

# Euro Bölgesi İzleme Raporu:

Haziran 2003

## I. Genel Gelişmeler:

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi'nin **5 Haziran 2003** tarihli toplantısında anahtar faiz oranlarında **0.5 puanlık indirim**e gidilmiştir. Böylelikle söz konusu oranlar, refinansman için yüzde 2.0, marjinal kredi imkanı için yüzde 3.0 ve depo imkanı için yüzde 1.0 olarak gerçekleşmiştir.

Avrupa Merkez Bankası 2003 yılının ilk yarısında, 1999 yılının başından bu yana uygulanan para politikasını gözden geçirerek 8 Mayıs 2003'te söz konusu gözden geçirmeye ilişkin sonuçları yayınlamıştır. Değerlendirme sonuçlarının genel eğilimi 4 yıl süresince uygulanan politikanın başarısının üst düzeyde olduğu, ancak aşağıda değinilecek olan bazı alanlarda küçük çaplı değişikliklere gitmenin yararlı olacağı yönündedir. Bu kapsamda ilk olarak, 1998 yılında fiyat istikrarı hedefi olarak belirlenen *"uyumlaştırılmış tüketici fiyatları endeksi yıllık artış oranının yüzde 2'nin altında gerçekleşmesi"* hedefi korunmuş, buna karşın hedeflenen enflasyon düzeyinin yüzde 2'nin altında ancak bu seviyeye yakın bir düzeyde olacağı açıklanmıştır. Böylelikle ECB, daha önce akademik çevrelerden ve piyasa aktörlerinden enflasyon hedefinin bir alt sınırı olmadığı yönünde gelen eleştirilere açıklık kazandırmayı hedeflemiştir.

İkinci olarak iki sütunlu para politikası stratejisi korunmakla birlikte stratejinin yapısında küçük ancak önemli değişikliklere gidilmiştir. Para politikası stratejisinin ilk oluşturulduğu dönemde parasal göstergelerin enflasyon dinamikleri üzerinde öncelikli bir etkiye sahip olduğu belirtilerek, iki sütunlu stratejinin ilk sütununda genel likidite durumuna öncelik verecek bir yapı oluşturulması, diğer ekonomik göstergelerin ise ikinci bir sütunda ele alınması kararlaştırılmıştı. Mayıs 2003'te ise parasal göstergelerin enflasyon üzerindeki etkisinin orta-uzun dönemde ortaya çıktığı belirtilerek, kısa-orta dönemde etkili olan diğer ekonomik gelişmelerin ilk sütunda ele alınacağı; parasal göstergelerin ise hedef değerler (M3 para arzı artış oranı için yüzde 4.5'lik gösterge tavan) korunmasına karşın ikinci sütunu oluşturacağı açıklanmıştır. Böylelikle para politikası stratejisi iki sütunlu yapısını korumasına karşın, değerlendirme aşamasında yer alan göstergelerin önem sırası değiştirilmiştir.

Söz konusu değişiklikte daha önce öncelik verilen M3 para arzı artış oranının 1999 yılından bu yana büyük ölçüde referans değerin üzerinde seyretmesi etkili olmuştur. Bu çerçevede raporumuzun yapısı da ECB'nin ekonomik değerlendirme sistematığına göre değiştirilerek öncelikle genel ekonomik görünüm ele alınacak, daha sonra parasal gelişmelere yer verilecektir.

