

Euro Bölgesi İzleme Raporu:

Ekim 2003

I. Genel Gelişmeler:

Avrupa Merkez Bankası (AMB) Yönetim Konseyi'nin 2 Ekim 2003 tarihli toplantısında anahtar faiz oranlarında herhangi bir değişiklik yapılmamıştır. 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.

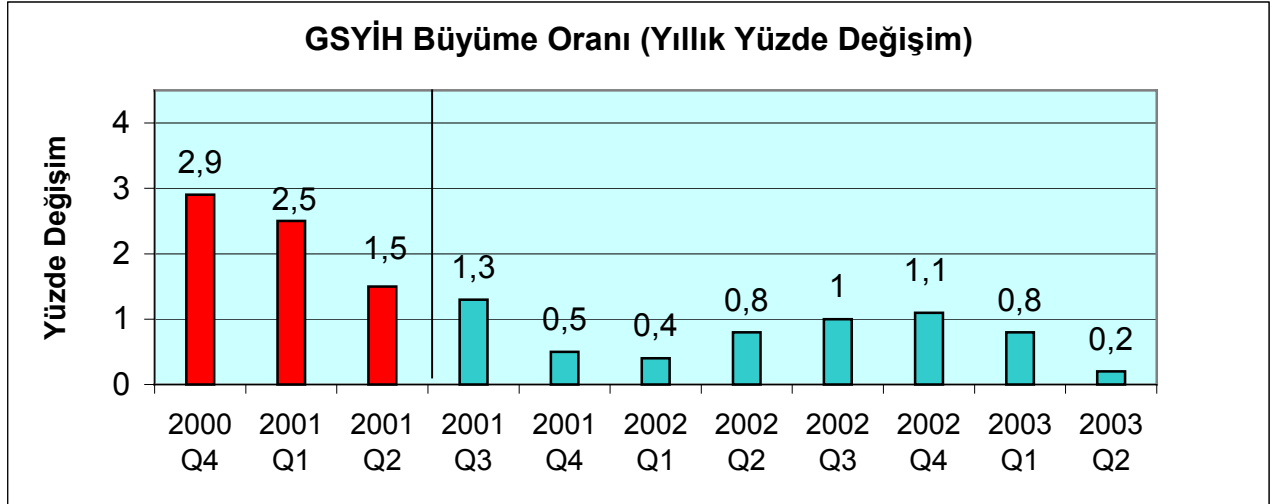
II. Ekonomik Analiz:

Ekonomik analize ilişkin verilerle başlamak gerekirse, yılın ilk yarısı itibarıyla göze çarpan en önemli gelişme reel GSYİH'nın, Euro Alanı'nda bir durgunluğa işaret etmesidir. Ancak, gelen yeni veriler ve bilgiler yılın ikinci yarısı itibarıyla hafif bir ekonomik toparlanmanın yolda olduğunu haber vermektedir. Anket ve üretim verileri ekonomik aktivitenin üçüncü çeyrekte az da olsa güçlendiğine ve Eylül ayına kadar mevcut olan tüm ekonomik güven endeksleri, beklentilerdeki iyileşmeye işaret etmektedir. Euro alanı dışındaki gelişmelere genel olarak baktığımızda, global ekonomik aktivitedeki hızlanmanın artış gösterdiği ve fiyat rekabetinde döviz kurundan kaynaklanan olumsuzluğu ortadan kaldıracak şekilde Euro alanı ihracat mallarına olan talebin arttığı gözlenmektedir. İç piyasalarda da şirketler verimlilik ve karlılıklarını artırma yoluyla bu süreci desteklemektedirler. Ekonomik canlanma sürecine bir başka önemli destek, düşük faiz oranları sonucunda oluşan uygun finansman koşullarının yatırımlarda yaratması beklenen artış olmaktadır. Değerlenen euronun reel harcanabilir geliri olumlu etkileyerek, tüketim harcamalarında bir artışa neden olması beklenmektedir. Kısacası, finansal piyasalarda yaşanan gelişmelerin yanı sıra, mevcut tüm göstergeler ve tahminler bütünüyle değerlendirildiğinde, ekonomik toparlanmanın aşamalı bir şekilde ortaya çıkması ve büyümenin tam anlamıyla 2004 başlarında bir ivme kazanması beklenmektedir.

Buna karşın, AMB'ndan Ekim ayının ilk haftasında gelen açıklamalara göre, Euronun dolar karşısındaki yükselişi ve artan petrol fiyatları Euro alanında ekonomik toparlanmaya dair karamsarlığın henüz geçmediğini göstermektedir. AMB Yürütme Kurulu üyesi ve Bundesbank Başkanı Ernst Welteke yaptığı açıklamada, "Euronun değer kazanmasının sonuçları endişe verici, petrol fiyatları başarılı bir Irak Savaşı'nın ardından beklediğimiz şekilde hareket etmemektedir. Avrupalıların, ABD öncülüğünde bir ekonomik toparlanma içerisine girme ümitleri sonuç vermeyebilir." demiştir. Diğer taraftan, dolar/euro paritesindeki yükselişin Euro Alanı ihracatına olumsuz bir etkide bulunmasının beklenmediği, 1.10 dolar ve 1.20 dolar arasında bir paritenin dış ticaret dengesinin sürdürülmesi açısından yeterli olacağı düşünülmektedir. Bununla birlikte, kurun 1.20 dolar seviyesine yaklaşması sonucunda, AMB'nın döviz müdahale etmesi/etmemesi konusunda önemli tartışmalar gündemde kalmaya devam etmektedir. Bu tartışmalar ve ABD ödemeler dengesi açığı dikkate alındığında, önümüzdeki dönemde dolar/euro paritesinin ekonomik canlanmayı etkileyecek önemli bir değişken haline döneceği beklenebilir.

