

## Euro Bölgesi İzleme Raporu: Aralık 2003

### I. Genel Değerlendirme:

Avrupa Merkez Bankası (AMB) Yönetim Konseyi 4 Aralık 2003 tarihinde yaptığı toplantıda anahtar faiz oranlarında herhangi bir değişiklik yapmama kararı almıştır. Söz konusu oranlar, refinansman için yüzde 2.0, marjinal kredi imkanı için yüzde 3.0 ve depo imkanı için yüzde 1.0 olarak kalmıştır.

AMB Yürütme Kurulu, 25 Kasım tarihinde yapılan ECOFIN toplantısının sonucunda alınan kararın AB'de mali disiplinin sağlanması bakımından endişe verici olduğunu belirtmiştir. ECOFIN'in kararında, Almanya ve Fransa'ya karşı "Aşırı Açık Prosedürü" çerçevesinde gerekli önlemlerin alınması yönündeki Komisyon talebi teyit edilmesine karşın, Konseyin iki ülkeye de 2005 yılına kadar süre tanınması ve bu konuda gevşek bir tutum sergilemesi sonucunda, Komisyon, sorunu ATAD'a (Avrupa Toplulukları Adalet Divanı) taşıyacağını açıklamıştır. AMB Yürütme Kurulu'nun aynı gün yaptığı açıklamada, bu gelişmelerin Euro Alanında yer alan üye ülkelerin bütçe disiplinine olan güvenini ve kurumsal yapının kredibilitelerini sarstığı ifade edilmiştir. AMB, güvenli bir mali yapının ekonomideki istikrar ve büyümenin anahtarı olduğunu ve ekonomideki risk priminin düşmesi için bir önkoşul niteliği taşıdığını vurgulamıştır. "İstikrar ve Büyüme Paketi" (Stability and Growth Pact-SGP) konusundaki gelişmelerin, ekonomi ajanlarının 2004 yılındaki beklentileri üzerinde önemli bir değişken olarak, AB'nin ekonomi gündeminden düşmesi beklenmemektedir.

*1997 yılında kabul edilen **İstikrar ve Büyüme Paketi**, Ekonomik ve Parasal Birlik kurulduktan sonra bütçe disiplininde devamlılığı sağlamak amacıyla, AB tarafından atılan en önemli somut adımdır. Euronun 1 Ocak 1999'da hayata geçirilmesiyle beraber yürürlüğe giren Pakt hükümleri, AB antlaşmasının mali disiplin konusundaki maddelerini önemli ölçüde güçlendirmektedir. SGP, kendi ulusal paralarını Euro ile dönüştürmeyi kabul etmiş Euro alanı üyesi ülkelerin yüzde 3'lük kamu açığı kriterini ihlal etmeleri halinde bütçe açıklarını sınırlandırmaları ve uygun bir süre içerisinde tümüyle ortadan kaldırmaları, hatta fazla vermelerini öngören bir antlaşmadır.*

2003 yılının sonunda Euro Alanı ekonomisinde en fazla tartışılan bir başka konu da, euronun hızlı yükselişi olmuştur. Euro Alanında kurdaki oynaklıktan duyulan rahatsızlık sık sık dile getirilmesine karşın, kurda görülen bu artıştan ihracatın ciddi biçimde olumsuz etkilendiğine dair sinyaller henüz mevcut değildir<sup>1</sup>. Euro, 2002 yılının başından itibaren 13 başlıca ticaret ortağının para birimleri karşısında yüzde 20 ve dolar karşısında da yüzde 40'ın üzerinde değer kazanmıştır. Ancak, bu hızlı değerlenmeye karşı, yıl içindeki ihracat değerleri fazla bir oynama göstermemektedir.

Euro Alanı için dış ticaret, diğer önde gelen sanayileşmiş ülkeler ile kıyaslandığında, büyük bir ekonomik öneme sahiptir. Euro Alanı dışına yapılan ihracatın GSYİH'ya oranı Japonya ve ABD ihracatlarının GSYİH'ya oranlarından daha yüksektir (AB için % 30, ABD için % 7, Japonya % 10). Euro Alanı ihracatı, 2003'ün ilk 10 ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre nominal olarak sadece yüzde 2.6 azalmıştır. Reel olarak ihracat (yalnızca mallar) 2003'ün ilk 8 ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre yine sadece yüzde 0.2 azalmıştır. Diğer taraftan, euronun değer kazanması henüz ihracat pazar payında bir düşüşe neden olmamıştır.

