

# Euro Bölgesi İzleme Raporu:

## Aralık 2001

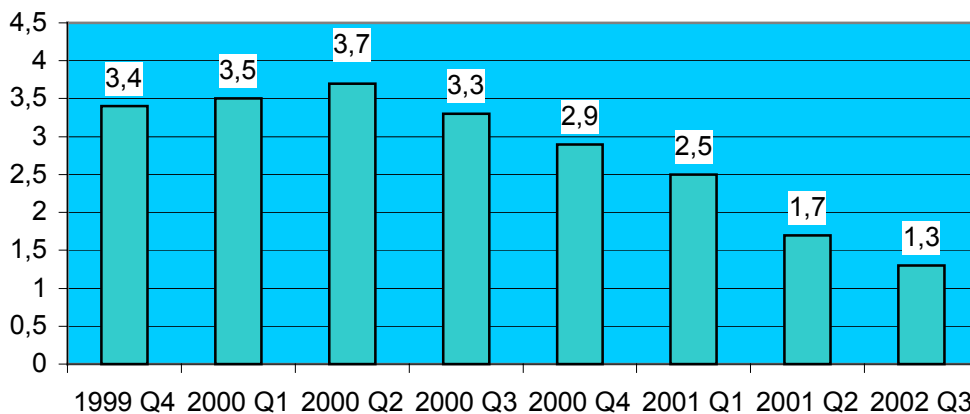
### I. Genel Ekonomik Gelişmeler

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi'nin 6 **Aralık 2001** tarihinde yaptığı toplantı sonucunda anahtar faiz oranlarının mevcut ekonomik gelişmelere uygun olduğu belirtilerek söz konusu oranlarda herhangi bir değişikliğe gidilmemiştir. Böylece refinansman oranı yüzde 3.25, marjinal kredi imkanı yüzde 4,25 ve mevduat imkanı yüzde 2,25 olarak gerçekleşmiştir.

Para politikasının ilk sütununu oluşturan **M3 para arzı** artış hızı, yıllık bazda Eylül-Kasım 2001 döneminde ortalama yüzde 7.4 (yoy-3m-avr) olarak gerçekleşerek Ağustos-Ekim 2001 dönemindeki değerinin yüzde 0.7 üzerinde seyretmiştir. Son dönemde M3 para arzında yaşanan hızlı artışların, mevcut belirsizlik ortamında para piyasası araçlarına kayan portföy yatırımlarından kaynaklandığı belirtilmektedir.

Para politikasının ikinci sütunu çerçevesinde yer alan gelişmeler incelendiğinde, enflasyon üzerinde talep yönünden gelen baskıların hissedilir şekilde azaldığı gözlenmektedir. Eurostat tarafından açıklanan ilk tahminlere göre euro alanı yılın üçüncü çeyreğinde yüzde sıfıra yakın büyümüş, böylelikle yıllık GSYİH artış hızı yüzde 1,3 düzeyine gerilemiştir. İç ve dış talebin mevcut durumu göz önünde bulundurulduğunda, dördüncü çeyreğe ilişkin büyüme performansının da oldukça düşük olacağı tahmin edilmektedir.

**GSYİH Büyüme Oranı (Yıllık Yüzde Değişim)**



**İmalat Sanayi Üretim Endeksi**, Eylül ayında yüzde 0.5 gerilemenin ardından Ekim ayında da yüzde 1.4 düşüş göstermiştir. Üç aylık bazda ele alındığında ise 2001 yılının ikinci çeyreğinde yüzde 0.8 gerileyen İmalat Sanayi Üretim Endeksi'nin üçüncü çeyrekte yüzde 0.4 düşüş gösterdiği gözlenmektedir.

Yukarıda değinilen veriler ışığında, ekonomik performansın 2002 yılının ilk aylarında da düşük bir düzeyde seyredeceği tahmin edilmektedir. Bununla beraber, 2002 yılı genelinde ele alındığında ekonomik aktivitenin üç nedenden ötürü yeniden hızlanmaya başlayacağı ileri sürmektedir. **İlk olarak**, euro alanı ekonomisinin temelini sağlam olduğu; ve ekonomik aktivitede yaşanacak iyileşme sürecini uzatacak dengesizliklerin bulunmadığı düşünülmektedir. **İkinci olarak**, euro alanı ülkelerinin birçoğunda yapılan vergi indirimleri ile enflasyon oranında yaşanan düşüşün harcanabilir kişisel gelir üzerinde yaratacağı olumlu etki, genel olarak euro alanındaki talebin canlanmasına katkıda bulunacaktır. **Son olarak**, mevcut faiz haddi ele alınacak olursa, euro alanı genelinde borçlanma maliyetlerinin oldukça düşük olması ekonomik büyümeyi destekler niteliktedir.

**Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP)**, Kasım ayında aylık bazda yüzde 0.1 azalarak, yıllık enflasyon düzeyinin yüzde 2.1 olarak gerçekleşmesine neden olmuştur. Enflasyonda yaşanan düşüş temel olarak enerji fiyatlarında yaşanan gerilemeden kaynaklanmaktadır. Zira enerji fiyatları yıllık bazda Eylül ayında yüzde 1.3, Ekim ayında yüzde 2.7 ve Kasım ayında yüzde 5.0 düşüş göstermiştir. Enerji, tütün ve gıda fiyatlarını dışlayan çekirdek enflasyon ise Eylül, Ekim ve Kasım aylarında yüzde 2.2 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Enflasyon oranındaki düşüş eğiliminin Kasım ayında da sürmesi, yaşanan yüksek enflasyonun geçici dışsal faktörlerden kaynaklandığı yönündeki ECB savını doğrulamaktadır. Ek olarak, euro alanı ekonomisinde genel olarak enflasyon üzerinde talep yönünden baskı oluşturacak herhangi bir gelişmeye rastlanmamaktadır. Bununla birlikte, ekonomik yavaşlama ve son aylarda enflasyon haddinde yaşanan düşüşler enflasyon beklentilerini olumlu yönde etkileyecektir. Ancak, söz konusu düşüş trendinin 2000 yılı sonunda ithalat fiyatlarında yaşanan dalgalanmalar nedeniyle yıl dönümünde biraz dalgalanabileceği belirtilmektedir.

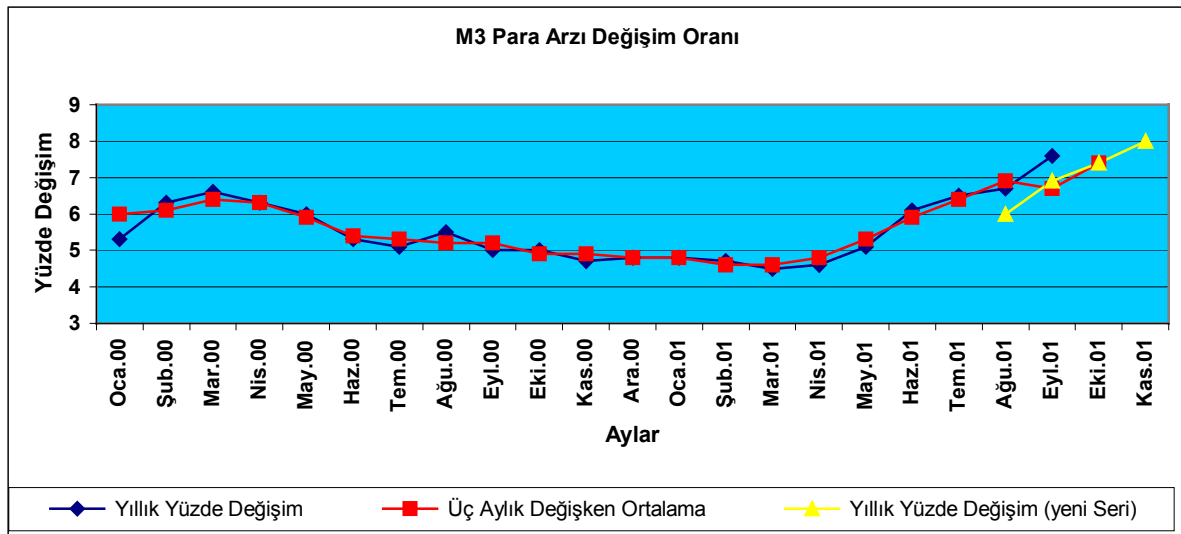
**Kamu kesimi dengesi** ile ilgili olarak, ekonomik aktivitede son dönemde yaşanan bozulmayla birlikte, geçtiğimiz dönemde birçok ülkenin vergi indirimlerine

gitmesi dolayısıyla vergi gelirlerinde yaşanacak azalma nedeniyle euro alanı ülkelerinde 1993 yılından beri ilk defa kamu kesimi dengelerinde bozulma beklenmektedir. Bu kapsamda, özellikle bütçe rakamları dengede olmaktan uzak olan ülkelerin İstikrar ve Kalkınma Paketi hedeflerine ulaşmak için ortaya koydukları orta vadeli planlara uygun davranmaları gerektiğinin altı çizilmektedir.