GSYİH büyüme oranlarında yapılan son revizeler ışığında, 2003 yılının ikinci çeyreğinde Euro Alanı ekonomisinin yüzde 0.1 daraldığı görülmektedir. 2003 yılının ikinci çeyreğinde görülen bu daralma, iç talepteki düşüş karşısında, dış talepteki artışın toplam büyümeye katkısının daha zayıf olmasından ileri gelmektedir. Stok üretimi bir önceki aya göre gözle görülür bir şekilde düşerek, büyümeye katkı sağlamamıştır. Stoklara yapılan üretim hariç, toplam talebin ekonomik büyümeye katkısı genel anlamda değişmeden kalırken, iç talebin bileşenlerinden kamu harcamalarında ciddi bir artış göze çarpmaktadır. Ancak, özel harcamalardaki düşüş, kamu harcamalarındaki artışı kısmen ortadan kaldırmıştır. Yatırımlar ikinci çeyrekte azalmaya devam etmekle birlikte, ilk çeyreğe göre bir canlanma görülmektedir. Özel harcamalardaki düşüş yılın ilk yarısındaki jeopolitik ve ekonomik belirsizlikler nedeniyle beklenen bir gelişme olmuştur. İlk çeyrek ile kıyaslandığında ikinci çeyrekte daha olumlu rakamlar ortaya koyan net ihracat, ithalattaki azalma karşısında ihracatta göreceli olarak daha küçük bir azalmayı yansıtmaktadır.

Yıllık bazda Euro alanı büyüme oranı, 2003'ün ikinci çeyreğinde yüzde 0.2 olarak gerçekleşmiştir. Euro alanında 2003'ün ilk yarısı itibarıyla ortaya çıkan görünüm değişmemiş ve ekonomik durgunluk kendini iyice hissettirmiştir.



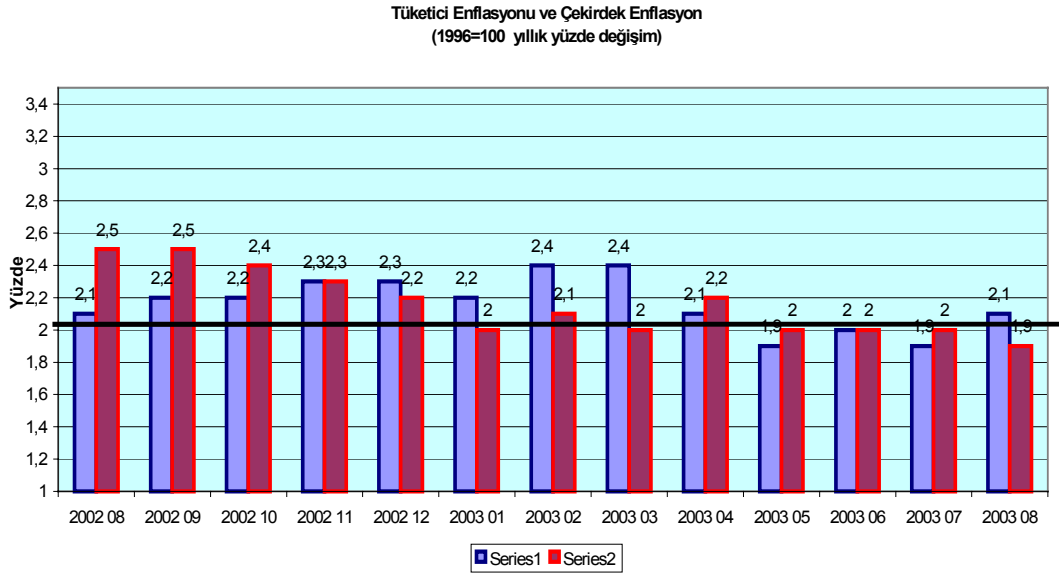
Sanayi üretimi, aylık bazda incelendiğinde Temmuz ayında yüzde 0.1 artmıştır. Temmuz ayındaki artışın arkasında kısmen mevsimsel nedenlerden kaynaklanan, Almanya'daki güçlü üretim artışı bulunmaktadır. Temmuz ayında sanayi üretiminde görülen artışa (enerji ve inşaat hariç), üç ana sanayi grubunda, özellikle sermaye malları ve dayanıklı tüketim malları üretimindeki güçlü artış neden olmuştur. Sermaye malları sanayiindeki artış, yatırıma yönelik tahminlerin iyileşmesiyle birlikte geçtiğimiz yılın en iyi rakamlarına işaret etmektedir. Ancak, üç aylık ortalamalar bazında Mayıs-Temmuz döneminin ortalaması, Şubat-Nisan dönemine kıyasla halen tüm sektörler için negatif büyüme oranları göstermektedir. Bu durum daha çok Mayıs ayında, tüm sanayi üretiminin genelinde görülen güçlü düşüşten kaynaklanmıştır. Ancak, ilk gelen verilere göre Ağustos ayından itibaren üç aylık ortalamalarda bir düzelme olasılığı yüksek görünmektedir.

