

Euro Bölgesi İzleme Raporu:

Ağustos 2003

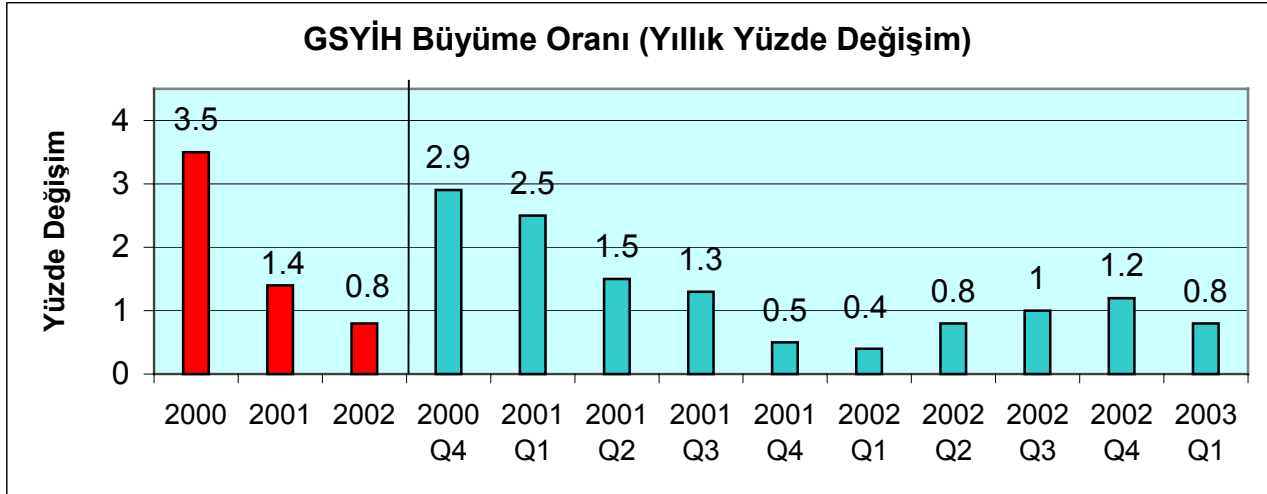
I. Genel Gelişmeler:

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi'nin 31 Temmuz 2003 tarihli toplantısında anahtar faiz oranlarında herhangi bir değişikliğe gidilmemiştir. Böylelikle söz konusu oranlar, refinansman için yüzde 2.0, marjinal kredi imkanı için yüzde 3.0 ve depo imkanı için yüzde 1.0 olarak kalmıştır.

II. Ekonomik Analiz:

Enflasyon göstergeleri, büyüme performansı gibi parasal göstergeler dışındaki temel makroekonomik göstergelerin ele alındığı "ekonomik analiz"e ilişkin verilere bakıldığında, Euro alanı ekonomisindeki toparlanma halen yavaş seyrini devam ettirmektedir. Ancak, ekonomik toparlanmanın 2003'ün ikinci yarısı ve 2004'te yükselen bir ivme kazanacağı yönündeki beklentiler giderek artmaktadır. Beklentilerin arkasındaki önemli unsurlardan biri, 2003 yılının ilk yarısındaki güven eksikliğinin yerini, ikinci 6 ay için büyük ölçüde istikrara bırakmış olmasıdır. Buna paralel olarak, dünyanın belirli bölgelerindeki ekonomik aktivitede güçlenme beklentilerini teyit eden son veriler, dış talepteki artışın da Euro alanı ekonomisindeki toparlanmaya önemli katkı sağlayacağı yönündedir. Tüm bunlara ek olarak, tarihinin en düşük faiz oranları ile oluşan uygun finansman koşulları, Avrupa Merkez Bankası tarafından orta-uzun vadede ekonomik toparlanmayı uyuracak en önemli unsur olarak görülmektedir.

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 olarak gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, 2002'nin son çeyreğinde başlayan ekonomik daralma, 2003'ün ilk çeyreğinden sonra da devam ederek, yılın ikinci çeyreği için büyümenin zayıf olacağına dair beklentileri güçlendirmiştir. Zayıf ilk çeyrek büyümesi, yatırım harcamalarındaki düşük orandaki azalışa karşın iç talebin hem özel, hem de kamu harcamalarındaki artıştan kaynaklanmıştır. 2002'nin son çeyreğiyle kıyaslandığında yatırım harcamalarının büyümeye katkısı azalırken, tüketimin büyümeye katkısı sabit kalmıştır. Net ihracatın ilk çeyrekte büyümeye katkısı, önceki çeyrekte daha zayıf olurken, ihracattaki güçlü düşüş dikkat



