

Euro Bölgesi İzleme Raporu:

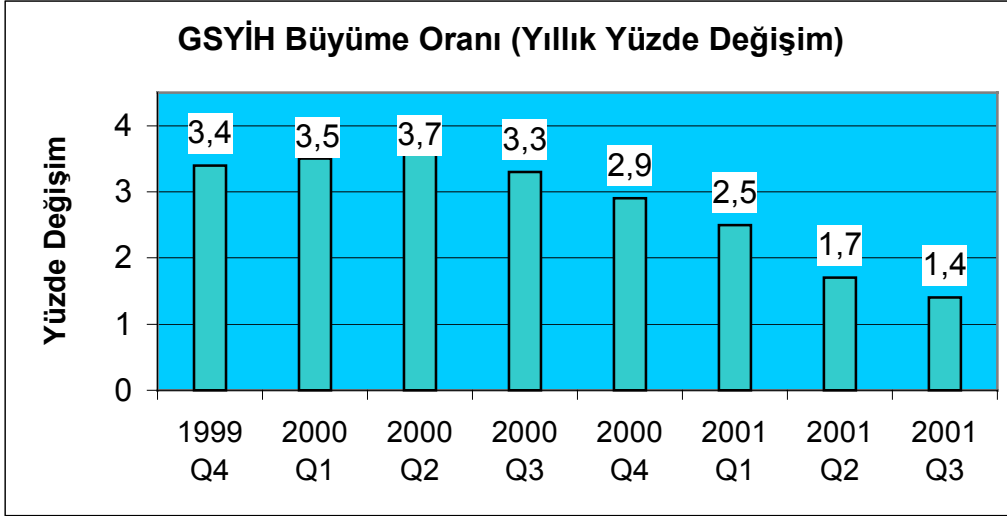
Şubat 2002

I. Genel Ekonomik Gelişmeler

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi'nin **7 Şubat 2002** tarihinde yaptığı toplantı sonucunda anahtar faiz oranlarının mevcut ekonomik gelişmelere uygun olduğu belirtilerek söz konusu oranlarda herhangi bir değişiklik yapılmamıştır. Böylelikle söz konusu oranlar refinansman için yüzde 3.25, marjinal kredi imkanı için yüzde 4,25 ve depo imkanı için yüzde 2,25 olarak gerçekleşmiştir.

Para politikasının ilk ayağını oluşturan **M3 para arzı** artış hızı, yıllık bazda Kasım 2001-Ocak 2002 döneminde ortalama yüzde 8.0 (yoy-3m-avr) olarak gerçekleşerek, Ekim-Aralık 2001 dönemindeki değerinin yüzde 0.2 üzerinde seyretmiştir. M3 para arzında yaşanan hızlı artışlar belirsizlik ortamında para piyasası araçlarına kayan portföy yatırımlarından kaynaklandığı için, söz konusu artışların geçici bir nitelik taşıdığı; bu nedenle orta vadede referans değer olan yüzde 4.5 seviyelerine gerileyeceği iddia edilerek, özel sektöre açılan kredilerin artış hızında uzun süredir yaşanan negatif eğilimin de bu gelişmeyi desteklediği ifade edilmekte; bu nedenle orta vadede para arzı yönünden fiyat istikrarı üzerinde bir tehdit olmadığı belirtilmektedir. Ancak, M3 para arzı artış hızı mevcut durumunu sürdürürken, Euro alanı ekonomisinde bir toparlanma yaşandığına dair daha fazla kanıt ortaya çıkması halinde orta vadede fiyat istikrarı üzerinde bir tehdit oluşup oluşmadığının yeniden gözden geçirilmesi gerekebilir.

Para politikasının ikinci ayağı 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 0.1 büyümüş, böylelikle yıllık GSYİH artış hızı yüzde 1,4 düzeyine gerilemiştir. İç ve dış talebin mevcut durumu göz önünde bulundurulduğunda, dördüncü çeyreğe ilişkin büyüme performansının da oldukça düşük olacağı, bu durgunluğun 2002 yılının ilk aylarında da sürmesinin muhtemel olduğu tahmin edilmektedir.