Yıllık veriler incelendiğinde, Temmuz ayında sanayi üretiminin yüzde 0.8 arttığı görülmektedir. Böylece, bir önceki ay yüzde 1.3'lük negatif büyümenin ardından, yıllık bazda önemli bir artış gösteren sanayi üretimi olası bir ekonomik toparlanmanın habercisi olmaktadır.

İşsizlik oranı, Ağustos ayında, Temmuz ayına göre değişmeyerek, Mart ayından itibaren durağan görünümünü devam ettirmiştir. Ağustos ayı verilerine göre Euro Alanı işsizlik oranı yüzde 8.8 olarak gerçekleşmiştir. Euro Alanı'nda uzun

zamandır beklenen ve geciken ekonomik toparlanmanın işsizlik oranları ve istihdam artışı üzerinde olumlu bir etki yaratması, özellikle yılın ikinci yarısı itibarıyla beklenmektedir. Özellikle 2003 yılının ilk çeyreğinde yüzde 1,1 oranında azalan yatırımların, 2003'ün ikinci çeyreğinde bir toparlanma içine girmesi, büyüme beklentilerinin şekillenmesinde önemli bir etken olmuştur.

Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP) ile ölçülen Euro Alanı enflasyon düzeyi, Eylül ayında Ağustos ayına göre değişmeyerek, yüzde 2.1 seviyesinde seyretmiştir. Eylül ayı ile ilgili ayrıntılı veriler henüz açıklanmamasına karşın, Eylül ayı enflasyon rakamlarının yüksek çıkması temelde iki nedenden kaynaklanmaktadır. İlki euronun dolar karşısında değerlenmesi sonucunda enerji fiyatlarında yaşanan ılımlı artış, ikinci olarak da yaz aylarında yaşanan aşırı sıcaklar ve kuraklık nedeniyle işlenmemiş gıda fiyatlarında görülen hareketlerin halen enflasyon üzerinde etkili olmasıdır.



Euro Alanı enflasyonu Temmuz ayındaki yüzde 1.9'luk seviyesinden Ağustos ayında yüzde 2.1 seviyesine yükselmiştir. Bu artış, fiyat duyarlılığı yüksek olan işlenmemiş gıda ve enerji gibi alt kalemlerin yıllık büyüme hızlarındaki yukarı yönlü hareketleri yansıtmaktadır. Diğer taraftan çekirdek enflasyon da yıllık bazda Ağustos ayında bir önceki aya göre yüzde 0.1 artarak, yüzde 1.9 olarak gerçekleşmiştir. 2003 yılının ilk iki çeyrek verilerine göre durgunluk yaşayan Euro Alanı ekonomisinde, kurdaki hareketler de hesaba katıldığında ekonomik toparlanma sürecinde, AMB'nin

fiyat hareketlerini yakından izlemeyi sürdürmesi önem kazanmıştır. Toparlanmaya yönelik öncül verilerin giderek artması ve mali piyasaların geleceğe yönelik enflasyon beklentilerini yükseltmeleri, 2004 yılının başında AMB'nin bir faiz artırımını kararına yöneleceği spekülasyonlarını artırmaktadır.

Nisan ayından itibaren oynak bir seyir izleyen işlenmemiş gıda fiyatlarının artış hızı, Temmuz ayındaki yüzde 2.7 seviyesinden Ağustos ayında yüzde 3.3 seviyesine yükselmiştir. Bu artış sebze, meyve fiyatları ve et fiyatlarında yıllık bazda önemli bir artışa yol açmıştır. Bu yıl yaşanan olağandışı hava koşulları, sebze ve meyve fiyatlarında mevsimsel olarak yaz aylarında yaşanan olağan fiyat düşüşünü sınırlı kılmıştır. Diğer taraftan et fiyatlarında bu yıl ikinci defa görülen güçlü artışın nedeni ise belirsizliğini korumaktadır.

Son iki aydaki artış eğilimini sürdüren enerji fiyatları, yıllık bazda, Temmuz ayındaki yüzde 2 düzeyinden Ağustos ayında yüzde 2.7'ye yükselmiştir. Fiyat artışları, dolar üzerinden işlem gören petrol fiyatlarındaki artış yanında, yaz aylarında euronun değer kaybetmesinden kaynaklanmıştır.

Enerji ve işlenmemiş gıda gibi fiyat hareketlerine duyarlılığı yüksek malları içermeyen **çekirdek enflasyon**, Ağustos ayında yüzde 1.9 seviyesine yükselmiştir. İşlenmiş gıda ve enerji dışı sanayi malları (gıda ve enerji hariç diğer sanayi malları) fiyatlarında görülen yıllık bazdaki düşüşler hizmet fiyatlarındaki artışın etkilerini kısmen ortadan kaldırmasına rağmen, çekirdek enflasyon artışı büyük ölçüde hizmet fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmıştır.