**Özetle**, M3 para arzında yaşanan gelişmelerin geçici faktörlerden kaynaklandığı savı ile birlikte, para politikasının ikinci ayağıyla ilgili verilerde yaşanan gelişmeler, enflasyon göstergelerindeki iyileşme nedeniyle yeni oluşan faiz düzeyinin kısa dönemde uygun olduğu düşünülmektedir. Ek olarak, 2002 yılının ilk günlerinde euronun banknot ve madeni para olarak dolaşıma çıkacağı da göz önünde bulundurulduğunda **kısa dönemde bir faiz indiriminin söz konusu olmayacağı düşünülmektedir.**

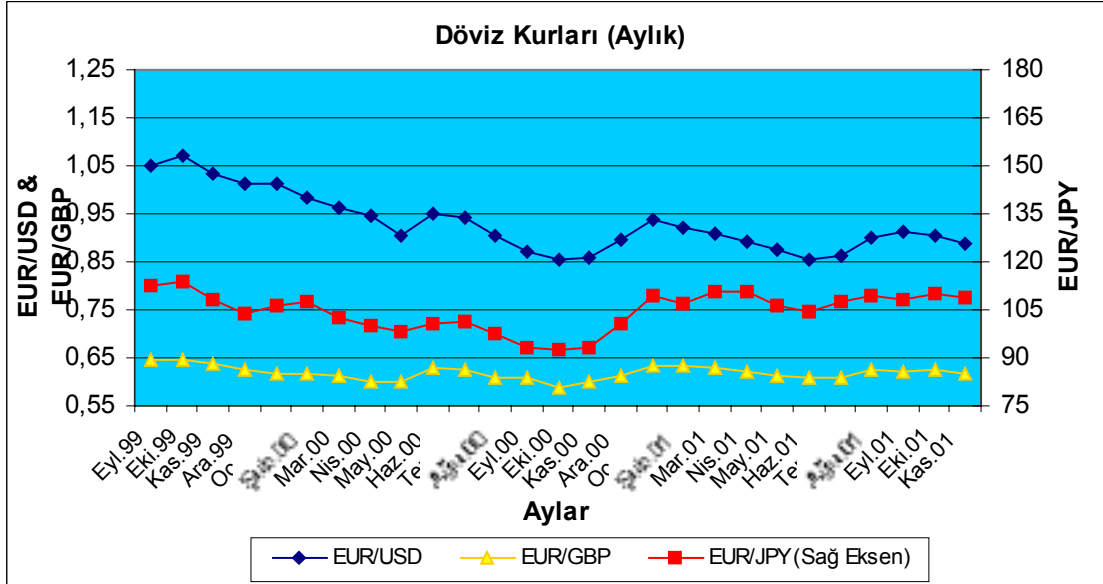
## II. Parasal Gelişmeler

Bir önceki raporda M3 para arzının yıllık bazda Eylül ayında yüzde 6.8, Ekim ayında yüzde 7.4 ve Kasım ayında yüzde 8.0 artarak üç aylık ortalama artış hızının Eylül-Kasım 2001 döneminde yüzde 7.4 düzeyine yükselmesine neden olmuştur. M3 para arzında son dönemde yaşanan hızlı artış, yaşanan yoğun belirsizlik ortamında piyasa aktörlerinin uzun dönemli yatırımlardan çok kısa vadeli portföyleri tercih etmelerinden kaynaklanmaktadır. Zira, M3 para arzının alt bileşenlerine bakılacak olursa gecelik mevduatın son aylarda hızlı bir artış gösterdiği görülmektedir. (Yıllık bazda Eylül ayında yüzde 8.5, Ekim ayında yüzde 9.4 ve Kasım ayında yüzde 11.3)



### III. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler

Uluslararası döviz piyasaları, Kasım ayında ve Aralık ayı başında piyasa katılımcılarının ABD ekonomisinin geleceği hakkındaki beklentilerindeki iyileşmenin etkilerini taşımıştır. Bu sayede Amerikan doları inceleme döneminde tüm önde gelen para birimleri karşısında değer kazanmıştır. Ancak, ay sonuna doğru açıklanan verilerin Amerikan ekonomisine ilişkin olumsuz gelişmelere işaret etmesi söz konusu artışın sınırlı kalmasına neden olmuştur. Euro ise Kasım ayı genelinde Japon yeni ve İngiliz Sterlini karşısında istikrarlı bir seyir izlerken, Amerikan doları karşısında değer kaybetmiştir.



