

# Euro Bölgesi İzleme Raporu:

**Aralık 2002**

## I. Genel Ekonomik Gelişmeler

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Konseyi'nin **5 Aralık 2002** tarihinde yaptığı toplantıda anahtar faiz oranlarında 0.5 puanlık bir indirimle gidilmiştir. Böylelikle söz konusu oranlar refinansman için yüzde 2.75, marjinal kredi imkanı için yüzde 3.75 ve depo imkanı için yüzde 1.75 olarak gerçekleşmiştir.

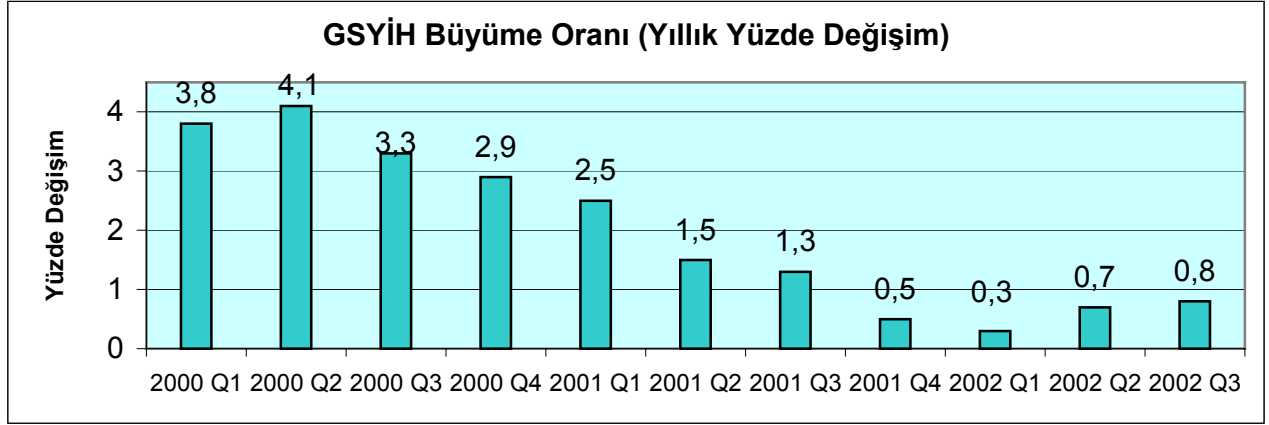
Para politikası stratejisinin ilk ayağını oluşturan **M3 para arzındaki** artış hızı, Eylül-Kasım 2002 döneminde yıllık bazda ortalama yüzde 7.1 (yoy-3m-avr) düzeyinde gerçekleşerek önceki iki ay ile aynı düzeyde kalmıştır. Aylık göstergelere bakıldığında, M3 para arzı artış hızının Ekim ayında bir önceki aya göre 0.1 puanlık bir artışla yüzde 7.1'e yükseldiği gözlenmektedir. Geçtiğimiz dönemde yaşanan genel belirsizlik ortamı ve jeopolitik kaygılara bağlı olarak euro alanına yönelen sermaye akımlarının, para piyasası araçlarında yoğunlaşması M3 para arzında yaşanan büyümenin temel belirleyicisi olmuştur.

5 Aralık 2002 tarihinde gerçekleştirilen Yönetim Konseyi toplantısı, uzun süreden beri referans değer üzerinde seyreden M3 para arzı göstergesinin masaya yatırıldığı bir toplantı olma özelliği de taşımaktadır. Bu kapsamda, ECB Yönetim Konseyi, M3 para arzı artış hızı için belirlediği referans değer sağlıklı olup olmadığını tartışmış, yüzde 4,5'lik referans değer uzun dönemli para arzı-enflasyon ilişkisini halen sağlıklı bir şekilde temsil ettiği sonucuna ulaşmıştır. Bu nedenle referans değerinde herhangi bir değişikliğe gidilmemiştir.