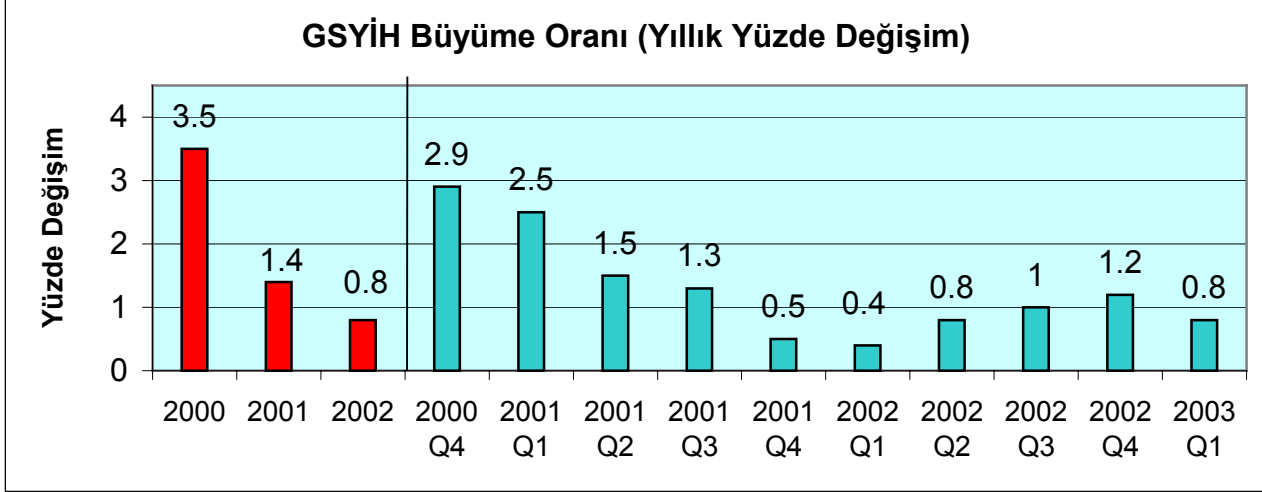
## **II. Ekonomik Analiz:**

Para politikasının, enflasyon göstergeleri, büyüme performansı gibi parasal göstergeler dışındaki temel makroekonomik göstergelerin ele alındığı birinci ayağına ilişkin veriler, ekonomik toparlanmanın henüz yavaş seyrettiğini göstermekte; euronun geçtiğimiz dönemdeki değer artışının yarattığı etkiler de göz önünde bulundurulduğunda kısa-orta vadede fiyat istikrarı hedefi önünde birinci sütundan kaynaklı bir tehdit bulunmadığının altını çizmektedir. Bu kapsamda 7 Haziran tarihinde gerçekleştirilen faiz indiriminin genel ekonomik görünümün ortaya koyduğu olumsuz tablo nedeniyle fiyat istikrarı önünde bir tehdit bulunmamasından kaynaklandığı söylenebilir.

Fiyat istikrarı hedefine euro alanı içerisinde gelecek tehditler incelendiğinde genel görünümün, halen düşük seviyede gerçekleşen ekonomik toparlanma nedeniyle olumlu olduğu yönündedir.

Euro alanı ekonomisinin, 2002 yılının son çeyreğinde yüzde 0.1 büyüdüğünü gösteren veriler, 2003 yılının ilk çeyreğinde de yüzde 0.1 büyümeye devam ettiğini göstermiştir. Böylelikle yıllık bazda euro alanı büyüme oranı 2003'ün ilk çeyreğinde yüzde 0.8'e gerilemiştir. Söz konusu düşüşün temel nedeni iç talebin büyümeye katkısındaki artışa karşın dış dengenin büyümeye katkısının 2003'ün ilk çeyreğine negatife dönüşmesidir. Böylelikle euro alanı ihracatının, büyük ölçüde euronun değer kazanmasına bağlı olarak, kötü bir performans sergilemesi iç talepteki canlanmanın etkilerini bertaraf ederek GSYİH büyümesinin hız kaybetmesine neden olmuştur. Zira iç talepteki canlanmanın da özel tüketim ya da yatırımlardan çok stok artışlarından kaynaklanması, euro alanı ekonomisinin yeni bir toparlanma dalgası içerisine girmekten uzak olduğunu göstermektedir. Ekonomik aktivitenin söz konusu durumu yılın ilk aylarında yaşanan jeopolitik gerginliklerin etkisini taşımakta, Nisan ve Mayıs aylarında yayınlanan anket verileri ise gerginliğin ortadan kalkmasının ardından

ekonomik aktivitede hızlı bir toparlanma beklemenin yanlış olacağına işaret etmektedir.