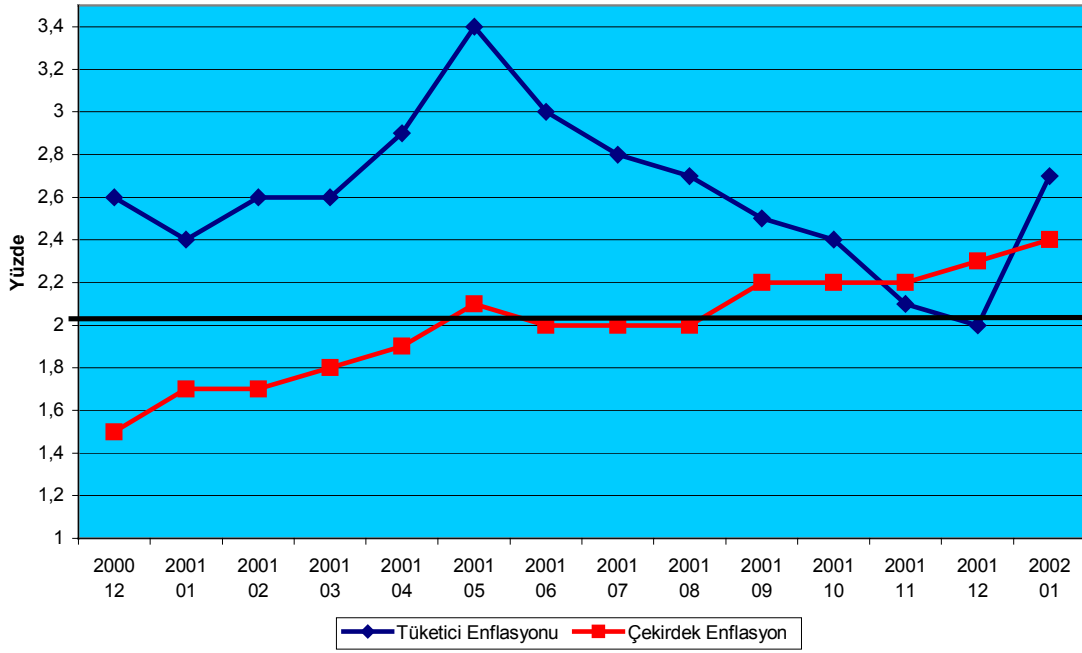


İmalat Sanayi Üretim Endeksi, Ekim ayındaki yüzde 1.6 ve Kasım ayındaki yüzde 0.7'lik gerilemenin ardından Aralık ayında yüzde 0.8 artış göstermiştir. Üç aylık bazda ele alındığında ise 2001 yılının ikinci çeyreğinde yıllık bazda yüzde 0.9 artan İmalat Sanayi Üretim Endeksi'nin üçüncü çeyrekte yüzde 0.5 düşüş gösterdiği gözlenmektedir.

Bununla beraber, 2002 yılı genelinde ele alındığında ekonomik aktivitenin üç nedenden ötürü yeniden hızlanmaya başlayacağı ileri sürülmektedir. **İlk olarak**, euro alanı ekonomisinin temelini sağlam olduğu; ve ekonomik aktivitede yaşanacak iyileşme sürecini geciktirecek 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), Ocak ayında aylık bazda yüzde 0.5 artarak, yıllık enflasyon düzeyinin yüzde 2.7'ye yükselmesine neden olmuştur. Ocak ayında yaşanan yüzde 0.5'lik fiyat artışının yüzde 0.34'lük kısmının olumsuz hava şartları nedeniyle büyük artış gösteren sebze fiyatları ve vergi artırımı dolayısıyla tütün fiyatlarında yaşanan artışlardan kaynaklandığı; bu nedenle euro banknot dönüşümünün en fazla yüzde 0.16'lık bir etkiye sahip olabileceği belirtilmekte; sonuç olarak euro dönüşümünün enflasyon üzerinde sınırlı bir etki yarattığı vurgulanmaktadır.

