

Euro Bölgesi İzleme Raporu:

Nisan 2002

I. Genel Ekonomik Gelişmeler

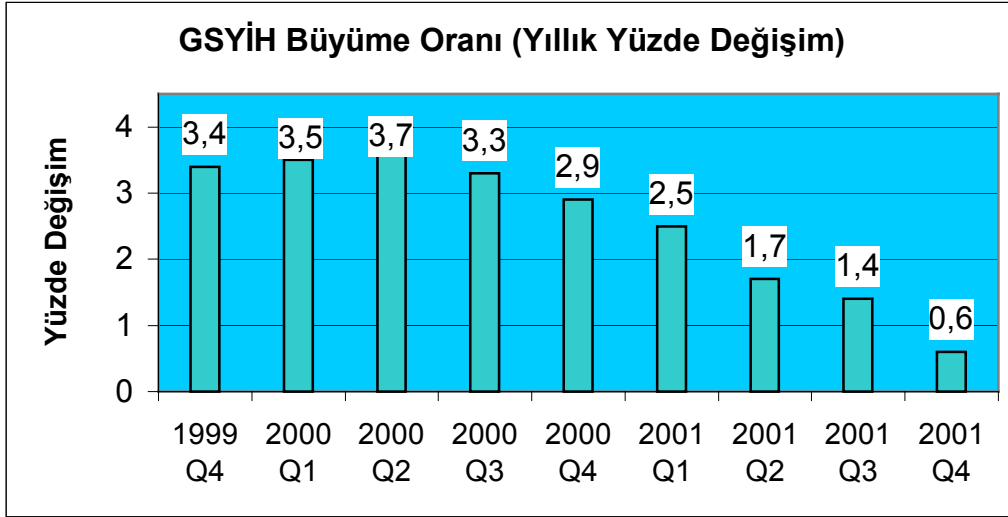
Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi'nin **4 Nisan 2002** tarihinde yaptığı toplantı sonucunda anahtar faiz oranlarda herhangi bir değişiklik yapılmamıştır. Böylelikle söz konusu oranlar refinansman için yüzde 3.25, marjinal kredi imkanı için yüzde 4.25 ve depo imkanı için yüzde 2.25 olarak gerçekleşmiştir.

Para politikası stratejisinin ilk ayağını oluşturan **M3 para arzı** artış hızı, Ocak-Mart 2002 döneminde yıllık bazda ortalama yüzde 7.5 (yoy-3m-avr) gerçekleşerek, Aralık 2001-Şubat 2002 dönemindeki değerinin yüzde 0.3 altında seyretmiştir. M3 para arzı artış hızı gelişmeleri incelendiğinde görülmektedir ki, 2001 yılının sonbaharında yaşanan belirsizlik ortamının ve yıl sonuna doğru euro nakit dönüşümünün etkileriyle yükselişe geçen M3 para arzı artış hızı, Aralık ayında yüzde 8.1'lik zirve değerine ulaşmış; euro banknot dönüşümünün başarıyla tamamlanmasını takiben uluslararası piyasalarda yaşanan belirsizliğin yavaş yavaş ortadan kalkmasıyla da düşüş eğilimine girmiştir. Söz konusu düşüş eğilimine pozitif yönde katkıda bulunan bir başka etmen de geçtiğimiz yıl yaşanan küresel ekonomik yavaşlamanın sona erdiği ve 2002 yılı içerisinde küçük de olsa bir toparlanma trendinin yakalanacağına ilişkin beklentilerin ağırlık kazanmış olmasıdır. Bu kapsamda, fiyat istikrarı üzerinde para politikası stratejisinin ilk ayağından kaynaklanan baskıların azalacağı yönünde beklentiler kuvvetlenmektedir.

Ancak, unutmamak gerekir ki M3 para arzı artış hızı halen referans değerinden oldukça üzerindedir. Ekonomik aktivitede yaşanan ısınma da göz önünde bulundurulursa, fazla likiditenin orta vadede bir tehdit oluşturmasını önlemek için faiz oranlarında bir düzeltme gerekebilecektir.