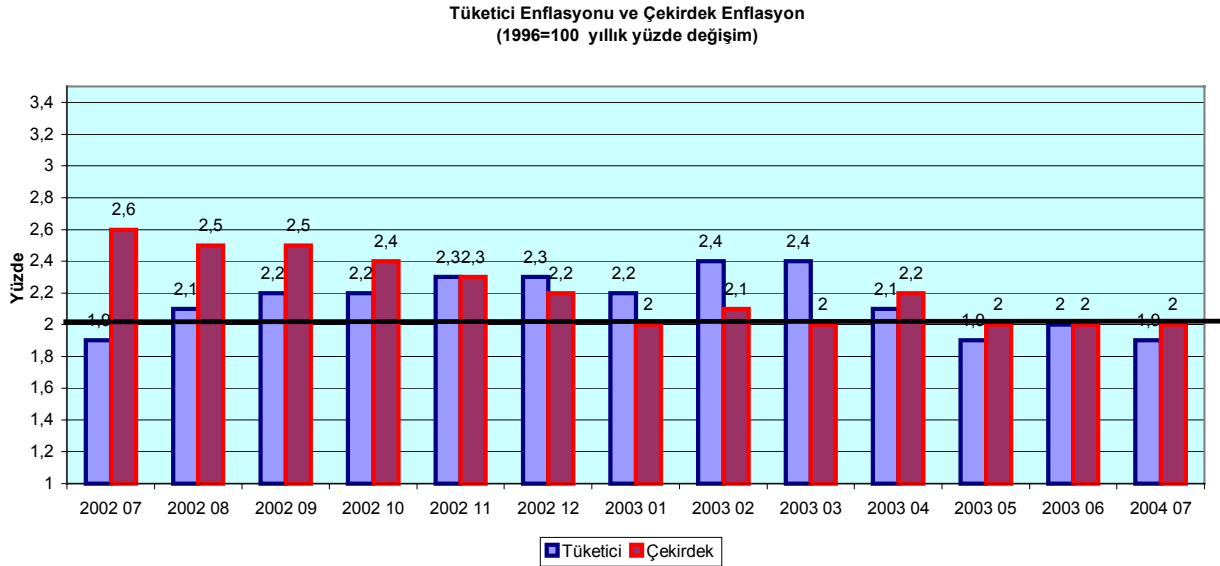
çekmektedir. Geçen yılın son çeyreğinden bu yılın ilk çeyreğine kadar gerçekleşen tüm olumsuz etkenlere rağmen GSYİH büyümesi, stok değişimindeki önemli artış sayesinde hızını kaybetmemiştir.

Sanayi üretimi ise, aylık bazda incelendiğinde, Nisan ayındaki yüzde 0.4'lük artıştan sonra Mayıs ayında yüzde 1 düzeyinde azalmıştır. Üç aylık ortalamalar bazında Mart-Mayıs döneminin ortalaması, Aralık-Şubat dönemine göre gerileyerek yüzde 0.3 olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler, ilk çeyrekteki sıfır büyümenin ardından ikinci çeyrekte bir daralmanın yaşanacağına işaret etmektedir. Sanayi üretiminin ana kalemlerinden olan ara malı üretiminin Mayıs ayında değişmemesine karşın, bir önceki aya göre yaşanan daralmanın nedeni, sermaye ve tüketim malları kalemlerinde ortaya çıkan düşüştür. Yıllık veriler incelendiğinde ise, sanayi üretimi Mayıs 2003'te bir yıl öncesinin aynı dönemine göre yüzde 1.5 gerilemiştir.

İşsizlik oranı, Mayıs ayında, Nisan ayına kıyasla değişmeden kalarak yüzde 8,8 olarak gerçekleşmiş, buna karşın 2002 yılı Mayıs ayına göre yüzde 0.5 daha yüksek çıkmıştır. Mayıs ayındaki işsiz artışı, önceki aylara göre göreceli olarak düşük kalmıştır ve daha çok ülkelerin özel koşullarını yansıtmıştır. Üç aylık veriler ise, 2002'nin son çeyreğinde yüzde 8.5 olarak gerçekleşen Euro alanı işsizlik oranının 2003'ün ilk çeyreğinde yüzde 8.7'ye yükseldiğine işaret etmektedir. Euro alanında halen yavaş ve gecikmeli bir şekilde gerçekleşen ekonomik toparlanmanın işsizlik oranları ve istihdam artışı üzerindeki olumlu etkisi, özellikle yılın ikinci yarısında beklenmektedir.

Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP) ile ölçülen Euro alanı enflasyon düzeyi, Temmuz ayında aylık bazda yüzde 0,1 azalırken, yıllık bazda

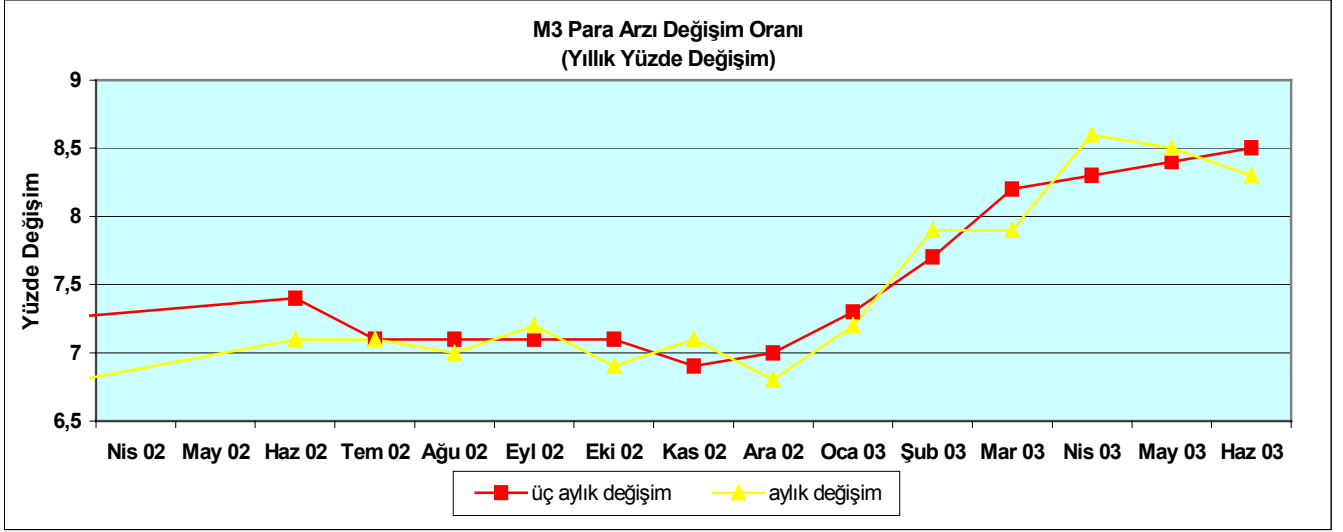
Haziran ayındaki yüzde 2,0 seviyesinden Temmuz ayında tekrar yüzde 1,9 seviyesine düşmüştür. Bu oranlar, Euro alanı fiyat gelişmelerinin, Avrupa Merkez Bankası'nın "yüzde 2'nin altında, ancak 2'ye yakın" olarak belirlediği yeni enflasyon hedefiyle uyumlu bir seyir izlediğini göstermektedir. Haziran ayı enflasyon oranındaki artış temel olarak enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yükselişten kaynaklanmıştır. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki artış Mayıs ayında yüzde 1.2'den, Haziran ayında yüzde 2.6'ya yükselerek önemli bir artış göstermiştir. Bu artışın temel sebebi bazı Euro alanı ülkelerinde yaşanan olumsuz hava koşullarının sebze ve meyve fiyatlarına birebir yansımalarıdır. Diğer taraftan enerji fiyatları da bir ay içinde yüzde 1 artarak Haziran ayında yüzde 1.6 olarak gerçekleşmiştir.



Enerji ve işlenmemiş gıda gibi duyarlılığı yüksek malların fiyatlarını içermeyen çekirdek enflasyon, Haziran ayında değişmeden yüzde 2 düzeyinde kalmıştır. Çekirdek enflasyon bünyesindeki hizmet fiyatları değişmeden yüzde 2.5 düzeyinde kalırken, işlenmiş gıda ve enerji dışı sanayi ürünleri fiyatlarından her ikisi de yüzde 0.1 azalarak, sırasıyla yüzde 0.8 ve yüzde 3.3 olarak gerçekleşmiştir.

II.Parasal Analiz:

Haziran 2003'de **M3 para arzının** yıllık büyüme hızı yüzde 8.3 seviyesine gerilerken, üç aylık veriler ışığında, Nisan-Haziran döneminde bir önceki üç aylık döneme göre 0.1 puanlık artışla yüzde 8.5 düzeyinde seyretmiştir.