Para politikasının, enflasyon göstergeleri, büyüme performansı gibi M3 para arzı dışındaki temel makroekonomik göstergelerin ele alındığı ikinci ayağına ilişkin gelişmeler ise euro alanındaki ekonomik görünümde herhangi bir iyileşme olmadığını göstermektedir. Euro alanı ekonomisinin, yılın ikinci ve üçüncü çeyreğinde, yüzde 0.3 büyümesi, ekonomik büyüme trendinin halen düşük seviyede devam ettiğinin altını çizmektedir.

Ekonomik büyümenin bileşenlerine bakıldığında ise, iç talebin büyümeye pozitif etkisi olmasına rağmen bir önceki çeyreğe göre gerilediği, net ihracatın ise büyümeye katkısının yükseldiği görülmektedir. İç talebin artış hızında yaşanan

gerilemenin temel nedeni, özel tüketimde yaşanan artışlara ve sabit sermaye yatırımlarında uzun süreden beri devam eden gerilemenin üçüncü çeyrekte pozitif dönmeye karşılık, kamu kesimi tüketim harcamalarındaki yavaşlama ile stoklardaki gerilemenin bu artışların etkisini ortadan kaldırmasıdır. Ek olarak, ihracattaki ve ithalattaki büyüme güçlenirken net ihracatın büyümeye katkısı da olumlu yönde gerçekleşmiştir.