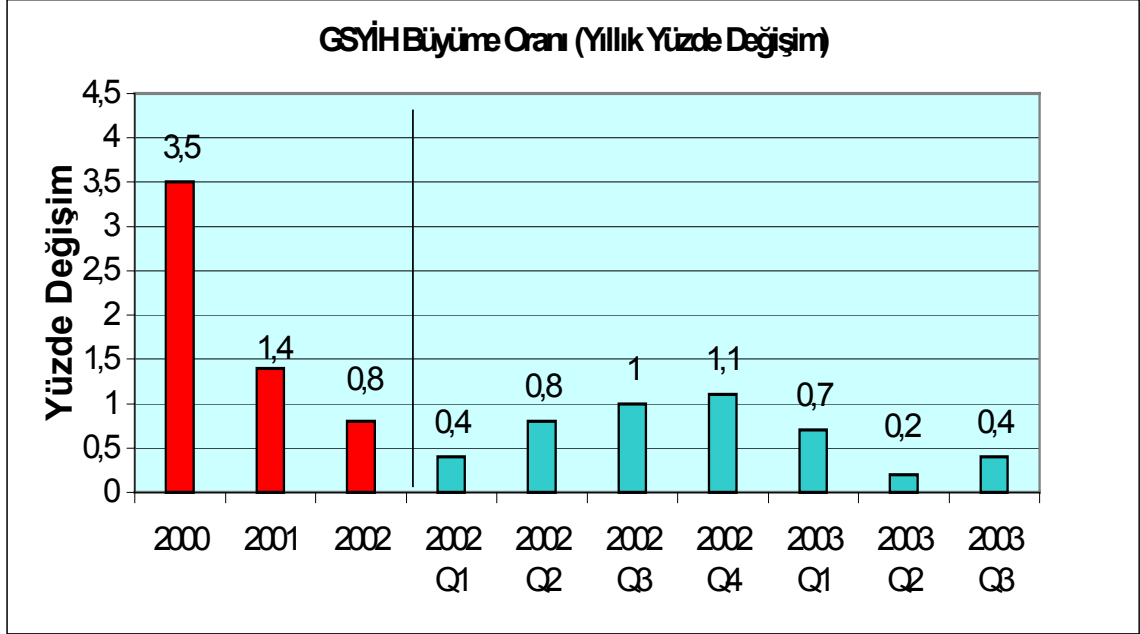
Düşük ihracat elastikiyeti döviz kuru dalgalanmalarının ihracat üzerinde daha düşük etkisi anlamına gelmektedir. OECD'nin yaptığı simülasyon çalışmalarında, Euro Alanı için yapılan ölçümlerde, eurodaki yüzde 10'luk bir değerlenme bir yılın sonunda Euro Alanı ihracatında yüzde 1.2, iki yılın sonunda ise yüzde 1.7'lik bir düşüşe yol açmaktadır. Buna karşın Japonya ve ABD'nin ihracat elastikiyetleri çok daha fazladır. Japonya'nın durumunda yende yüzde 10'luk değerlenme bir yılda ihracatta yüzde 2, iki yılın sonunda da yüzde 4.5'lik bir düşüşe neden olmaktadır. ABD'de ise dolardaki yüzde 10'luk değerlenme ilk yılın sonunda 1.3, ikinci yılın sonunda da ABD ihracat ürünlerinde yüzde 3 oranında bir düşüşe yola açmaktadır.

Simülasyon çalışmalarının sonuçlarına göre Euro Alanı ihracatının önümüzdeki dönemde kurdaki hareketlerden çok, global ekonomik toparlanma ile genişleyen dış talebe bağlı olarak artması veya azalması beklenmektedir.

---

<sup>1</sup> 22.01.04 tarihinde Morgan Stanley'de yayımlanan "Exporters Not Feeling the Pinch" adlı çalışma, Rebecca McCaughrin.

Euro Alanı ihracatının bir kısmının Euro Alanı içine yapılması (dolayısıyla kurdan etkilenmemesi) ve dış talep artışının eurodaki değerlenmeden kaynaklanan etkileri kısmen ortadan kaldıracak olmasından dolayı, kurdaki hareketin ihracatı çok fazla olumsuz etkilemesi beklenmemektedir.



## II. Ekonomik Analiz:

Dünya ekonomisindeki toparlanmanın da etkisiyle, Euro Alanında da ekonomik büyüme 2003 yılının ikinci yarısında toparlanmasını sürmektedir. Üçüncü çeyrek verilerine göre hızlanan ekonomik aktivite, dış talepteki canlılığın Euro Alanı'nı doğrudan etkilediğini ortaya koymaktadır. Euro/dolar paritesindeki uzun süreli bir yükseliş, jeopolitik belirsizlikler gibi ana senaryoyu olumsuz etkileyebilecek kısa vadeli riskler önemli bir tehdit yaratmamaktadır. Ancak, uzun vadede global ekonomik büyümeyi bozabilecek riskler, özellikle de ABD'nin iç ve dış açıklarının yarattığı endişeler devam etmektedir.

Euro Alanı ekonomisinde iç talebin kalemlerinden tüketimin, euronun geçmiş dönem değerlenmesinden kaynaklanan alım gücündeki iyileşmenin etkisiyle talep yaratması beklenmektedir. Aynı süreçte, büyüme hızlandıkça, istihdam artışının yaratacağı gelir etkisinin tüketimi daha güçlü kılması düşünülmektedir. Dış talepte

canlanmayı uzun zamandır bekleyen yatırımların, halen düşük olan faiz oranları ve uygun finansman koşulları nedeniyle kısa zamanda büyümeyi olumlu etkilemesi beklenmektedir. Reel sektörde verimlilik ve karlılığın artırılması yönünde sürdürülen çabalar da bu anlamda göz ardı edilmemelidir.

### EUROSYSTEM STAFF PROJECTIONS

Eurosystem projeksiyonlarına göre Euro Alanı reel GSYİH ortalama büyüme hızının 2003 yılında yüzde 0.2 ile yüzde 0.6 arasında, 2004 yılında yüzde 1.1 ile 2.1 arasında, 2005 yılında da yüzde 1.9 ile 2.9 arasında gerçekleşmesi öngörülmektedir. Diğer uluslararası ve özel kuruluşların mevcut tahminleri de Euro alanı ekonomik aktivitesinin görünümü ile uyumlu bir çerçeveye çizmektedir.