Para politikasının, enflasyon göstergeleri, büyüme performansı vs. gibi M3 para arzı dışındaki temel makroekonomik göstergelerin ele alındığı, ikinci ayağı çerçevesinde yer alan gelişmeler incelendiğinde göze çarpan ilk gelişme, euro alanı ekonomisinin 2001 yılının son çeyreğinde yüzde 0.2 daralması ve bunun sonucunda yıllık GSYİH artış hızının yüzde 0.6 düzeyine gerilemesidir. Bununla birlikte, ekonomik daralmanın 2002 yılı ile birlikte yerini küçük çaplı da olsa bir toparlanmaya bırakması; imalat sanayi ve hizmetler sektörü anketleri ve finansal piyasa

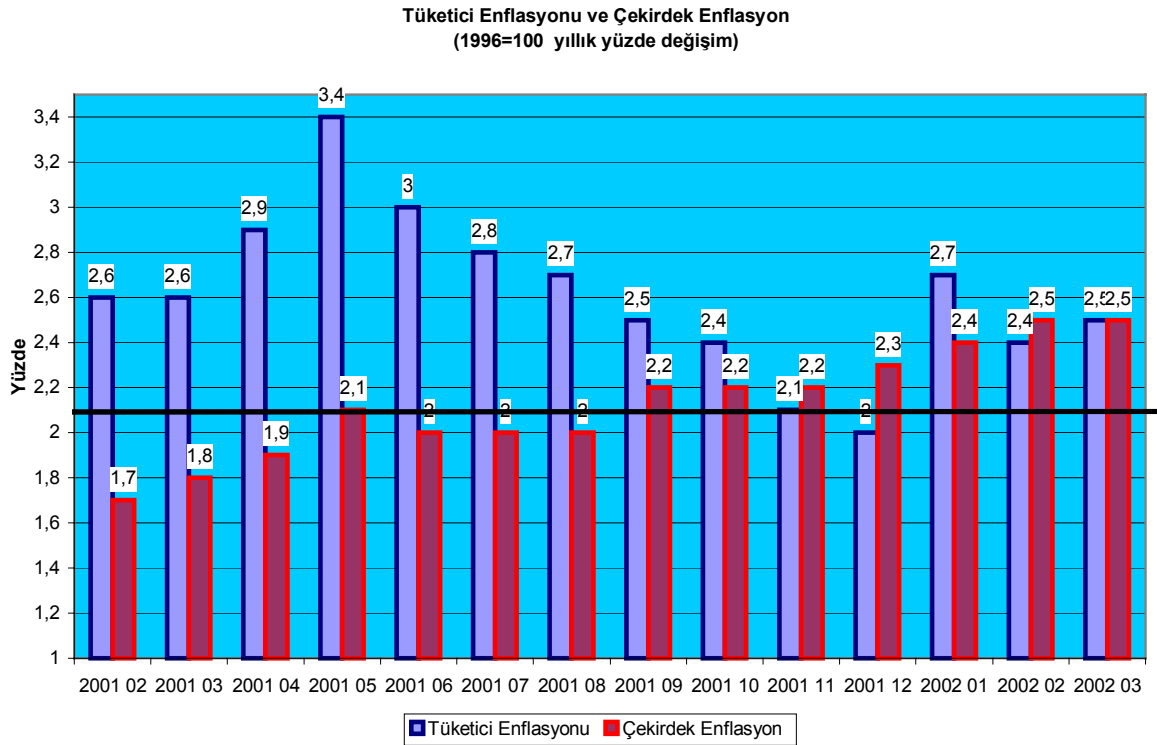
göstergeleri gibi öncü göstergelerde yaşanan olumlu gelişmelerle birleşerek, Euro Alanının bu yıl içerisinde tekrar potansiyel seviyelerde büyüebileceğini göstermektedir. Ancak, burada hatırlatılması gereken önemli bir nokta söz konusu iyileşme için ham petrol fiyatlarının son dönemde sürdürdüğü yükseliş eğilimini durdurması gerekliliğidir. Aksi taktirde, fiyatlar ve maliyetler üzerinde baskı oluşacak ve büyüme performansı bu durumdan olumsuz etkilenecektir.



