EKONOMİ NOTLARI

Euro Bölgesi Çevre Ülke Ekonomilerinin Kırılganlıkları ve Bankacılık Sektörlerinin Karşılıklı Duyarlılıkları

Neslihan Kaya Yasemin Barlas Koray Kalafatcılar

Abstract: This note analyzes the vulnerabilities of the euro zone periphery countries that emerged during the debt crisis, and assesses the cross-sensitivity of the banking sectors that stands out to be an important channel through which the effects of the crisis spread. The analysis portrays that the vulnerabilities are likely to be persistent in the near future, and indicates that it will take time to resolve the problems in the region, which will continue to impose a downside risk on the global growth prospects.

Özet: Bu ekonomi notunda euro bölgesindeki borç krizi sürecinde çevre ülkelerde oluşan kırılganlıklar analiz edilmekte ve krizin yayılma kanallarından biri olarak ön plana çıkan bankacılık sektörlerinin karşılıklı duyarlılıkları irdelenmektedir. Yapılan inceleme önümüzdeki dönemde kırılganlıkların devam edeceğine işaret etmekte olup, bölgedeki sorunların giderilmesinin vakit alacağını ve küresel büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaya devam edeceğini ortaya koymaktadır.

1. Giriş

2010 yılının ikinci çeyreğinde euro bölgesi çevre ülkeleri olarak nitelendirilen Yunanistan, İrlanda, Portekiz ve İspanya'yı kapsayan bir grup Avrupa ülkesinde ortaya çıkan ve daha sonra İtalya ve Belçika'yı da kapsayacak biçimde genişleyen borç krizi, küresel büyüme üzerinde aşağı yönlü bir risk oluşturmaktadır. Avrupa Birliği (AB) ekonomilerinin bütünleşik yapılarına bağlı olarak krizin diğer bölge ülkelerine de yayılabileceği düşünüldüğünde çevre

ülke ekonomilerindeki gelişmelerin yakından takip edilmesi gerekmektedir. Bu ekonomi notunda, Yunanistan, İrlanda ve Portekiz'in AB'den yardım talep etmesine yol açan söz konusu kriz sürecinde çevre ülkelerde oluşan kırılganlıklar analiz edilmekte, krizin yayılma kanallarından biri olarak ön plana çıkan bankacılık sektörlerinin karşılıklı duyarlılıkları irdelenmektedir.

Notun ikinci bölümünde çevre ülkelere ilişkin kırılganlık endeksi oluşturulmakta ve ekonomik göstergeler çerçevesinde ülkelerin göreli konumları değerlendirilmektedir. Üçüncü bölümde, krizin yayılmasında önemli rol oynayan bankacılık kanalı üzerinde durulmaktadır. Dördüncü bölümde önümüzdeki yakın döneme ilişkin ekonomik tahminler ışığında bölgedeki sorunların kalıcılığı irdelenmekte, sonuç bölümünde ise çıkarımlar sunulmaktadır.

2. Kırılganlık Endeksi

Euro bölgesi çevre ülkeleri, sanayileşmiş ve bölgede lokomotif görevi üstlenmiş sermaye zengini merkez ülkelere kıyasla göreli olarak daha düşük verimliliğe, gevşek mali disipline ve yüksek dış borç bağımlılığına sahip ülkelerden oluşmaktadır. Söz gelimi, Almanya ve Fransa merkez ülke olarak nitelendirilirken, Yunanistan, İrlanda, Portekiz ve İspanya ise çevre ülkeler olarak değerlendirilmektedir. Çevre ülkeler arasında hızla yayılan borç krizi sürecinde, ilk olarak kamu borcunun çevrilebilirliğine ilişkin sorunlar nedeniyle Yunanistan, AB'ye yardım talebi ile başvurmuştur. Bunun ardından, 10 Mayıs 2010 tarihinde bir kurtarma paketi açıklanmıştır. Çevre ülke ekonomilerinin benzer ve iç içe geçmiş yapıları, hali hazırda kamu ve bankacılık kesimleri sorunlu olan İrlanda, Portekiz, İspanya'ya ilişkin endişeleri de beraberinde getirmiştir. Nitekim Yunanistan'ı takiben, bankacılık sektöründe yaşadığı sorunlar nedeniyle İrlanda AB'ye yardım talebi ile başvurmuş ve 28 Kasım 2010 tarihinde İrlanda için de bir kurtarma paketi açıklanmıştır. Uzayan borç krizi sürecinde kırılganlıkları ile gündeme gelen ülkelere İtalya ve Belçika da eklenmiştir. Son olarak, 3 Mayıs 2011 tarihinde Portekiz için de bir kurtarma paketi AB ve Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından onaylanmıştır.