Kaynak:ECB aylık bülten EURO ALANI REEL GSYİH BÜYÜMESİ	Yıllık Veriler				Çeyrek Veriler		
	2002	2003	2003	2003	2003	2003	2003
		Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3
GSYİH	0,9	0,7	0,1	0,3	0,0	-0,1	0,4
İÇ TALEP	0,2	1,2	1,0	0,1	0,3	0,1	-0,6
Özel Tüketim	0,4	1,5	1,2	0,9	0,5	0,1	0,0
Kamu Harcamaları	2,8	1,9	1,6	1,5	0,4	0,4	0,5
Yatırım	-2,6	-2,3	-1,3	-1,9	-1,1	-0,5	-0,5
Stoklar	0,0	0,4	0,2	-0,3	0,2	0,0	-0,6
NET İHRACAT	0,6	-0,5	-0,8	0,1	-0,3	-0,2	1,0
ihracat	1,7	2,4	-0,9	-1,0	-1,5	-0,6	2,2
İthalat	0,1	4,0	1,3	-0,5	-0,6	-0,2	-0,4

Yapılan ilk detaylı tahminlere göre Euro Alanı reel GSYİH'sı 2003 yılının üçüncü çeyreğinde çeyrek bazda yüzde 0,4 büyümüştür. Buna göre Euro Alanı üç çeyrek üst üste durgunluk yaşadıkdan sonra tekrar pozitif bir büyüme trendini yakalamıştır. Toplam talep tarafından bakıldığında, üçüncü çeyrek büyümesi net

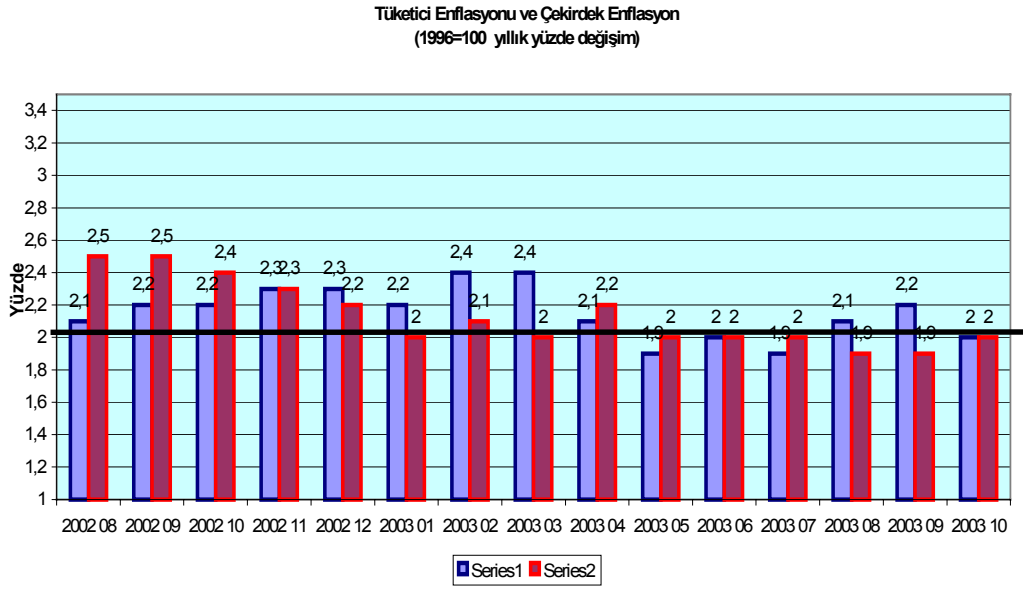
ihracat kaynaklı görünmektedir. İhracatın uzun süre küçülme gösterdikten sonra kura rağmen artış göstermesi, dış ticaret gelişmelerinde dış talep koşullarının belirleyici olduğu savını desteklemektedir. İşgücü piyasasındaki olası zayıf koşullar nedeniyle, tüketim üçüncü çeyrekte değişmemiştir. Kamu harcamaları çeyrek bazda yüzde 0.5 artarken, yatırımlar ve stoklarda düşüş yaşanmıştır. Arz tarafındaki gelişmelere bakıldığında, çeyrek bazda hem hizmetler sektöründe hem de sanayi üretiminde bir genişleme söz konusudur.

Kaynak:ECB AYLIK BÜLTEN EURO ALANI SANAYİ ÜRETİMİ	Yıllık ortalamalar		aylık ortalamalar		üç aylık ortalama		
	2002	2003	2003	2003	2003	2003	2003
		EYLÜL	AĞUSTOS	EYLÜL	HAZİRAN	TEMMUZ	AĞUSTOS
<u>TOPLAM SANAYİ ÜRETİMİ</u>	-0,5	-1,3	-0,7	-0,3	-0,6	-0,1	0,1
<u>SANAYİİ</u>	-0,7	-1,6	-0,8	-0,3	-0,7	-0,2	0,1
Ara malları	0,4	-1,7	0,1	-1,0	-0,6	0,0	0,1
Sermaye malları	-1,9	-1,8	-1,7	-0,2	-1,0	-0,5	0,1
Tüketici malları	-0,4	-1,3	-0,4	-0,7	-0,3	0,4	0,4
<u>ENERJİ</u>	1,0	2,0	0,8	-1,9	-0,3	2,1	1,1
<u>İMALAT</u>	-0,7	0,1	-0,9	-0,3	-0,6	-0,2	0,1

**Sanayi üretimi** son iki ay dengesiz bir seyir izledikten sonra (büyük bir olasılıkla tatil döneminin etkisiyle), Eylül ayında aylık bazda yüzde 0.3 oranında azalmıştır. Sanayi üretiminin tüm alt kalemleri Eylül ayında düşüş gösterirken, en büyük düşüş enerji malları kaleminde görülmüştür. Ancak, üç aylık verilere bakıldığında (Haziran-Temmuz-Ağustos) dikkat çekici unsur, sermaye malları da dahil olmak üzere, tüm kalemlerde Kasım 2002'den bu yana pozitif büyüme rakamlarının yeniden ortaya çıkmasıdır.

