avr), Kasım 2002-Ocak 2003 döneminde yüzde 7.0, Aralık 2002-Şubat 2003 döneminde ise yüzde 7.4 düzeyinde gerçekleşmiştir. Uzun süreden beri devam eden küresel durgunluğun ne zaman sona ereceğine ilişkin belirsizlik, jeopolitik gerginliklerin yarattığı kargaşa ortamı ile birleşerek sermaye akımlarının, euro alanı para piyasalarındaki kısa vadeli araçlara yönelmesine neden olmuştur. Özellikle Aralık 2002-Şubat 2003 döneminde yaşanan 0.4 puanlık artış, Irak'ta bir savaş çıkma olasılığının iyice belirginlik kazanması nedeniyle piyasa aktörlerinin euro alanına kayarak, kısa vadeli yatırım araçlarını tercih etmesinden kaynaklanmıştır. Bununla birlikte, finans kesimi dışına açılan kredilerin düşük seviyede seyretmesi, söz konusu sermaye akımlarının yatırımlara dönüşmek yerine piyasa araçlarına yöneldiğini göstermektedir. Bu duruma bağlı olarak para arzının halen referans değer (yüzde 4.5) üzerinde artış göstermesine karşın, geçici bir nitelik taşıması nedeniyle, enflasyonist baskı yaratmayacağı düşünülmektedir.

Para politikasının, enflasyon göstergeleri, büyüme performansı gibi M3 para arzı dışındaki temel makroekonomik göstergelerin ele alındığı ikinci ayağına ilişkin gelişmeler incelendiğinde mevcut belirsizlik ortamında kötüleşen beklentilerin, petrol fiyatlarında yaşanan artışların da etkisiyle ekonomik aktiviteye yansıdığı; önde gelen Euro Alanı ekonomilerinde uzun süreden beri yaşanan ciddi yavaşlamanın da etkisiyle Mart ayında 0.25 puanlık bir faiz indirimine gidildiği gözlenmektedir.

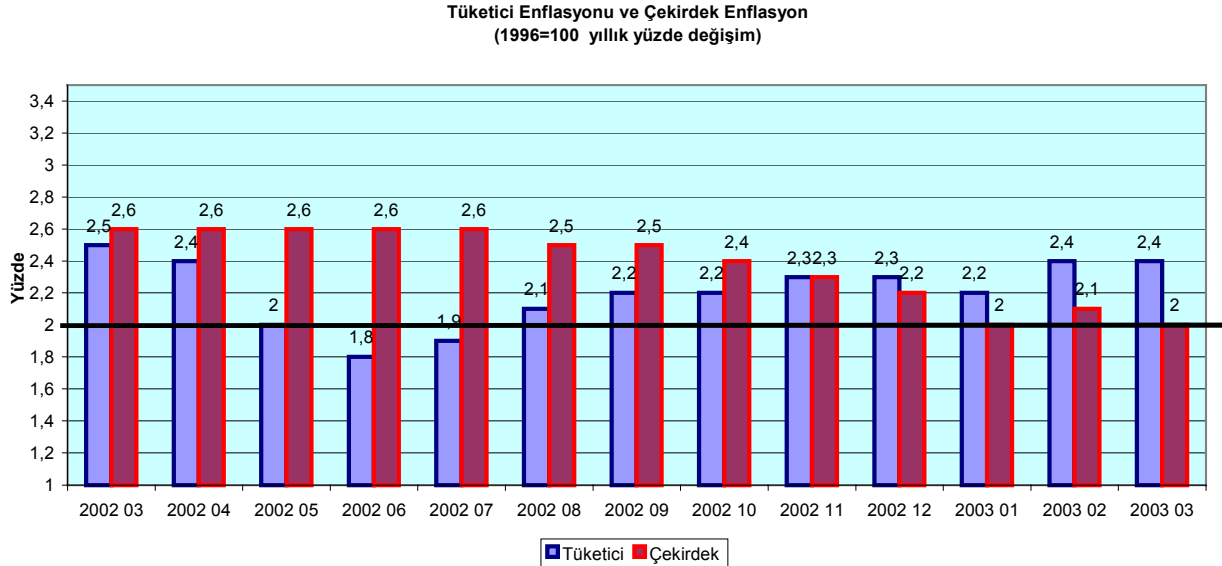
Euro alanı ekonomisinin, 2002 yılının ikinci çeyreğinde yüzde 0.4, üçüncü çeyreğinde, yüzde 0.3 ve son çeyreğinde yüzde 0.2 büyümesi, ekonomik büyüme trendinin halen düşük seviyede devam ettiğinin altını çizmektedir. Son çeyrekte yaşanan bu düşüş genel olarak net ihracat kaleminin GSYİH'ye katkısında yaşanan azalmadan kaynaklanırken, iç talebin büyümeye katkısı özel kesim harcamalarındaki artıştan ötürü pozitif olmuş, yatırımlar ise zayıf seyrini korumuştur. Net ihracatta yaşanan gerileme ithalat kaynaklı olmaktan çok ihracatın artış oranındaki ciddi yavaşlamadan kaynaklanmaktadır.



**Sanayi üretimi** ise, aylık bazda incelendiğinde, Aralık ayında yüzde 1.4 düşüş göstermiş, Ocak 2003'te ise yüzde 1.3 artmıştır. Yıllık veriler incelendiğinde ise 2002 Aralık ayında üretimin 2001 yılının aynı dönemine göre yüzde 0.6 gerilediği, Ocak 2003'te ise bir yıl öncesinin aynı dönemine göre yüzde 1.5 arttığı görülmektedir. Hatırlanacağı üzere, sanayi üretiminin Ekim ve Kasım ayında büyük çaplı artış göstermesinin, çalışma günlerindeki azalma nedeniyle yaşanan takvim etkisinden kaynaklandığı, bu nedenle de ekonomik durumu tam olarak yansıtmadığı belirtilmişti. 2002 Aralık ayında yaşanan gelişmeler de söz konusu açıklamaları destekler nitelikte olmasına karşın, düşüşün bir kısmı Noel tatili nedeniyle kapanan fabrika sayısının beklenenden fazla olmasından kaynaklanmaktadır. Ocak ayında yaşanan yükseliş ise, yukarıda değindiğimiz etkenin de bir yansıması olarak, yüksek bir seyirde gerçekleşmiş, beklentilere paralel olarak Aralık ayında yaşanan düşüşün etkilerini telafi etmiştir.