Benzer yapılar sergileyen ve euro bölgesi borç krizi sürecinde ekonomilerinin en az bir kesiminde sorun yaşayan söz konusu altı ülkenin kırılganlık açısından göreli konumlarını değerlendirebilmek amacıyla, ülkelerin mali, finansal ve yapısal koşullarını göz önüne alan bir göstergeye ihtiyaç duyulmaktadır. Bu doğrultuda Gros ve Mayer (2010) ve IMF (2010) çalışmalarında yer alan kırılganlık endekslerinden yola çıkılmıştır. Gros ve Mayer (2010) dış finansmanda meydana gelebilecek ani bir kesintiye karşı euro bölgesi ülkelerinin finansal kırılganlıklarını ölçmek üzere bir endeks oluşturmakta, bu endekste ülkelerin kamu maliyelerinin durumuna ilişkin olarak borç stoku ve bütçe dengesinin Gayrı Safi Yurt İçi

Hasıla (GSYİH)'ya oranı, ulusal kaynakların varlığına ilişkin olarak tasarruf oranı, dış borcu servis etme gücüne ilişkin olarak ise cari denge/GSYİH oranı ve birim işgücü maliyeti[1] değişkenlerini kullanmaktadır. Oluşturulan endekste her bir değişkene eşit ağırlık verilmektedir. Öte yandan, IMF çalışmasında ise ekonomi dış alem, kamu sektörü, finans sektörü ve özel sektör olarak dört ayrı sektöre bölünmekte, her bir sektör için bir endeks oluşturulmakta ve bu endeksler farklı yargısal ağırlıklar kullanılmak suretiyle birleştirilerek ekonominin geneline dair kırılganlık endeksi elde edilmektedir.

Bu notta ise kırılganlık endeksi oluşturulurken, euro bölgesi borç krizi sürecinde ön plana çıkan sorunlu sektörler ele alınmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda, kamu sektörü, bankacılık sektörü ve dış alemi temsil edecek değişkenler kullanılmış, ancak borç krizinden daha az etkilenmiş olan özel sektör endekse dahil edilmemiştir. Bunun yerine, euro bölgesi için gündemde olan yapısal sorun tartışmaları göz önüne alınarak[2], işsizlik ve birim işgücü maliyetleri gibi yapısal değişkenler endekse eklenmiştir. Kamu maliyesinin durumunu saptamak amacıyla borç stoku/GSYİH ve bütçe dengesi/GSYİH oranları kullanılmıştır. Bankacılık sektörü kırılganlıklarını tespit etmek amacıyla bankacılık sektörü CDS'leri ve Avrupa Merkez Bankası'ndan (ECB) borçlanma miktarları kullanılırken, ülkelerin dış finansman ihtiyaçlarını tespit etmek amacıyla ise veri setine cari denge/GSYİH ve uluslararası yatırım pozisyonu/GSYİH oranları dahil edilmiştir. Tüm değişkenler 2010 yılının son çeyreği itibarıyla hesaplanmış, yapısal değişkenler ise uzun dönem ortalamadan[3] sapma olarak alınmıştır. Değişkenler, ülkeler arası ortalamadan çıkarıldıktan sonra standart sapmaya bölünmek suretiyle standartlaştırılmış, böylelikle elde edilen ölçümler karşılaştırılabilir hale getirilmiştir. Son olarak endeks, standartlaştırılmış değişkenlerin her bir ülke için ayrı ayrı toplanması ile elde edilmiş, ancak bu toplama bütçe dengesi, cari denge ve uluslararası yatırım pozisyonu değişkenleri eksi işaret ile dahil edilmiştir[4]. Diğer bir deyişle, her bir sektöre ilişkin iki değişken olmak üzere, toplam sekiz değişken içeren kırılganlık endeksinde eşit ağırlıklandırma yapılmıştır. 2010 yılı sonu itibarıyla seçilen ekonomik göstergelere ilişkin veriler ve hesaplanan kırılganlık endeks değerleri Tablo 1'de sunulmuştur.