Üretimdeki artış aynı zamanda **kapasite kullanım oranlarında** da kendini hissettirmiştir. Kapasite kullanım oranı yılın üçüncü çeyreğinde yükselerek, yüzde 81 seviyesine ulaşmaktadır.

**Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP) ile ölçülen Euro Alanı enflasyon düzeyi**, ilk tahminlere göre Kasım ayında, Ekim ayındaki yüzde 2 seviyesinin üzerine çıkarak yüzde 2.2 olarak gerçekleşmiştir. Kasım ayı enflasyonuna dair henüz ayrıntılı veriler bulunmamasına karşın, söz konusu artışın enerji fiyatlarının baz etkisinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Fransa’da tütün vergilerine yapılan son zamların da, işlenmiş gıda fiyatlarını yıllık bazda artırmış olabileceği düşünülmektedir.



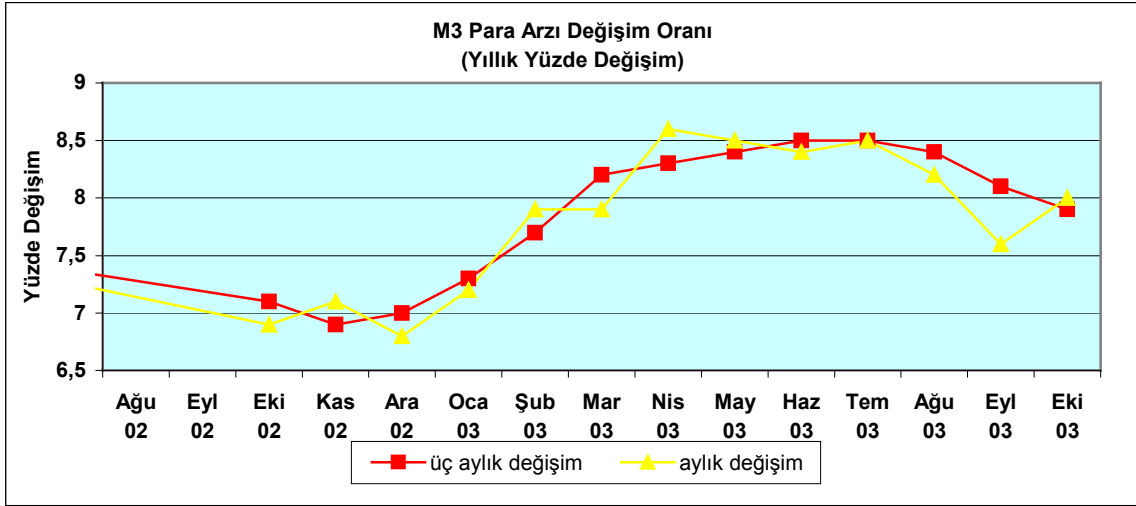
Ekim ayı enflasyonunu ayrıntılı incelersek, Eylül ayında yüzde 2.2 çıkan enflasyon oranının Ekim ayında yüzde 2 oranına gerilemesi **tamamiyle HICP'nin oynak alt kalemlerinden enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmelerden kaynaklanmıştır**. Enerji fiyatlarında söz konusu olan baz etkisi, Eylül ayında yüzde 1.6 olan enerji fiyatları artış hızını Ekim ayında yüzde 0.7'ye düşürerek, genel değerlendirmede HICP'nin Ekim ayında gerilemesine yol açmıştır. Yaz aylarında yaşanan şok artışların kısmen ortadan kaybolması nedeniyle, işlenmemiş gıda fiyatları da Eylül ayında yüzde 4.3 seviyesinden Ekim ayında yüzde 3.9 seviyesine gerilemiştir.

HICP'nin oynak kalemleri olan enerji ve işlenmemiş gıda dışındaki kalemlerini içeren çekirdek enflasyona bakıldığında, Ekim ayında yüzde 0.1 oranında bir artış söz konusudur. İşlenmiş gıda fiyatlarının bir önceki aydaki yüzde 3.1 düzeyinden Ekim ayında yüzde 3.5 düzeyine çıkması artışın temel nedenidir

(Fransa'da tütün vergilerine yapılan zamların etkisi). Hizmetler ve enerji hariç sanayi mallarının fiyatları Ekim ayında değişmemiştir.

### III. Parasal Analiz:

Para arzı büyüme hızı Ekim ayı içerisinde aylık bazda tekrar yükselerek, yüzde 8 seviyesine ulaşmıştır. Üç aylık ortalamalarda ise **M3 büyüme oranı** düşmeyi sürdürmüştür. M3'ün yıllık büyüme hızının üç aylık ortalaması (Ağustos-Ekim dönemi) bir önceki döneme göre yüzde 0.6 oranında azalarak yüzde 7.9 seviyesine düşmüştür. Para dinamiklerindeki eğilimler yatırımcıların portföy tercihlerinde giderek daha fazla parasal varlıklara yöneldiklerini göstermektedir. Ekim ayı verileri de bu eğilimin süreceğine işaret etmektedir.



M3'ün yıllık büyüme hızı 2003'ün üçüncü çeyreğinde de olması gerekenin (yüzde 4.5) çok üzerinde gerçekleşmiştir. Ancak, Euro Alanında ekonomik büyümeyi finanse edecek likidite kısa vadede halen enflasyonist bir baskı doğurmamaktadır.

**Fazla likiditeyi yaratan unsurlar:** 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 tasarruf eğiliminin artmasından kaynaklanmıştır.

AMB, ekonomik analizi yakından takip ederken, para arzı-enflasyon ikilisi arasındaki bağı kopmuş izlenimi taşımasına rağmen, halen çok önemli olduğunu ve bu nedenle izlemenin sürdürüleceğini açıklamıştır.