III. Parasal Analiz:

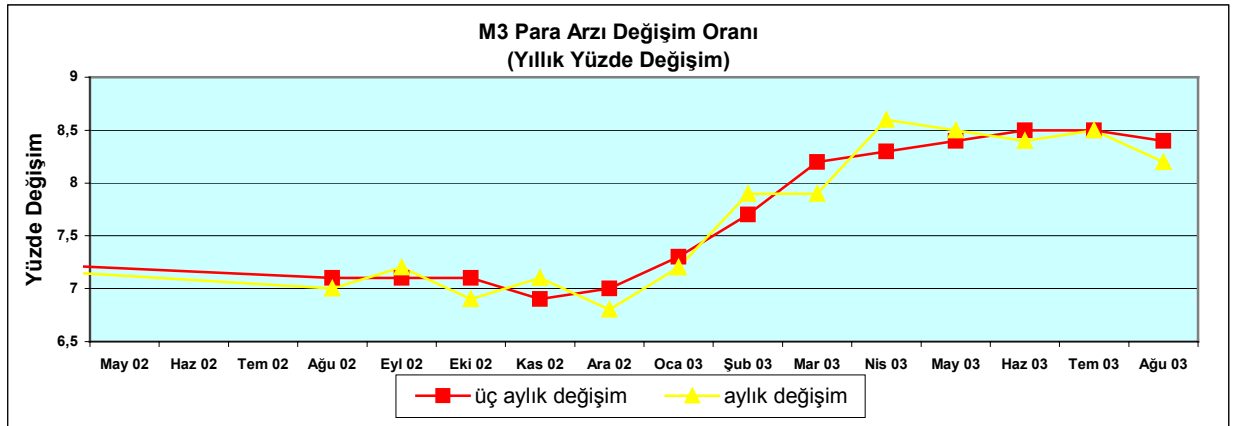
Parasal dinamikler Ağustos ayında biraz daha ılımlı bir seyir izlemiştir. Sonuç olarak, M3 para arzı Ağustos ayında bir önceki ayın yüzde 8.6 seviyesinden yüzde 8.2 seviyesine düşmüştür. Euro alanı M3 para arzı AMB tarafından ilan edilen yüzde 4.5'lik referans oranının halen çok üzerinde yer almaktadır. Aylık verilerin aşırı oynaklığı söz konusu olduğundan, AMB tarafından izlenen bir başka değişken olan üç aylık veriler ışığında, Haziran-Ağustos döneminde M3 para arzı bir önceki üç aylık döneme göre azalarak, yüzde 8.4 düzeyine gerilemiştir.

Ağustos ayı gelişmeleri, finansal koşulların düzeldiği bir ortamda, piyasa aktörlerinin portföy tercihlerinin kısa vadeden daha uzun vadeli finansal varlıklara

kaydığını göstermektedir. Ancak, Euro Alanında enflasyonist ekonomik büyümeyi finanse edecek likiditenin halen çok üstünde bir likidite fazlası mevcuttur.

Fazla likiditenin arkasında yatan temel nedenler: i) Geçmişteki geniş çaplı portföy kaymalarından (Bu portföy tercihlerindeki kaymalar 2001 ile 2003 yılları arasındaki dönemde hisse senedi fiyatlarında yaşanan düşüş ve hisse senedi piyasalarındaki oynaklığın neden olduğu belirsizlikten ileri gelmiştir.), ii) düşük faiz oranları nedeniyle yatırımcıların daha likit fonlara yönelmesinden (Bu fonların bir kısmının işlem amaçlı olarak gelecekte kullanılması mümkündür.) ve iii) ekonomik belirsizlik ve olumsuz istihdam tahminleri sonucunda artan tasarruflardan kaynaklanmıştır.

Belirsizliğin azalması ve istihdama ilişkin görünümün değişmesi durumunda, yatırımcıların birikmiş fonlarını daha uzun vadeli varlıklara kaydırması beklenmektedir.



AMB, son dönemde ekonomideki fazla likiditenin, özellikle düşük büyüme oranlarında yüksek enflasyon düzeylerine yol açma riskine sahip olmadığını düşünmekte, ancak, ekonomik aktivitenin kayda değer bir şekilde artış göstermesi durumunda, aşırı likiditenin bir tehlike arz etmemesi için M3 para arzının yakından takibine devam etmektedir.

M3 para arzının alt bileşenlerine bakıldığında, dar anlamda para arzı büyümesi Ağustos ayında yüzde 11.8 artarak, bir önceki ayın yüzde 11.6'lık seviyesinin üzerine çıkmıştır. M1 bünyesinde yer alan dolaşımdaki para artış hızı ise bir önceki aya göre düşerek, Ağustos ayında yüzde 28.8 seviyelerine gerilemiştir. Dolaşımdaki paranın kısa vadeli dinamikleri güçlü büyüme hızını koruyarak, euroya geçiş

sonrasındaki hareketini sürdürmektedir. Gecelik mevduatın yıllık artış hızı, düşük fırsat maliyetinin de etkisiyle Ağustos ayında yüzde 9.3 seviyesine yükselmiştir. Gecelik mevduatın bir önceki ayda büyüme hızı yüzde 8.9 olarak gerçekleşmişti. Gecelik mevduat dışındaki kısa vadeli mevduatın yıllık artış hızı ise Temmuz ayında yüzde 5.8'den Ağustos ayında yüzde 5.5'e gerilemiştir.

