

Euro Bölgesi İzleme Raporu:

Mayıs 2003

I. Genel Ekonomik Gelişmeler

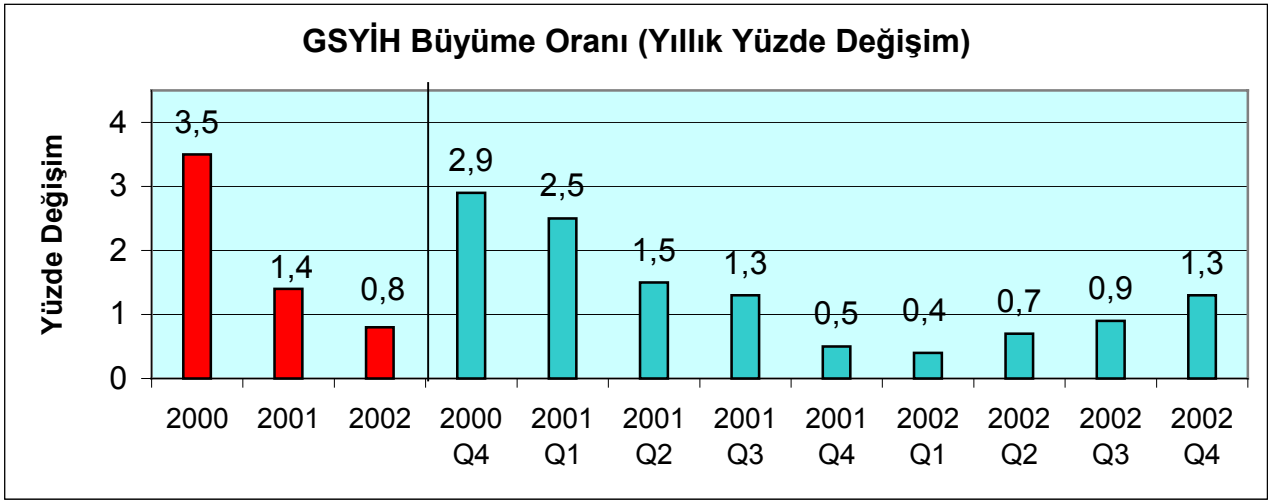
Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi'nin **8 Mayıs 2003** tarihli toplantısında anahtar faiz oranlarında herhangi bir **değişikliğe gidilmemiştir**. Böylelikle söz konusu oranlar, refinansman için yüzde 2.5, marjinal kredi imkanı için yüzde 3.5 ve depo imkanı için yüzde 1.5 olarak gerçekleşmiştir.

Para politikası stratejisinin ilk ayağını oluşturan **M3 para arzındaki** artış hızı, Ocak-Mart 2003 döneminde Aralık 2002-Şubat 2003 dönemine göre 0.4 puanlık artışla yüzde 7.7 düzeyinde gerçekleşmiştir. Parasal genişlemede uzun süreden beri devam eden yüksek seyrin inceleme döneminde hızlı artış göstermesi, küresel anlamda ekonomik, finansal ve jeopolitik belirsizliğin, özellikle Mart ayında Irak'ta yaşanan askeri saldırılarla, en yüksek seviyesine çıkması ile ilişkilendirilmektedir. M3 içerisinde bulunan kısa vadeli araçların alternatif maliyetinin düşmüş olması da geniş anlamda para arzının artışına katkıda bulunan bir diğer faktördür. Parasal genişlemenin şu anki hızıyla devam etmesi durumunda orta vadede fiyat istikrarı açısından bir tehdit oluşturacağı düşünülmekle birlikte, finans kesimi dışına açılan kredilerin düşük seviyede seyretmesi, söz konusu yatırımların kısa vadeli piyasa araçlarına yönelen ihtiyati yatırımlar olduğunu göstermektedir. Bu duruma bağlı olarak para arzı artış oranı halen referans değer (yüzde 4.5) üzerinde seyretmekle birlikte, geçici bir nitelik taşıdığı için, kısa vadede enflasyonist baskı yaratmamaktadır.