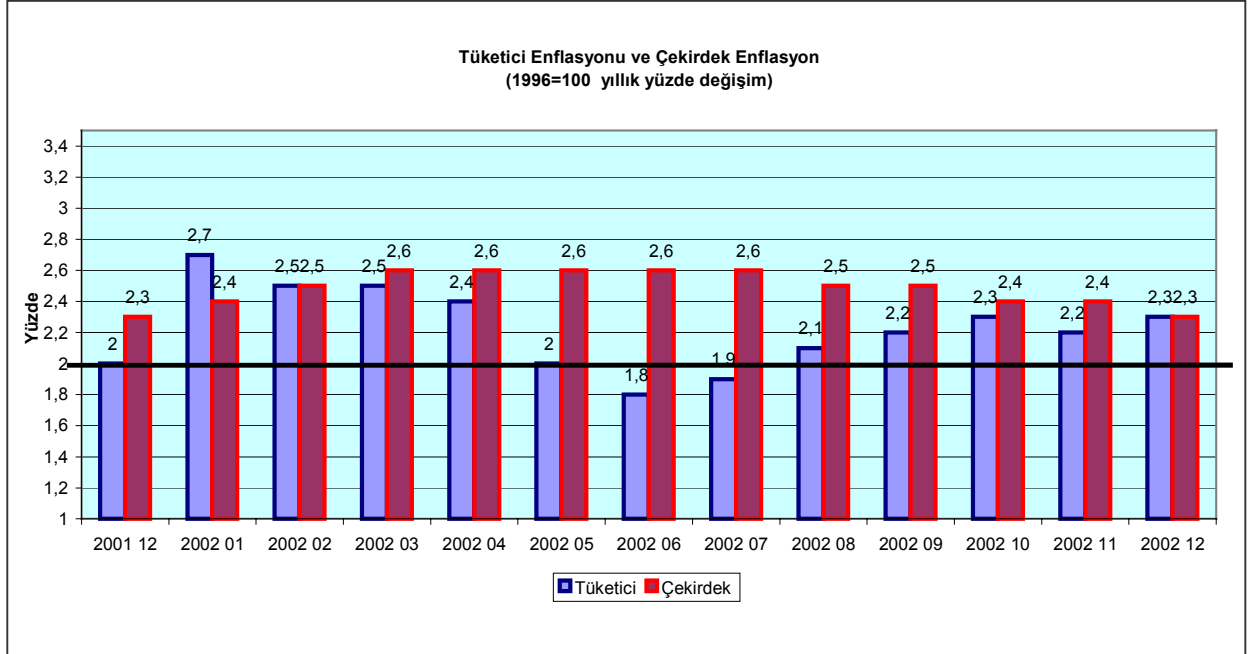


**Sanayi üretimi** Kasım ayında bir önceki aya göre yüzde 1.0 artış göstermiştir. Sanayi üretimi, Ekim ayında da aylık bazda yüzde 0.2 artış göstermiş, ancak bu durumun euro alanında yaşanan grevler ve iş günlerindeki azalma gibi bir takım faktörlerden kaynaklanması nedeniyle ekonomik durumu tam olarak yansıtmadığı belirtilmişti. Kasım ayında yaşanan artışlar da bu öngörüü destekler niteliktedir. Yıllık verilere bakıldığında ise sanayi üretimi artış hızının Kasım ayında 2001 yılının aynı dönemine göre yüzde 3.0'lük bir artış gösterdiği gözlenmektedir. Uzun süreden sonra ilk defa yıllık bazda Ekim ayında pozitive dönen sanayi üretiminin Kasım ayında da bu eğilimini sürdürmesi olumlu bir gelişme olarak algılanmaktadır.

**İşsizlik oranı** Kasım ayında bir önceki aya göre değişmeden yüzde 8.5 düzeyinde seyretmiştir. Söz konusu durum, önceki dönemlerde ekonomide yaşanan yavaşlamanın gecikmeli etkisine ve ardından gelen toparlanmanın tahminlerden yavaş olmasına bağlanmaktadır.

**Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP)** ile ölçülen euro alanı enflasyon düzeyi Aralık ayında bir önceki aya göre yüzde 0.1 artış göstererek yıllık bazda yüzde 2.3'e yükselmiştir. Ekonomideki yavaşlamaya rağmen enflasyon oranında yaşanan yükseliş eğiliminin, petrol fiyatlarında yaşanan artışın dolaylı

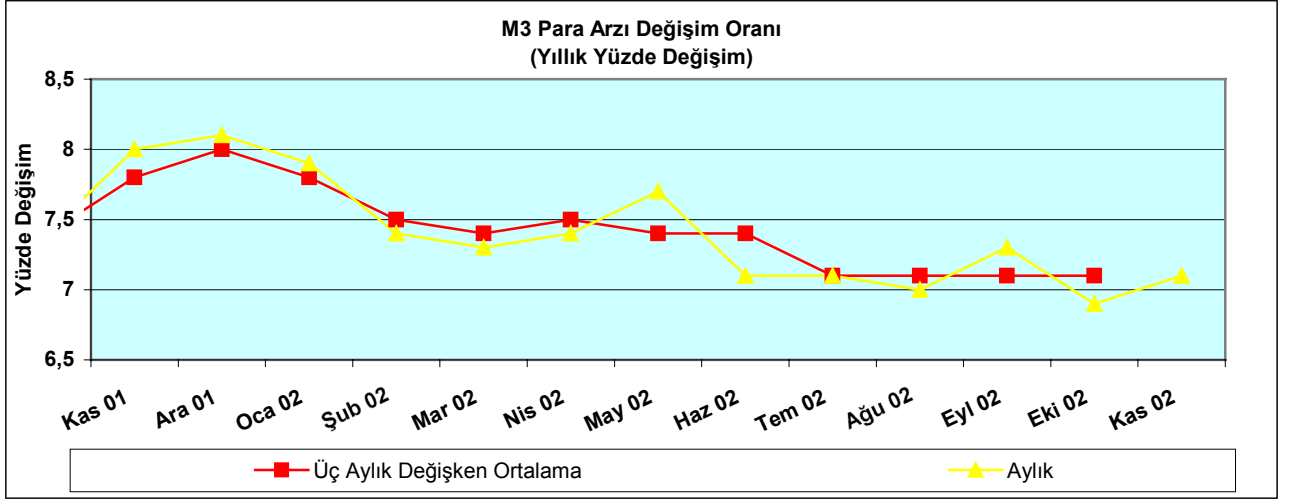
etkileri, gıda ve hizmet fiyatlarındaki artışlar, ücretlerdeki artış eğilimi ve kısmen de euroya dönüşümden kaynaklandığı düşünülmektedir.



Enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarını içermeyen **çekirdek enflasyon** ise, Aralık ayında bir önceki aya göre 0.1 puanlık düşüş göstererek yüzde 2.3 seviyesine gerilemiştir. Söz konusu düşüşün uzun süreden beri hizmetler sektöründe devam eden fiyat artışlarının yavaşlamasından kaynaklandığı söylenebilir.

## II. Parasal Gelişmeler

M3 para arzı yıllık büyüme oranı, Kasım ayında bir önceki aya göre 0.2 puan artış göstererek yüzde 7.1'e yükselmiştir. M3 para arzı yıllık artış hızı ise Eylül-Kasım 2002 döneminde ortalama yüzde 7.1 olarak gerçekleşerek, Ağustos-Ekim 2002 dönemine göre değişim göstermemiştir. Bir süredir M3 para arzı, genel belirsizlik ortamı ve mali piyasalardaki olumsuz havaya bağlı olarak portföylerin yeniden dağılımından etkilenmektedir. Ayrıca, euro alanında faiz oranlarının düşük olmasına bağlı olarak bölgede likit varlıkların tutulmasının göreceli olarak çekiciliğini sürdürmesi bölgedeki likidite fazlasına katkıda bulunmaktadır. Ancak, ekonomik büyümedeki zayıflığa bağlı olarak söz konusu likidite fazlasının enflasyonist baskıya dönüşmeyeceği, özel sektöre verilen kredilerde aşırı bir artış olmamasının da bu görüşü desteklediği belirtilmektedir.



M3 para arzının alt bileşenlerine bakıldığında, dar anlamda para arzı (M1) yıllık artış hızının Kasım ayında bir önceki aya göre 0.9 puanlık artışla yüzde 9.1 düzeyine yükseldiği gözlenmektedir. Dar anlamdaki para arzında yaşanan bu hızlı artış, temel olarak, euro dönüşümü nedeniyle 2001 yılı sonunda dolaşımdaki paradaki (emisyon) büyük düşüşün 2002 yılı başında tersine dönmesiyle başlayan trendin Kasım ayında da sürmesinden kaynaklanmaktadır. Zira dolaşımdaki paranın artış hızı Kasım ayında yıllık bazda yüzde 14.8'e yükselmiştir. Gecelik mevduattaki yıllık büyüme oranının 0.3 puanlık bir gerilemeyle yüzde 8.3'e düşmesi de M1 artışını negatif yönde etkileyen bir faktör olmuştur.

Gecelik mevduat dışındaki kısa vadeli mevduatların seyrine bakıldığında ise söz konusu mevduatların yıllık artış hızının Ekim ayında yüzde 5.5 seviyesinden Kasım ayında yüzde 4.9 seviyesine düştüğü gözlenmektedir. M3 tanımlamasına dahil olan diğer piyasa varlıkları da Ekim ayındaki yüzde 8.3 seviyesinden Kasım ayında yüzde 8.5 seviyesine yükselmiştir. Söz konusu artış repo işlemlerinin yıllık büyüme oranlarındaki artış ile para piyasası yatırım fonlarındaki artıştan kaynaklanmıştır.

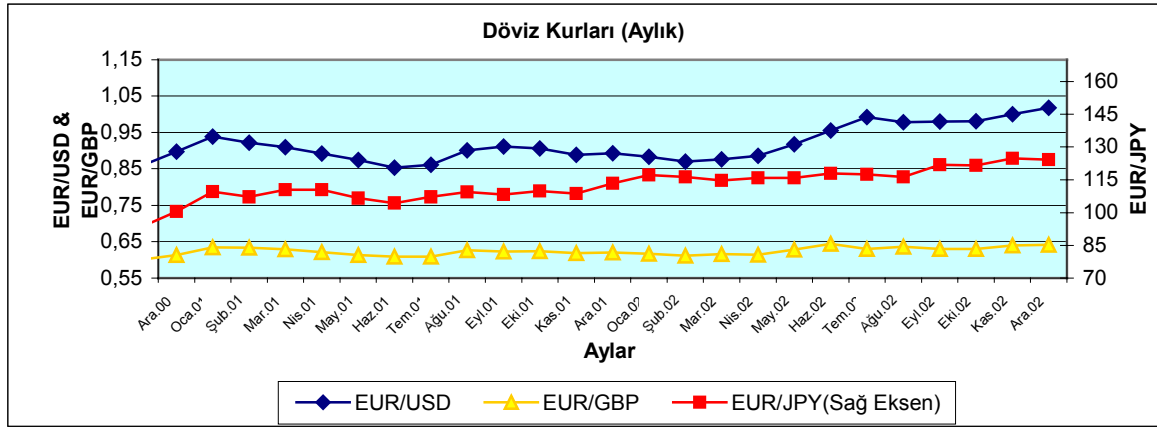
### III. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler

Aralık ayı ve Ocak ayının ilk yarısında euro, İsviçre frankı dışındaki önde gelen tüm ülke paraları karşısında değer kazanmıştır. Söz konusu değer artışı Amerikan doları karşısında yüksek boyutta gerçekleşirken, İngiliz sterlini ve Japon yeni karşısında daha ılımlı bir artış yaşanmıştır.

Amerikan ekonomisinin görünümündeki belirsizlik, hükümetin mali planları ve cari işlemler dengesinde yaşanan açığın devam etmesi nedeniyle Aralık ayında değer kaybeden Amerikan doları, Irak'ta yaşanacak olası bir operasyon tehlikesine

bağlı olarak yaşanan sermaye çıkışları nedeniyle 2003 başında da değer kaybını sürdürmüştür. 15 Ocak 2003'de euro 1.05 dolar üzerinden işlem görerek Kasım ayı sonuna göre yüzde 6 değer kazanmıştır.

Aralık ayı başında euro, Japon yeni karşısında bir miktar değer kazandıktan sonra ayın geri kalanında ve Ocak ayında 124 Japon yeni düzeyinde istikrarlı bir seyir izlemiştir. Bu durumun daha çok Japonya'nın ihracatındaki yavaşlama nedeniyle ekonomik görünümde yaşanan bozulmadan kaynaklandığı düşünülmektedir. Böylelikle euro 15 Ocak 2003 tarihi itibariyle Kasım ayı sonuna göre yüzde 2.4 değer kazanmıştır.



Aralık ayı ve Ocak ayının ilk yarısında İngiliz sterlini, dolar karşısında değer kazanırken, euro karşısında değer kaybetmiştir. İngiltere ekonomisine ilişkin görünümün tahmin edilenden daha az iyi olduğu yönündeki endişeler nedeniyle euro karşısında değer kaybeden İngiliz sterlininin dolar karşısındaki değer artışı temel olarak iki ülke arasındaki faiz oranı farklılıklarından kaynaklanmaktadır. Bu çerçevede euro 15 Aralık 2003 tarihinde, İngiliz sterlini karşısında 0.66 üzerinden işlem görerek Kasım ayı sonuna göre yüzde 3.1 değer kazanmıştır.

Euro alanının en önemli 12 ticaret ortağının euro karşısındaki döviz kurunun, söz konusu ülkenin Euro Alanı dış ticaretindeki payı ile orantılandırılması sonucunda bulunan nominal efektif döviz kuru Aralık ayında bir önceki aya göre ortalama yüzde 1.1 artış göstererek 2001 yılının aynı döneminin ortalama yüzde 6.7 üzerinde seyretmiştir. Söz konusu kurun tüketici fiyatlarına göre uyumlandırılmış ifadesi olan reel efektif döviz kuru ise Aralık ayında yüzde 1.1 değer kazanarak bir yıl öncesinin yüzde 7.4 üzerinde yer almıştır.

#### IV. Ödemeler Dengesine İlişkin Gelişmeler

2001 yılının Ekim ayında 4.1 milyar euro olan Euro Alanı cari işlemler fazlası, 2002 yılının Ekim ayında 3.7 milyar euroya gerilemiştir. Söz konusu durum, hizmet ticareti fazlasında yaşanan artışın, gelirler dengesi ve cari transferlerde yaşanan açıklardaki artışın gerisinde kalmasından kaynaklanmıştır. Aynı dönemde, mal ticareti fazlası da küçük bir artış göstermiştir.