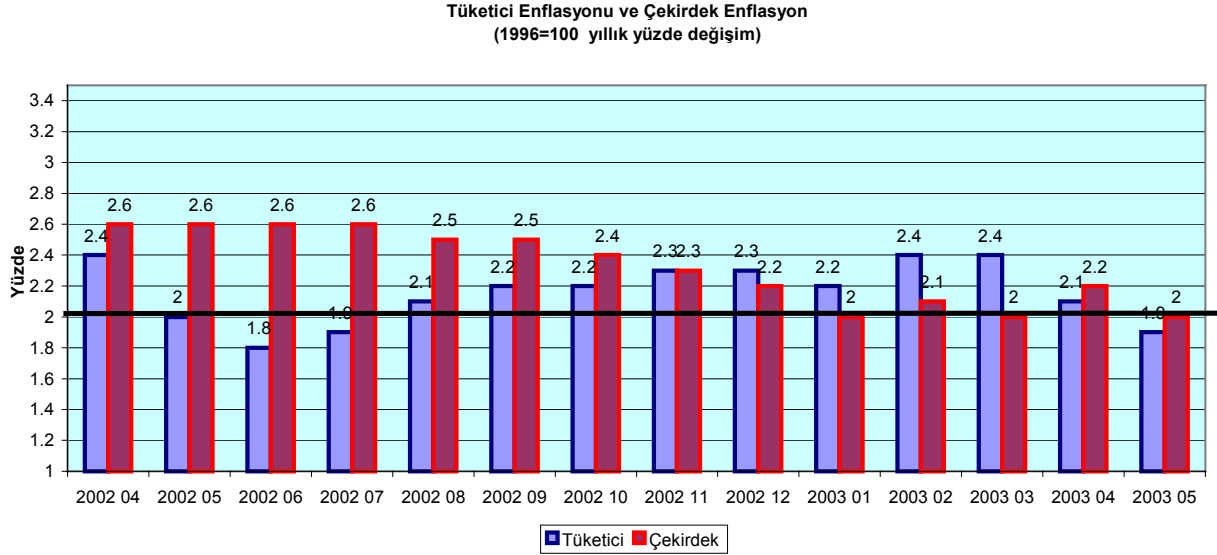


**Sanayi üretimi** ise, aylık bazda incelendiğinde, Mart ayında yüzde 0.8 azalmıştır. Yaşanan bu düşüş ara malı üretimi dışındaki tüm sektörlerdeki gerilemeden kaynaklanmaktadır. Yıllık veriler incelendiğinde ise, üretimin Mart 2003'te bir yıl öncesinin aynı dönemine göre artmadan sabit kaldığı görülmektedir. Sanayi üretiminin Mart ayında sergilediği olumsuz görünüm temel olarak Irak'taki gerginliğin yarattığı belirsizlik ortamından kaynaklanmaktadır.

**İşsizlik oranı**, Nisan ayında bir önceki aya göre değişmeden yüzde 8.8 düzeyinde gerçekleşmiştir. Üç aylık veriler ise, 2002'nin son çeyreğindeki yüzde 8.5 olarak gerçekleşen euro alanı işsizlik oranının 2003'ün ilk çeyreğinde yüzde 8.7'ye yükseldiğine işaret etmektedir. Söz konusu durum, önceki dönemlerde ekonomide yaşanan yavaşlamanın gecikmeli etkisine ve ardından gelen toparlanmanın tahminlerden yavaş olmasına bağlı olarak istihdam artışındaki yavaşlıktan kaynaklanmaktadır.

**Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP)** ile ölçülen euro alanı enflasyon düzeyi, Mayıs ayında aylık bazda yüzde 0 düzeyinde sabit kalarak, yıllık enflasyon düzeyinin Nisan ayındaki yüzde 2.1'lik seviyesinden Mayıs ayında yüzde 1.9'a gerilemesine neden olmuştur. Enflasyon oranındaki söz konusu düşüş, petrol fiyatlarında Mart ayı ortasından bu yana devam eden düşüşün enerji fiyatlarına

yansımalarıyla ilişkilendirilmektedir. Ayrıca bazı hizmet fiyatlarında Nisan ayındaki artışların ardından yaşanan gerileme de söz konusu düşüşe katkıda bulunmuştur.