**İşsizlik oranı** 2003 Ocak ayında da bir önceki aya göre yüzde 8.6'ya, Şubat ayında ise yüzde 8.7'ye yükselmiştir. Söz konusu durum, önceki dönemlerde ekonomide yaşanan yavaşlamanın gecikmeli etkisine ve ardından gelen toparlanmanın tahminlerden yavaş olmasına bağlanmaktadır.

**Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP)** ile ölçülen euro alanı enflasyon düzeyi Ocak ayında aylık bazda değişiklik göstermezken, Şubat ayında yüzde 0.4, Mart ayında yüzde 0.6 artış göstermiştir. Yıllık göstergeler ise Ocak ayında yüzde 2.2, Şubat ve Mart aylarında ise yüzde 2.4'lük fiyat artışlarının yaşandığını göstermektedir. Enflasyon oranındaki söz konusu artış petrol fiyatlarındaki artış ile 2002'nin Şubat ayında işlenmemiş gıda maddelerinin fiyatlarında yaşanan büyük düşüşün etkisinin ortadan kalkmasıyla oluşan baz etkiden kaynaklanmaktadır. Ancak, ekonomik aktivitede yaşanan zayıflığın yakın gelecekte de devam edeceği düşünüldüğünde, son dönemde euronun reel değerinde yaşanan artışın da etkisiyle, enflasyon oranının yılın ilerleyen dönemlerinde ECB'nin hedef değeri olan yüzde iki sınırının altına inebileceği düşünülmektedir. Ayrıca, Mart ayı ortalarında düşüşe geçen petrol fiyatlarının endekse yansımamış olması da Nisan ayından itibaren enflasyon göstergesine pozitif katkıda bulunacak bir diğer faktördür.

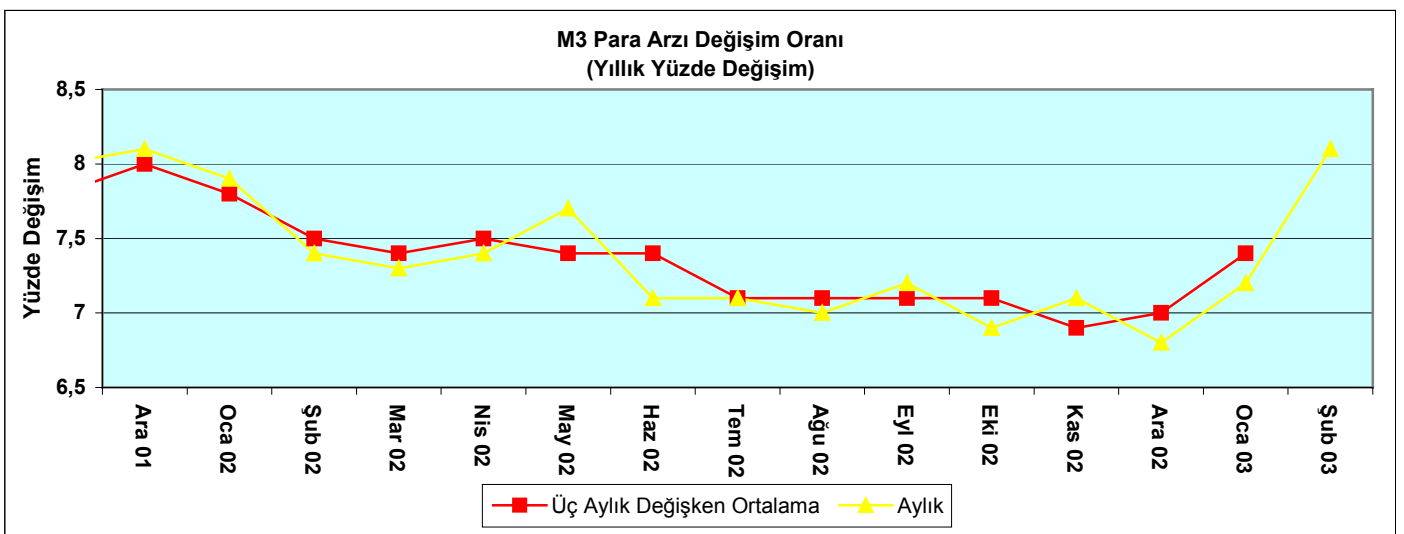


Enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarını içermeyen **çekirdek enflasyon** ise, Ocak ayında yıllık bazda yüzde 2.0 düzeyinde gerçekleşirken, Şubat ayında yüzde 2,1'e yükselmiş; Mart ayında ise tekrar yüzde 2.0 düzeyine gerilemiştir. Şubat ayında yaşanan artış genel olarak işlenmiş gıda fiyatları ile enerji dışı sanayi mallarının fiyatlarında yaşanan artışlardan kaynaklanmaktadır.