**M3 para arzının alt bileşenleri incelendiğinde**, tüm bileşenlerin Eylül ayından sonra Ekim ayında tekrar güçlü bir seyir izlediği dikkat çekmektedir. Dar anlamda para arzının yıllık büyüme hızı, Ekim ayında bir önceki aya göre artarak, yüzde 11.3 düzeyinden yüzde 12.5 düzeyine ulaşmıştır. Böylece dolaşımdaki para Ekim ayında, 1999 yılında görülen büyüme hızlarına tekrar ulaşmıştır. M1 bünyesinde yer alan dolaşımdaki para artış hızının Ekim ayında yüzde 26.1 oranına ulaşması artışın temel nedeni görünmektedir. M1'in diğer bileşeni gecelik mevduatın büyüme hızı da Eylül ayındaki yüzde 8.8'lik büyüme hızının ardından Ekim ayında yüzde 10.4 oranına yükselmiştir. Gecelik mevduatın Ocak 2003'deki büyüme hızı yüzde 6.2 oranında gerçekleşmişti. Ekim ayında M1 büyüme hızındaki gelişmelerin değerlendirilmesi yapıldığında dolaşımdaki para stokunun, 1 Ocak 2002 tarihinde gerçekleşen euroya geçişten önce bu enstrümanlarda görülen uzun dönemli trend ile tekrar bir uyum içerisinde olduğu dikkat çekmektedir. Bu gelişmenin temel nedeni (özellikle Euro Alanı dışındaki) piyasa aktörlerinde, euroya geçiş sonrasında görülen nakit para tutma eğilimlerine tekrar dönmüş olmalarıdır.

**M2 para arzından M1 bünyesinde tanımlanmış para büyüklüklerinin çıkarılması (M2-M1) ile elde edilen diğer kısa vadeli mevduattaki gelişmeler incelendiğinde**, Ekim ayında yüzde 4.2'lik bir artış görülmektedir. Böylece diğer kısa vadeli mevduat, ikinci çeyrekte yüzde 5.4 büyüdükten sonra Ekim ayında düşük bir büyüme kaydetmiştir. Diğer kısa vadeli mevduatın bünyesinde yer alan 2 yıla kadar vadeli mevduatın ikinci çeyrekte itibaren devam eden negatif büyüme hızını Ekim ayında da sürdürmesi ve yüzde 4 oranında küçülmesi, diğer kısa vadeli mevduatın büyüme hızındaki belirgin düşüşün kaynağıdır.

**M3 para arzından M2 bünyesinde yer alan parasal büyüklüklerin çıkarılması (M3-M2) ile elde edilen piyasa araçları**, 2003'ün ikinci çeyreğinde yüzde 9.8 büyüdükten sonra Ekim ayında yüzde 7.4 oranında büyümüştür.



### **M3 bünyesinde yer alan parasal büyüklükler**

M1

*Dolaşımdaki para*

*Gecelik mevduat*

M2 –M1 (=diğer kısa vadeli mevduat)

*İki yıla kadar vadeli mevduat*

*3 aya kadar ihbarlı çekilebilen mevduat*

M2

M3-M2 (=Pazarlanabilir araçlar)

*REPO*

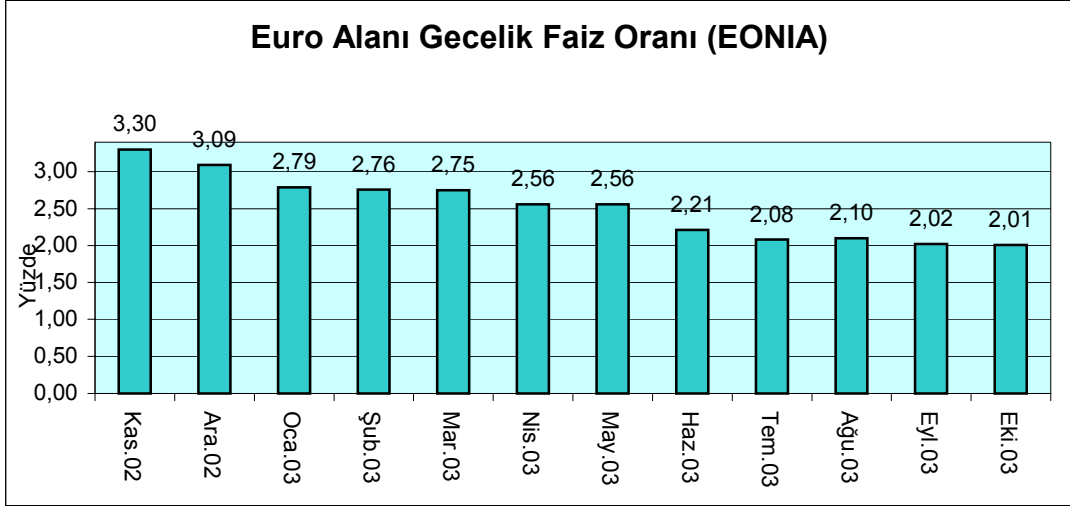
*Para piyasası Fon payları*

*İki yıl vade ile ihraç edilmiş borçlanma varlıkları*

## **IV. Tahvil ve Hisse Senedi Piyasalarına İlişkin Gelişmeler**

AMB'nin son olarak Haziran 2003'de yaptığı faiz indiriminden bugüne Euro Alanı para piyasası faiz oranları yüzde 2'lik anahtar faiz oranına çok yakın hareket etmeyi sürdürmektedir. **Bir aylık EURIBOR ve oniki aylık EURIBOR oranı arasındaki getiri farkını ölçen para piyasası getiri eğrisinin Ağustos'tan sonra pozitif dönmeye ve giderek dikleşmesi, para piyasasında yatırımcıların önümüzdeki dönemde bir faiz artırımını beklentisi içinde olduğuna işaret etmektedir. EONIA ile ölçülen gecelik faiz oranları, Ekim sonu ile 3 Aralık arasındaki dönemin büyük bir kısmında, yüzde 2.04 ile 2.09 arasında hareket etmiştir. Aynı dönemde, iki haftalık EONIA swap oranı da yüzde 1.99 ile 2.09 arasında dalgalanmıştır.**