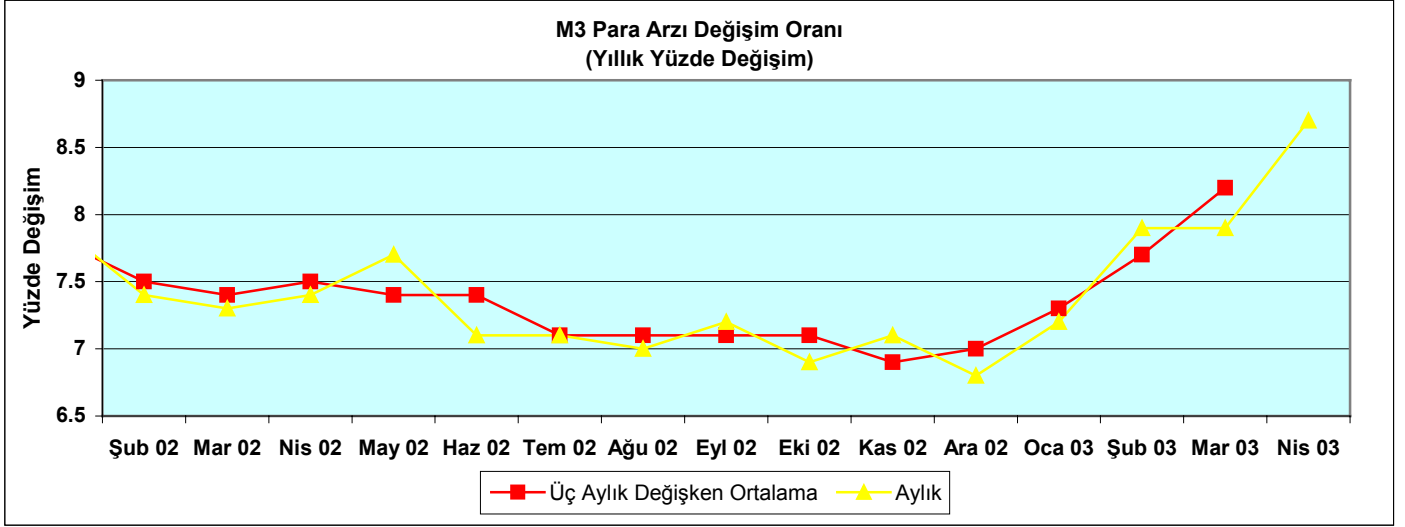
Enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarını içermeyen **çekirdek enflasyon** ise, Nisan ayındaki yüzde 2.2'lik artışın ardından Mayıs ayında tekrar yüzde 2.0 düzeyine gerilemiştir. Çekirdek enflasyondaki bu düşüş, yukarıda değinildiği üzere, mevsimsel faktörlere bağlı olarak yükselen bazı hizmet fiyatlarının Mayıs ayında gerilemesinden kaynaklanmaktadır. Çekirdek enflasyonun ECB hedeflerine paralel seyri, dışsal şokların yokluğunda nominal enflasyon oranının fiyat istikrarını tehdit edecek bir seyir izlemeyeceğine işaret etmektedir.

### III. Parasal Analiz:

Para politikası stratejisinin ikinci ayağını oluşturan **M3 para arzındaki** artış hızı, Şubat-Nisan döneminde Ocak-Mart dönemine göre 0.5 puanlık artışla yüzde 8.2 düzeyinde gerçekleşmiştir. Söz konusu durum Şubat ve Mart aylarında yıllık bazda yüzde 7.9 büyüyen geniş anlamda para arzının Nisan ayında yüzde 8.7 büyümesinden kaynaklanmaktadır.

Jeopolitik ve finansal belirsizliğin Nisan ayı başından itibaren düşüş göstermesine karşın parasal genişlemenin yüksek seyrini sürdürmesi, piyasa aktörlerinin portföy yapılarında kısa sürede değişikliğe gitmesinin güç olmasının yanı sıra uzun dönemli faiz oranlarının çok düşük seviyelere ulaşması nedeniyle M3 para arzı tanımında yer alan finansal varlıkların alternatif maliyetlerinin düşmesinden

kaynaklanmaktadır. Euro alanı ve önde gelen dünya ekonomilerinin durumuna ilişkin olumsuz beklentiler de portföylerin kısa vadede yoğunlaşmasında etkili olmaya devam etmektedir.



M3 para arzının alt bileşenlerine bakıldığında, parasal genişlemenin temel olarak kısa vadeli mevduattaki artışla birlikte iki yıl vadeye kadar olan borçlanma araçlarındaki büyük çaplı artıştan kaynaklandığı gözlenmektedir. Bu kapsamda, dar anlamda para arzı (M1) yıllık artış hızı Nisan ayında Mart ayındaki yüzde 11,7'lik seviyesinden yüzde 11.1'e gerilemiştir. Nisan ayında yaşanan yavaşlama, dolaşımdaki paranın (emisyon) artış oranının Mart ayındaki yüzde 39.8'lik seviyesinden yüzde 37.5'e gerilemesinin yanı sıra, gecelik mevduatın artış hızının Nisan ayında Mart ayındaki yüzde 8.0 düzeyinden yüzde 7.6'ya düşmesinden kaynaklanmaktadır. Nisan ayında dar anlamda para arzı genişlemesi hız kesmiş olsa da halen yüksek bir artış eğilimi içerisinde olması piyasa aktörlerinin beklentilerinde iyileşme yaşanmadığının altını çizmektedir.