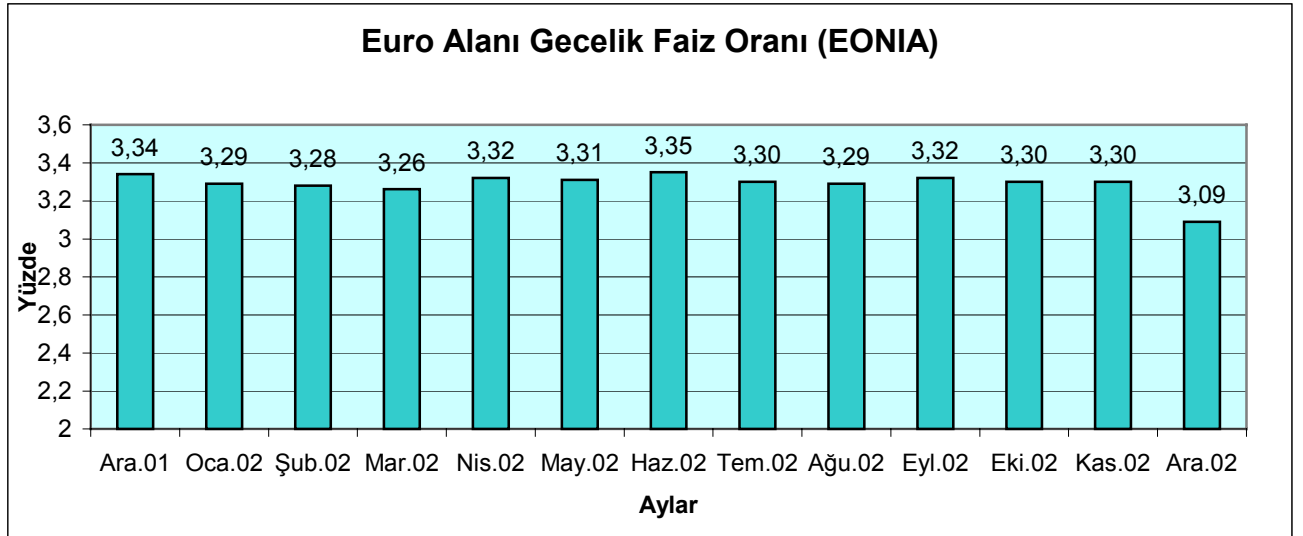
Birikimli ifadelere bakıldığında ise, 2001 yılının ilk on ayında 18.9 milyar euro açık veren cari işlemler dengesinin, 2002 yılının aynı döneminde 40.9 milyar euro fazlaya dönüştüğü gözlenmektedir. Söz konusu artış, mal ticareti fazlasında yaşanan 51.4 milyar euro'luk artışın hizmetler ticareti fazlasında yaşanan küçük çaplı artışla desteklenmesinden kaynaklanmaktadır. 2002 yılının ilk on aylık döneminde gelirler dengesi ile cari transferler kalemlerinde yaşanan açıkların değişmeden kalması da cari işlemler dengesinde yaşanan artışa katkıda bulunmuştur. Mal ticaretinde yaşanan gelişmeler de daha çok ithalatın değerinde yaşanan geniş çaplı düşüş ile ihracatın değerinde yaşanan artıştan kaynaklanmaktadır.

Mevsimsellikten arındırılmış verilere bakıldığında ise cari işlemler dengesinin Ekim ayında bir önceki aya göre 8.0 milyar euro gerileme yaşayarak dengeye geldiği gözlenmektedir. Cari işlemler dengesinin dört kalemi de söz konusu gelişmeye katkıda bulunmuştur. Mal ihracatında Eylül ayına göre yaşanan düşüş, ithalatta yaşanan artışla birleşerek mal ticareti fazlasının gerilemesine neden olmuştur. Hizmet ticareti dengesi de hizmet ihracatında yaşanan düşüş nedeniyle gerilerken, gelirler dengesi ve cari transferlerde yaşanan açık da artış göstermiştir.