## II. Parasal Gelişmeler

M3 para arzı yıllık büyüme oranı, Aralık ayında yüzde 6.8'e geriledikten sonra, Ocak ayında yüzde 7.2'ye, Şubat ayında ise yüzde 8.1'e yükselmiştir. Aralık ayında yaşanan düşüş İtalya'da vergi ödemelerinin Kasım ayından Aralık ayına ertelenmesi gibi çok özel bir faktörden kaynaklandığı için, genel trendi yansıtmamaktadır. Söz konusu erteleme Kasım ayında M3 verilerinde yukarıya doğru sapma yaratırken, Aralık ayında ödemelerin gerçekleştirilmesi ile birlikte para arzında aşağı doğru bir sapma oluşmuştur. Zira, Ocak ve Şubat aylarında yaşanan artışlar, baz etkilerin yanısıra özellikle jeopolitik gerginliğin iyice artması nedeniyle euro alanına dönen sermaye akımlarının etkilerini taşımaktadır. Uzun vadeli faizlerde bir süredir yaşanan düşüşlerin, M3 içerisinde bulunan kısa vadeli araçların alternatif maliyetini düşürmüş olması da geniş anlamda para arzının artışına katkıda bulunan bir diğer faktördür. Söz konusu gelişmelere paralel olarak üç aylık (değişken ortalama) veriler de Ekim-Aralık 2002 döneminde ortalama yüzde 6.9'a gerilemiş, Kasım 2002-Ocak 2003 ve Aralık 2002-Şubat 2003 döneminde ise sırasıyla yüzde 7.0 ve yüzde 7.4'e yükselmiştir. Euro alanındaki likidite durumu genel olarak incelendiğinde uzun süreden beri devam eden finansal, ekonomik ve jeopolitik belirsizliğin M3 üzerinde etkisinin devam ettiği, ancak söz konusu likiditenin kısa vadeli portföy yatırımlarını tercih etmesi nedeniyle kısa vadede enflasyonist bir etkisinin olmadığı görülmektedir.

M3 para arzının alt bileşenlerine bakıldığında, dar anlamda para arzı (M1)



yıllık artış hızının inceleme dönemi boyunca yükselişini sürdürdüğü görülmektedir. Aralık ayında yüzde 9.8'e yükselen M1 artış hızının Ocak ayında yüzde 9.8 seviyesinde devam ettiği görülmektedir. Şubat ayında yapılan revizyon, söz konusu göstergenin Ocak ayında yüzde 9.5 artış gösterdiğini; Şubat ayı içerisinde ise yüzde

10.1'lik artışla yüksek bir seyre ulaştığını göstermektedir. Dar anlamdaki para arzında yaşanan bu hızlı artış, temel olarak, dolaşımdaki parada (emisyon) euro dönüşümü nedeniyle 2001 yılı sonunda yaşanan büyük düşüşün 2002 yılı başından itibaren tersine dönmesinden kaynaklanmaktadır. Bununla birlikte, geçtiğimiz dönemde gecelik mevduata ve diğer kısa vadeli yatırım araçlarına yönelen fonlar tekrar nakde dönmeye başlamıştır. Ödemeler dengesi istatistikleri yardımıyla ortaya çıkan bir diğer faktör ise euro alanı dışında yaşayanların da euro banknotlara talebinin arttığıdır. M1 para arzının diğer bileşeni olan gecelik mevduattaki yıllık büyüme oranı ise Aralık ayında yüzde 5.8'e gerilemiş, Ocak ve Şubat aylarında ise yaşanan jeopolitik gerginliğe bağlı olarak artan belirsizliğin etkisi ile sırasıyla yüzde 6.2 ve yüzde 6.4'e yükselmiştir. Yukarıda değinildiği üzere faiz oranlarında yaşanan düşüklük kısa vadeli araçların alternatif maliyetinin düşmesine yol açarak söz konusu gelişmeye katkıda bulunmuştur. Böylelikle dar anlamda para arzı M1, inceleme dönemi boyunca parasal genişlemenin temel kaynağını oluşturarak, piyasa aktörlerinin ekonomik toparlanmaya duyduğu şüphe ile yaşanan gerginliğin ekonomik etkilerine dair endişelerinin ifadesi olmuştur.

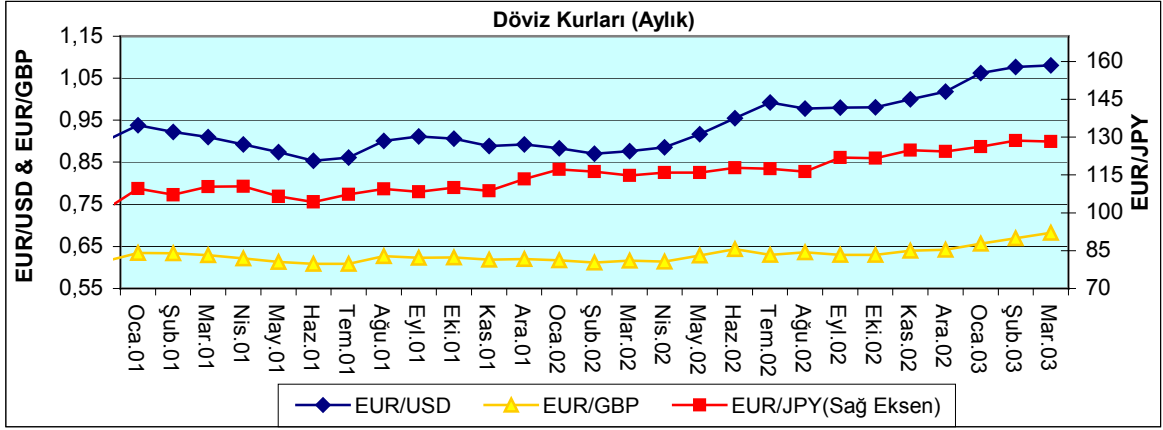
Gecelik mevduat dışındaki kısa vadeli mevduatın seyrine bakıldığında ise yıllık artış hızının Aralık ayında yüzde 3.5'e gerilediği, daha sonra genel eğilime paralel şekilde Ocak ve Şubat aylarında sırasıyla yüzde 4.0 ve yüzde 4.7'ye yükseldiği görülmektedir. M3 tanımlamasına dahil olan, 2 yılın altında vadeye sahip, diğer piyasa araçlarının artış oranı ise Aralık ayında yüzde 8.5'e, Ocak ayında yüzde 11.1'e ve Şubat ayında yüzde 12.4'e yükselmiştir. Özellikle belirsizlik dönemlerinde yüksek işlem hacmine ulaşan para piyasası fonlarında yaşanan artıştan kaynaklanan bu durum, yatırımcıların güvenli ve likit varlıkları tercih ettiğinin bir göstergesidir.