İmalat Sanayi Üretim Endeksi, Aralık ayında aylık bazda yüzde 0.3, Ocak ayında yüzde 0.0 ve Şubat ayında yüzde 0.2 artış göstermiştir. Söz konusu ifadeler bir öncü gösterge olarak imalat sanayinin toparlanma içerisine girdiğine işaret etse de toparlanmanın boyutu halen belirsizliğini korumaktadır. Kaldı ki, **bir yıl öncesinin aynı dönemi** ile karşılaştırıldığında imalat sanayi üretim düzeylerinin Aralık ayında yüzde 4.5, Ocak ayında yüzde 3.1 ve Şubat ayında yüzde 3.3 gerilemiş olması da yaşanan toparlanmanın halen çok düşük seviyelerde olduğunu göstermektedir. Üç aylık bazda ele alındığında ise 2001 yılının ikinci çeyreğinde **yıllık bazda** yüzde 0.9 artan İmalat Sanayi Üretim Endeksi'nin üçüncü çeyrekte yüzde 0.4, son çeyrekte ise yüzde 3.7 düşüş gösterdiği gözlenmektedir.

Şunu da unutmamak gerekir ki 2002 yılı içerisinde yaşanacak bir toparlanma, gerek Euro Alanından, gerekse küresel ekonomide yaşanan olumlu havadan etkilenecektir. Euro alanındaki iç dinamikler, enflasyon oranındaki düşüş eğilimi ve borçlanma maliyetlerinin düşük olması ekonomik büyümeyi teşvik ederken; küresel anlamda yaşanan toparlanma de ihracatı olumlu etkileyerek büyümeye katkıda bulunacaktır.

Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP), Mart ayında aylık bazda yüzde 0.6, yıllık bazda ise yüzde 2.5 artış göstermiştir. Söz konusu artışın büyük bölümü petrol fiyatlarında yaşanan artışlardan kaynaklanmaktadır. Enflasyon oranının 2002 yılı içerisinde ECB'nin hedefi olan yüzde 2 seviyesinin altına ineceği tahmin edilmekle birlikte, enerji fiyatlarında yaşanan söz konusu artışların devam etmesi durumunda hedef düzeylere daha uzun sürede ulaşılması söz konusu olabilir. Ancak fiyatlar genel seviyesine reel sektörden gelecek baskıların asıl kaynağı işgücü maliyetleri olduğu için, özellikle Almanya ve İtalya'daki toplu sözleşme görüşmelerinde yaşanan olumsuz gelişmeler işe alımları etkilediği gibi gelecek dönem enflasyon değerlerini etkileyeceğinden, ECB açısından endişe yaratmaktadır.



Enerji fiyatları ise uzun süredir devam eden düşüş trendini korumakla beraber; Şubat ayında yıllık bazda yaşanan yüzde 2.8'lik düşüşün ardından enerji fiyatları Mart ayında ancak yüzde 1.5 gerilemiştir. Düşüş hızında yaşanan yavaşlama, petrol fiyatlarında yaşanan artışların etkilerini taşımaktadır. Enerji, tütün ve gıda fiyatlarını dışlayan çekirdek enflasyon ise, Mart ayında yüzde 2.5 düzeyinde seyrederek, bir önceki aya göre değişmeden kalmıştır. Böylelikle çekirdek enflasyon, 2001 yılının Kasım ayından buyana devam eden yükselişine son vermiş görünmektedir. Alt

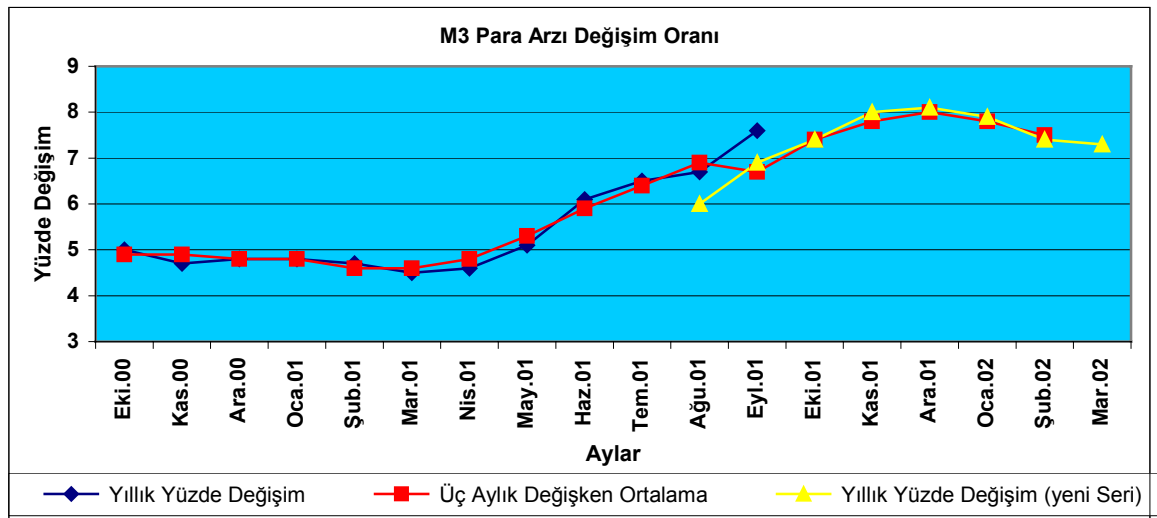
kalemlerine bakıldığında çekirdek enflasyonda yaşanan artışın HICP'nin eğitim kalemi ile oteller ve restoranlar kaleminden kaynaklandığı görülmektedir.