Euro, Kasım ayında Amerikan doları karşısında yüzde 1.9 değer kaybetmiştir. Euronun değer kaybı, genel olarak piyasa aktörlerinin ABD ekonomisinin 2002 yılında hızla toparlanacağına dair beklentilerinden kaynaklanmıştır. Önde gelen kurumların küresel ekonomik performans ile ilgili tahminlerini aşağıya doğru revize etmelerine rağmen oluşan bu olumlu hava, ay sonunda açıklanan tüketici anketleri sonuçlarının beklenenden kötü çıkmasıyla dağılmış; sonuçta ABD doları 5 Aralık tarihi itibarıyla euro karşısında 0.89 düzeyinden işlem görürken, Ekim ayı sonundaki değerinin yüzde 1 altında seyretmiştir.

Japon yeni düşüş trendini Kasım ayında da sürdürmüştür. İşsizlik rakamlarındaki bozulma ve kamu borç stokunun azaltmaya yönelik önlemler nedeniyle Amerikan doları karşısında değer kaybeden Japon yeni, euro karşısında daha istikrarlı bir seyir izlemiştir. Bu kapsamda, 5 Aralık itibariyle Japon yeni euro karşısında 110.8'den işlem görerek Ekim ayı sonundaki değerini korumuştur. Aylık bazda ele alındığında ise euronun Ekim ayında Japon yeni karşısında yüzde 1.1 değer kaybettiği görülmektedir.

Kasım ayı genelinde hizmetler sektöründe yaşanan yavaşlama ve imalat sanayi üretim düzeyi ile ihracat rakamlarındaki gerileme nedeniyle Amerikan doları karşısında değer kaybeden İngiliz sterlini, euro karşısında ise istikrarlı bir seyir izlemiştir. Böylelikle 5 Aralık 2001 tarihinde euro İngiliz sterlini karşısında 0.63 düzeyinden işlem görerek Ekim ayı sonundaki değerine eşit seyretmiştir. Aylık bazda ele alındığında ise euronun Kasım ayında İngiliz sterlini karşısında yüzde 0.9 değer kaybettiği görülmektedir.

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

Cari işlemler dengesi Ekim ayında 0.1 milyar euro fazla vermiştir. Bir yıl öncesinin aynı döneminde yaşanan 6.4 milyar euroluk açık ile karşılaştırıldığında cari işlemler dengesinde yaşanan değişiklik, mal ticaretinde uzun süredir yaşanan fazlanın Ekim ayında da artarak devam etmesinden kaynaklanmaktadır. Ek olarak, cari transferlerde yaşanan açığın 6 milyar eurodan 5.4 milyar euroya gerilemesi ve hizmet ticaretinde yaşanan açığın fazlaya dönüşmesi de cari işlemler dengesinde yaşanan iyileşmeye katkıda bulunmuştur. Söz konusu iyileşmeyi negatif yönde etkileyen tek gelişme ise gelir dengesinde yaşanan açığın 2.1 milyar eurodan 4.3 milyar euroya yükselmesidir.

**Kümülatif ifadelerle, 2001 yılının ilk on ayında 23 milyar euro açık veren cari işlemler dengesi bir önceki yılın aynı dönemindeki değeri olan 55.4 milyar euronun yarı yarıya altında seyretmiştir.** Söz konusu iyileşmede, geçtiğimiz aylarda mal ticaret fazlasında yaşanan büyük artışlar ve hizmet ticaretinde yaşanan açığın fazlaya dönüşmesi etkili olmuştur.