### **III. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler**

Euro, Ocak ayında önde gelen tüm ülke paraları karşısında değer kazanmış, Şubat ayı içerisinde istikrarlı bir seyir izledikten sonra Mart ayında dalgalı bir görünüm sergilemiştir. Amerikan dolarının Ocak ayındaki geniş çaplı değer kaybına paralel yaşanan bu gelişmeler, son döneme damgasını vuran finansal, ekonomik ve jeopolitik belirsizliklerin yanısıra, ekonomide toparlanmanın oldukça yavaş gerçekleştiğine ilişkin kanıtlardan kaynaklanmaktadır. Şubat ayı başında euro alanı ve Amerikan ekonomilerine ilişkin verilerin olumsuz bir tablo izlemesi, euronun değer artışını sınırlayan bir faktör olarak ortaya çıkarken, Mart ayı başında Irak'ta yaşanan

gerginliğin had safhaya ulaşması euronun Amerikan doları ve özellikle İngiliz sterlini karşısında hızla değer kazanmasına neden olmuştur. Mart ayının ikinci yarısında başlayan saldırının ardından, teknik hareketler dolayısıyla dolar karşısında hızlı bir değer kaybı yaşayan euro ilk iki haftada yaşanan artışları büyük ölçüde yitirmiştir.

Jeopolitik gerginlik ile birlikte Amerikan ekonomisinin görünümüne ilişkin



olumsuz veriler, bozulan kamu maliyesi ve cari işlemler dengesinde yaşanan açığın artması, piyasa aktörlerinin beklentilerini kötümserleştirmiş, buna bağlı olarak euro Ocak ayında Amerikan doları karşısında değer kazanmıştır. Federal Reserve Bank'in faizlerde değişikliğe gitmeme kararı ise piyasa beklentilerine paralel bir nitelik taşıdığı için döviz kurlarının gelişimine herhangi bir etkisi olmamıştır.

Şubat ayında yayınlanan ekonomik verilerin euro alanının performansına ilişkin olumsuz bilgiler içermesi euronun Amerikan doları karşısında yatay bir seyir izlemesinde önemli bir paya sahip olmuş; Mart ayı başında jeopolitik gerginliğin artmasıyla Amerikan doları üzerinde aşağı doğru oluşan baskı, euronun ilk iki hafta değer kazanmasıyla sonuçlanmıştır.

Mart ayının ikinci yarısında askeri operasyonun başlamasıyla birlikte belirsizlik ortamının ortadan kalkması, aynı günlerde petrol fiyatlarının da düşmeye başlaması, doların euro karşısında hızla değer kazanmasına neden olmuştur. Ayın sonuna gelindiğinde askeri operasyonun beklendiği gibi çok kısa sürede tamamlanmayabileceğine dair endişeler euronun bir miktar toparlanmasını sağlamıştır.

Böylelikle, Ocak ayındaki yükselişin ardından 5 Şubat 2003'de 1.09 dolar üzerinden işlem gören euro, Aralık ayı sonuna göre yüzde 4 değer kazanmış, Şubat

ayı genelinde 1.07-1.09 aralığında seyrettikten sonra 5 Mart 2003 itibariyle 1.10 dolar üzerinden işlem görerek Ocak ayı sonuna göre yüzde 1.25 değerlenmiş, Mart ayı içerisindeki dalgalı seyir nedeniyle ay içerisinde farklı değerlere ulaşmasına karşın 2 Nisan 2003 tarihinde 1.08 dolar üzerinden işlem gören euro, Şubat ayı sonundaki değerinin biraz üzerinde seyretmiştir.

Japon ekonomisine ilişkin olumsuz beklentiler Ocak ayında Japon yeninin euro karşısında değer kaybetmesine neden olmuş, aynı dönemde Japon yeni Amerikan doları karşısında da küçük çapta değer kaybetmiştir. Ancak, Şubat ayı başında Japon Merkez Bankası tarafından yapılan açıklamada, Japon yeninin dolar karşısında istikrarının korunması için Ocak ayı genelinde Banka tarafından piyasadan dolar alındığı belirtilmiştir.

Şubat ayına gelindiğinde, genel eğilime uygun olarak ilk iki hafta euro ve dolar karşısında dar bir aralıkta hareket eden Japon yeni, ikinci haftadan itibaren 2002 yılının son çeyreğine ilişkin büyüme rakamlarının beklenenden iyi gerçekleşmesi nedeniyle hızla değer kazanmıştır.

Mart ayı başında euronun hızlı değer artışı nedeniyle bir önceki ay gerçekleşen değerlenmeyi kaybeden Japon yeni, aynı dönemde Amerikan doları karşısında değer kazanmıştır. Jeopolitik gerginlikten kaynaklanan bu gelişme ayın ikinci haftasından itibaren ortadan kalktığı için Amerikan dolarının değer artışıyla karşılaşan Japon yeni, aynı dönemde euro karşısında dalgalı bir seyir izlemiştir.