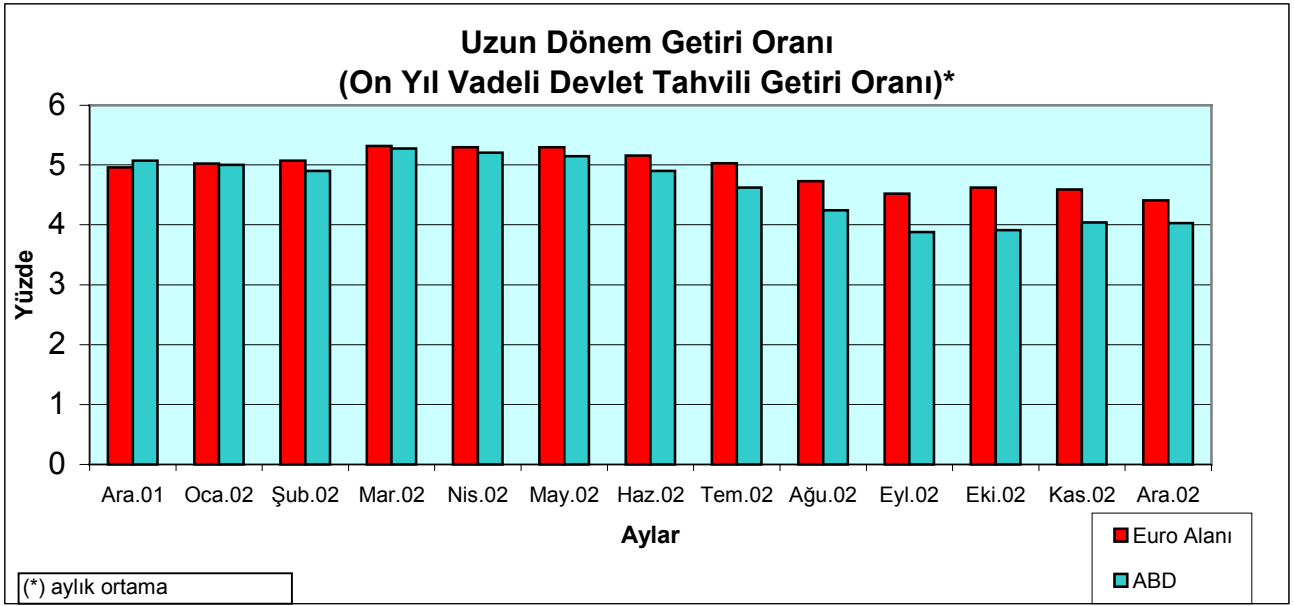
Sermaye hesabında ise Ekim ayında 14.4 milyar euro net giriş kaydedilmiştir. Söz konusu gelişme doğrudan yatırımlardaki 5.0 milyar euro tutarında net sermaye çıkışına karşılık, 17.6 milyarlık bölümü para piyasası araçlarına olmak üzere portföy yatırımlarında görülen 23.0 milyar euro'luk sermaye girişi sonucunda ortaya çıkmıştır.

## V. Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler

Euro Alanı para piyasalarında oluşan kısa dönemli faizler, Aralık ayında Mayıs ayı ortasından beri süren düşüş trendini korumuştur. Aralık ayında yaşanan söz konusu gelişmeler 5 Aralık tarihindeki faiz indirimi kararından kaynaklanmaktadır. Bu çerçevede gecelik faizler (EONIA) söz konusu dönem içinde ortalama ifadelerle düşüş gösterse de yüzde 2.82-3.70 aralığında geniş bir alanda dalgalanarak 2.75'e düşürülen refinansman oranının oldukça üzerine çıkmıştır. Söz konusu durum, Aralık ayı ortasındaki refinansman ihalesinde düşük miktarda fon sağlayan piyasa aktörlerinin ay sonuna doğru bilanço pozisyonlarını düzeltme amacıyla talep yaratmasına bağlı olarak oluşan yıl sonu etkisinden kaynaklanmaktadır. Bu çerçevede, EONIA Aralık ayında bir önceki aya göre 0.21 puanlık düşüşle ortalama yüzde 3.09 seviyesinde gerçekleşmiştir.