İşsizlik göstergelerine bakacak olursak, son beş aydır yüzde 8.4 seviyesinde sabit seyreden euro alanı işsizlik oranının oldukça iyi bir performans gösterdiği söylenebilir. Ancak, 2001 yılında yaşanan ekonomik durgunluk göz önünde bulundurulduğunda işsizlik oranının önümüzdeki aylarda artması söz konusu olabilir. Bununla birlikte, Avrupa işgücü piyasalarının geçtiğimiz dönemde yaşanan ılımlı ücret ayarlamalarının ve yapısal reformların olumlu etkilerinden yararlandığı, bu nedenle işsizlik oranında yaşanacak artışın ekonomik yavaşlamaya oranla daha düşük bir düzeyde gerçekleşeceği ileri sürülmektedir.

Özetle, M3 para arzı artış hızının yüksek seyri ve enflasyon rakamlarının hali hazırda hedef değer olan yüzde 2'nin üzerinde seyretmesi, para politikasının ikinci ayağıyla ilgili verilerde yaşanan iyileşmenin de etkisi ile orta vadede faiz artırımını yönünde baskı yaratabilir. Ancak, ekonomik aktivitede yaşanan toparlanma daha belirgin bir hal almadan ECB'nin anahtar faiz oranlarını yükseltmesi olanaklı görünmemektedir.

II. Parasal Gelişmeler

M3 para arzı yıllık bazda, Ocak ayında yüzde 7.9, Şubat ayında yüzde 7.4 ve Mart ayında yüzde 7.3 artarak üç aylık ortalama artış hızının Ocak-Mart 2002 döneminde yüzde 7.5 düzeyine gerilemesine neden olmuştur.



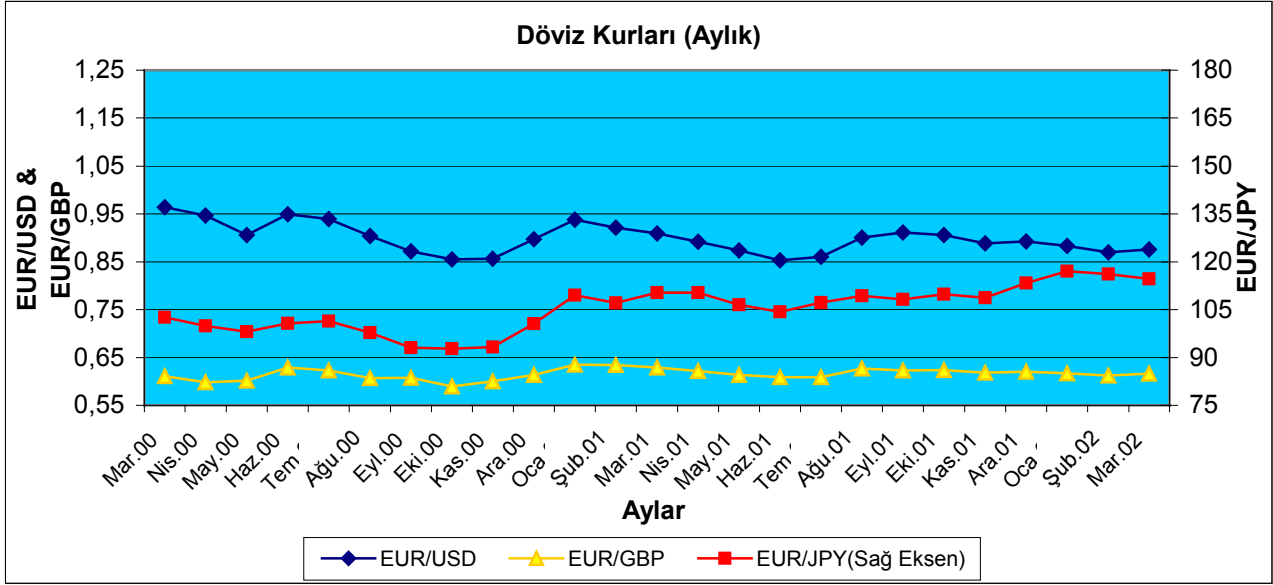
M3 para arzının artış hızında Mart ayında yaşanan düşüş belirsizlik ortamının ortadan kalkmaya başladığını gösterse de, düşüşün boyutu piyasa beklentilerinin altında gerçekleşmiştir. Bu durum, söz konusu artış hızında yaşanacak bir katılığın beklenenden erken bir faiz artırımına gidilmesi olasılığını gündeme getireceği yönünde bir beklenti oluşmasına sebep olabilir.