Haziran ayına kadar gerçekleşen parasal gelişmeler, jeopolitik belirsizlikler ve hisse senedi piyasasındaki oynaklığın azalmasına karşın, sıradan yatırımcının portföy değişikliğine yönelmediğini göstermektedir. Faiz oranlarının tüm vadelerde düşük seyretmesi, uzun zamandır yüksek seyreden M3 para arzı büyümesinin görünürdeki tek açıklamasıdır. Bu bakımdan, göreceli olarak para tutmanın alternatif maliyetinin düşük olması yatırım araçlarının çekiciliğini kısmen azaltmıştır. Diğer taraftan Haziran'a kadar olan dönemde devlet tahvili getirilerinin düşük olması, ayrıca tahvil piyasasındaki yüksek oynaklık, yatırımcıların tercihlerini kısa vadeli likit araçlardan yana kullanmalarına yol açmıştır. Genel olarak belirsizliğin azalmasına karşın, 2003'ün ilk yarısı için söz konusu olan jeopolitik belirsizlik yerini büyük ölçüde ekonomik büyüme konusundaki belirsizliğe bırakmıştır. Euro alanı fiyat istikrarına yönelik risklere göz atıldığında, uzun zamandır referans değer üzerinde seyreden M3 para arzı büyümesi sonucunda ortaya çıkan aşırı likiditenin, bugüne dek zayıf ekonomik büyüme ortamında fiyat istikrarına önemli bir tehdit unsuru teşkil etmemesine karşın, bundan sonraki dönemde, artan büyüme beklentileri de dikkate alındığında yakından takip edilmesi kaçınılmaz olmaktadır. Özellikle de portföy tercih değişiklikleri sonucunda piyasada kısa vadeli yatırım araçlarına yönelen paranın, güçlü bir ekonomik büyüme ortamında enflasyonist baskı doğurması söz konusudur.

M3 para arzının alt bileşenlerine bakıldığında, dar anlamda para arzı büyümesi Haziran ayında yüzde 11.5 artarak, bir önceki aya göre artış hızını

korumuştur. M1 bünyesinde yer alan dolaşımdaki para artış hızı yavaşlayarak, yıllık bazda yüzde 34.3'den yüzde 31.9'a gerilemiştir. Dolaşımdaki paranın artışı hızı güçlü seyrini korumakla beraber, euroya geçiş öncesinde gözlemlenen değerlere giderek yaklaşan bir bant içinde hareket etmeye devam etmektedir. Gecelik mevduatın yıllık artış hızı Haziran'da yüzde 8.6'ya yükselirken, para tutmanın alternatif maliyetinin düşük olması bu yatırım aracına olan talebi uyaran temel unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

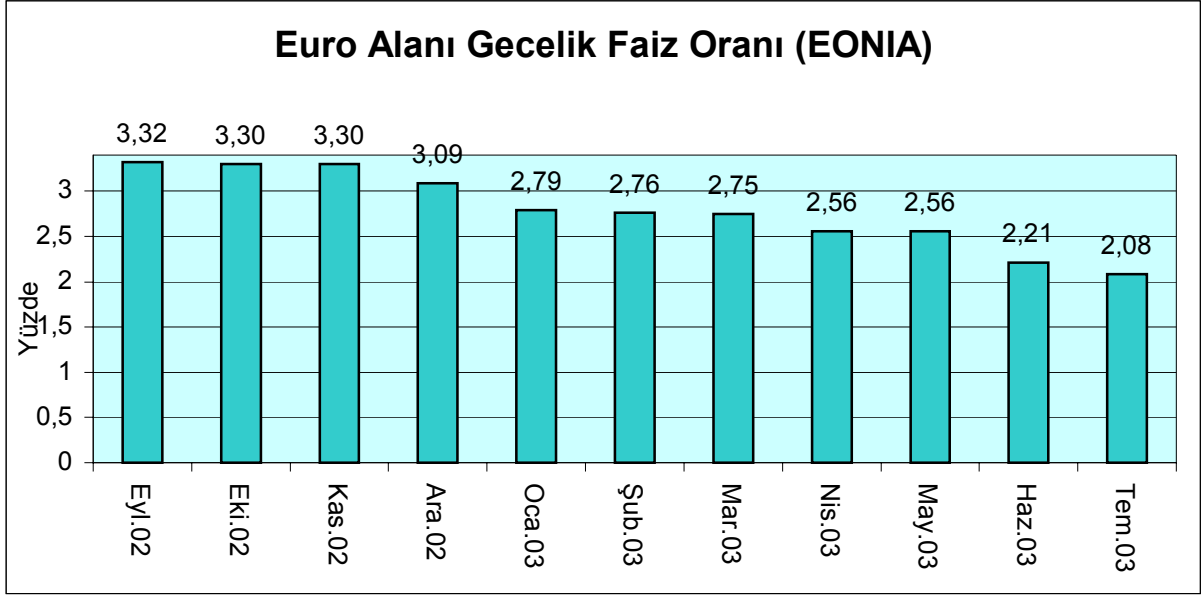
Gecelik mevduat dışındaki kısa vadeli mevduatın seyrine bakıldığında ise yıllık artış hızının Haziran ayında, Mayıs ayındaki yüzde 5,9 seviyesinden yüzde 5,6'ya düştüğü görülmektedir. Diğer taraftan M3 para arzı tanımına dahil olan diğer piyasa araçları yıllık bazda, Mayıs ayındaki yüzde 8.6 düzeyinden Haziran ayında yüzde 8.2 düzeyine gerilemiştir. Bu gelişme, repo ve iki yılın altında vadeye sahip piyasa araçlarının yıllık bazda artış hızlarının düşmesinden kaynaklanmıştır.