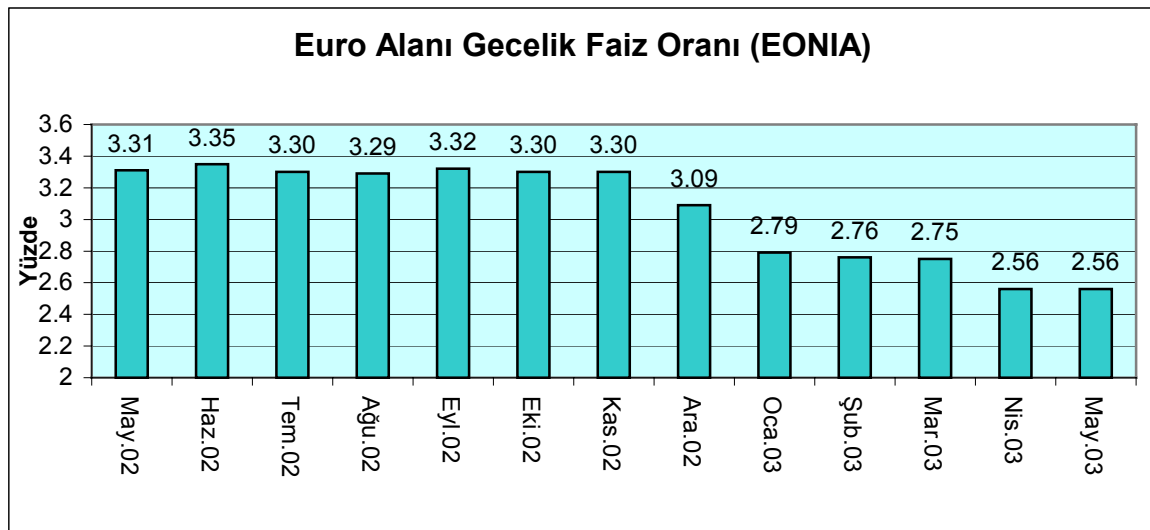
Gecelik mevduat dışındaki kısa vadeli mevduatın seyrine bakıldığında ise yıllık artış hızının Nisan ayında, Mart ayındaki yüzde 4.6 seviyesinden yüzde 5,1'e yükseldiği görülmektedir. M3 tanımlamasına dahil olan, 2 yılın altında vadeye sahip, diğer piyasa araçlarının artış oranı ise Nisan ayında hızlı bir yükseliş kaydederek Mart ayındaki yüzde 8,1 seviyesinden yüzde 13.1'e ulaşmıştır. Söz konusu durumun, gelecek dönemde bono fiyatlarında yaşanacak bir düşüş endişesiyle kurumsal yatırımcıların bu tür araçlara olan talebindeki artıştan kaynaklanmış olması muhtemeldir. Zira 2 yıl vadeye kadar olan borçlanma araçlarının artış oranı Mart ayında yüzde -9.7 iken, Nisan ayında aynı oran yüzde 11.5'e yükselmiştir.

Parasal genişlemenin şu anki hızıyla devam etmesi durumunda orta vadede fiyat istikrarı açısından bir tehdit oluşturma riski bulunmakla birlikte, parasal genişlemenin nedenlerinin yakından izlenmesi fiyat istikrarı üzerindeki etkilerini ayırtmak açısından büyük önem arz etmektedir. Bu çerçevede, para arzı artış oranı halen referans değer (yüzde 4.5) üzerinde seyretmekle birlikte, geçici bir nitelik taşıdığı için, kısa vadede enflasyonist baskı yaratmamaktadır.