M3 para arzının alt bileşenlerine bakılacak olursa, dolaşımdaki paranın (emisyon) artış hızı, yıllık ifadelerle, Mart ayında Şubat ayındaki yüzde -28.9 seviyesinden yüzde -24.8 yükselmiş; gecelik mevduatlardaki değişim oranı ise son aylardaki hızlı yükselişine bir son vererek Mart ayında 1.2 puanlık bir gerilemeyle yüzde 11.9 olarak gerçekleşmiştir. Sonuçta, dar anlamda para arzı (M1) artış hızı Şubat ayındaki yüzde 6.1'lik düzeyinden Mart ayında yüzde 5.8'e gerilemiştir. Gecelik mevduat dışındaki kısa vadeli mevduatların seyrine bakıldığında ise söz konusu mevduatların yıllık artış hızının Şubat ayı içindeki 6.4 seviyesinden Mart ayında 6.6'ya yükseldiği gözlenmektedir.

III. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler

Euro nominal efektif döviz kuru Mart ayında uluslararası döviz piyasalarında yaşanan istikrarlı seyre bağlı olarak aylık ortalama ifadelerle yüzde 0.1 değer kazanırken, 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 piyasalarında yaşanan sakin seyre bağlı olarak euro Şubat ayında önde gelen para birimleri karşısında istikrarlı bir seyir izlemiş, aylık ortalama ifadelerle, ABD doları ve İngiliz sterlini karşısında yüzde 1'in altında değer kazanırken, Japon yeni karşısında değer kaybetmiştir.



Piyasa aktörlerinin Amerika'nın cari işlemler dengesindeki gelişmelere ilişkin kaygıları, Euro Alanı imalat sanayi sektöründeki toparlanmaya işaret eden verilerle birleşerek euronun Mart ayı içerisinde dolar karşısında değer kazanmasına neden olmuştur. Ancak, söz konusu etkiler Amerikan ekonomisinde yaşanan toparlanmanın da olumlu sinyaller verdiği yönündeki verilerin etkilerini dengeleyebilecek düzeyde olduğu için euro dolar karşısında aylık ifadelerle ortalama yüzde 0.7 değer kazanmıştır.

Japonya hisse senedi piyasalarında yaşanan çıkışa paralel olarak Mart ayının ilk haftasında dolar ve euro karşısında değer kazanan Japon yeni, ayın ikinci haftasında gerilemeye başlamıştır. Söz konusu gerileme, beklenenden düşük çıkan büyüme rakamları ile daha önceki aylarda Japon yeninin değer kazanmasına neden olan ve mali yıl sonu nedeniyle ülkeye dönen sermayenin, mali yılın bitimi ile birlikte tekrar yurtdışına çıkmasından kaynaklanmaktadır. Sonuçta euro, Mart ayında yen karşısında ortalama yüzde 1.3 değer kaybetmiştir.