Sonuç olarak, euronun değer kazanması Temmuz ayında da devam ederek, ekonomik durgunluk eşliğinde fiyat artışları üzerinde baskı unsuru olmayı sürdürmektedir. Parasal analiz konusundaki eski hassasiyetini göstermeyeceğini açıklayan AMB, en azından orta-uzun vadede, ekonominin büyüme eğilimine girmesine karşın para arzı gelişmelerini yakından izleme durumunda kalacaktır.

III. Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler

Euro alanı para piyasalarında, Mayıs ayında başlayan ve Haziran boyunca devam eden kısa dönem faiz oranlarındaki düşüş, Temmuz ayının hemen başlarında az da olsa yatay bir seyir izlemeye başlamıştır. Gecelik faizler (EONIA) Temmuz ayı boyunca kademeli bir şekilde anahtar faiz oranı olan yüzde 2 seviyesine yaklaşacak şekilde düşerek, 30 Temmuz tarihinde yüzde 2.07 oranına gerilemiştir. Bu süre zarfında gecelik faiz oranları dip noktasını görerek 23 Temmuz tarihinde yüzde 1.83 seviyesine kadar düşmüştür.

Aylık ve üç aylık EURİBOR oranlarındaki gelişmelere baktığımızda, Haziran sonu ve 30 Temmuz arasındaki dönemde sırasıyla 4bp ve 3bp düşerek, her ikisinin de yüzde 2.12 seviyesine gerilediği görülmektedir. Aynı tarihler arasında 6 aylık ve 12 aylık EURİBOR oranları da sırasıyla 2bp ve 7bp düşerek yüzde 2.11 ve yüzde 2.13 oranlarına yakın bir seyir izlemişlerdir.



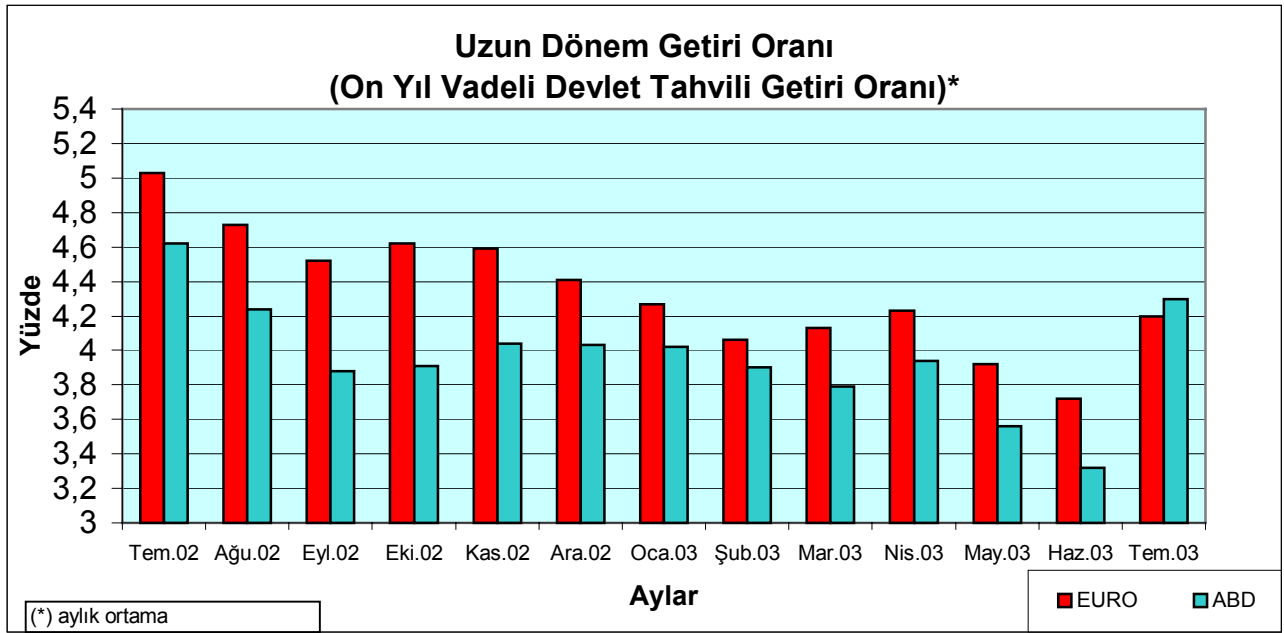
On yıllık devlet tahvili ile ölçülen euro alanı uzun dönemli getirileri ise, Haziran ayının ortasında yükselişe geçen önde gelen tahvil piyasalarıyla beraber Temmuz ayında da yükselişini sürdürmüştür. Euro alanı ve ABD’de 10 yıllık devlet tahvillerinin getirileri sırasıyla 30 bp ve 80 bp artarak yüzde 4.2 ve 4.3 seviyelerine ulaşmıştır. Bu artışla beraber, ABD ve Euro bölgesi 10 yıllık tahvil getirileri arasındaki fark (spread), Nisan 2002’den bu yana ilk defa pozitifte dönerek, 30 Temmuz itibariyle 10 bp olarak gerçekleşmiştir.