[1] Bir ülkenin gelecekte ihracat fazlası yaratma potansiyelini göstermesi bakımından bir rekabet gücü değişkeni olarak değerlendirilmektedir.
[2] Euro bölgesi ülkelerinin yapısal farklılıklarına ilişkin daha detaylı bir inceleme için bakınız: Barlas, Kalafatcılar ve Kaya (2011).
[3] 2002-2007 yılları ortalaması.
[4] Zira, bütçe dengesi, cari denge ve uluslararası yatırım pozisyonu değişkenlerinin açık vermesi kırılganlığı artırmaktadır.

Tablo 1. Euro Bölgesi Çevre Ülkelerine İlişkin Seçilmiş Ekonomik Göstergeler ve Kırılganlık Endeksi

	Borç Stoku / GSYİH	Bütçe Dengesi / GSYİH	Cari Denge / GSYİH	Uluslararası Yatırım Pozisyonu / GSYİH	İşsizlik*	Birim İşgücü Maliyeti*	Bankacılık CDS	ECB'den Borçlanma (milyar euro)	Kırılganlık Sıralaması
Yunanistan	125,9	-8,3	-10,5	-87,5	9,2**	17,0	859	97,8	1
İrlanda	97,4	-32,3	-0,3	-100,1	3,3	-25,3	875	132,0	2
Portekiz	82,7	-7,3	-10,3	-113,6	4,2	10,9	615	38,9***	3
İspanya	62,9	-9,2	-5,5	-94,9	10,6	14,6	216	67,0	4
İtalya	119,5	-5,0	-3,3	-20,6	1,0	15,7	137	50,6	5
Belçika	98,4	-4,9	1,0	44,8	0,0	4,0	115	7,2	6
	Standartlaştırılmış Değerler								Kırılganlık Endeksi
Yunanistan	1,21	-0,27	1,16	0,41	-0,33	0,67	1,09	0,73	4,67
İrlanda	-0,02	2,01	-0,92	0,62	1,04	-1,95	1,14	1,50	3,41
Portekiz	-0,65	-0,37	1,12	0,84	-0,11	0,29	0,41	-0,60	0,93
İspanya	-1,50	-0,19	0,14	0,53	1,36	0,52	-0,71	0,03	0,20
İtalya	0,93	-0,59	-0,31	-0,67	-0,87	0,59	-0,93	-0,34	-2,18
Belçika	0,03	-0,60	-1,19	-1,73	-1,09	-0,13	-0,99	-1,32	-7,03

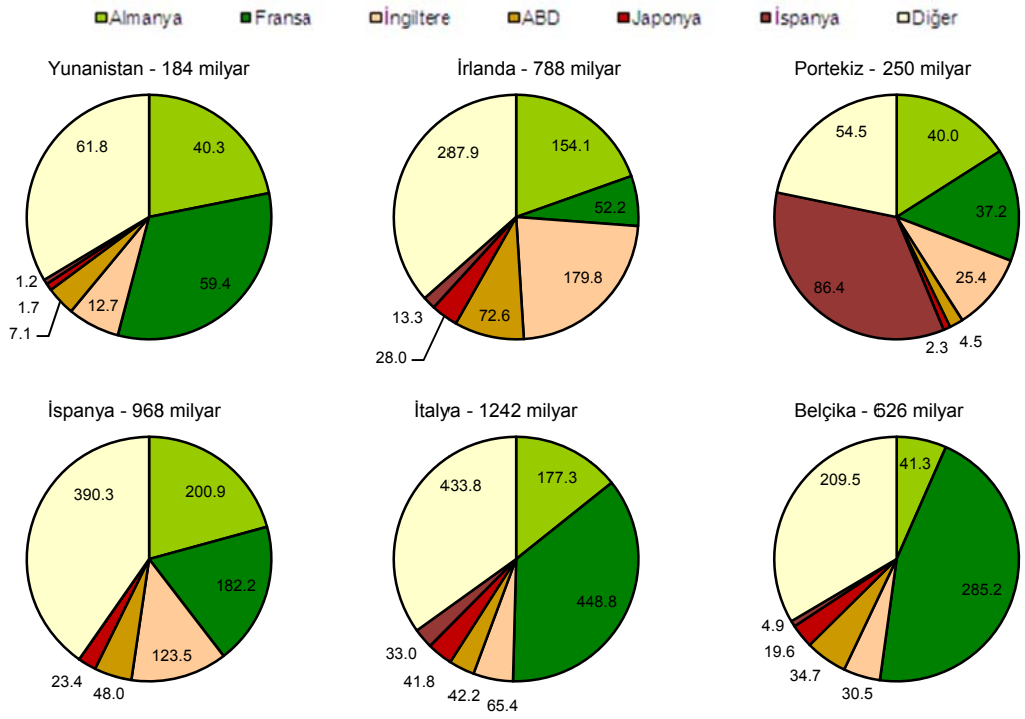
* 2010 yılı son çeyreği değerlerinin, 2002-2007 ortalamalarından sapması olarak hesaplanmıştır.
** Eylül 2010 itibarıyla.
*** Kasım 2010 itibarıyla.
Kaynak: OECD, Bloomberg, Ülke Merkez Bankaları, TCMB hesaplamaları.