Bu ortamda, euro 5 Şubat 2003 tarihi itibariyle 130.3 Japon yeni üzerinden işlem görerek Aralık ayı sonuna göre yüzde 4.8 değer kazanmış, 5 Mart 2003 tarihinde 128.77 yen üzerinde işlem görmüş, 2 Nisan itibariyle de döviz kuru 1 euro 128.7 yen olarak gerçekleşmiştir.

Ocak ayı içerisinde İngiliz sterlini, euro karşısında küçük çaplı bir değer kaybına uğramıştır. İngiltere'nin makroekonomik görünümündeki bozulmaya bağlı olarak Ocak ayı genelinde değer kaybeden İngiliz sterlini, 1999 yılından bu yana en düşük seviyelerine gerilemişken, ay sonuna doğru yükselişe geçerek değer kaybını büyük ölçüde geri çevirmiştir.

Şubat ayında tüketici ve üretici güven endekslerinde yaşanan olumsuz gelişmeler İngiliz ekonomisine ilişkin beklentilerde kötüleşmeye işaret ettiği için İngiliz

sterlini düşüş eğilimine girmiş, İngiliz Merkez Bankası ise 6 Şubat 2003 tarihinde 0.25 puanlık bir faiz indirimine giderek Ekim 2001'den bu yana ilk kez anahtar faizlerinde değişikliğe gitmiştir.

Mart ayında ise genel dalgalı görünüm, İngiliz sterlinini de etkilemiştir. Ekonomik verilerin İngiliz ekonomisinin yavaşladığına işaret etmesi ve tüketici enflasyonunun yükselmeye devam etmesi söz konusu gelişmelere katkıda bulunmuştur.

Bu çerçevede euro 5 Şubat 2003 tarihinde, İngiliz sterlini karşısında 0.66 üzerinden işlem görerek Aralık ayı sonu değerinin yüzde 1.6 üzerinde seyretmiş, 5 Mart 2003'te 0.69'a yükselen euro Ocak sonuna göre yüzde 4.9 değer kazanmış, 2 Nisan 2003 tarihinde ise 0.69 sterlin üzerinden işlem görerek yüzde 0.5'lik bir yükseliş gerçekleştirmiştir.

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, inceleme dönemi boyunca yükselişini sürdürmüştür. Yukarıda değinilen nedenlere bağlı olarak Ocak ayında bir önceki aya göre ortalama yüzde 2.8 artış göstermiş, Şubat ayında hız keserek Ocak ayının yüzde 1.7 üzerinde seyretmiş, Mart ayında ise yüzde 1'lik bir artış yaşamıştır. Söz konusu kurun tüketici fiyatlarına göre uyumlandırılmış ifadesi olan reel efektif döviz kuru ise aylık bazda Ocak ayında yüzde 2.7, Şubat ayında yüzde 1.4 ve Mart ayında yüzde 0.9'luk bir artış göstermiştir.

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

Euro Alanı cari işlemler fazlası 2002 yılının Kasım ayında 10.3 milyar, Aralık ayında ise 8.1 milyar euro olarak gerçekleşerek, 2001 yılının Kasım ve Aralık aylarındaki ayındaki 2.7 ve 2.3 milyar euroluk fazlalar ile karşılaştırıldığında geniş çaplı bir yükseliş göstermiştir. Söz konusu durum, mal ticareti fazlasında Kasım ayında yaşanan büyük çaplı artışın yanı sıra, hizmet ticaretinin 2001'de verdiği açıktan 2002'de fazlaya dönüşmesi ve cari transferlerde yaşanan açığın azalmasının ardından Gelirler dengesi ise 2001 yılının Kasım ve Aralık ayları ile karşılaştırıldığında bir değişikliğe uğramamıştır.

Birikimli verilere bakıldığında ise, 2001 yılında 13.8 milyar euro açık veren cari işlemler dengesinin, 2002 yılında 62.0 milyar euro fazlaya dönüştüğü gözlenmektedir.



GSYİH'nin yüzde birine yakın gerçekleşen bu artış, büyük ölçüde, mal ithalatının 2002 yılı genelinde yüzde 3.4 gerilemesine karşın, mal ihracatının yüzde 2.4 artması sonucunda mal ticareti fazlasında yaşanan 56.9 milyar euro'luk artıştan kaynaklanmaktadır. Cari işlemler dengesinin diğer kalemlerine bakıldığında ise hizmetler ticareti fazlasının 12.4 milyar euro arttığı, gelirler dengesi ve cari transferler kalemlerinde yaşanan açıkların ise sırasıyla 0.5 milyar ve 6.0 milyar azaldığı gözlenmektedir.

Ocak 2003 itibariyle yeni bir döneme giren cari işlemler dengesi 6.4 milyar dolar açık vermiştir. 2002 yılının Ocak ayında dengeye yakın bir seyir izleyen cari işlemler dengesinde yaşanan bu gelişme, gelirler dengesindeki açığın 3.7 milyar euro artmasının yanısıra mal ticareti ve cari transferler fazlasında yaşanan düşüşten kaynaklanmaktadır. Hizmet ticareti dengesinde yaşanan açığın 2002 yılının ocak ayına göre azalması ise cari işlemler dengesine pozitif yönde katkıda bulunmuştur.

Mevsimsellikten arındırılmış verilere bakıldığında ise cari işlemler dengesinin Ocak ayında 0.4 milyar euro fazla vermesine karşın bir önceki aya göre düşüş gösterdiği farkedilmektedir. Söz konusu gelişmenin altında yatan temel faktör gelirler ve cari transferler kalemlerinde yaşanan açıkların artmasıdır.

Sermaye hareketlerinde ise Kasım 2002'de 13.6 milyar euro net giriş kaydedildikten sonra, Aralık ayında 4.3 milyar euro net çıkış yaşanmıştır. Söz konusu gelişme Kasım ayında doğrudan yatırımlarda 3.9 milyar, portföy yatırımlarında ise 9.7 milyar euro tutarında net sermaye girişine karşılık, Aralık 2002'de doğrudan yatırımlarda yaşanan 9.6 milyar euroluk girişin portföy yatırımlarında yaşanan 13.9 milyar euroluk çıkışın altında kalmasından kaynaklanmaktadır.