Para politikasının, enflasyon göstergeleri, büyüme performansı gibi M3 para arzı dışındaki temel makroekonomik göstergelerin ele alındığı ikinci ayağına ilişkin gelişmeler incelendiğinde, ekonomik toparlanmanın henüz yavaş seyrini sürdürdüğü görülmektedir.

Euro alanı ekonomisinin, 2002 yılının son çeyreğinde yüzde 0.2 büyüdüğünü gösteren tahminler, 8 Mayıs 2003 tarihinde yayınlanan yeni verilerle yüzde 0.1 olarak revize edilmiştir. Söz konusu revizyon, daha yüksek düzeyde gerçekleşen ithalat nedeniyle net ihracat kaleminin büyümeye katkısında yaşanan düşüşten kaynaklanmaktadır. Yatırım kaleminde de revizyona gidilen büyüme istatistiklerinde

2002 yılının ilk çeyreğine ilişkin aşağı doğru bir düzeltme yaşanırken, yılın ikinci yarısında yatırım rakamlarının daha önce belirtilenden yüksek olduğu kaydedilmiştir. Sonuç olarak son çeyrekte, yılın üçüncü çeyreğine göre düşüş yaşandığına işaret eden veriler, net ihracat kaleminin GSYİH'ye katkısında yaşanan azalmanın düşüşün ana kaynağı olduğunu gösterirken, iç talebin büyümeye katkısı özel kesim harcamalarındaki artıştan ötürü pozitif olmuş, yatırımlar ise daha önce değindiğimiz üzere zayıf ama pozitif seyrini korumuştur.