Hesaplanan endekse göre Yunanistan diğer ülkelere göre oldukça yüksek bir endeks değeri ile en kırılgan ekonomiye sahip ülke olarak gözükmektedir. Yunanistan'ı sırasıyla İrlanda, Portekiz, İspanya, İtalya ve Belçika izlemektedir. Kırılganlık endeksine temel katkıda bulunan unsurlar itibarıyla ülkelerin birbirinden farklı bir yapı arz ettiği de gözlemler arasındadır. Örneğin, Yunanistan ekonomisinin kırılganlığını en çok artıran unsur yüzde 125,9 ile ülkeler ortalamasının oldukça üzerinde seyreden borç stoku/GSYİH olurken, İrlanda'da bankacılık sektörüne ilişkin kırılganlıkların diğer ülkelere göre oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Nitekim, Yunanistan'da kriz kamu maliyesine ilişkin sorunlardan kaynaklanırken, İrlanda'da bankacılık sektörüne ilişkin sorunlar etkili olmuştur. Portekiz'in ülkeler ortalamasının belirgin olarak üzerinde olan cari açığı ve yine diğer ülkelere göre oldukça yüksek olduğu görülen bankacılık sektörü riskliliği, söz konusu ülkeyi en kırılgan üçüncü ülke konumuna getirmektedir. İspanya'da ise, 2002-2007 yılları arasında ortalama yüzde 9,8 düzeyinde seyreden işsizlik oranının 2010 sonu itibarıyla yüzde 20'lerin üzerine çıkmış olması, ekonomik toparlanma açısından aşağı yönlü risk oluşturması bakımından kırılganlık yaratmaktadır. İtalya ve Belçika ekonomilerinde ise kamu maliyelerinin zayıf durumu bu ülkelerin kırılganlığına katkıda bulunmaktadır. Borç stokunun GSYİH'ye oranı İtalya'da yüzde 119,5 ile ülkeler ortalamasının oldukça üzerinde seyrederek ülke ekonomisinin göreli kırılganlığını artırmaktadır. Belçika'da ise her ne kadar borç stoku/GSYİH oranı ülkeler ortalamasında seyretse dahi, yüzde 97,8 olan ortalamanın hali hazırda oldukça yüksek olduğu göz önüne alındığında, Belçika ekonomisini kırılgan hale getiren en önemli unsur olmaktadır.

3. Bankacılık Kanalı

Euro bölgesi borç krizi sürecinde çevre ülkelerin borç krizine duyarlılıklarını artıran en önemli unsurlardan birisi bankacılık sektöründeki kırılganlıklardır. İrlanda'da krizin bankacılık sektöründe ortaya çıkmış olması ve AB ülkelerinin bankacılık sektörlerinin bütünleşik yapısı bir arada değerlendirildiğinde, çevre ülkelerin bankacılık sektörlerinde meydana gelebilecek olası problemlerin diğer AB ülkelerinin bankacılık sistemlerini de önemli ölçüde etkilemesi beklenebilir. 2010 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla çevre ülkelerin bankacılık sektörlerinin yabancı bankalara olan yükümlülükleri Grafik 1'de görülmektedir.

Grafik 1. Euro Bölgesi Çevre Ülkeleri Bankacılık Sektörlerinin Yabancı Bankalara Yükümlülükleri
(Brüt, ABD doları, Eylül 2010 itibarıyla)



Kaynak: BIS.