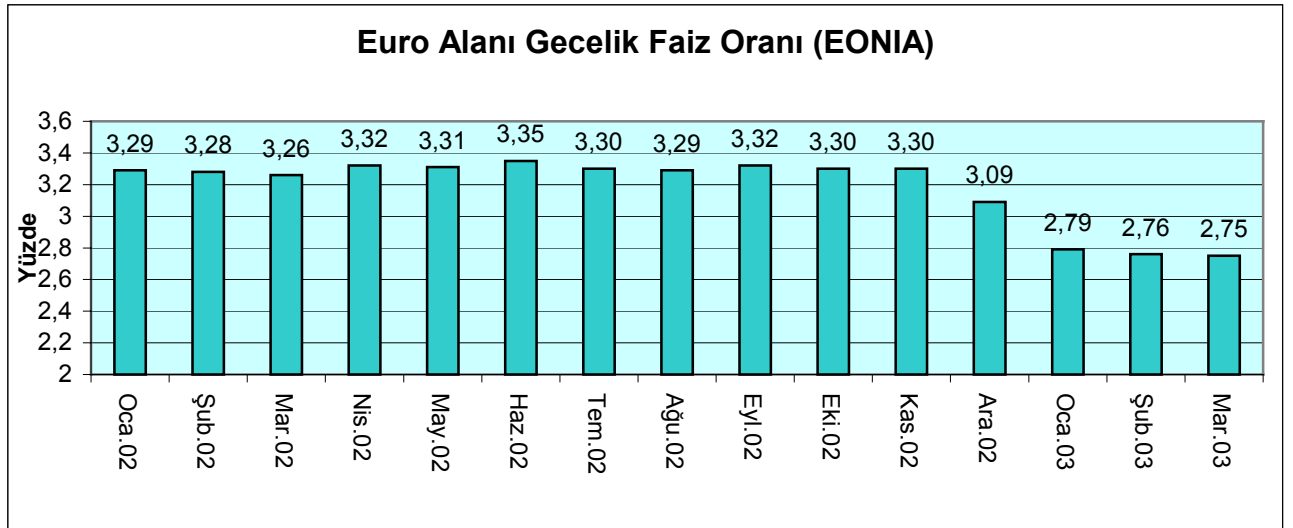
2002 yılı geneline bakıldığında, euro alanının, doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımlarına yönelmiş sermaye akımlarının toplamı anlamında, 29.4 milyar euro net girişle karşılaştığı gözlenmektedir. Euro alanına ilişkin ödemeler dengesi verilerinin toplanmasına başlanmasından bu yana ilk defa gerçekleşen bu durum, doğrudan yatırımlarda 2001 yılında yaşanan 101.5 milyarlık çıkışın 2002 yılında 21.0 milyar euroya gerilemesi ile, portföy yatırımlarının 2001 yılındaki 38.1 milyar euroluk girişten 2002 yılında 50.4 milyar euroya yükselmesinden kaynaklanmaktadır.

Ocak ayı gelişmelerine bakıldığında ise sermaye hareketlerinin 16.5 milyar euro çıkışa işaret ettiği görülmektedir. Söz konusu durum, temel olarak portföy

yatırımlarında yaşanan 14.7 milyar euroluk sermaye çıkışına karşılık doğrudan yatırımlar ile diğer yatırımlar kalemlerinin dengeye yakın bir seyir izlemesinden kaynaklanmaktadır.

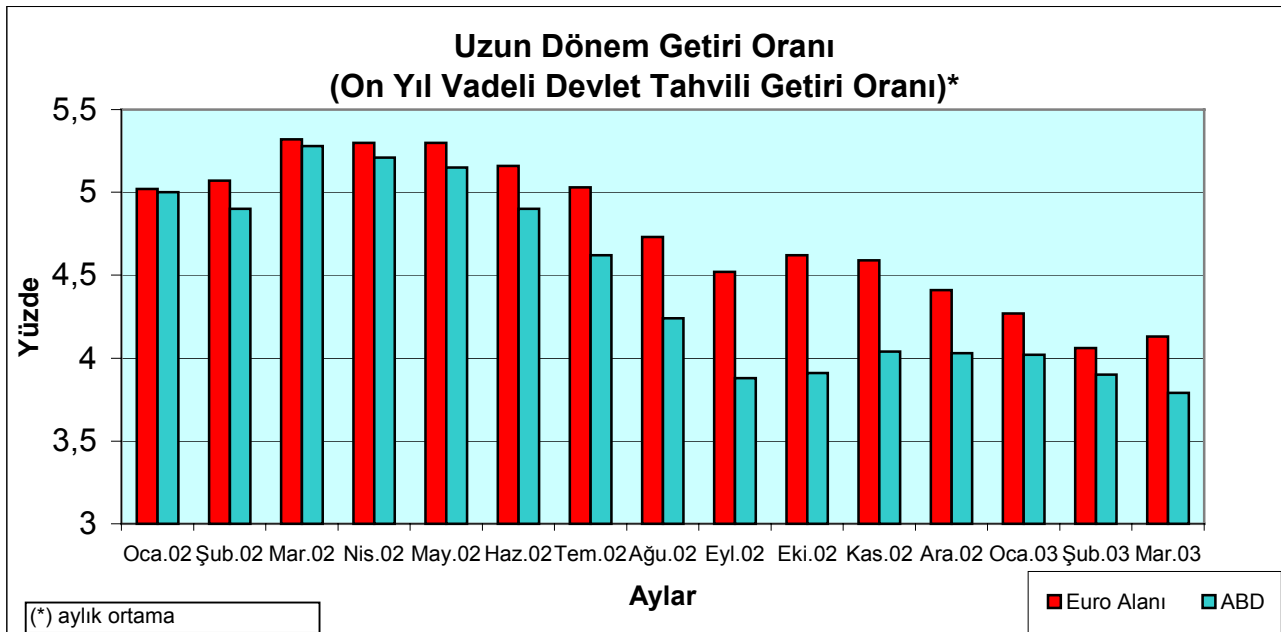
## V. Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler