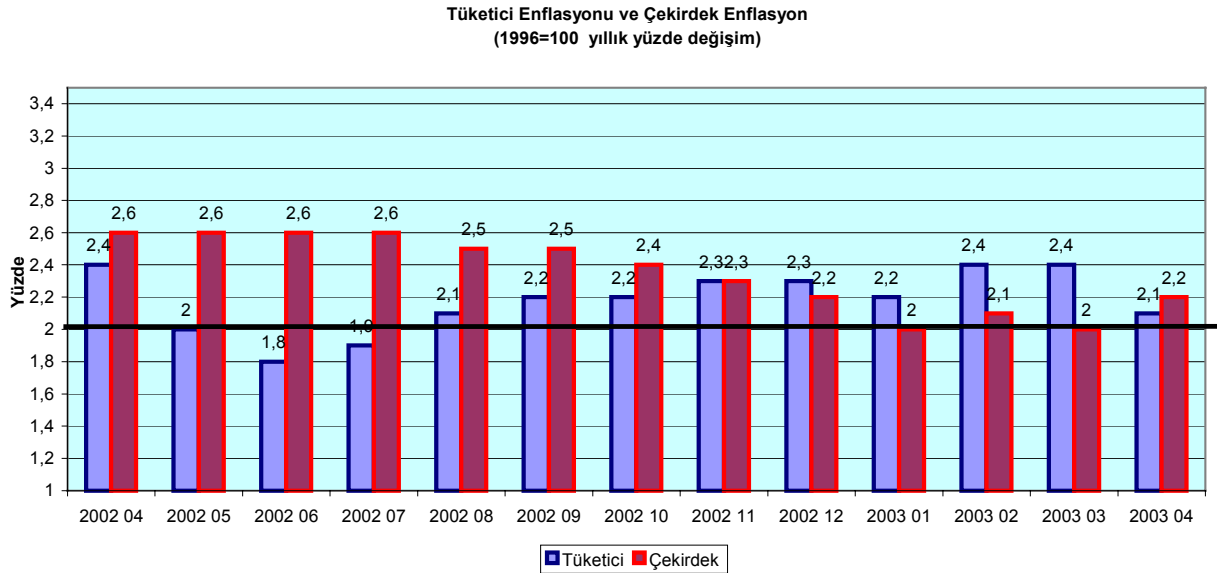


Sanayi üretimi ise, aylık bazda incelendiğinde, Şubat ayında yüzde 0.4 artmıştır. Şubat ayında yaşanan bu artış sermaye malı ve enerji sektörlerindeki artışlardan kaynaklanmaktadır. Diğer taraftan, Şubat ayında dayanıklı tüketim malı üretimi bir önceki aya göre düşüş göstermiş, ara malı üretimi de değişmeden kalmıştır. Yıllık veriler incelendiğinde ise üretimin Şubat 2003'te bir yıl öncesinin aynı dönemine göre yüzde 2.0 arttığı görülmektedir. Ancak, anket verileri, Irak'ta yaşanan gerginliğin sona ermesine karşın, ikinci çeyreğin başında ekonomik aktivitenin zayıf seyrini koruduğuna işaret ederek, Şubat ayında yaşanan artışların arkasında yatan etmenlerin zayıflığına dikkat çekmektedir.

İşsizlik oranı, 2003 Ocak ve Şubat aylarında yüzde 8.6 olarak gerçekleştiikten sonra Mart ayında da yüzde 8.7'ye yükselerek, üç aylık verilerin 2002'nin son çeyreğindeki yüzde 8.4'lük seviyesinden 2003'ün ilk çeyreğinde yüzde 8.6'ya yükselmesine neden olmuştur. Söz konusu durum, önceki dönemlerde ekonomide

yaşanan yavaşlamanın gecikmeli etkisine ve ardından gelen toparlanmanın tahminlerden yavaş olmasına bağlanmaktadır.

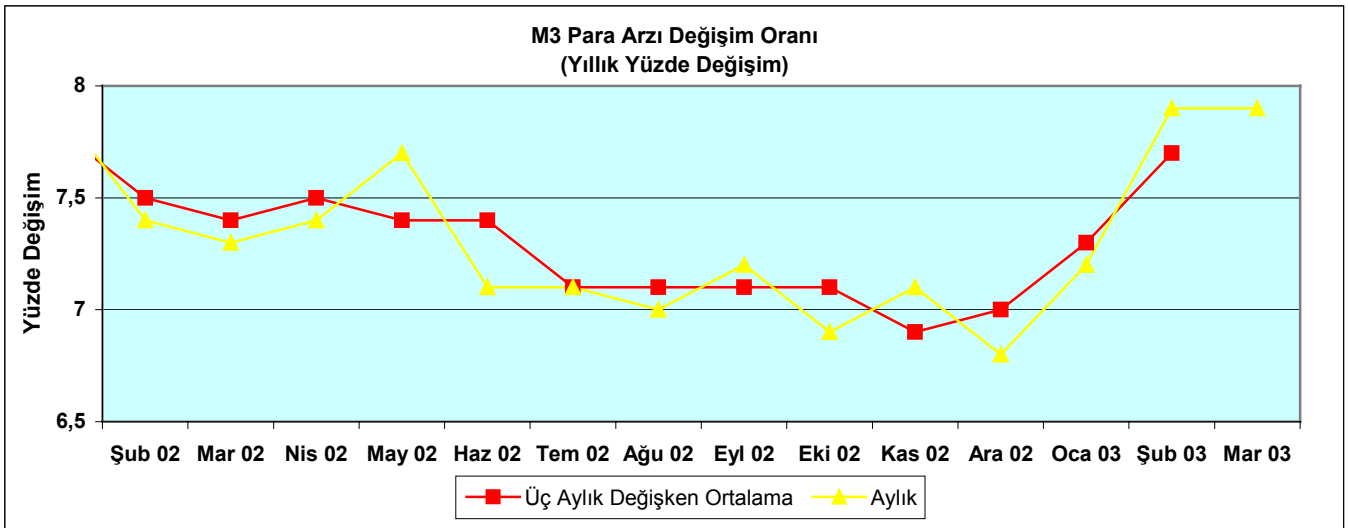
Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP) ile ölçülen euro alanı enflasyon düzeyi, Nisan ayında aylık bazda yüzde 0.1 artış göstererek, yıllık enflasyon düzeyinin Mart ayındaki yüzde 2.4'lük seviyesinden Nisan ayında yüzde 2.1'e gerilemesine neden olmuştur. Enflasyon oranındaki söz konusu düşüş, petrol fiyatlarında Mart ayı ortasından bu yana devam eden düşüşün enerji fiyatlarına yansımalarıyla ilişkilendirilmektedir. Diğer taraftan, Paskalya tatili nedeniyle bazı hizmetlerin fiyatlarında yaşanan artışlar, enflasyonu artırıcı katkı yapan mevsimsel bir faktör olarak göze çarpmaktadır.



Enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarını içermeyen **çekirdek enflasyon** ise, Mart ayında yüzde 2.0 düzeyine geriledikten sonra Nisan ayında tekrar hız kazanarak yüzde 2.2 düzeyinde gerçekleşmiştir. Nisan ayında yaşanan artış, yukarıda değinildiği üzere mevsimsel faktörlere bağlı olarak yükselen bazı hizmet fiyatlarından kaynaklanmaktadır. Bu nedenle, çekirdek enflasyondaki artışa rağmen, tüketici fiyatları enflasyonunun azalış trendinin süreceği ve yılın ikinci yarısından itibaren yüzde 2'lik hedef seviyenin altına gerileyeceği düşünülmektedir.

II. Parasal Gelişmeler

M3 para arzı yıllık büyüme oranı, Mart ayında bir önceki aya göre değişmeden yüzde 7.9 olarak gerçekleşmiştir. M3 para arzının son dönemdeki yüksek artış hızı, temelde jeopolitik gerginlik nedeniyle euro alanına dönen sermaye akımları ile euro alanı ve önde gelen dünya ekonomilerinin ekonomik performanslarına ilişkin olumsuz beklentiler nedeniyle kısa vadeli ve güvenli yatırım araçlarına yönelen portföy yatırımlarından kaynaklanmaktadır. Uzun vadeli faizlerde bir süredir yaşanan düşüşlerin, M3 içerisinde bulunan kısa vadeli araçların alternatif maliyetini düşürmüş olması da geniş anlamda para arzının artışını hızlandırmıştır. Söz konusu gelişmelere paralel olarak üç aylık (değişken ortalama) veriler de Aralık 2002-Şubat 2003 dönemindeki yüzde 7.3'ten Ocak-Mart 2003 döneminde yüzde 7.7'ye yükselmiştir.



M3 para arzının alt bileşenlerine bakıldığında, dar anlamda para arzı (M1) yıllık artış hızı Mart ayında Şubat ayındaki yüzde 10.3 seviyesinden yüzde 11.6'ya yükselmiştir. Dar anlamdaki para arzında yaşanan artış, temel olarak, dolaşımdaki paranın (emisyon) Mart ayında bir önceki aydaki yüzde 41.4'lük artıştan yüzde 39.9'a gerilemesine karşın, gecelik mevduatın artış hızının Mart ayında Şubat ayındaki yüzde 6.4'ten yüzde 7.9'a yükselmesinden kaynaklanmaktadır. Dolaşımdaki paradaki yüksek artış hızı ise, euro dönüşümü nedeniyle 2001 yılı sonunda yaşanan büyük düşüşün 2002 yılı başından itibaren tersine dönmesinden kaynaklanmaktadır. Böylelikle dar anlamda para arzı M1, parasal genişlemenin temel kaynağını