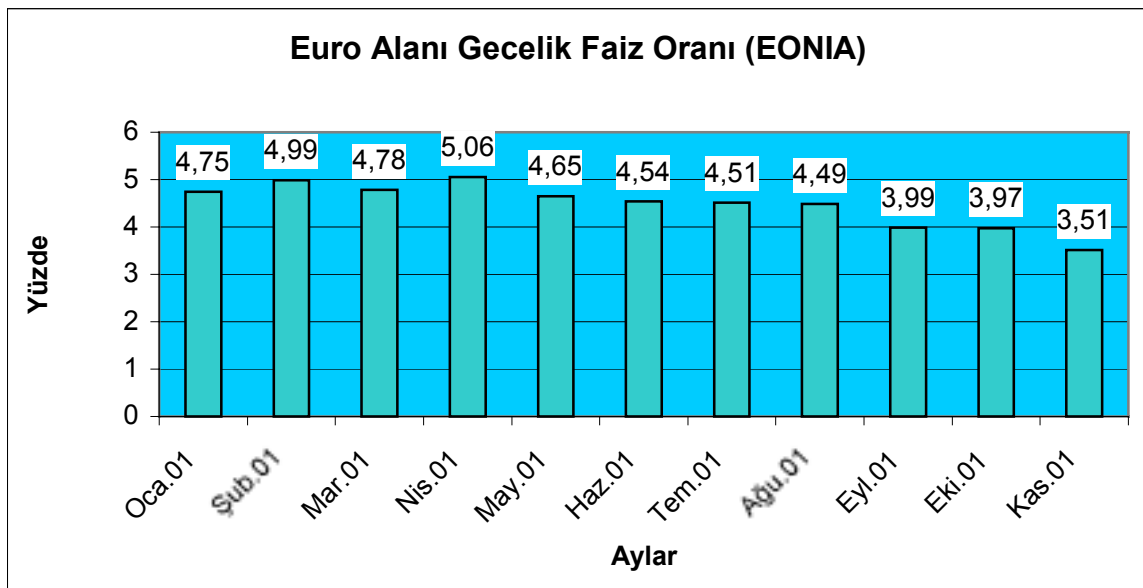
Mevsimsellikten arındırılmış veriler ise mal ticaret fazlasında yaşanan artışların 2001 yılının başından bu yana devam ettiğini ve söz konusu artışların temel

olarak ithalat fiyatlarındaki düşüş nedeniyle ithalatın değerinde yaşanan azalmadan kaynaklandığını göstermektedir. İhracat değerleri ise dış talepteki zayıflık nedeniyle sabit kalmıştır.

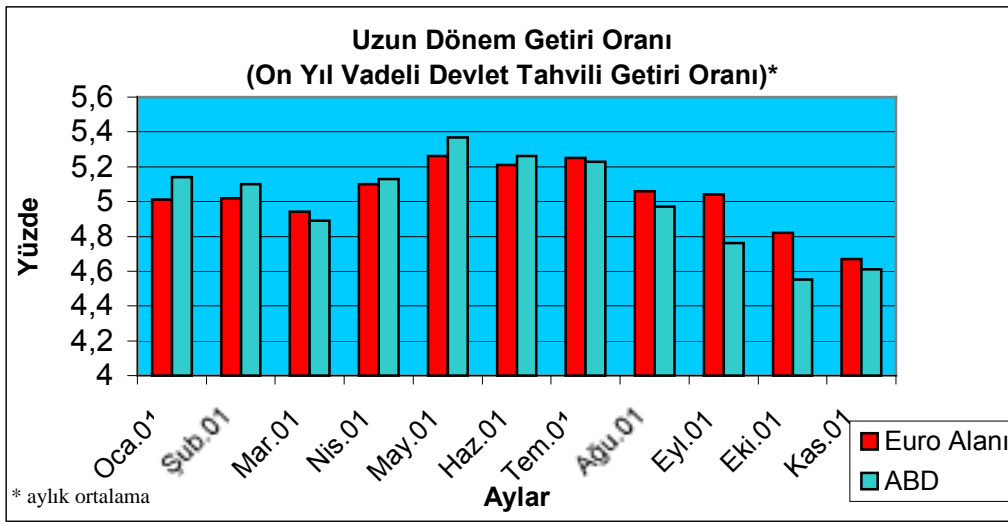
Sermaye hesabı Ekim ayında, doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımları birlikte ele alındığında, net 5.3 milyar euroluk sermaye girişi yaşamıştır. Alt bileşenlerine bakıldığında ise doğrudan sermaye yatırımlarında 5.3 milyar euroluk sermaye girişine karşılık, portföy yatırımlarında 0.3 milyar euroluk küçük bir sermaye girişi yaşandığı görülmektedir. Net doğrudan yatırımlar kaleminde yaşanan gelişmeler temel olarak şirket içi borçlanmalardan, portföy yatırımlarında yaşanan sermaye girişi ise euro alanı dışında yaşayanların euro alanı sermaye piyasası araçlarına yaptıkları yatırımlardan kaynaklanmaktadır.