Euro Alanı para piyasalarında oluşan kısa dönemli faizler, Mayıs 2002'den beri devam eden düşüş trendini inceleme döneminde de sürdürmüştür. Genel eğilime paralel olarak 6 Mart 2003'te yapılan 0.25'lik faiz indiriminin de etkisiyle düşüşünü sürdüren gecelik faizler (EONIA) Ocak ayı başından 5 Mart 2003 tarihine kadar geçen sürede yüzde 2.75-2.90 bandı içerisinde dalgalanmıştır. 6 Mart 2003 tarihindeki Yönetim Konseyi toplantısında faiz indirimine gidileceğine dair beklentilerin yoğunlaşmasına bağlı olarak 4 Mart 2003 tarihli refinansman ihalesinde düşük teklif gelmiş, bu nedenle 6 Mart'ta yaşanan faiz indirimine rağmen, Mart ayı içerisinde EONIA yüzde 2.37 ile yüzde 3.36 arasındaki geniş bir aralıkta dalgalanmıştır. Ancak, ayın ikinci yarısına bakıldığında, diğer API'lerle sağlanan likiditeye bağlı olarak normale dönen likidite durumunun, gecelik faizlerin yeni anahtar faiz olan yüzde 2.50 seviyesine yakın seyretmesini sağladığı gözlenmektedir.



On yıllık devlet tahvili ile ölçülen euro alanı uzun dönemli getirileri ise Ocak ve Şubat ayı içerisinde düşüş eğilimini sürdürürken Mart ayında yükseliş göstermiştir. Amerikan devlet tahvili getirileri ise Ocak ayı içerisinde euro alanının aksine yükselirken, Şubat ve Mart ayları içerisinde euro alanı uzun dönem getirilerine paralel bir seyir izlemiştir. Böylelikle, Ocak ayında yüzde 4.1 düzeyine gerileyen euro alanı

uzun dönem getirilerinin aksine yüzde 4.0 düzeyine yükselen Amerikan uzun dönemli getirileri, iki piyasa arasındaki getiri farkında (spread) gözle görülür bir daralma yaşanmasına neden olmuştur. Şubat ayına gelindiğinde ise her iki piyasadaki getirilerde yaşanan düşüş, euro alanı on yıllık getirilerinin yüzde 4.0 seviyelerinde seyretmesine neden olurken, Amerika'da yaşanan düşüşün daha büyük çaplı olması uzun dönem getirilerin yüzde 3.7 seviyesinde seyretmesiyle sonuçlanarak getiri farkının tekrar açılmasına neden olmuştur. Mart ayında euro alanı ve Amerika'da yaşanan düşüşlerin uzun dönemli getirileri sırasıyla yüzde 4.2 ile yüzde 4.0 seviyesine getirmesi ülkeler arasındaki getiri farkının 0.25 puan düzeyinde gerçekleşmesine neden olmuştur.



Amerikan uzun dönemli faizleri, hükümetin Ocak ayı başında aldığı mali önlemler, Amerikan dolarının değer kaybı ve artan petrol fiyatlarının enflasyon üzerinde yaratacağı baskı nedeniyle yükselişe geçmiştir. Euro alanı ise, Irak'ta yaşanacak bir savaşa bağlı olarak güvenli yatırım olanakları arayan sermayenin, euro alanı piyasalarını tercih etmesi sonucunda uzun dönemli getirilerde yaşanan düşüşle karşılaşmıştır.

Şubat ayında yaşanan gelişmeler ise piyasa aktörlerinin makroekonomik göstergelerdeki gelişmelere paralel olarak Amerikan ve euro alanı ekonomilerine yönelik büyüme tahminlerini aşağı doğru revize etmelerinin yanısıra jeopolitik gerginliklerin etkilerini taşımaktadır. Amerika özelinde ise, hisse senedi piyasalarında yaşanan düşüşlerin etkilerini dengelemek açısından portföy yapılarında

gerçekleştirilen değişikliklerin de uzun dönemli getirilerin 1960'lardan bu yana en düşük seviyelerine gerilemesine katkıda bulunduğu söylenebilir. Euro alanında yaşanan düşüşler ise piyasa aktörlerinin *orta-uzun vadede* büyüme tahminlerini aşağı doğru revize ettiklerini gösterirken, gecelik faizlerin uzatılması sonucunda bulunan veriler (implied forward overnight rates) faiz beklentilerinin uzun dönemde çok az değiştğine işaret ederek, piyasa aktörlerinin *uzun vadeli* büyüme performansı ile ilgili olarak kötümserliğe kapılmadığının altını çizmektedir.

Mart ayında uzun dönemli getirilerde toplamda bir artış yaşansa da her iki piyasa da oldukça dalgalı bir seyir izlemiştir. Amerikan piyasası uzun dönem getirileri Irak'ta başlatılan askeri saldırıdan birkaç gün önce petrol fiyatlarında yaşanan düşüşle aynı zamanda yükselişe geçmiştir. Daha sonra, Irak'tan gelen haberlere bağlı olarak dalgalanmasını sürdürmüştür. Euro alanı uzun dönemli getirilerinde yaşanan dalgalanmalar da Amerika'ya paralel şekilde Irak'tan gelen haberler doğrultusunda gerçekleşmiştir. Her iki piyasada yaşanan artışların bir diğer nedeni de askeri saldırının başlamasıyla hızla düşen petrol fiyatlarının her iki ekonomi için uzun dönemli büyüme beklentilerini olumlu yönde etkilemesidir. Son olarak, uzun dönemli getirilerin her iki piyasada da tarihi seviyelere düşmesi piyasa aktörleri tarafından sürdürülemez olarak algılanmış, böylelikle getiri artışının bir diğer nedenini oluşturmuştur.