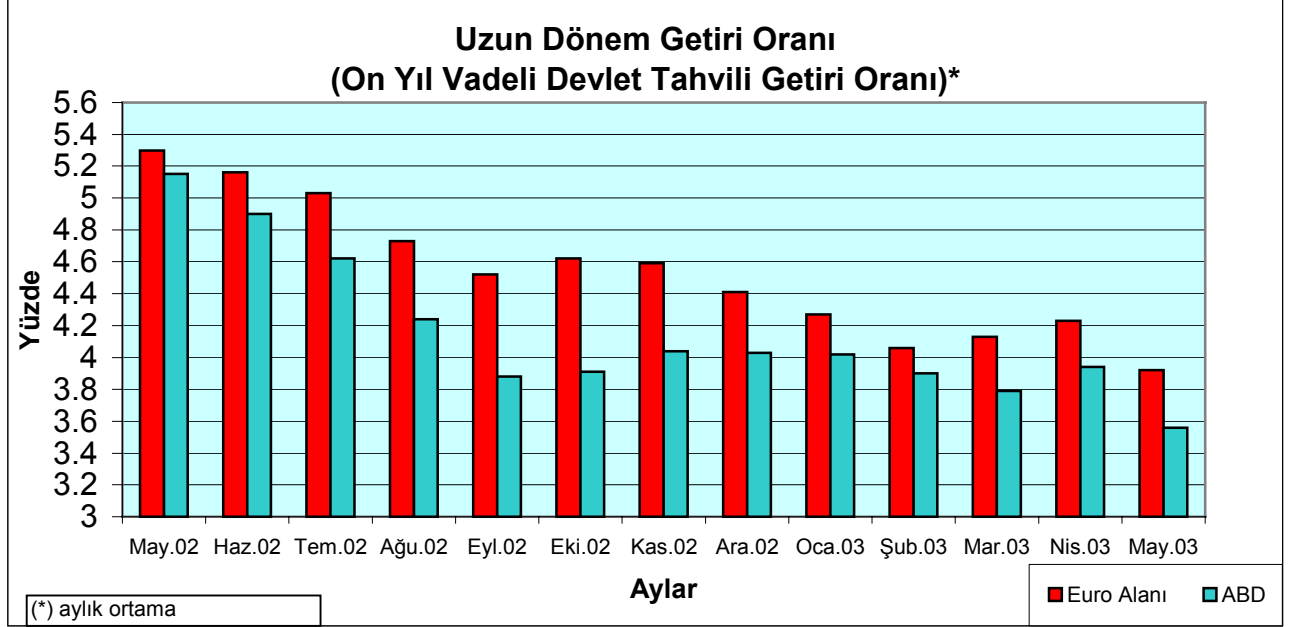
Özetle, euronun değer kazanmasının yanı sıra ekonomik aktivitenin zayıf seyretmesi nedeniyle fiyat istikrarı üzerinde kısa-orta vadede bir baskı bulunmamakta; parasal genişlemenin ise daha çok portföy yatırımlarındaki güvenlik kaygısından kaynaklanması, söz konusu genişlemenin orta-uzun vadede bir tehdit oluşturmayacağı yönünde deliller sunmaktadır.

#### IV. Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler

Euro alanı para piyasalarında oluşan kısa dönemli faizler, anahtar faiz oranlarına yönelik indirim beklentisi nedeniyle Mayıs ayı içerisinde düşüş eğilimine girmiştir. Söz konusu durum, ECB'nin temel refinansman ihalelerinde de kendini göstermiş, 7 Haziran 2003 öncesinde gerçekleştirilen ihalelerde piyasa aktörlerinin düşük teklif verdiği gözlenmiştir. Gecelik faizler (EONIA) ise Mayıs ayı başından 4 Haziran'a kadar geçen sürede ECB'nin anahtar faiz oranı olan yüzde 2.50 seviyesine yakın bir bantta dalgalanmıştır.



On yıllık devlet tahvili ile ölçülen euro alanı uzun dönemli getirileri ise Mayıs ayı başından 4 Haziran'a kadar geçen sürede 0.4 puanlık düşüşle yüzde 3.7 seviyesine gerilemiştir. Amerikan devlet tahvili getirilerinin de, 0.6 puanlık bir düşüş sonrasında yüzde 3.3'e gerilemesi, iki piyasa arasındaki getiri farkının (spread) 0.4 puana yükselmesine neden olmuştur.



Amerikan ve euro alanı uzun dönemli getirilerinde yaşanan uzun soluklu bu düşüş, temel olarak iki nedenden kaynaklanmaktadır. Öncelikle, uzun dönemli getiriler gelecekteki kısa dönemli faizlere ilişkin beklentileri temsil ettiği için, piyasa aktörlerinin geleceğe yönelik büyüme beklentilerindeki kötümserliği yansıtmaktadır. İkinci olarak, özellikle hisse senedi piyasalarında yaşanan düşüşler sonucunda yatırımcıların portföy yapılarında değişikliğe giderek daha güvenli araçlar olan devlet tahvillerine yönelmeleri, söz konusu gelişmede etkili olmuştur.

Mayıs ayı özelinde inceleyecek olursak, Amerikan uzun dönemli getirilerinde yaşanan düşüş, Amerikan Para Politikası Komitesi'nin 6 Mayıs 2003'de yaptığı açıklama sonrasında piyasa aktörlerinin kısa dönem faizlerin daha önce beklenenden daha uzun bir süre düşük seviyesini koruyacağı yönündeki endişelerinden kaynaklanmaktadır. Ayrıca, piyasa aktörlerinin ekonomik performansa ilişkin olumsuz beklentileri de söz konusu düşüşte etkili olmuştur. Euro alanı uzun dönemli getirilerinde yaşanan düşüş ise, Amerikan piyasalarında yaşanan gelişmelerin paralel hareketlerini yansıtmakla birlikte piyasa aktörlerinin ekonomik duruma ilişkin kötümser beklentilerini ortaya koymaktadır.