## V. Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler

Euro Alanı para piyasalarında oluşan kısa dönemli faizler Kasım ayında genel olarak düşüş gösterirken, gecelik faizlerin (EONIA) sabit kaldığı gözlenmektedir. Kasım ayı başlarında iki hafta vadeli faizler ECB Yönetim Konseyinden gelecek bir faiz indirimi beklentisiyle referans değer olan yüzde 3.75'in altına düşmüş; 8 Kasım tarihinde gelen faiz indirimi kararıyla birlikte yeni refinansman oranına (yüzde 3.25) paralel hareket etmiştir.



On yıllık devlet tahvili ile ölçülen uzun dönemli getiriler ise Temmuz ayından bu yana yaşadığı düşüşün ardından Kasım ayında hızlı bir yükseliş yaşamış ve 5 Aralık itibariyle yüzde 4.9 seviyesinde seyretmiştir. Ancak, Amerikan on yıllık devlet tahvillerinde yaşanan getiri artışlarının daha yüksek seviyelerde olması, aynı tarihte Amerikan uzun dönem getirilerinin yüzde 5 seviyesinde seyretmesine neden olarak iki piyasa arasındaki getiri farkının (spread) Ekim ayı sonundaki -0.15'lik değerinden +0.1 düzeyine ulaşmasına neden olmuştur. Böylelikle Temmuz ayından bu yana ilk defa Amerikan uzun dönem getirileri euro alanının üzerine çıkmıştır.



Amerikan uzun dönemli getirilerinde yaşanan yükseliş genel olarak, belirsizliğin ortadan kalkmaya başladığının sinyallerini vermekte; ek olarak ekonomik duruma ilişkin beklentilerdeki iyileşmenin etkilerini yansıtmaktadır. Söz konusu artışların büyük bölümünün güvenli yatırım olanaklarına yönelen yatırımcıların uzun dönemli yatırım araçlarına dönüş yapmasından kaynaklandığı gözlenmektedir. Euro alanı uzun dönem getirilerinde yaşanan yükseliş ise uzun dönemli enflasyon beklentilerinde yaşanan bir değişimden çok, belirsizlik ortamı nedeniyle güvenli araçlara kayan portföy yatırımlarının tekrar eski yapılarına kavuşmasından kaynaklanmaktadır.

Kasım ayında hisse senedi piyasaları, bir önceki aydaki yükseliş trendini sürdürmüştür. Ek olarak, 11 Eylül saldırılarının ardından artan belirsizlik ortamının yavaş yavaş ortadan kalkmasıyla, her üç piyasaya ilişkin fiyat dalgalanmaları (volatilité) da 11 Eylül öncesindeki seviyelerine dönmüştür.

Ekim sonu ile 5 Aralık 2001 tarihleri arasında S&P 500 endeksi yüzde 10, Nikkei 225 endeksi yüzde 3 ve EURO STOXX endeksi yüzde 10 değer kazanmıştır.

Amerikan hisse senedi piyasalarında yaşanan artışların temel kaynağı 11 Eylül sonrasında yaşanan belirsizlik ortamının ortadan kalkmaya başlamasıdır. Ek olarak, Federal Rezerv'in olayların ardından yaptığı faiz indirimleri ve uygulamaya konan yeni maliye politikası paketi de söz konusu yükselişe katkıda bulunmuştur.

Japonya'da yaşanan yükseliş ise, son dönemde yayınlanan makroekonomik verilerin olumsuz yönde bir eğilime işaret ettiği göz önünde bulundurulacak olursa, Amerikan piyasalarında yaşanan yükselişlerin yayılma etkilerinden kaynaklanmaktadır.

Euro alanı hisse senedi piyasaları ise, Amerikan hisse senedi piyasalarındaki olumlu gelişmelerin yayılma etkilerinin yanı sıra, 11 Eylül sonrasında ortaya çıkan belirsizliklerin oluşturduğu olumsuz beklentilerin ortadan kalkmasından kaynaklanmaktadır.

**Hazırlayan:**  
Durukan Payzanoğlu  
Uzman Yardımcısı



# DÖVİZ KURLARI (GÜNLÜK)