Amerikan uzun dönem getirilerinde ortaya çıkan büyük artış daha çok piyasa aktörlerinin büyüme ve enflasyon konusundaki beklentilerini olumluya doğru revize etmelerinden kaynaklanırken, yatırımcıların pozitif bakış açısı, beklentilerin çok üstünde olumlu çıkan makroekonomik veriler ve GSYİH büyüme tahminlerindeki olumluya dönük revizyon sonucunda ortaya çıkmıştır. Ancak, ABD piyasasında uzun dönem tahvil getirilerinde ortaya çıkan oynaklık, piyasa aktörlerinin gelecekteki tahvil getirilerinin hareketleri konusunda bazı kuşkulara kapıldıklarına işaret etmektedir.

Euro alanı uzun dönem getirilerinde yaşanan yükseliş ise, Amerikan piyasalarında yaşanan gelişmelerin taşma etkilerinin yanı sıra, yayımlanan ekonomik verilerin ABD’de ortaya çıkan sonuçlarla yarattığı karmaşıklık dışında, orta-uzun vadede büyüme ve enflasyon beklentilerinin sonucudur.

Euro alanı hisse senedi piyasaları, önde gelen hisse senedi piyasaları ile birlikte, Mart ortasından itibaren devam eden global yükselişe paralel bir seyir izleyerek, Temmuz ayında da yükselişini sürdürmüştür. Böylece hisse senedi fiyatları Aralık 2002'ye kıyasla, 30 Temmuz itibariyle yüzde 6 oranında artmıştır. Euro bölgesi hisse senedi piyasasındaki yükselişin kaynağında genel ekonomik toparlanma ve şirketlerin yüksek kar realizasyonu gibi faktörler yer almaktadır.

Amerikan piyasalarında hisse senedi fiyatları, Temmuz ayında yaşanan sınırlı yükseliş sonucunda 2002 yılının sonuna göre yüzde 12 oranında değer kazanmıştır. Söz konusu getiriler, ABD borsalarındaki oynaklığın azalması, ekonomik büyüme ve şirket kazanç tahminlerinin giderek olumluya dönmesi gibi önemli faktörlere karşın, diğer önde gelen hisse senedi piyasaları karşısında aynı başarıyı gösterememiştir.