On yıllık devlet tahvili ile ölçülen euro alanı uzun dönemli getirileri ise Aralık ayında 0.18 puanlık gerileme ile ortalama yüzde 4.41 düzeyinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde Amerikan uzun dönemli getirilerinin yüzde 4.03 düzeyinde sabit kalması dolayısıyla iki piyasa arasındaki getiri farkında (spread) daralma görülmüş; böylelikle söz konusu dönem sonunda getiri farkı 0.20 puan düzeyine inmiştir.



Amerikan piyasaları, aylık ifadelerle bir değişiklik olmamasına karşın, Irak'ta yaşanacak bir savaş olasılığı ve açıklanan verilerin ekonomik toparlanmaya ilişkin olumsuz sinyaller vermesine bağlı olarak ay içerisinde düşüş göstermiş, daha sonra açıklanan olumlu verilere bağlı olarak toparlanma içerisine girmiştir. Euro alanı genelinde ise, Amerikan piyasalarına paralel olarak, Irak'ta gerçekleşecek bir savaşın petrol fiyatlarına etkileri üzerine yoğunlaşan endişeler, uzun dönemli getirilerde geniş çaplı bir düşüş yaşanmasına neden olmuştur. Ancak, euro alanı getirilerindeki düşüş kısmen de olsa, piyasa aktörlerinin 2003 yılı için büyüme tahminlerinde yaşanan gerilemenin etkilerini taşımaktadır.

Euro alanı hisse senedi piyasaları, Ekim ve Kasım ayında yaşanan toparlanmanın ardından Aralık ayında düşüşe geçmiş, Ocak ayı başından itibaren tekrar toparlanmaya başlamıştır. ABD hisse senedi piyasaları Aralık ayında jeopolitik gerginlik ve şirketlerin karlılık rakamlarının yarattığı negatif hava nedeniyle düşüş gösterirken, Ocak ayı başında açıklanan üretim verilerinin beklenenden iyi gerçekleşmesinin yanısıra yıl başında yayınlanan mali pakete bağlı olarak yükselişe geçmiştir. Euro alanı hisse senedi piyasalarında yaşanan düşüş ise genel olarak jeopolitik gerginlik ile piyasa aktörlerinin ekonomik duruma ilişkin beklentilerinde yaşanan bozulmadan kaynaklanmıştır. Telekomünikasyon, perakende satış, hava yolları ve sigortacılık sektörlerinde yaşanan karlılık düşüşleri de söz konusu gelişmelere katkıda bulunmuştur. Japonya hisse senedi piyasalarında yaşanan düşüşler ise küresel yayılma etkisinin yanısıra ihracat rakamlarında yaşanan düşüşe bağlı olarak kısa vadeli ekonomik görünüme ilişkin endişelerin etkisini taşımaktadır.



Bu çerçevede ABD S&P 500 endeksi, Kasım sonu ile 15 Aralık arasında yüzde 1 değer kazanırken, Euro Alanı EURO STOXX endeksi ve Japonya Nikkei 225 endeksi, yüzde 7 değer kaybetmiştir. Fiyat hareketlerine ilişkin beklentilerdeki belirsizliği ifade eden fiyat dalgalanmaları (volatilité) ise ABD ve Japonya'da sabit kalırken euro alanında artış göstermiştir.

Hazırlayan:  
Durukan Payzanođu  
Uzman Yardımcısı

**Kaynaklar:**

- ECB Monthly Bulletin, Ocak 2003
- ECB Statistical Press Releases
- Eurostat News Releases
- ECB Press Conferences

## DÖVİZ KURLARI (GÜNLÜK)