İngiltere ekonomisinin büyüme performansı ile ilgili olumlu beklentilerin yanısıra enflasyon oranının İngiltere Merkez Bankası'nın hedefi olan yüzde 2.5'in biraz altında gerçekleşeceğine ilişkin beklentiler İngiliz sterlinin dolar ve euro karşısında istikrarlı bir seyir izlemesine neden olmuş; sonuç itibarıyla euro aylık ortalama ifadelerle İngiliz sterlini karşısında yüzde 0.7 değer kazanmıştır.

IV. Ödemeler Dengesine İlişkin Gelişmeler

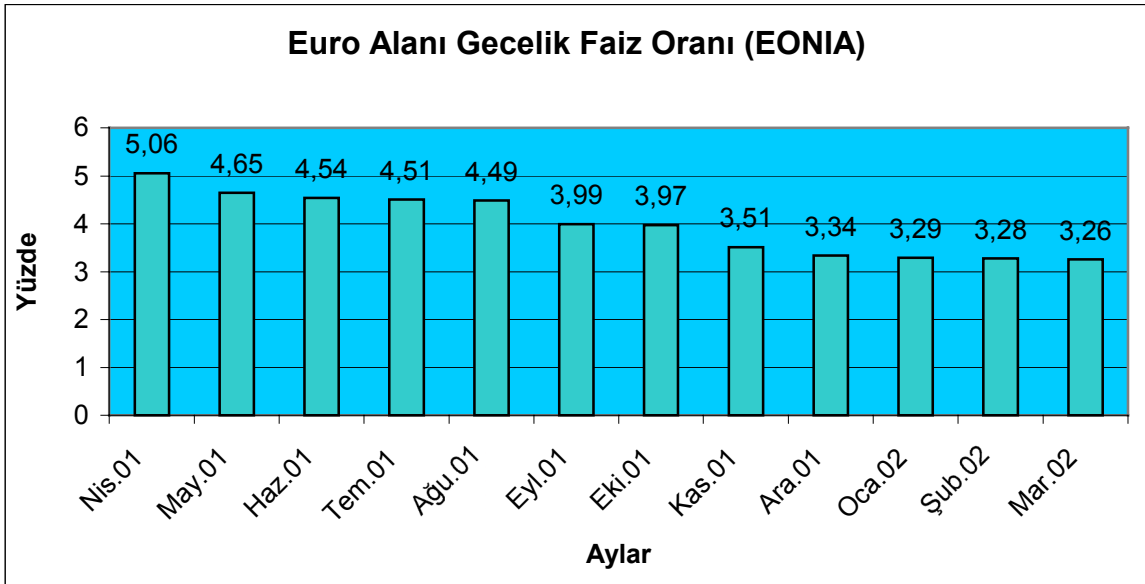
Euro Alanı cari işlemler dengesi 2002 yılının Şubat ayında 2.1 milyar euro fazla vererek, 2001 yılının Ocak ayında yaşanan 1.2 milyar euro'luk fazlanın büyük ölçüde üzerinde seyretmiştir. Söz konusu fark mal ticareti dengesinde yaşanan fazlanın Şubat 2001'deki 3.3 milyar euroluk seviyesinden Ocak 2002'de 8.2 milyar euroya yükselmesinden kaynaklanmaktadır. Ayrıca, gelirler kaleminde yaşanan fazlada gözlenen küçük düşüş gelişmeye katkıda bulunurken, cari transferler ve hizmet ticareti dengelerinde yaşanan açıkların büyümesi ise söz konusu iyileşmeyi negatif yönde etkilemiştir. Mal ticaretinde yaşanan iyileşme, mal ihracatının ithalattan daha fazla artmasından kaynaklanmaktadır.

Mevsimsellikten arındırılmış veriler ise, mal ihracat ve ithalatının Şubat 2002'de sırasıyla Ekim 2001 ve Haziran 2001'den bu yana ilk defa artış gösterdiğine işaret etmektedir. Hizmet ithalat ve ihracatı ise son aylardaki eğiliminin tersine Şubat ayında düşüş göstermiştir. Söz konusu gelişmeler göz önünde bulundurulduğunda Euro alanında ekonomik faaliyetlerde yaşanan bir toparlanmanın cari işlemler dengesinde de kendini göstermeye başladığını söyleyebiliriz. Ancak, mevsimsellikten arındırılmamış verilere bakılacak olursa yaşanan olumlu gelişmelerin halen sınırlı düzeyde olduğu gözlemlenmektedir.