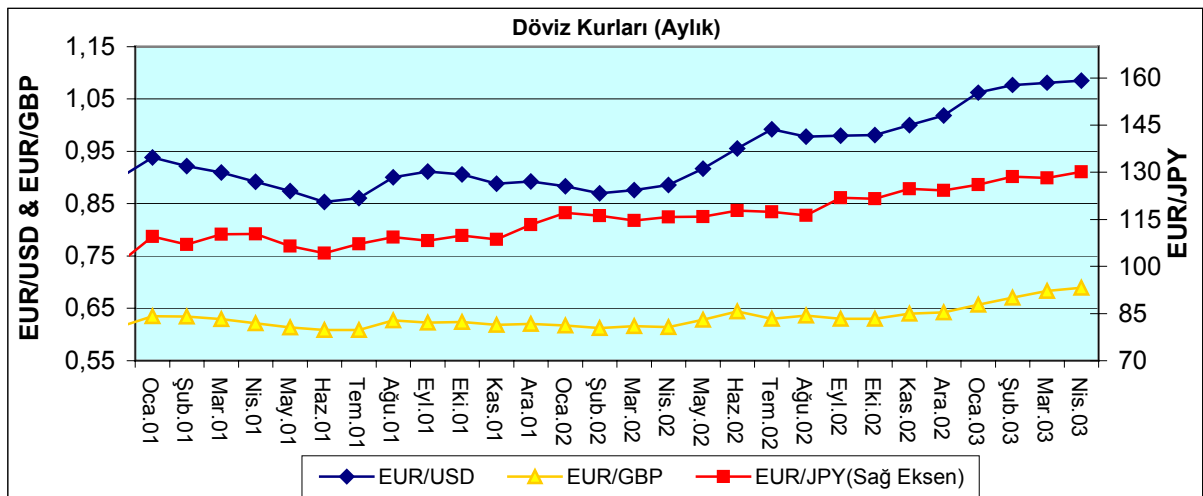
oluşturarak, piyasa aktörlerinin ekonomik toparlanma konusunda duyduğu şüphe ile yaşanan gerginliğin ekonomik etkilerine dair endişelerinin ifadesi olmuştur.

Gecelik mevduat dışındaki kısa vadeli mevduatın seyrine bakıldığında ise yıllık artış hızının Mart ayında, Şubat ayındaki yüzde 4.7 seviyesinden yüzde 4.5'e gerilediği görülmektedir. M3 tanımlamasına dahil olan, 2 yılın altında vadeye sahip, diğer piyasa araçlarının artış oranı ise Şubat ayındaki yüzde 11.3 seviyesinden Mart ayında yüzde 7.9'a gerilemiştir.

III. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler

Irak'ta yaşanan savaş dolayısıyla Mart ayı ve Nisan ayı başında büyük çaplı dalgalanmalar yaşayan döviz piyasaları, Nisan ayı içerisinde yeniden Amerikan ekonomisinde yaşanan çifte açıklar, Japon ekonomisinin zayıf görüntüsünü sürdürmesi, gibi makroekonomik faktörlere yoğunlaşmaya başlamıştır.

Bu çerçevede, euro Nisan ayı başında Irak'a yönelik saldırıların sona ermesinin yarattığı olumlu hava nedeniyle dolar karşısında değer kaybettikten sonra piyasa aktörlerinin makroekonomik verilere yoğunlaşmasıyla birlikte tekrar yükselişe geçmiştir. Söz konusu yükselişin altında yatan temel etmen, Amerikan cari işlemler dengesinde yaşanan açıkların sürekliliğini koruması ile yayınlanan verilerin Amerika'daki düşük üretim seviyesine ve işgücü piyasalarındaki zayıflığa işaret etmesidir. Böylelikle euro, 7 Mayıs 2003 itibariyle 1.14 dolardan işlem görerek Mart ayı sonuna göre yüzde 4.9 değer kazanmıştır.