Tüketici Enflasyonu ve Çekirdek Enflasyon
(1996=100 yıllık yüzde değişim)



Enerji fiyatları ise uzun süredir devam eden düşüş trendini korumuştur. Yıllık bazda, Kasım ayında yüzde 5.0 ve Aralık ayında yüzde 4.7 düşüş gösteren enerji fiyatları Ocak ayında biraz hız keserek yüzde 1.7 gerilemiştir. Enerji, tütün ve gıda fiyatlarını dışlayan çekirdek enflasyon ise, Ocak ayında Aralık ayındaki yüzde 2.3'lük düzeyinden yüzde 2.4 düzeyine yükselmiştir. Söz konusu artış ise HICP'nin otel ve restoranlar, eğitim ve sağlık kalemlerindeki artışlardan kaynaklanmıştır.

Kamu kesimi dengesi ile ilgili olarak, ECB Yönetim Konseyi, Ekonomik ve Parasal Birliğe geçiş sonrasında üye ülkelerin Maastricht Kriterlerine uygunluğunun sürdürülmesi ve AB üyesi ülkelerin maliye politikalarının uyumlaştırılması amacıyla kurulan İstikrar ve Kalkınma Paketi hedeflerine ulaşmak için her yıl hazırlanan programlara uyulmasının önemini vurgulamıştır. Kısa süre önce, Almanya ve Portekiz' in kamu kesimi dengesi/GSYİH değerlerinin sırasıyla yüzde 2.6 ve yüzde 2.0 açık vermesinin tahmin edilmesi üzerine Komisyon, Bakanlar Konseyi'ne iki ülke için de "Erken Uyarı" prosedürünün işletilmesini tavsiye etmiş; ancak Konsey, iki ülkenin taahhütlerine dayanarak böyle bir karar almaktan kaçınmıştır.

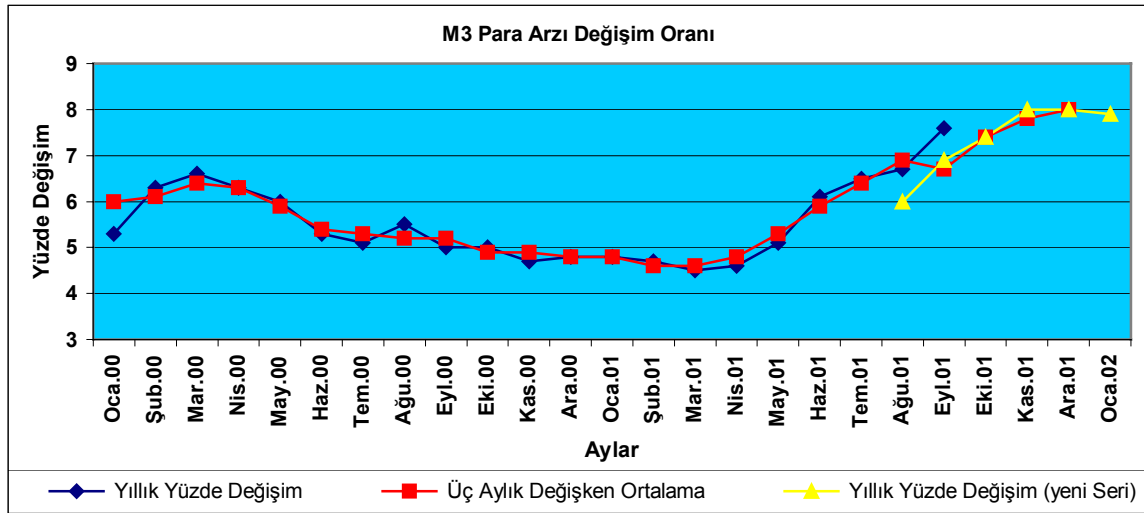
Özetle, M3 para arzı artış hızının yüksek seyri ve enflasyon rakamlarında geçici de olsa yaşanan yükseliş, para politikasının ikinci ayağıyla ilgili verilerde

yaşanan gelişmelerin faiz indirimi yönündeki baskısını dengelemektedir. Bu nedenle kısa dönemde faiz indirimine gidilmesinin uygun olmadığı düşünülmektedir.