Buna göre, İrlanda bankalarının borçlarının yüzde 40'tan fazlasının İngiltere ve Almanya'daki bankalara olduğu, dolayısıyla İrlanda'nın bankacılık sistemindeki bir krizin, İngiliz ve Alman bankacılık sistemini doğrudan etkileyebileceği görülmektedir. Benzer bir şekilde, Portekiz bankalarının İspanyol bankalarına olan yükümlülüklerinin yüzde 35 gibi yüksek bir düzeyde seyretmesi nedeniyle, yüksek riskliliğe sahip Portekiz bankacılık sektöründe meydana gelebilecek olası bir problemin İspanya'nın oldukça büyük olan bankacılık sistemini de olumsuz yönde etkileyebileceği düşünülmektedir. İspanyol bankalarının en büyük alacaklılarının ise İngiliz, Alman ve Fransız bankaları olduğu düşünüldüğünde, İspanya

bankacılık sistemindeki bir sorunun AB'nin merkez ülkelerinin bankacılık sistemlerini de doğrudan ve önemli ölçüde etkileyeceği görülmektedir. Sonuç olarak, çevre ülkelerin bankacılık sistemlerinde oluşabilecek bir "iflas" riski, AB'nin merkez ülkelerinin bankacılık sektörlerini de büyük ölçüde etkileme potansiyeli taşımaktadır.

4. Önümüzdeki Döneme İlişkin Tahmin ve Değerlendirmeler

Bilindiği üzere, çevre ülkeler 2010 yılının ikinci yarısından itibaren, kırılganlıklarını azaltmak amacıyla ücretlerin dondurulması, ek vergilerin konulması ve kamu harcamalarında kesintiye gidilmesi gibi çeşitli önlemler ile gelecek dönem bütçe açıklarını azaltıcı etkiler oluşturabilecek sıkı maliye politikaları uygulamalarına başlamışlardır. Tablo 2'de euro bölgesi çevre ülkeleri için temel göstergelere ilişkin 2011 ve 2012 tahminleri yer almaktadır. Buna göre, çevre ülkelerin krize karşı aldıkları önlemler çerçevesinde önümüzdeki iki yıllık dönemde bütçe açıklarının azalacağı, ancak borç yüklerinin azalarak da olsa artmaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Tablo 2'de yer alan tahmini oranların halen yüksek seviyelerde olması ise kırılganlıkların en azından yakın gelecekte devam edeceğine işaret etmektedir. Bölgedeki sorunların giderilmesinin çevre ülkelerin hedefledikleri sıkılaştırıcı politika uygulamalarını kararlılıkla sürdürmelerine bağlı olduğu düşünülmektedir. Bu bağlamda, çevre ülkelerin kırılganlıklarının önümüzdeki yakın dönemde küresel büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaya devam edeceğini söylemek mümkündür.

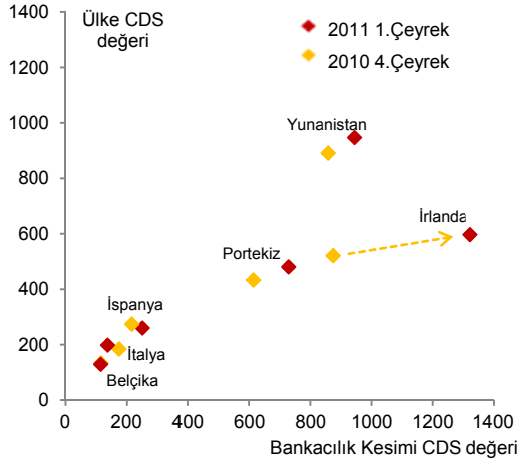
Tablo 2. Euro Bölgesi Çevre Ülkeleri için Seçilmiş Temel Göstergelere İlişkin Tahminler

	Borç Stoku / GSYİH		Bütçe Dengesi / GSYİH		Cari Denge / GSYİH		İşsizlik	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Yunanistan	133.5	138.9	-7.6	-6.5	-7.5	-5.9	14.5	15.2
İrlanda	105.0	108.0	-9.5	-7.4	0.7	3.2	13.6	12.6
Portekiz	88.5	90.3	-5.0	-4.4	-8.8	-8.0	11.4	11.1
İspanya	68.9	70.3	-6.3	-4.4	-5.2	-4.9	19.1	17.4
İtalya	120.9	121.2	-3.9	-3.1	-2.8	-2.3	8.5	8.3
Belçika	100.2	101.0	-4.5	-3.6	1.0	1.1	8.8	8.7

Kaynak: OECD.