Euro alanı hisse senedi piyasaları, diğer önde gelen piyasalarla birlikte, Nisan sonu ile 4 Haziran 2003 arasındaki dönemde yükseliş kaydetmiştir. Mart ayından itibaren jeopolitik gerginliğin ortadan kalkmasına bağlı olarak yükselişe geçen hisse senedi piyasaları, Mayıs ayı sonuna gelindiğinde istikrara kavuşmuştur.

Amerikan piyasalarında yaşanan yükseliş, jeopolitik gerginliğin ortadan kalkması ile birlikte uyguladıkları risk primlerini sıfırlamalarının yanı sıra, açıklanan karlılık rakamlarının beklenenden iyi olmasından kaynaklanmıştır. Amerikan Kongresi'nin sermaye gelirleri ve kar payları üzerinden alınan vergilerde indirime gitmesi de söz konusu artışa katkıda bulunmuştur. Yayınlanan makroekonomik veriler ise karışık sinyaller vermeye devam etmiştir.

Japon hisse senedi piyasaları ise diğer önde gelen piyasalardan farklı bir seyir izlemiştir. Mayıs ayının başında Japon yeninin dolar karşısında değerlenmesi nedeniyle ihracatçı firmaların hisselerinin fiyatlarında düşüş yaşanmakta iken, ay sonuna doğru açıklanan verilerin şirket karlarının beklenenden iyi olduğuna işaret etmesinin yanı sıra Amerikan piyasalarındaki olumlu gelişmelerin yayılma etkisi, hisse senedi fiyatlarında hızlı bir artışa neden olmuştur.

Euro alanı hisse senedi piyasaları ise Amerika'daki fiyat hareketlerine paralel bir gelişme göstermekle birlikte fiyat artışları Amerika'dakinden daha az olmuştur. Bu durum, euronun değer kazanmasına bağlı olarak euro alanı ihracatçıların karlarında yaşanan daralmaya paralel olarak açıklanan makroekonomik verilerin karışık sinyaller vermesinden kaynaklanmaktadır.

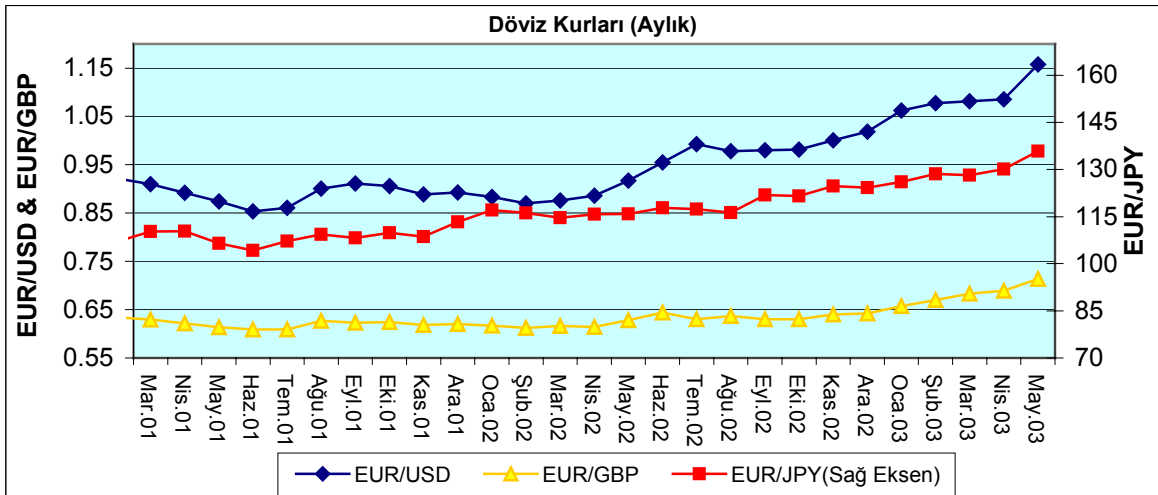
Bu çerçevede euro alanı EURO STOXX endeksi, ABD S&P 500 endeksi ve Japonya Nikkei 225 endeksi, Mart sonu ile 7 Mayıs 2003 arasında sırasıyla yüzde 4, yüzde 8 ve yüzde 10 değer kazanmıştır. Fiyat hareketlerine ilişkin beklentilerdeki belirsizliği ifade eden fiyat dalgalanmaları (volatilité) ise, Irak'a yönelik saldırıların sonuçlanmasına bağlı olarak her üç piyasada da düşüş göstermiştir.