II. Parasal Gelişmeler

M3 para arzı yıllık bazda Kasım ayında yüzde 8.0, Aralık ayında yüzde 8.0 ve Ocak ayında yüzde 7.9 artarak üç aylık ortalama artış hızının Kasım 2001-Ocak 2002 döneminde yüzde 8.0 düzeyine yükselmesine neden olmuştur.

M3 para arzında son dönemde yaşanan hızlı artış, yaşanan yoğun belirsizlik ortamında piyasa aktörlerinin uzun dönemli yatırımlardan çok para piyasası araçlarının ağırlıkta olduğu portföyleri tercih etmelerinden kaynaklanmaktadır. Zira, M3 para arzının alt bileşenlerine bakılacak olursa, yıllık ifadelerle gecelik mevduatlardaki değişim oranının son aylardaki hızlı yükselişine devam ederek Ocak ayında 0.7 puanlık bir artışla yüzde 13.2 seviyesine yükseldiği görülmektedir. Bununla birlikte, Euro banknot dönüşümü öncesinde piyasadan çekilen likidite nedeniyle dolaşımdaki para kaleminde yaşanan büyük çaplı daralmanın, Aralık ayındaki yüzde -32.2 düzeyinden yüzde -26.2'ye gerilemesi, gecelik mevduatta yaşanan söz konusu artışla birleşerek dar anlamda para arzı (M1) artış hızının yüzde 5.0 düzeyinden yüzde 6.6'ya yükselmesine neden olmuştur.



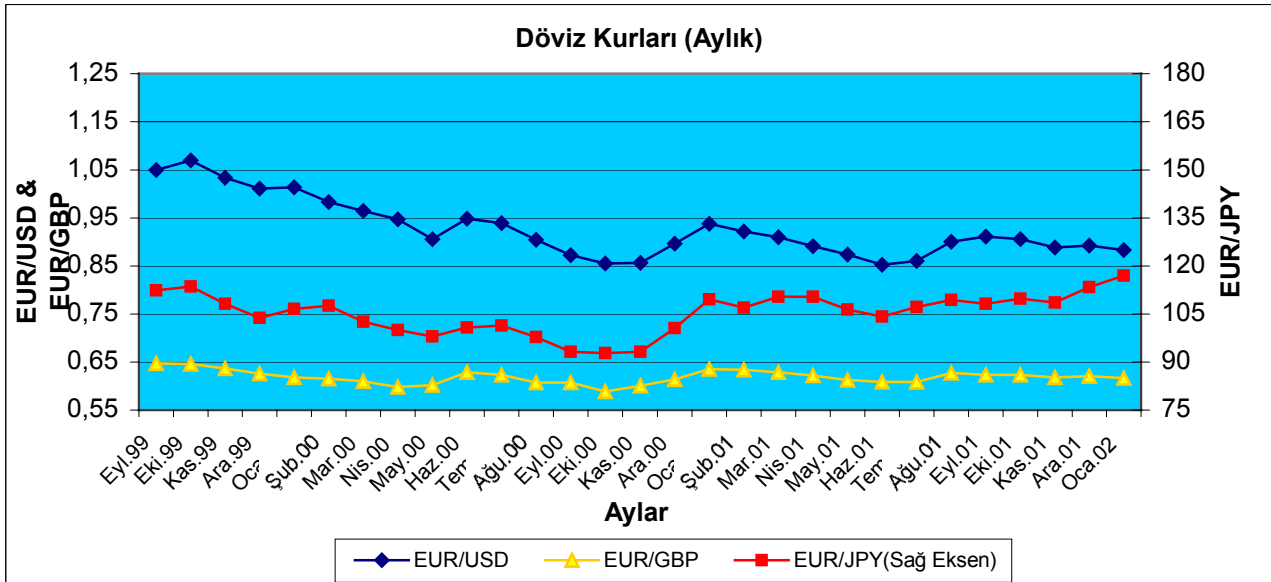
Ancak, Aylık göstergelere dikkat edilecek olursa, M3 para arzı artış oranının Kasım ayından bu yana yükselmediği gözlenmektedir. Söz konusu gelişme, belirsizlik

ortamının ortadan kalkmasına paralel olarak geniş anlamda para arzı artış oranının referans değer olan yüzde 4.5 seviyesine döneceği yönündeki ECB tezini doğrular niteliktedir. Kaldı ki, tahvil piyasalarında yaşanan gelişmeler de piyasa aktörlerinin orta vadeli ekonomik duruma ilişkin beklentilerinde yaşanan düzelmelerin etkilerini taşımaktadır.

III. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler

Euro nominal efektif döviz kuru Ocak ayında temel olarak euro/dolar kurundaki gerileme nedeniyle yüzde 0.1 değer kaybederken, söz konusu kurun tüketici fiyatlarına göre uyumlandırılmış ifadesi olan reel efektif döviz kuru aynı dönemde yüzde 0.1 değer kazanmıştır. Nominal efektif döviz kuru, euro alanının en önemli 12 ticaret ortağının euro karşısındaki döviz kurunun, söz konusu ülkenin Euro Alanı dış ticaretindeki payı ile orantılandırılması sonucunda bulunmaktadır.

Uluslararası döviz piyasaları Ocak ayı ve Şubat ayının ilk yarısında Amerikan dolarının tüm önde gelen ülke paraları karşısında değer kazanmasına şahit olmuştur. Aylık ortalama ifadelerle euro, Ocak ayı genelinde dolar ve sterlin karşısında değer kaybederken, Japon yeni karşısında değer kazanmıştır.



Amerikan dolarında yaşanan değer artışı, piyasa aktörlerinin Amerikan ekonomisinde yaşanan toparlanmanın diğer ülkelere göre daha güçlü olduğu yönündeki değerlendirmelerinden kaynaklanmaktadır. Böyle bir beklentinin oluşması

ise, FED Başkanı Alan Greenspan'ın Senato Bütçe Komisyonu önünde yaptığı konuşma ile yakın zamanda açıklanan verilerin Amerikan ekonomisinin 4. çeyrekte küçük de olsa pozitif bir büyüme içerisine girdiğine işaret etmesine bağlanabilir. Bu nedenle euro, Ocak ayında Amerikan doları karşısında ortalama yüzde 1.0 değer kaybetmiştir.

Japonya'nın ekonomik göstergelerinde uzun süredir yaşanan bozulmanın sürmesine ek olarak Amerikan ekonomisinde yaşanan toparlanma sinyalleri Japon yeninin düşüş trendine devam etmesine neden olmuş; böylelikle euro aylık ortalama ifadelerle Japon yeni karşısında yüzde 3.3 değer kazanmıştır.

Euro, Ocak ayında İngiliz sterlini karşısında genel olarak istikrarlı bir seyir izlemiştir; İngiltere Merkez Bankası Para Politikası Komitesi'nin 6 Şubat tarihindeki toplantısı sonucunda anahtar faiz oranını değiştirmeme kararı piyasa aktörleri tarafından beklendiği için döviz kurları üzerinde bir etki yaratmamıştır. Bu çerçevede, euro aylık ortalama ifadelerle İngiliz sterlini karşısında yüzde 0.6 değer kaybetmiştir.

IV. Ödemeler Dengesine İlişkin Gelişmeler

Euro Alanı cari işlemler dengesi 2001 yılında 9.3 milyar euro açık vererek 2000 yılındaki 70.1 milyar euro'luk açığın büyük ölçüde altında seyretmiştir. Söz konusu açıktaki yaşanan 60.8 euro'luk iyileşmede en büyük paya sahip kalem, 62.4 milyar euroluk fazla ile mal ticareti dengesidir. Mal ticaretinde yaşanan söz konusu fazlanın temel nedeni, ithal mallarının değeri aşağı yukarı sabitken, ihracat mallarının değerinde yaşanan yüzde 6'lık artıştır. Hizmetler dengesinin 5.2 milyar euro'luk açıktan 1.5 milyar euro'luk fazlaya dönüşmesi ve cari transferler kalemindeki açığın 49 milyar eurodan 47.1 milyar euroya düşmesi de cari işlemler dengesinde yaşanan açığın azalmasına katkıda bulunmuştur. Gelir dengesinde yaşanan açığın 27.5 milyar eurodan 37.7 milyar euroya yükselmesi ise söz konusu iyileşmeyi negatif yönde etkileyen tek gelişme olmuştur.