**Aylık ve üç aylık EURIBOR oranlarındaki gelişmeler incelendiğinde, Ekim sonu ile 3 Aralık tarihleri arasında 1 aylık EURIBOR oranları 5 bp artarak yüzde 2.15 seviyesine ulaşmıştır. Üç aylık EURIBOR oranları, 3 Aralık tarihinde 2.16 seviyesinde değişmeden kalmıştır. Altı aylık ve oniki aylık EURIBOR oranları 2 bp ve 9 bp artarak, sırasıyla yüzde 2.23 ve 2.48 oranlarına ulaşmıştır.**

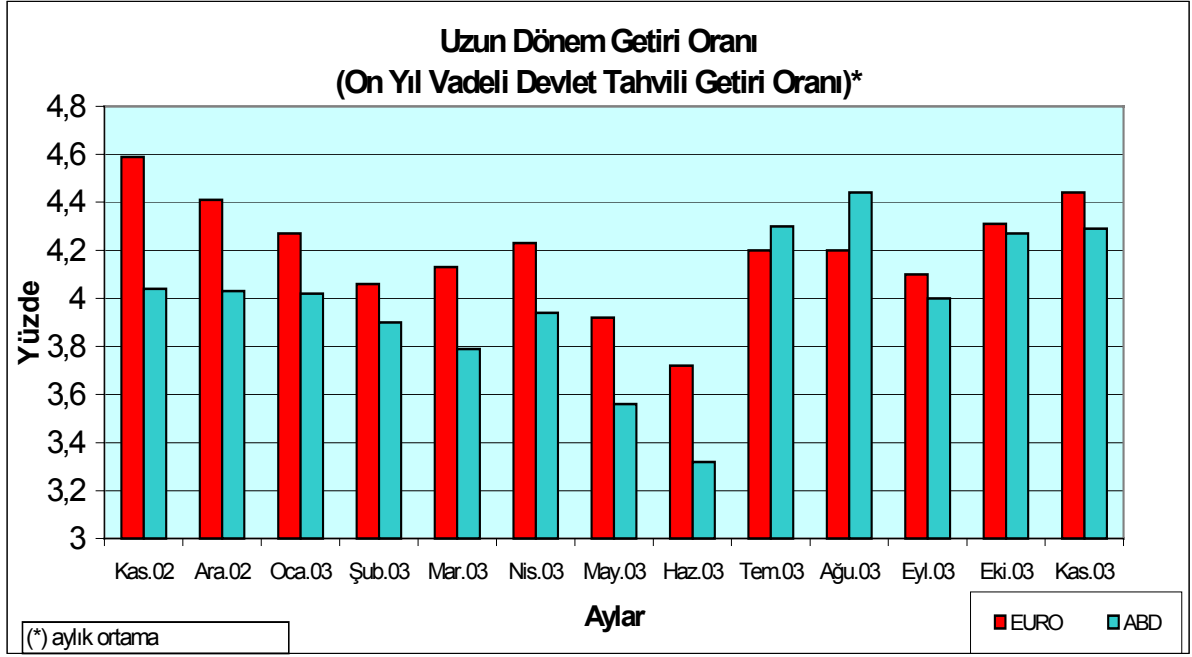


Hem Euro Alanı hem de ABD 10 yıllık devlet tahvillerinin getirileri, ABD tahvillerinin biraz daha fazla oynaklık göstermesine karşın, sonbahar aylarında yükselişini sürdürmüştür. Euro Alanı uzun dönem getirilerindeki artış, piyasa aktörlerinin ekonomik toparlanmanın gücü ve sürdürülebilirliği konusunda daha iyimser olmalarına bağlanmalıdır. İnceleme dönemi boyunca, hem ABD hem de Euro Alanı 10 yıllık tahvil getirileri yaklaşık 10 bp artarak, 3 Aralık tarihinde yüzde 4.5 seviyesine ulaşmıştır. ABD ve Euro Alanı 10 yıllık tahvil getirileri arasındaki fark (spread), 3 Aralık tarihinde 5 bp olarak gerçekleşmiştir.

ABD uzun dönem tahvil getirilerine yakından baktığımızda, son üç ay içinde dalgalanmalar göze çarparken, genel bir düşüş trendi dikkat çekmektedir. Uzun dönem tahvil getirilerindeki dalgalanmalar, faiz oranlarının beklenenden daha uzun bir süre düşük tutulacağı yönünde FED (Federal Reserve) tarafından yapılan açıklamaların yarattığı baskıyla piyasa aktörlerinin beklentilerini yansıtmaktadır. Diğer taraftan, beklenenin ötesinde iyi açıklanan makroekonomik veriler tahvil faizleri üzerinde yukarı yönde bir baskı oluşturmuştur.

**Japon tahvillerinde** Haziran ortasında başlayan yükseliş, son aylarda yavaşlamış görünmektedir. Ekim sonu ile 3 Aralık arasında, Japon 10 yıllık devlet tahvillerin getirisinde önemli bir değişiklik olmamıştır. 3 Aralık tarihinde Japon devlet tahvillerinin getirisi yüzde 1.5 seviyesinden işlem görmüştür.