Finansal sektör bilançolarının varlık tarafına baktığımızda, Euro Alanı yerleşiklerine verilen toplam krediler yıllık bazda Ağustos ayında yüzde 5.4 oranında artmıştır. Yıllık bazda kredi büyüme hızındaki artış, kamuya açılan kredilerin Ağustos ayında bir önceki aya göre yüzde 0.2 artarak, yüzde 4.8 olarak gerçekleşmesinden kaynaklanırken, özel sektöre açılan kredilerin artış hızı ise Ağustos ayında değişmeyerek yüzde 5.5 düzeyinde kalmıştır.

M3 para arzına dair Ağustos ayında özellikle ifade edilmesi gereken noktalar, para arzı dinamiklerinin nispeten yavaşlaması ve 2003 yılının ilk yarısındaki belirsizliğin azalması karşısında yatırımcıların yavaş da olsa tercihlerinde daha uzun vadelere kaymaları olarak gösterilebilir.

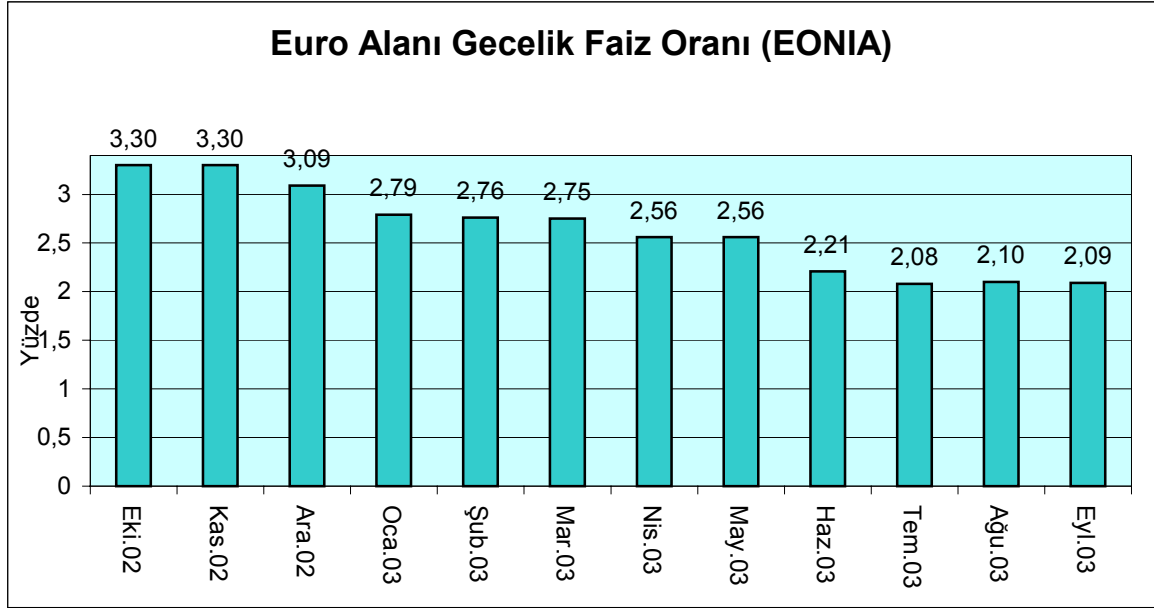
IV. Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler

Ağustos ayındaki artıştan sonra, **üç ayın üzerindeki vadede**, para piyasası faiz oranları Eylül ayında biraz daha düşmüştür. Buna karşın, **daha kısa vadeli faiz oranları (bir aylık vade)** Haziran başından bu yana durağanlığını korumaktadır.

EONIA ile ölçülen gecelik faiz oranları, Ağustos sonu ile 1 Ekim arasındaki dönemin büyük bir kısmında, yüzde 2.06 ile 2.09 arasında dalgalanmıştır. Aynı dönemde, iki haftalık EONIA swap oranı da yüzde 2.05 ile 2.09 arasında değişmiştir. Genel olarak, AMB'nin Eurosystem'deki ana refinansman operasyonları dağıtımlarında, marjinal ve ortalama faiz oranları, Yönetim Konseyi'nin bu operasyonlar için belirlediği en düşük teklif oranının (yüzde 2) sırasıyla 7 ve 8 bp üzerinde seyretmiştir.

Aylık ve üç aylık EURIBOR oranlarındaki gelişmelere baktığımızda, Ağustos sonu ile 1 Ekim tarihleri arasında hem 1 aylık , hem de üç aylık EURIBOR oranları 3 bp düşerek, sırasıyla yüzde 2.10 ve 2.12 seviyelerine gerilemiştir. Para piyasası faiz oranlarından aylık ve üç aylık faiz oranları, Ağustos'dan Eylül'e kadar

olan dönemde fazla değişmemesine karşın, altı ve oniki aylık vadede EURIBOR oranları sırasıyla 11 ve 20 bp azalarak, yüzde 2.09 ve 2.12 seviyelerine gerilemiştir.