Cari işlemler dengesi Aralık ayında 2.9 milyar euro fazla vermiştir. Bir yıl öncesinin aynı döneminde yaşanan 8.2 milyar euroluk açık ile karşılaştırıldığında cari işlemler dengesinde yaşanan değişiklik, mal ticaretinde uzun süredir gerçekleşen fazlanın Aralık ayında da artarak devam etmesi ile birlikte, cari transferler ve hizmetler dengelerinde yaşanan açıkların azalmasından kaynaklanmaktadır. Söz

konusu iyileşmeyi negatif yönde etkileyen tek gelişme ise gelir dengesinde yaşanan açığıdaki küçük çaplı artıştır.

Mevsimsellikten arındırılmış veriler, mal ticaret fazlasında 2001 yılı genelinde yaşanan genişlemenin daha çok dördüncü çeyrekte yoğunlaştığını göstermiştir. Her ne kadar ihracatın değeri dış talepteki daralmaya bağlı olarak azalmış olsa da, iç talepteki daralma ve petrol fiyatlarının özellikle yılın ikinci yarısında düşmesi nedeniyle ithalatın değerinin daha fazla gerilemesi, söz konusu artışın temel nedenini oluşturmaktadır. Ayrıca, Aralık ayında hizmet ihracat ve ithalatının da arttığına işaret eden veriler, 11 Eylül terör olaylarından sonra gerileyen uluslararası ulaşımdaki kısmi bir iyileşmeyi yansıtmaktadır.

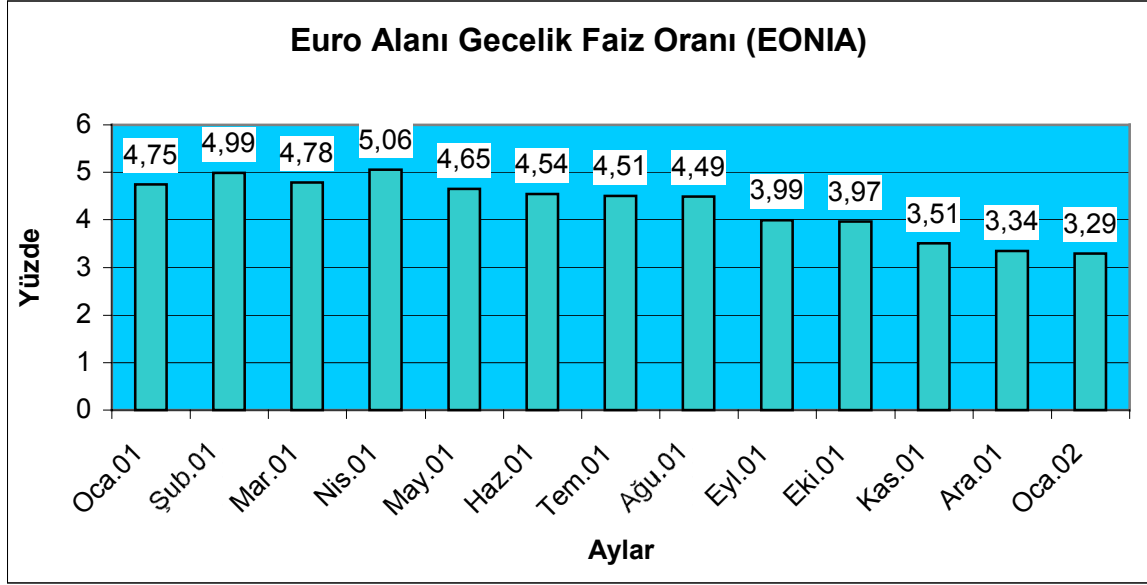
Aralık ayında Euro Alanı doğrudan sermaye yatırımlarında yaşanan 0.6 milyar euroluk sermaye girişine karşılık, portföy yatırımlarında yaşanan 11.7 milyar euroluk sermaye çıkışı sonucunda, sermaye hesabına toplam 11.1 milyar euroluk çıkış kaydedilmiştir. Net doğrudan yatırımlar kaleminde yaşanan gelişmeler, hisse senedi ihraçları ve yeniden yatırıma dönüştürülen gelirlerin oluşturduğu sermaye girişinin, şirket içi borçlanmalar yoluyla yurtdışına çıkan sermaye tarafından dengelenmesinden kaynaklanmaktadır. Portföy yatırımlarında yaşanan sermaye çıkışı ise temel olarak hisse senedi piyasası yatırımlarında yaşanan sermaye girişine rağmen borçlanma araçlarına yönelik yatırımların daha geniş çaplı bir net sermaye çıkışına işaret etmesinden kaynaklanmaktadır.