## V. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler

Döviz piyasaları, Mayıs ayında euronun önde gelen ülke paraları karşısında değer artışına şahit olmuştur. Mayıs ayı sonuna gelindiğinde euro, kullanıma girdiği 1999 yılından bu yana en yüksek seviyelerine ulaşmıştır.

Mayıs ayı içerisinde euro, piyasa aktörlerinin Amerikan ekonomisinin toparlanma sürecindeki yavaşlığa yoğunlaşması nedeniyle yükselmeye devam etmiştir. Söz konusu yükselişin altında yatan temel etmen, Amerikan cari işlemler dengesinde yaşanan açıkların sürekliliğini koruması ile kamu kesimi dengesinde yaşanan kötüleşmedir. Ancak, Haziran ayı başında Amerika'daki yatırımcı güvenindeki düzelmeye nedeniyle Amerikan doları euro karşısında istikrar kazanmıştır. Böylelikle euro, 4 Haziran 2003 itibariyle 1.17 dolardan işlem görerek Nisan ayı sonuna göre yüzde 5 değer kazanmıştır.



Japon ekonomisine ilişkin beklentilerin, zayıf seyreden dış talebin ülke ihracatı üzerindeki etkilerine bağlı olarak kötüleşmesi, Japon yeninin Mayıs ayında euro karşısında değer kaybetmesine neden olmuş, aynı dönemde Japon yeni Amerikan doları karşısında küçük çapta değer kazanmıştır. Bu çerçevede döviz kuru, 4 Haziran 2003 itibariyle 1 euro 138.60 yen olarak gerçekleşerek, Mart ayı sonuna göre yüzde 4.2 artış göstermiştir .

Mayıs ayı içerisinde İngiliz sterlini, yayınlanan verilerin tüketim harcamaları ile ihracattaki yavaşlamaya işaret etmesi nedeniyle euro karşısında değer kaybına uğramıştır. 4 Haziran 2003 tarihinde euro, İngiliz sterlini karşısında 0.72 üzerinden işlem görerek Nisan ayı sonundaki değerinin yüzde 2.9 üzerinde seyretmiştir.

Euro alanının en önemli 12 ticaret ortağının euro karşısındaki döviz kurunun, söz konusu ülkelerin euro alanı dış ticaretindeki payı ile orantılandırılması sonucunda bulunan nominal efektif döviz kuru, Mayıs ayında yüzde 3.9 artmıştır. Söz konusu kurun tüketici fiyatlarıyla uyarlanmış ifadesi olan reel efektif döviz kuru da paralel şekilde Mayıs ayında aylık bazda yüzde 3.9'luk bir artış göstermiştir.

## **VI. Ödemeler Dengesine İlişkin Gelişmeler**

Euro alanı cari işlemler dengesi Mart 2003'te 1.2 milyar euro fazla vermiştir. Şubat 2002'de yaşanan 7.4 milyar euroluk fazla ile karşılaştırıldığında yaşanan düşüşün, mal ticareti fazlasında yaşanan 8.9 milyar euro'luk düşüşten kaynaklandığı gözlenmektedir. Hizmet ticaretindeki ve cari transferler kalemindeki açıkların azalması ise cari işlemler dengesine olumlu katkıda bulunmuştur.

Mevsimsellikten arındırılmış verilere bakıldığında ise, cari işlemler dengesinin Şubat ayında 1.7 milyar euro açık vererek, bir önceki aydaki 1.9 milyar euro'luk fazla ile karşılaştırıldığında büyük çaplı bir düşüş gösterdiği farkedilmektedir. Söz konusu gelişmenin altında yatan temel faktör, büyük ölçüde euronun değerlenmesi sonrasında mal ticaretinde yaşanan bozulmadır.

Sermaye hareketlerinde ise, euro alanının doğrudan yatırımlarda 8 milyar euro'luk sermaye çıkışını, 20.7 milyar euro'luk portföy yatırımı kaynaklı sermaye girişiyle bertaraf ettiği gözlenmiştir.

Hazırlayanlar:

Durukan Payzanoğlu

Ferhat Çamlıca

Uzman Yardımcısı

Uzman Yardımcısı

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

[ferhat.camlica@tcmb.gov.tr](mailto:ferhat.camlica@tcmb.gov.tr)

Kaynaklar:

- ECB Monthly Bulletin, Haziran 2003
- ECB Statistical Press Release, 27 Mayıs 2003, 28 Mayıs 2003
- Eurostat News Release, 18 Haziran 2003,
- ECB Press Conferences 5 Haziran 2003

DÖVİZ KURLARI (GÜNLÜK)