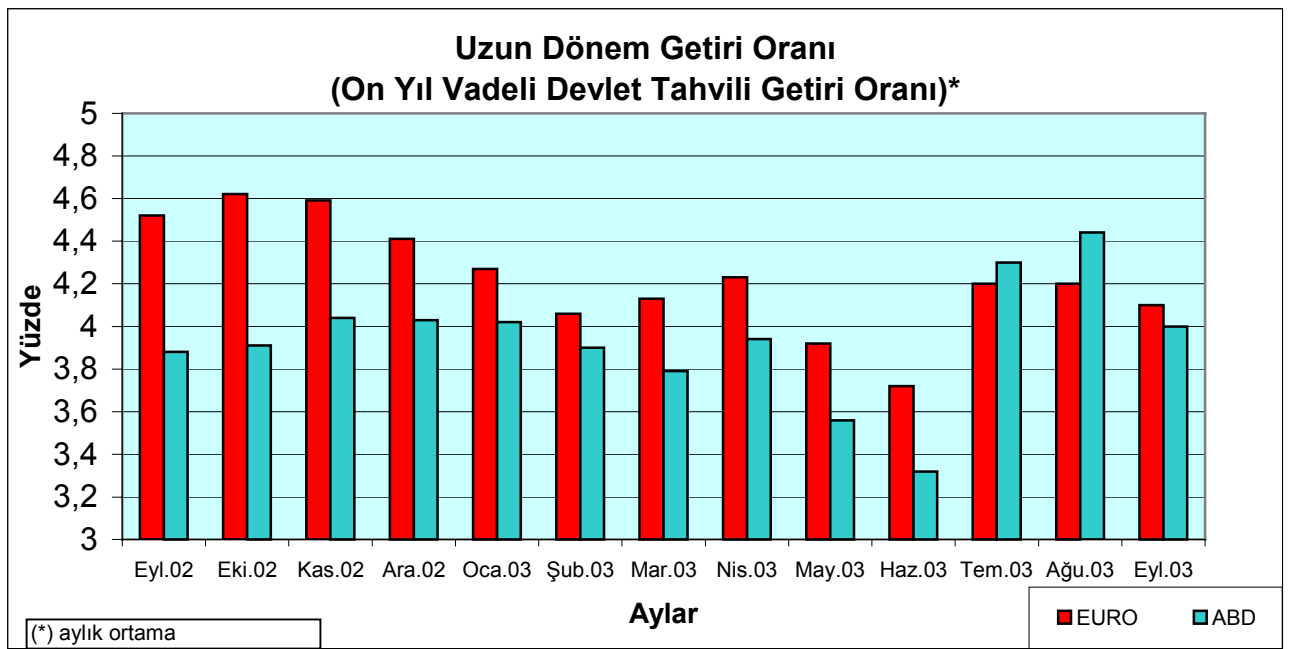
Euro Alanı uzun dönem getirilerinde Haziran ortasından beri gözlemlenen yükseliş Eylül ayında tersine dönmüştür. ABD ve Euro Alanında 10 yıllık tahvil getirileri Ağustos sonu ile 1 Ekim arasındaki dönemde sırasıyla 50 ve 20 bp'lik düşüş göstererek, yüzde 4 ve yüzde 4.1 düzeylerine gerilemiştir. Sonuçta, ABD ile Euro Alanı 10 yıllık tahvil getirileri arasındaki fark negatife dönerek, 1 Ekim itibarıyla –10 bp'lik bir farka ulaşmıştır.

ABD'deki uzun vadeli devlet tahvil getirilerindeki düşüş, piyasa aktörlerinin enflasyon ve büyümeye dair beklentilerini aşağı yönde revize etmelerinden kaynaklanmıştır. Karışık makroekonomik verilerin yayınlanması sonucunda tahvil getirilerinde gelecekte olabilecek hareketler konusunda belirsizlik artmıştır.

Euro Alanı tahvil piyasasına baktığımızda, Alman 10 yıllık devlet tahvillerine yönelik "futures" işlemlerinde oynaklığın artmış olmasının da etkisiyle belirsizliğin devam etmesi söz konusudur. Enflasyona endekslenmiş 10 yıl vadeli Euro Alanı devlet tahvillerinin, Ağustos sonu ile 1 Ekim tarihleri arasında 25 bp'lik azalma kaydetmesi, piyasa aktörlerinin büyüme beklentilerini az da olsa aşağı yönde revize ettiklerini göstermektedir.

Hisse senedi piyasalarında, önceki aylarda başlayan yükselişler daha yatay bir seyir izlemeye başlamıştır. Ağustos sonu ile 1 Ekim arasındaki dönemde Euro Alanı hisse senedi piyasaları düşüş yaşarken, ABD hisse senedi piyasaları da tam tersine küçük bir artış yaşamıştır. Japon hisse senedi piyasalarında ise aynı dönemde önemli bir değişiklik söz konusu olmamıştır.

Amerikan piyasalarında hisse senedi fiyatları, Ağustos sonunda başlayan istikrarlı sürecini, Eylül ayında da devam ettirmiştir. Bir taraftan, piyasa aktörlerinin ortalama beklentilerinin altında açıklanan büyüme verileri ve OPEC'in 25 Eylül 2003



tarihinde petrol üretiminde kesintiye gideceği yönünde aldığı kararın da etkisiyle hisse senedi fiyatlarında düşüş yaşanmıştır. Diğer taraftan da, şirketlerden gelen karlılık rakamları hisse senedi fiyatlarını olumlu etkilemiştir.