2001 yılında yaşanan toplam sermaye çıkışı (53.0 milyar euro) 2000 yılının (87.6 milyar euro) büyük ölçüde altında seyretmiştir. Söz konusu değişim, hisse senedi piyasalarında 2000 yılında yaşanan 242.6 milyar euroluk sermaye çıkışının, 2001 yılında 143.8 milyar euroluk sermaye girişine dönüşmesinden kaynaklanmaktadır. Doğrudan yatırım ve borçlanma araçlarına yönelen portföy yatırımları ise 2000 yılında net giriş kaydederken (sırasıyla 15.2 ve 139.8 milyar euro), 2001 yılında net çıkış (-93.9 ve -102.9 milyar euro) kaydetmiştir.

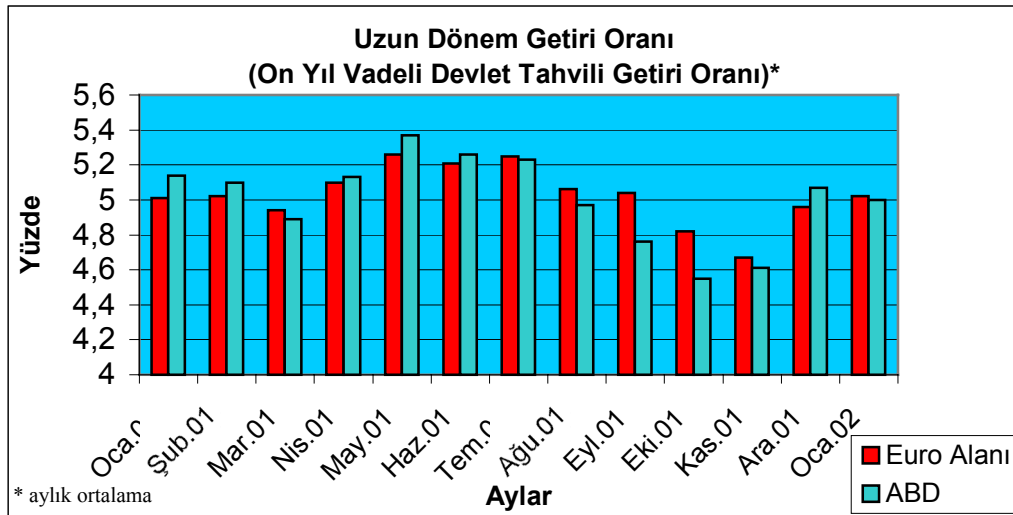
V. Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler

Euro Alanı para piyasalarında oluşan gecelik faizler (EONIA) Ocak ayı başında düşük seviyeli bir dalgalanma yaşamış, daha sonra refinansman oranına (yüzde 3.25) yakın bir seyir izlemiştir. 2002'nin ilk günlerinde euro banknot talebinin

beklenenin üzerinde gerçekleşmesi ve ulusal banknotların finansal kuruluşlardan merkez bankalarına daha yavaş aktarılması sonucunda likidite sıkışıklığı oluşmuş ve gecelik faizler refinansman oranının üzerinde seyretmiştir. Bu nedenle, Eurosystem Ocak ayının ilk yarısında ilgili kuruluşların likidite taleplerini karşılamak için “ince ayar” olarak da anılan iki adet olağan dışı API yapmış; likidite sıkışıklığının ortadan kalkmasının ardından gecelik faizler eski seviyelerine dönmüşlerdir.