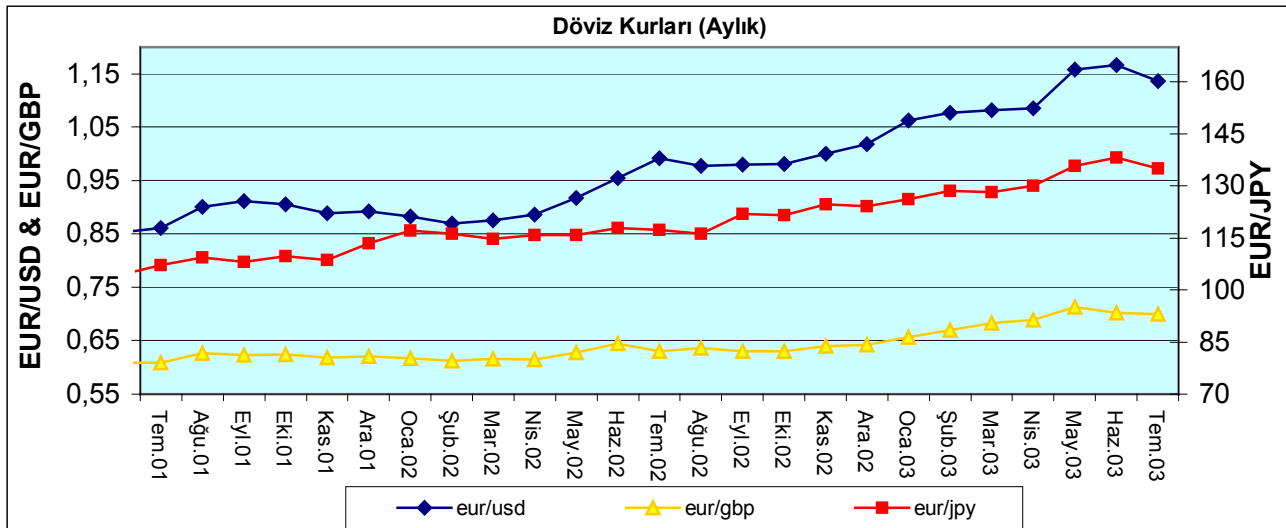


Japon hisse senedi piyasaları Euro bölgesi piyasasıyla aynı oranda artış göstererek, Haziran sonu ve 30 Temmuz arasında yüzde 3 oranında bir artış sergilemiştir. Japon piyasasındaki yükselişin arkasındaki nedenler ise genel ekonomik görünümün olumlu olması yönünde sinyaller veren makro ekonomik verilerle birlikte, küresel anlamda hisse senedi piyasalarında yaşanan taşma etkisidir. Ayrıca, yabancı yatırımcıların Nisan ayı sonundan itibaren Japon hisse senedi piyasalarına gösterdikleri ilgi, özellikle Temmuz ayında önemli oranda artarak, söz konusu yükselişte etkili olmuştur.

Bu çerçevede Euro alanı EURO STOXX endeksi, ABD S&P 500 endeksi ve Japon Nikkei 225 endeksi, Haziran sonu ile 30 Temmuz 2003 arasında sırasıyla yüzde 3, yüzde 1 ve yüzde 3 oranında değer kazanmıştır.

IV. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler

Haziran ayının sonuna doğru değer kaybeden euro, diğer büyük ekonomilerdeki ekonomik toparlanmaya dair beklentilerin olumluya dönmesine karşın, Temmuz ayının ilk yarısında değer kaybetmeye devam etmiştir. Ayın ikinci yarısında euro önemli ölçüde değer kazanarak, ayın sonlarına doğru istikrarlı bir seyre kavuşmuştur. 30 Temmuz tarihinde euro, nominal efektif anlamda, neredeyse Haziran sonundaki değerine yakın bir değerde hareket etmiştir.



Temmuz ayının ilk yarısı içerisinde euronun ABD dolarına karşı değer kaybetmesinin nedeni, piyasanın ABD'de açıklanan olumlu veriler sonucunda ekonomik aktiviteye dair beklentilerini yukarı yönde revize etmesidir. ABD doları aynı dönemde, yılın ikinci yarısı ve 2004 için ABD ekonomisinde güçlü büyüme olacağı yönünde yapılan açıklamalardan da geçici destek görmüştür. Euro alanı tahvil piyasasına kıyasla, Amerikan tahvil getirilerindeki artış, söz konusu kur gelişmelerini yansıtmaktadır. Uzun dönem faiz oranları arasındaki fark (spread) ABD menkul kıymetleri lehine değişmiş olsa da, izleme döneminin sonuna doğru euro toparlanarak istikrarlı bir dengeye oturmuştur. Böylelikle euro, 30 Temmuz 2003

itibariyle, Haziran sonundaki değerine göre değişmeyerek 1.14 dolardan işlem görmüştür.

Öncü göstergeler ve Japon sanayi üretimindeki güçlü artış ışığında Japon ekonomisinin toparlanacağı yönündeki tahminlerin daha da güçlenmesi sonucunda, euro Temmuz'un ilk yarısında yen karşısında değer kaybetmiştir. Aynı dönemde Japon hisse senedi fiyatları büyük ölçüde artarken, Japon uzun dönem tahvil getirileri de kayda değer bir şekilde artış göstermiştir. Ayın ikinci yarısında ise yenin kısmi değer kaybı ile paralel olarak hem hisse senedi fiyatları, hem de tahvil getirileri daha ılımlı bir hareket izlemişlerdir. Bu çerçevede döviz kuru, 30 Temmuz 2003 itibariyle 1 euro 137 yen üzerinden kote edilerek, Haziran ayındaki düzeyine yakın, ancak 2002 ortalamasından yüzde 16 daha yüksek bir seyirde hareket etmiştir.