Euro Alanı hisse senedi piyasaları, inceleme döneminde düşüş göstermiştir. Birtakım ekonomik verilerin yayımlanması ve euronun dolar karşısında değer kazanması piyasa aktörlerinin şirket kazançlarına dair beklentilerini, dolayısıyla da hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilemiş görünmektedir. Hisse senedi fiyatları üzerinde bir başka olası baskı unsuru da piyasa aktörlerinin gelecekteki fiyat hareketlerine dair beklentilerindeki belirsizliktir.

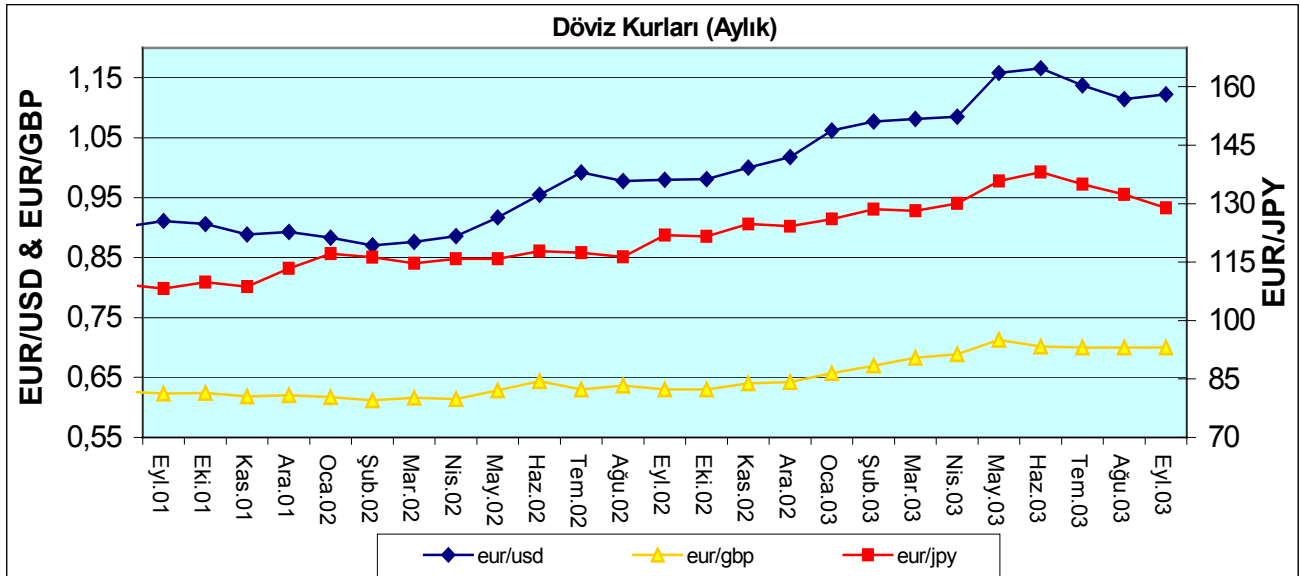
Japon hisse senedi piyasaları önceki aylarda görülen artışların ardından, Eylül ayında daha sakin bir dönem geçirmiştir. Japon ekonomisinin görünümüne dair olumlu verilerin açıklanmasına karşın, G-7 ekonomi bakanlarının 21 Eylül'de yapılan

toplantıda daha esnek döviz kurları için çağrıda bulunmalarının sonrasında, dolar karşısında Japon yeninin güçlenmesi nedeniyle, Japon ihracatçılarının bundan etkileneceğini düşünen piyasa aktörlerinin endişeleri, hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilemiştir.

Bu çerçevede Euro Alanı EURO STOXX endeksi Ağustos sonu ile 1 Ekim arasında yüzde 4 değer kaybederken, ABD, S&P 500 endeksi yüzde 1 değer kazanmıştır. Japon Nikkei 225 endeksi ise, durağanlığını korumuştur.

V. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler

Euro, Ağustos ayında güç kaybettiğinden sonra, Eylül ayının başlarında toparlanarak, ay sonuna doğru istikrarlı bir seyir izlemiştir. Eylül ayının ilk yarısı itibarıyla, hem ABD'nde açıklanan verilerin etkisiyle, hem de Japonya'daki döviz kuru politikası nedeniyle euro, dolar ve yen karşısında yükselişe geçmiştir. Eylül ayının ikinci yarısından sonra döviz kurlarını etkileyen önemli bir gelişme Dubai'de yapılan G-7 zirvesi olmuştur. Zirvede alınan kararlardan sonra, döviz kurlarında daha fazla



esnekliğin sağlanması çerçevesinde, Japon yeni diğer önde gelen ülke para birimlerine karşı önemli ölçüde değer kazanmıştır.

Euronun, **ABD doları** karşısında Eylül ayında güçlenmesi, ABD işgücü piyasasındaki verilerin yayımlanmasının ardından piyasa aktörlerinin iyimserliklerini kaybetmesiyle yakından ilgilidir. Ayın ikinci yarısından sonra ABD doları, Japon yenine karşı da önemli ölçüde değer yitirmiştir. İnceleme döneminin sonlarında 1 dolar 111 yen üzerinden işlem görerek, 2000 Aralık ayından bu yana en düşük

seviyesine yaklaşmıştır. 1 Ekim tarihi itibarıyla euro/dolar paritesi 1.17 seviyesinden işlem görerek, Ağustos 2003 sonundaki değerinden yaklaşık yüzde 6.8 oranında daha yüksek bir seviyede seyretmiştir.