On yıllık devlet tahvili ile ölçülen uzun dönemli getiriler ise Ocak ayında aşağı yukarı sabit kalmış; 0.06 puan artış göstererek yüzde 5.02 seviyesinde seyretmiştir. Amerikan on yıllık devlet tahvillerinin getirileri ise 0.07 puan gerileyerek yüzde 5.00 seviyesinde seyretmiş, böylelikle iki piyasa arasındaki getiri farkı (spread) çok küçük de olsa tekrar negatif hale gelmiştir.



Amerikan uzun dönemli getirileri, piyasa aktörlerinin ekonomik durumla ilgili olumsuz beklentileri nedeniyle Ocak ayının ilk yarısında büyük ölçüde gerilemiş; daha sonra Alan Greenspan'ın yaptığı konuşmaya ve açıklanan olumlu verilere bağlı olarak değişen beklentiler, faiz oranlarının eski seviyelerine dönmelerine neden olmuştur. Euro alanı uzun dönem getirilerinde yaşanan gelişmeler ise, piyasa aktörlerinin ekonomik aktiviteye ilişkin beklentilerinde yaşanan kısmi bir iyileşmenin etkilerini taşımaktadır. Son olarak, her iki piyasada da fiyat dalgalanmalarının (volatilité) azalması, piyasalarda yaşanan belirsizliğin ortadan kalkmaya başladığına işaret etmektedir.

Ocak ayında Amerikan, Japon ve Euro Alanı hisse senedi piyasaları düşüş göstermiş; gelecekte her üç endekste yaşanacak fiyat hareketlerine ilişkin beklentilerdeki belirsizliği ifade eden fiyat dalgalanmaları (volatilité) da artmıştır. Söz konusu düşüşlerin temel nedeni, her ne kadar ekonomik yavaşlamanın sona erdiğine dair olumlu haberler alsalar da, Euro Alanı ve Amerikan piyasalarında işlem yapan aktörlerin kurumsal kazançlara ilişkin beklentilerini oluştururken temkinli davranmalarıdır. Böyle bir ortamda Aralık sonu ile 6 Şubat 2002 tarihleri arasında S&P 500 endeksi yüzde 6, Nikkei 225 endeksi yüzde 11 ve EURO STOXX endeksi yüzde 7 değer kaybetmiştir.

Amerika'da, özellikle enerji, perakende satış ve telekomünikasyon sektörlerinde faaliyet gösteren bazı firmalara ilişkin iflas haberleri, kurumsal kazançlara ilişkin beklentileri olumsuz yönde etkilemiş; diğer birçok firmanın da finansal güçlüğü düşükleri yönünde açıklama yapmaları sonucunda Amerikan kurumsal kazançlarına ilişkin verilere güven azalmış; böylelikle portföy yatırımları hisse senedi piyasalarından devlet tahvillerine yönelerek S&P 500 endeksinin son üç ayın en düşük seviyesine gerilemesine neden olmuştur.

Japonya'da süregelen ekonomik zayıflıktan olumsuz etkilenen beklentiler, imalat sanayi üretimi düzeyi ile işsizlik rakamlarına ilişkin verilerin açıklanmasıyla daha da kötüleşmiş; piyasa aktörlerinin bankacılık ve perakende satış sektörlerinde yaşanan zayıflığa ilişkin endişesinin de eklenmesiyle Nikkei 225 endeksi 18 yılın en düşük seviyelerine gerilemiştir.

Euro alanı hisse senedi piyasalarında Ocak ayında yaşanan gelişmeler ise, Amerika'daki kurumsal kazanç verilerinin güvenilirliğine ilişkin şüphelerin neden olduğu büyük çaplı düşüşlerin taşma etkilerini yansıtmaktadır. Söz konusu gelişmeler

sonrasında oluşan olumsuz hava, ekonomik verilerdeki iyileşmenin beklentiler üzerindeki olumlu etkisini bastırarak EURO STOXX endeksinin gerilemesine neden olmuştur.

Hazırlayan:

Durukan Payzanođlu

Uzman Yardımcısı

DÖVİZ KURLARI (GÜNLÜK)