Japonya ekonomisine ilişkin beklentilerin, küresel ekonomik aktivitedeki zayıflığa bağlı olarak kötüleşmesi, Japon yeninin Nisan ayında euro karşısında değer

kaybetmesine neden olmuş, aynı dönemde Japon yeni Amerikan doları karşısında da istikrarlı bir seyir izlemiştir. Japon yeninin dolar karşısındaki istikrarlı seyri, piyasa aktörlerinin Japon Merkez Bankası'nın kura müdahale edeceğine ilişkin beklentilerinden kaynaklanmaktadır. Bu çerçevede döviz kuru, 7 Mayıs 2003 itibariyle Japon yeni karşısında 1 euro 133.6 yen olarak gerçekleşerek, Mart ayı sonuna göre yüzde 3.4 artış göstermiştir .

Ocak ayı içerisinde İngiliz sterlini, yayınlanan verilerin hizmetler sektörü başta olmak üzere, ekonomik aktivitenin yavaşladığına işaret etmesi nedeniyle euro karşısında değer kaybına uğramıştır. 7 Mayıs 2003 tarihinde euro, İngiliz sterlini karşısında 0.71 üzerinden işlem görerek Mart ayı sonundaki değerinin yüzde 3.3 üzerinde seyretmiştir.

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, Nisan ayında yüzde 0.7 artmıştır. Söz konusu kurun tüketici fiyatlarıyla uyarlanmış ifadesi olan reel efektif döviz kuru ise Nisan ayında aylık bazda yüzde 0.7'lik bir artış göstermiştir.

IV. Ödemeler Dengesine İlişkin Gelişmeler

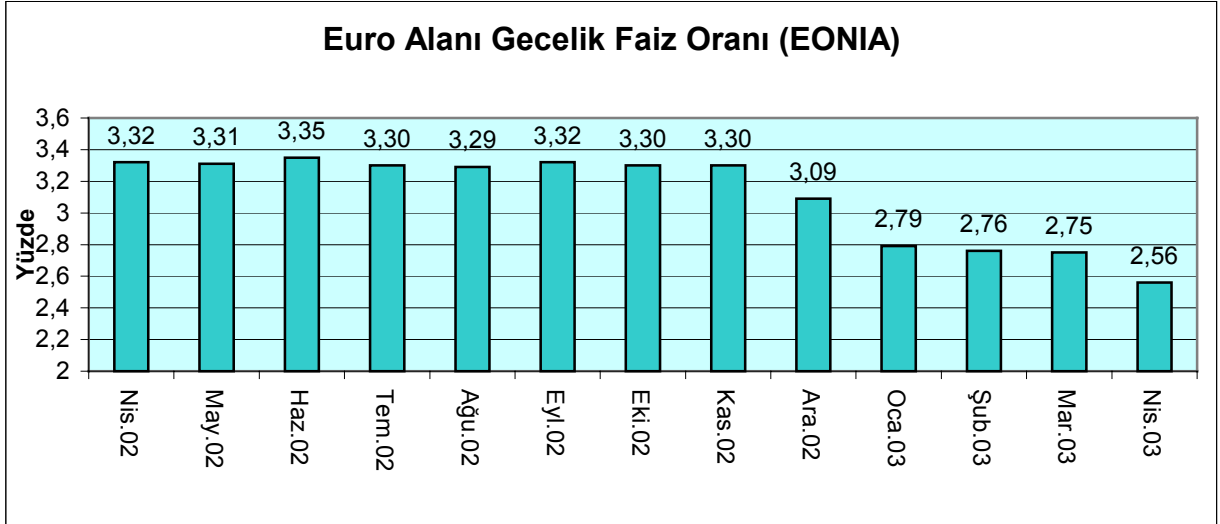
Euro Alanı cari işlemler dengesi Şubat 2003'te 3.2 milyar euro fazla vermiştir. Şubat 2002'de yaşanan 4.7 milyar euroluk fazla ile karşılaştırıldığında, yaşanan düşüşün gelirler dengesinde yaşanan açığın 3 milyar euro artmasının yanı sıra mal ticareti fazlasındaki küçük düşüştan kaynaklandığı gözlenmektedir. 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 1.9 milyar euro fazla vererek, bir önceki aya göre 200 milyon euro düşüş gösterdiği farkedilmektedir. Söz konusu gelişmenin altında yatan temel faktör, hizmetler dengesi ve cari transferler kalemlerinde yaşanan kötüleşmedir.