Hisse senedi piyasaları, sonbahar aylarındaki genel artış trendini sürdürse de, 2003'ün bahar aylarında gösterdiği performanstan uzak görünmektedir. Bu çerçevede, Euro Alanı EURO STOXX endeksi Ekim sonu ile 3 Aralık arasında yüzde 4, ABD, Standard&Poors 500 endeksi yüzde 1'lik bir artış sergilerken, Japon Nikkei 225 endeksi de aynı dönemde yüzde 2 oranında değer kaybetmiştir.



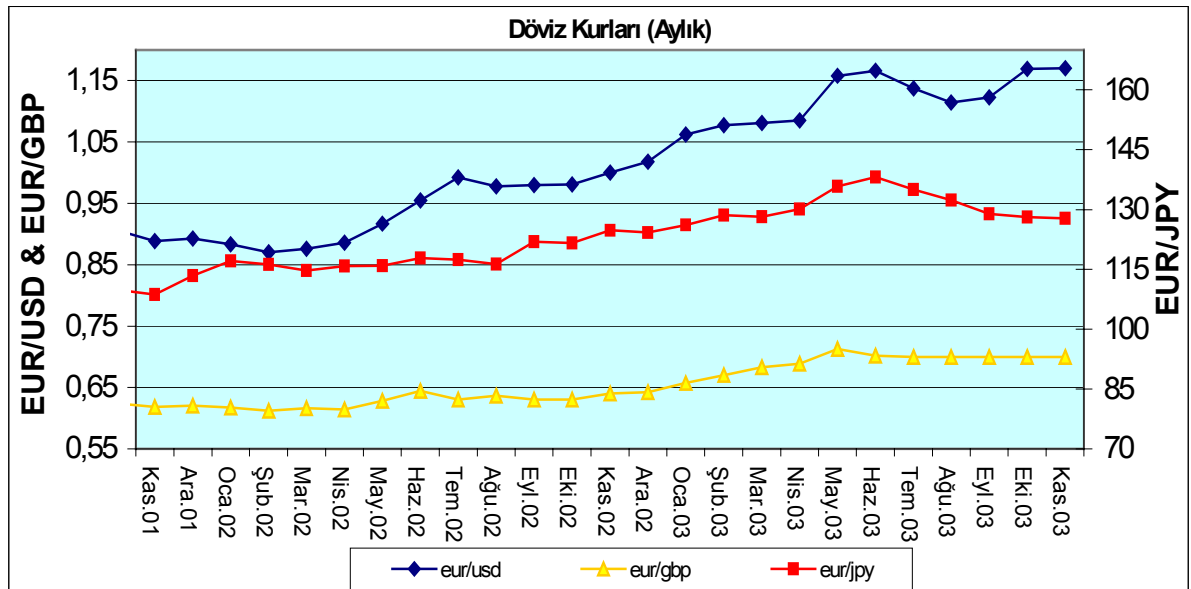
Amerikan piyasalarında hisse senedi fiyatları, ABD ekonomisi ve işsizlik verilerinin beklenenden iyi açıklanması ve şirket karlılık raporlarının olumlu çıkmasıyla beraber Ekim ayında çıkış trendini sürdürmüştür. ABD ekonomisine dair gelen olumlu haberler piyasa aktörlerinin ekonomik toparlanmaya dair inançlarını güçlendirmiş görünmektedir. Üçüncü çeyrekte şirket kazançlarının tatmin edici bir seyir izlemesi, şirketlerin maliyetleri kısıcı önlemlerinden kaynaklanmaktadır.

Euro Alanında hisse senedi fiyatları da, olumlu çıkan makroekonomik veriler, şirket karlılıklarının pozitif etkisi ve piyasa aktörlerinin gelecekteki fiyat hareketleri konusundaki belirsizliklerinin azalması nedeniyle son üç aydaki yükselişine devam etmiştir. Euro Alanı borsasına sektörel bazda bakıldığında, son üç ayda güçlü çıkışları ile dikkat çeken sektörler sağlık, finans ve teknoloji sektörleridir.

Japon hisse senedi piyasaları, diğer önde gelen hisse senedi piyasalarıyla Ekim ayında zıt bir hareket izleyerek, Japon yeninin değerlenmesi sonucunda ihracatın olumsuz etkilenmesi ve birkaç büyük şirketin açıkladığı karlılık rakamlarının beklentilerin altında gerçekleşmesi karşısında düşmüştür.

## V. Döviz Kuruna İlişkin Gelişmeler

Kasım ayında euro tüm diğer önde gelen para birimleri karşısında değer kazanırken, dolar/yen paritesinde göreceli olarak sakin bir seyir gözlenmiştir.



ABD'deki ekonomik toparlanmaya ilişkin görünümün iyice netleşmesiyle beraber, euro Kasım ayının ilk haftasında dolar karşısında hafif gerilese de, ikinci haftadan itibaren tekrar tırmanışa başlamıştır. ABD'deki görünümün açıklanan belirsiz verilerle terse dönmesi ve Irak'ta devam eden jeopolitik belirsizlik, doların bu dönemdeki zayıflığının temel nedeni olarak görünmektedir. ABD cari işlemler açığındaki genişlemenin de doların zayıflığı üzerinde baskı yaratması söz konusudur. Doların Kasım ayındaki değer kaybı konusunda dikkat çeken bir başka konu da, Ortadoğu ve Türkiye'deki bombalama olaylarının piyasa aktörlerinin risk algılamasını artırması ve bu risk algılamasının özellikle doları bu dönemde olumsuz etkilemesidir. 3 Aralık tarihinde euro Ekim ayı sonundaki

değerine göre yüzde 4.1 değerlendirilerek, 1.21 dolar üzerinden işlem görmüştür. Böylece euro 2002 ortalamasına göre 3 Aralık tarihinde yüzde 28 değerlendirilmiştir.