Temmuz ayı başında kısa bir süre için sterlin karşısında değer yitiren euro, ayın geri kalan kısmında, İngiltere Merkez Bankası'nın 10 Temmuz tarihindeki faiz indirimi kararı ve baskı altındaki ekonomik aktivite nedeniyle sterlin karşısında değer kazanmıştır. Buna karşın, ay sonuna doğru sterlin euro karşısındaki kayıplarını kapatarak 30 Temmuz tarihinde, İngiliz sterlini karşısında 0.70 üzerinden işlem görmüş ve Haziran ayı sonundaki değerinin yüzde 1.6 üzerine çıkmıştır.

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, 30 Temmuz tarihinde Haziran sonuna göre yüzde 0.2 artarak, 2002 yılı ortalama seviyesinden yüzde 13.3 daha yüksek bir seviyeye ulaşmıştır. Söz konusu durum, izleme dönemi boyunca euronun sterlin karşısında değerlenmesi, buna karşın bu değerlenmenin kısmen euronun diğer ortak ülkelerin dövizleri karşısında ılımlı bir değer kaybına uğraması sonucu ortadan kalkması ile açıklanmaktadır.

V. Ödemeler Dengesine İlişkin Gelişmeler

Euro alanı cari işlemler dengesi Mayıs 2003'te, Nisan'daki 8.6 milyar euroluk açığın ardından 0.4 milyar euro fazla vermiştir. Mevsimsellikten arındırılmış verilere bakıldığında, cari işlemler dengesi kalemlerinden mal dengesi, 9.5 milyar euro fazla vermesine karşın, gelirler ve cari transferler dengesinde sırasıyla 3 ve 4.6 milyar euroluk açıklar yaşanmıştır. Hizmet dengesinde ise tam bir denge sağlanarak, mevsimsellikten arındırılmış cari işlemler açığı 2 milyar euro olarak gerçekleşmiştir.

Bir önceki ay yaşanan büyük cari işlemler açığından sonra Mayıs ayında fazlanın ortaya çıkması büyük ölçüde gelirler dengesindeki açığın azalmasından kaynaklanırken, diğer kalemlerdeki değişimler daha ılımlı bir seyir göstermişlerdir.

Mevsimsellikten arındırılmış cari işlemler açığı, Nisan ayı hariç daha önceki aylara göre Mayıs ayında daha düşük bir fazla kaydetmiştir. Uzun dönemli bakıldığında, 12 aylık birikimli verilere göre geçen yılın sonunda zirve yaparak 59.7 milyar euro fazla veren ve 2003'ün ilk beş ayında düşüşe geçen cari işlemler dengesi bu düşüşünü sürdürerek, Mayıs ayında 49.1 milyar euro fazla olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu durum daha çok ithalattan kaynaklanan düşüş nedeniyle mal dengesindeki fazlanın azalmasından ileri gelmektedir. Global talebin zayıflığı ve euronun değer kazanması, ihracat rakamları ve hacimlerindeki son düşüşün arkasında yatan nedenler olarak görülmektedir.

Mayıs ayında Euro alanı sermaye hareketlerine baktığımızda, doğrudan yatırımlarda 0.3 milyar euroluk sermaye çıkışı söz konusu iken, portföy yatırımlarında 7 milyar euroluk bir sermaye girişi gerçekleşmiştir. Nisan ayı ile kıyaslandığında, doğrudan yatırımlarda yaşanan sermaye çıkışı, Mayıs ayında büyük bir düşüş göstermiştir. Nisan ayında doğrudan yatırımlarda yaşanan bu denli büyük bir azalmanın (20.2 milyar euro) arkasında yatan temel neden Euro alanı şirketlerinin yabancı ülkelerdeki ortaklarına sağladıkları şirket-içi krediler olmuştur. Bu bakımdan doğrudan yatırımlar Mayıs ayında önemli bir azalış kaydederek aylık ortalamalara yakın bir değere gerilemiştir.

Hazırlayan:

Ferhat Çamlıca

Uzman Yardımcısı

ferhat.camlica@tcmb.gov.tr

Kaynaklar:

ECB Monthly Bulletin, Ağustos 2003

ECB Statistical Press Release, 31 Temmuz 2003,

Eurostat News Release, 17 Temmuz 2003,