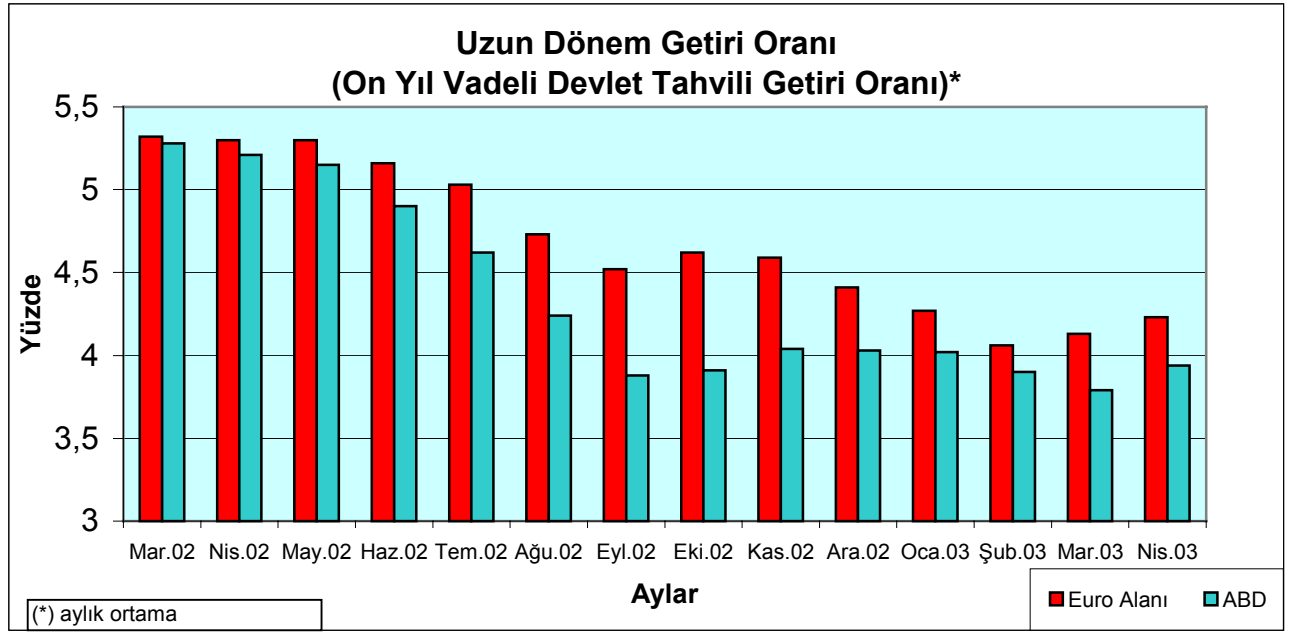
Sermaye hareketlerinde ise, euro alanının doğrudan yatırımların ve portföy yatırımlarının her ikisinde de sermaye girişiyle karşılaştığı görülmüştür. Sermaye girişlerinin büyük çoğunluğu 10.7 milyar euroya ulaşan portföy yatırımlarından kaynaklanırken, doğrudan yatırımlar çok küçük bir giriş kaydetmiştir.

V. Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler

Euro alanı para piyasalarında oluşan kısa dönemli faizler, Mayıs 2002'den beri devam eden düşüş trendini Mart ayının ilk yarısında terk etmesine karşın, üçüncü haftadan itibaren düşüşe geçerek bu eğilimi Nisan ayına da taşımıştır. Özellikle bir yıla yakın vadeli faizlerde kendini gösteren bu düşüşler, gecelik faizlerde aynı büyüklükte olmamıştır. Genel eğilime paralel olarak gecelik faizler (EONIA) Nisan ayı başından 7 Mayıs'a kadar geçen sürede yüzde 2.54-2.56 bandı içerisinde dalgalanarak ECB'nin anahtar faiz oranı olan yüzde 2.50 seviyesine oldukça yakın bir seyir izlemiştir.