Eylül ayında **Japon yeni** ayın ilk 20 gününde euro karşısında değer kaybederken, diğer önde gelen para birimleri karşısında önemli ölçüde değer kazanmıştır. Bu çerçevede, döviz kuru, 1 Ekim 2003 itibarıyla 1 euro 129.6 yen üzerinden kote edilerek, Ağustos ayı sonundaki düzeyine göre yüzde 1.9 ve 2002 ortalamasına göre yüzde 9.8 oranında daha yüksek bir seviyede hareket etmiştir.

Euro **İngiliz sterlini** karşısında Eylül ayı boyunca dar bir aralıkta hareket ederken, sterlin dolar karşısında aynı dönemde değer kazanmıştır. Sterlinin, dolar karşısındaki söz konusu göreceli yükselişi İngiliz ekonomisine dair pozitif ekonomik verilerin yayımlanması ve ekonomik toparlanmayı destekleyecek resmi açıklamaların da etkisiyle hızlanmıştır. 1 Ekim itibarıyla euro, İngiliz sterlini karşısında 0.70 üzerinden işlem görerek, Ağustos sonuna göre yüzde 1.7 oranında, 2002 ortalamasına göre ise yüzde 12.1 değer kazanmıştır.

Euro Alanı'nın en önemli 12 ticaret ortağının euro karşısındaki döviz kurunun, söz konusu ülkelerin Euro Alanı dış ticaretindeki payı ile oranlandırılması sonucunda bulunan **nominal efektif döviz kuru**, 1 Ekim tarihinde Ağustos sonuna göre yüzde 3.0 artarak, 2002 yılı ortalama seviyesinin yüzde 12.9 üzerine çıkmıştır. Söz konusu durum, izleme dönemi boyunca euronun, dolar karşısındaki değer artışı ve bazı Asya para birimleri ve sterlin karşısındaki kısmi değerlenmesinden kaynaklanmaktadır.

VI. Ödemeler Dengesine İlişkin Gelişmeler

Euro Alanı **cari işlemler açığı**, mevsimsellikten arındırılmış verilere göre Temmuz ayında dengededir. Cari işlemler dengesinde mal ve hizmetler dengesi fazla vermesine karşın, gelirler dengesi ve cari transferler dengesi açık vermiştir.

Haziran 2003 cari işlemler dengesi ile karşılaştırıldığında, mevsimsellikten arındırılmış cari işlemler açığı, Temmuz ayında 2.1 milyar euro azalarak, dengeye ulaşmıştır. Temmuz ayındaki mevsimsellikten arındırılmış cari işlemler dengesi, mal dengesindeki 1.9 milyar euroluk fazla karşısında, gelirler dengesinin ve cari

transferlerin sırasıyla 0.9 milyar euro ve 3.0 milyar euro açık vermesi ile sağlanmıştır. Hizmetler dengesi ise Temmuz ayında değişmeden kalmıştır.

Uzun dönemde 12 aylık birikimli cari işlemler fazlası, Temmuz ayında da düşmeye devam etmiştir. Bunun nedeni dış ticaret dengesinde ithalatın azalmamasına karşın, ihracatın kademeli olarak bir düşüş göstermesidir. İhracat değerlerinin düşmesi, kısmen global talebin zayıflığı ve kısmen de euronun 2002'nin ikinci çeyreği ile 2003'ün ikinci çeyreği arasındaki dönemde değer kazanmasıyla ilişkilendirilebilir. Değişmeyen ithalat değerleri ise daha çok Euro Alanı'nın zayıf iç talebine bağlanabilir.

Temmuz ayında Euro alanı **sermaye hareketlerine** baktığımızda, doğrudan yatırımlarda 3.6 milyar euroluk, portföy yatırımlarında da 35.3 milyar euroluk bir sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Böylece birleşik net doğrudan yatırım ve portföy yatırımları kalemindeki net çıkış Temmuz ayında 38.9 milyar euro olarak gerçekleşmiştir. Portföy yatırımlarında yaşanan çıkışın büyük bir kısmı tahvil ve nakit şeklinde gerçekleşmiştir. Bu gelişme önceki aylarda yaşanan yoğun tahvil ve nakit kaynaklı girişlerin tersine dönmesiyle yakından ilgilidir. Özellikle Euro Alanı'nda yerleşik olmayan yatırımcılar, daha önce sürdürdükleri önemli miktarda euro tahvil ve bonolarını satın alma eğilimlerini değiştirmiş görünmektedirler.

Hazırlayan:

Ferhat Çamlıca

Uzman Yardımcısı

ferhat.camlica@tcmb.gov.tr

Kaynaklar:

ECB Monthly Bulletin, Ekim 2003

ECB Press Conference, 6 Kasım 2003,

Eurostat News Release, 17 Ekim 2003,

European Commission DG Economic Affairs, Quarterly Report on the Euro Area, NO III/2003

DÖVİZ KURLARI (GÜNLÜK)