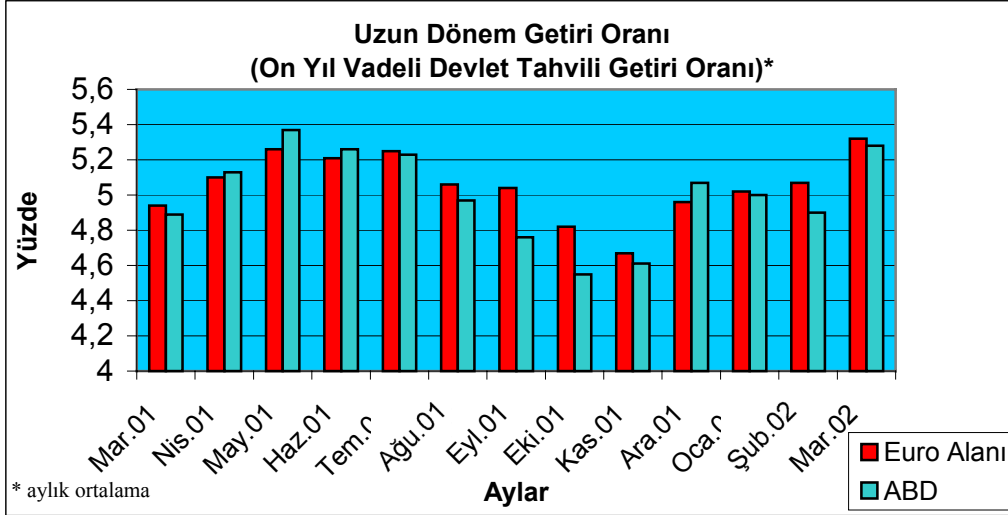
Sermaye hesabı Şubat ayında hemen her alanda oldukça sınırlı düzeyde sermaye hareketi gözlenen bir dönem yaşamıştır. Euro Alanı doğrudan sermaye yatırımlarında ve portföy yatırımlarında eşit miktarda görülen 9.9 milyar euroluk sermaye çıkışı sonucunda, sermaye hesabı toplam 19.8 milyar euro eksi bakiye vermiştir. Doğrudan sermaye yatırımları kaleminde yaşanan net sermaye çıkışı, daha çok şirket içi borçlanmalar yoluyla yurtdışına gönderilen sermaye akımlarından kaynaklanmaktadır. Portföy yatırımlarında yaşanan çıkışlar ise hisse senedi yatırımlarının dengeye yakın bir sermaye çıkışına işaret etmesine karşılık, borçlanma araçlarında yaşanan daha geniş çaplı bir net sermaye çıkışından kaynaklanmaktadır.

V. Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler

Euro Alanı para piyasalarında oluşan kısa dönemli faizler Şubat ayındaki istikrarlı seyrin ardından Mart ayında geçtiğimiz aylarda yaşanan yükseliş trendini sürdürmüştür. Ancak, söz konusu artışların daha çok bir yıla yakın vadelerde yoğunlaştığı gözlemlenmektedir. Bu çerçevede, gecelik faizler (EONIA) genel olarak Mart ayı içerisinde refinansman oranının (yüzde 3.25) biraz üzerinde (yüzde 3.26) istikrarlı bir seyir izlemiştir. Gecelik faizlerde yaşanan küçük dalgalanmalar ise ilk çeyreğin sona ermesi dolayısıyla finansal kuruluşların bilançolarını dengelemeye yönelik hareketlerinden kaynaklanmıştır.



On yıllık devlet tahvili ile ölçülen euro alanı uzun dönemli getirileri ise ekonomik büyümeye ilişkin olumlu beklentilerin de etkisiyle yükseliş trendine girerek Mart ayında 0.3 puanlık bir artışla yüzde 5.32 seviyesinde seyretmiştir. Amerikan on yıllık devlet tahvillerinin getirileri ise 0.38 puan yükselerek yüzde 5.28 seviyesinde seyretmiş, böylelikle Ocak ayında negatif hale gelen iki piyasa arasındaki getiri farkı (spread) Şubat ayındaki 0.15 puanlık düzeyinden Mart ayında 0.04 puana kadar gerilemiştir. Amerikan uzun dönem getirilerinde yaşanan artış hızı göz önünde bulundurulduğunda söz konusu farkın tekrar pozitif seviyelere yükselmesi muhtemeldir.