On yıllık devlet tahvili ile ölçülen euro alanı uzun dönemli getirileri ise Mart ayı sonundan 7 Mayıs'a kadar geçen sürede 0.1 puanlık düşüşle yüzde 4.0 seviyesine gerilemiştir. Amerikan devlet tahvili getirilerinin de, aynı miktardaki bir düşüş sonrasında yüzde 3.8 düzeyinde gerçekleşmesi, iki piyasa arasındaki getiri farkının (spread) 0.3 puanda sabit kalmasına 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. Diğer taraftan, Irak'a düzenlenen saldırıların sona ermesiyle birlikte piyasalardaki volatilitenin büyük ölçüde düşmüş olması, gelecekte özellikle ekonomik toparlanmanın hız kazanmasıyla birlikte portföy yapılarında tekrar bir değişikliğe gidilebileceğini göstermektedir.

Euro alanı hisse senedi piyasaları, diğer önde gelen piyasalarla birlikte, Mart sonu ile 7 Mayıs 2003 arasındaki dönemde jeopolitik gerginliğin ortadan kalkmasına bağlı olarak hızlı bir yükseliş yaşamıştır. Amerikan piyasalarında yaşanan yükseliş temel olarak piyasa aktörlerinin jeopolitik gerginliğin ortadan kalkmasından sonra daha önceleri güvenli yatırımlara yönelttikleri fonlarını tekrar hisse senetlerine yatırımlarından kaynaklanmıştır. Yayınlanan makroekonomik veriler karışık sinyaller verse de, şirketlerin 2003 yılının ilk çeyreğine ilişkin gelir rakamlarının beklenenden daha iyi çıkması da söz konusu yükselişe katkıda bulunmuştur.

Japonya hisse senedi piyasaları ise inceleme dönemi sonunda yükseliş kaydetmiş olsa da Nisan ayı içerisinde son 20 yılın en düşük seviyelerine indikten

sonra Mayıs ayının ilk günlerinde Japon hükümeti tarafından yapılan açıklamalarla tekrar yükselişe geçmiştir. Japon piyasalarında yaşanan söz konusu düşüş, ekonominin durumuna ilişkin uzun süredir devam eden kötümserliğin yanı sıra, şirketlerin hükümet tarafından yönetilen emeklilik fonlarına yatırım yapmalarına olanak sağlayan reform paketinin yürürlüğe girmesi ile birlikte emeklilik fonu yöneticilerinin hisse senedi portföylerini boşaltmalarından kaynaklanmaktadır. Bu düşüşü takiben koalisyon hükümetinin hisse senedi piyasalarını destekleyeceğini açıklaması, Mayıs ayı başında fiyatların tekrar yükselmesiyle sonuçlanmıştır.

Euro alanı hisse senedi piyasaları ise Amerika'daki fiyat hareketlerine paralel bir gelişme göstermekle birlikte fiyat artışları Amerika'dakinden fazla olmuştur. Bu durum, temel göstergelerdeki farklılıktan çok, Irak'ta yaşanan gerginlik sırasında Amerika'ya göre daha büyük çapta düşüş yaşayan euro alanı piyasalarının toparlanma esnasında da daha hızlı hareket etmesinden 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 15, yüzde 10 ve yüzde 2 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.

Hazırlayan:

Durukan Payzanođu

Uzman Yardımcısı

durukan.payzanođlu@tcmb.gov.tr

Kaynaklar:

- ECB Monthly Bulletin, Mayıs 2003
- ECB Statistical Press Release, 29 Nisan 2003
- Eurostat News Release, 16 Mayıs 2003,
- ECB Press Conferences 8 Mayıs 2003

DÖVİZ KURLARI (GÜNLÜK)