Öte yandan, çevre ülkelerin ülke ve bankacılık sektörleri riskliliklerine istinaden CDS değerleri incelendiğinde, 2011 yılının ilk çeyreğinde risk algılamalarının 2010 yılının son çeyreğine kıyasla artmış olduğu gözlenmektedir (Grafik 2). İrlanda, Yunanistan ve Portekiz diğer üç ülkeden risklilik açısından belirgin olarak ayrışırken, İrlanda ve Portekiz'in bankacılık kesimlerine ilişkin riskliliğin ülke riskliliğine kıyasla oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Bankacılık sistemlerinin sağlıklı bir yapıya kavuşturulmasını sağlayacak düzenlemeler özellikle bankacılık kesimi CDS değerleri 2011 yılı ilk çeyreğinde belirgin biçimde yükselen İrlanda, Yunanistan ve Portekiz için önem taşımaktadır.

Grafik 2. Çevre Ülkeler Ülke ve Bankacılık Kesimi Risk Göstergeleri



Kaynak: Bloomberg

5. Sonuç

Özetle, euro bölgesi çevre ülke ekonomilerinin kırılganlıklarının genel olarak kamu maliyesi ve bankacılık sektörü kaynaklı olduğu görülmekte; bu ülkelerde meydana gelebilecek sorunların, özellikle bankacılık sektörü kanalıyla merkez ülkelere de önemli ölçüde yansıma riski taşıdığı düşünülmektedir. Söz konusu çevre ülkelerde, hali hazırda sorunlu olan kamu maliyesi ve yüksek bankacılık sektörü risklilikerinin yanı sıra, 2011 yılında bu ülkelerde oldukça yüksek miktarlarda itfaların gerçekleşecek olması, euro bölgesindeki gelişmelerin dikkatle takip edilmeye devam edilmesini gerektirmektedir. Önümüzdeki döneme ilişkin olarak, bu ülkelerde borcun sürdürülebilirliğine dair endişeleri giderecek ve bankacılık sistemlerinin sağlıklı bir yapıya kavuşturulmasını sağlayacak düzenlemeler kritik önem taşımakta olup, ülkelerin bu reform sürecinde gösterecekleri kararlılık ise, ülkelere dair risk algılamalarını olumlu yönde etkileyebilecektir. Buna karşın, yüksek borç yükü, cari açık, işsizlik gibi kırılganlık yaratan unsurların kısa vadede çözümlenebilir nitelikte olmadığı göz önüne alındığında, kırılganlıkların önümüzdeki dönem de devam edeceği, bölgedeki sorunların giderilmesinin vakit alacağı ve küresel büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmayı sürdüreceği düşünülmektedir.

Kaynakça

Barlas, Y., Kalafatcılar, K. ve Kaya, N. (2011). "Euro Bölgesi Merkez ve Çevre Ülkeleri Arasındaki Yapısal Farklılıklar ve Parasal Birlikten Ayrılma Kararının Olası Sonuçları", TCMB Ekonomi Notları No. 11/10.

Gros, D. ve Mayer, T. (2010). "How to deal with sovereign default in Europe: Create the European Monetary Fund now!", CEPS Policy Brief, No: 202.

IMF (2010). "How Did Emerging Markets Cope in the Crisis?", IMF Policy Paper. http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/061510.pdf

Ekonomi Notları, ekonomik gelişmelere dair tartışmalara zamanlı bir katkıda bulunmak ve TCMB bünyesinde Türkiye ekonomisi ve para politikası üzerine yapılan çalışmaların sonuçlarını kamuoyuyla paylaşmak amacıyla hazırlanan bir yayındır. Burada sunulan görüşler tamamıyla yazarlara aittir, dolayısıyla TCMB'nin ya da çalışanlarının görüşlerini temsil etmeyebilir. Bu seri Yusuf Soner Başkaya'nın editörlüğünde yayımlanmaktadır. Burada yer alan metnin tamamının başka bir yerde yayımlanabilmesi için TCMB'den yazılı izin alınması gerekmektedir. Görüş ve öneriler için:

Editör, Ekonomi Notları, TCMB İdare Merkezi, İstiklal Cad, No: 10, Kat:15, 06100, Ulus/Ankara/Türkiye.
E-mail: ekonomi.notlari@tcmb.gov.tr