Amerikan uzun dönemli getirilerinde yaşanan artışların ana nedeni piyasa aktörlerinin kısa dönemli büyüme performansına ilişkin beklentilerindeki iyileşmedir. Amerikan Merkez Bankası'nın (FED) yaptığı toplantı sonrasında olumlu saptamalarda bulunması da bu olumlu havanın oluşmasına katkıda bulunmuştur. Ek olarak, piyasa aktörlerinin uzun dönemli büyüme ve enflasyon tahminlerinde de bir artış olduğuna işaret eden göstergeler bulunmaktadır. Euro alanı uzun dönem getirilerinde yaşanan gelişmeler ise, paralel bir şekilde piyasa aktörlerinin kısa vadeli ekonomik aktiviteye ilişkin beklentilerinde yaşanan iyileşmenin etkilerini taşımaktadır. Son olarak, her iki piyasadaki fiyat dalgalanmalarında (volatilite) yaşanan düşüş Mart ayında yerini yükselişe bırakmıştır. Söz konusu artışlar kısmen petrol fiyatlarındaki artışa bağlı olarak piyasa aktörlerinin enflasyon beklentilerindeki kötüleşmeden kaynaklanmaktadır.

Amerikan, Japon ve Euro Alanı hisse senedi piyasaları, piyasa aktörlerinin ekonomik büyümeye ilişkin beklentilerindeki iyileşme nedeniyle Şubat sonu ile 3 Nisan 2002 tarihleri arasında sırasıyla yüzde 1 (S&P 500 endeksi), yüzde 5 (Nikkei 225 endeksi) ve yüzde 4 (EURO STOXX endeksi) değer kazanmıştır. Fiyat hareketlerine ilişkin beklentilerdeki belirsizliği ifade eden fiyat dalgalanmaları (volatilite) da her üç piyasada düşüş göstermiştir.

Mart ayında S&P 500 endeksi yukarıda değinilen küçük artışla sona erecek hareketli bir seyir izlemiştir. Ekonomik aktiviteye ilişkin beklentilerde yaşanan iyileşme Mart ayının başında yükselişlere neden olurken, daha sonra kısa dönemli faizlerde yaşanabilecek bir artış endişesi, birtakım firmaların beklenenden daha düşük çıkan gelir beyanları ile de birleşerek söz konusu yükselişin etkilerini sınırlayacak bir

düşüşle sonuçlanmıştır. Ancak, piyasada yaşanan volatilitedeki düşüş, söz konusu hareketlerin boyutunun fazla olmadığına işaret etmektedir.

Nikkei 225 endeksinde yaşanan büyük çaplı yükseliş de, temel olarak Amerika'nın büyüme göstergelerinde yaşanan iyileşmenin ihracatçı firmaların hisse senedi fiyatlarında yarattığı etkiyle açıklanabilir. Ek olarak, mali yıl sonunun yaklaşması da hisse senedi fiyatlarını desteklemiş olabilir. Ancak ay sonuna doğru hükümetin yapısal reformları erteleyebileceğine dair endişeler hisse senedi fiyatları üzerinde baskı oluşturmuştur. Sonuç olarak, olumlu haberlere bağlı olarak Nikkei 225 endeksinde yaşanan volatiliteler de düşüş göstermiştir.

Euro alanı hisse senedi piyasalarında Şubat ayında yaşanan yükseliş ise, ekonomik büyümeye ilişkin beklentilerdeki iyileşmeden kaynaklanmaktadır. Ek olarak, yaşanan olumlu gelişmeler sonrasında Eurostoxx endeksine ilişkin volatiliteler değerleri ciddi düşüşler yaşayarak, son iki yılın ortalama değerlerinin yüzde 6 gerisinde seyretmiştir.

Hazırlayan:

Durukan Payzanoğlu

Uzman Yardımcısı

DÖVİZ KURLARI (GÜNLÜK)

EUR/USD & EUR/GBP