Euro alanı hisse senedi piyasaları, diğer önde gelen piyasalarla birlikte, jeopolitik gerginlik nedeniyle Ocak ayında genel bir düşüş eğilimi yaşamıştır. Şubat ayında yayınlanan olumsuz verilere bağlı olarak euro alanı ve Amerikan piyasaları düşüşünü sürdürürken, Japon hisse senedi piyasası dar bir aralıkta dalgalanmıştır. Mart ayında ise askeri saldırının ardından petrol fiyatlarında yaşanan düşüşe bağlı olarak oluşan olumlu hava ile yükselişe geçen euro alanı ve Amerikan piyasalarının aksine Japon hisse senedi piyasaları mali yıl sonunun yaklaşmasının yarattığı endişeler nedeniyle düşüşe geçmiştir. Bu çerçevede Euro Alanı EURO STOXX endeksi, ABD S&P 500 endeksi ve Japonya Nikkei 225 endeksi Ocak ayında sırasıyla yüzde 6, yüzde 4 ve yüzde 1 değer kaybetmiş; Şubat ayında euro alanı ve Amerikan hisse senedi piyasaları yüzde 7 ve yüzde 3 değer kaybederken Japon hisse senedi piyasası dağışmeden kalmış; Mart ayında ise EURO STOXX endeksi yüzde 1, ABD S&P 500 endeksi ise yüzde 5 değer kazanırken Nikkei 225 endeksi yüzde 3 değer kaybetmiştir. Fiyat hareketlerine ilişkin beklentilerdeki belirsizliği ifade

eden fiyat dalgalanmaları (volatilité) ise yukarıda değinilen gelişmeler ışığında her üç piyasada da artış göstermiştir.

Açıklanan ekonomik verilerin ortaya koyduğu olumsuz tablonun yanı sıra bazı şirketlerin 2003 yılı için karlılık beklentilerini aşağı doğru güncellemeleri, Irak'ta çıkması olası bir savaşın makroekonomik dengelerde kısa dönemde yaratacağı etkilere ilişkin endişeler ABD hisse senedi piyasalarında Ocak ve Şubat aylarında aşağı doğru baskı yaratmıştır. Irak'a yönelik saldırıların başlaması ise, Mart ayı içerisinde petrol fiyatlarının düşüşe geçmesine neden olmakla birlikte, piyasa aktörlerinin daha güvenli yatırım araçlarından hisse senedi piyasalarına geri dönmeleri ile sonuçlanmıştır. Açıklanan verilerin şirketlerin karlılıkları ile makroekonomik görünüme ilişkin iç açıcı bilgiler vermemesi ise hisse senedi piyasalarında Mart ayında yaşanan yükselişin sınırlı kalmasına neden olmuştur.

Euro alanı hisse senedi piyasaları ise inceleme dönemi boyunca temelde Amerikan piyasalarıyla aynı nedenlerden dolayı düşüş göstermiş; euronun reel değer kazanmasının euro alanı ihracatçıları kötü etkileyeceğine dair endişeleri artırması ise EUROSTOXX endeksindeki düşüşün daha büyük çaplı olmasını sağlamıştır. Mart ayında yaşanan yükseliş ise, yine Amerikayla paralel şekilde, ekonomik veriler ve şirketlere ilişkin göstergelerin askeri saldırıların yarattığı olumlu havayı gölgelemesi nedeniyle sınırlı kalmıştır. Artışları sınırlayan bir diğer faktör de sigortacılık sektörünün mali gücüne ilişkin olarak ortaya çıkan endişelerdir. Özellikle büyük sigorta şirketlerinin açıkladığı olumsuz veriler ve temettü dağıtımından vazgeçme kararları piyasada endişeyi artıran faktörlerdir.

Japon hisse senedi piyasalarının genel eğilimden bağımsız hareket etmesinin nedeni yayınlanan bazı verilerin Japon ekonomisine ilişkin olumlu sinyaller vermesi olarak nitelendirilebilir. Ancak, gerek Japon yeninin dolar karşısında değer kazanması gerekse Japon bankacılık sektöründeki batık kredilerin yarattığı endişeler daha sonraları Nikkei 225 endeksinde aşağı doğru baskı yaratmıştır. Özellikle Mart ayında jeopolitik gerginliğin ortadan kalkmasına rağmen Nikkei 225 endeksinin düşüşe geçmesi, yukarıda değinilen sorunların mali yılın sonuna gelinmesi ile birlikte özellikle Japon bankacılık sektörüne ilişkin endişeleri körüklediğini göstermektedir.

Hazırlayan:  
Durukan Payzanođu  
Uzman Yardımcısı

[durukan.payzanođu@tcmb.gov.tr](mailto:durukan.payzanođu@tcmb.gov.tr)

Kaynaklar:

- ECB Monthly Bulletin, Şubat 2003, Mart 2003, Nisan 2003
- ECB Statistical Press Release, 28 Ocak 2003, 31 Ocak 2003, 24 Şubat 2003, 26 Mart 2003,
- Eurostat News Release, 4 Şubat 2003, 28 Şubat 2003, 16 Mart 2003, 18 Mart 2003,
- ECB Press Conferences 9 Ocak 2003, 6 Şubat 2003, 6 Mart 2003

DÖVİZ KURLARI (GÜNLÜK)