**Kasım ayında euro yen karşısında**, dolara karşı izlediği harekete benzer bir seyir izlemiştir. Euro yen karşısında ay başında değer kaybederken, ayın kalan bölümünde değer kazanmıştır. Aynı dönemde euro/dolar paritesi göreceli olarak sakin bir seyir izlemiştir. Bu çerçevede, döviz kuru, 3 Aralık 2003 itibarıyla 1 euro 131.7 yen üzerinden kote edilerek, Ekim ayı sonundaki düzeyine göre yüzde 3.6 ve 2002 ortalamasına göre yüzde 11.2 oranında daha yüksek bir seviyeden işlem görmüştür.

**Euro İngiliz sterlini karşısında** Kasım ayının başında hareketsiz kalırken, ayın kalan kısmında kademeli olarak değer kazanmıştır. Ayın sonlarına doğru euronun sterlin karşısındaki hareketi biraz daha sakin bir seyir izlemiştir. 3 Aralık itibarıyla euro, İngiliz sterlini karşısında 0.70 GBP üzerinden işlem görerek, Ekim sonuna göre yüzde 2.0 oranında değerlendirilmiştir.

**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**, 3 Aralık tarihinde Ekim sonuna göre yüzde 1.3 artmıştır. Euro 3 Aralık tarihinde, 2002 yılındaki ortalama seviyesinin yüzde 14.7 üzerinde seyretmiştir.

## **VI. Ödemeler Dengesine İlişkin Gelişmeler**

**Euro Alanı cari işlemler dengesi**, mevsimsellikten arındırılmış verilere göre Eylül ayında 7.7 milyar euro fazla vermiştir. Cari işlemlerin alt kalemlerini incelediğimizde, mal ve hizmet dengesinde bir fazla söz konusu iken, gelirler ve cari transferler kalemleri açık vermeye devam etmektedirler.

Çeyrek verilerine baktığımızda, cari işlemler fazlasının 2003'ün üçüncü çeyreğinde 9 milyar euro arttığı görülmektedir. İhracat yaklaşık yüzde 2 artarken, ithalatın yaklaşık yüzde 1 azalması sonucu 6-7 milyar euro artması cari işlemler fazlasındaki artışı açıklamaktadır.

Kaynak: ecb aylık bülten							12 AYLIK KÜM.
ÖDEMELER DENGESİ	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003
	NİSAN	MAYIS	HAZİRAN	TEMMUZ	AĞUSTOS	EYLÜL	EYLÜL
<u>CARİ İŞLEMLER DENGESİ</u>	-0,6	2,7	0,4	1,3	2,8	7,7	36,1
MAL DENGESİ	10,1	9	7,8	10,6	10,2	13,7	115,4
İHRACAT	87,4	85,5	82,2	86	86,6	87,3	1036,1
İTHALAT	77,3	76,5	74,4	75,4	76,4	73,6	920,7
HİZMET DENGESİ	0,8	0,3	0,9	1,1	1,2	1,4	14,9
GELİRLER DENGESİ	-6,4	-1,9	-3,5	-4,7	-2,8	-2,2	-39,8
CARİ TRANSFERLER DENGESİ	-5,1	-4,8	-4,7	-5,7	-5,7	-5,2	-54,4
<u>SERMAYE HAREKETLERİ (net)</u>	6,7	1,8	39,1	-38,9	-39,6	-1,3	4,5
DOĞRUDAN YATIRIMLAR	-18,4	0,7	23,1	-3,2	-1,7	-9,6	-16,9
PORTFÖY YATIRIMLARI	25,1	1,1	16	-35,6	-37,9	8,3	21,4

İhracat değerleri son çeyreğe kadar küçülme gösterirken, son çeyrekte artma eğilimine girmiştir. Bu gelişme, dış talepteki güçlenmenin etkisi olarak nitelendirilebilir. Diğer taraftan, 2002'nin ikinci çeyreği ile 2003'ün ikinci çeyreği arasındaki dönemde gerçekleşen kurdaki değerlenmenin gecikmeli etkileri de güçsüzleşmeye başlamıştır. İthalat değerlerindeki düşüş ise Euro Alanındaki zayıf iç talebin yanısıra, eurodaki değerlenmenin sonucudur.

Eylül ayında Euro alanı sermaye hareketlerini incelediğimizde, doğrudan yatırımlarda 9.6 milyar euroluk bir çıkış söz konusu iken, portföy yatırımlarında 8.3 milyar euroluk bir sermaye girişi gerçekleşmiştir. Temmuz ve Ağustos aylarında Euro Alanı dışındaki yatırımcıların Euro Alanı menkul kıymetlerinde net satıcı olmaları nedeniyle ortaya çıkan güçlü sermaye çıkışı tersine dönmüş ve net sermaye çıkışı 1.3 milyar euro düzeyde gerçekleşmiştir.

**Hazırlayan:**

Ferhat Çamlıca

Uzman Yardımcısı-2471

[ferhat.camlica@tcmb.gov.tr](mailto:ferhat.camlica@tcmb.gov.tr)

**Kaynaklar:**

ECB Monthly Bulletin, Aralık 2003

ECB Press Conference, 4 Aralık 2003,

Eurostat News Release, 17 Aralık 2003,

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

Morgan Stanley, " Exporters Not Feeling the Pitch " -Rebecca Mccaughrin

AB komisyonu web sayfası/ (SGP page)

## DÖVİZ KURLARI (GÜNLÜK)

