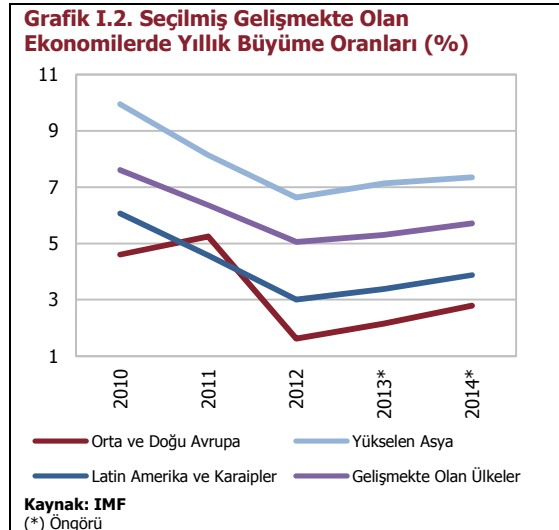
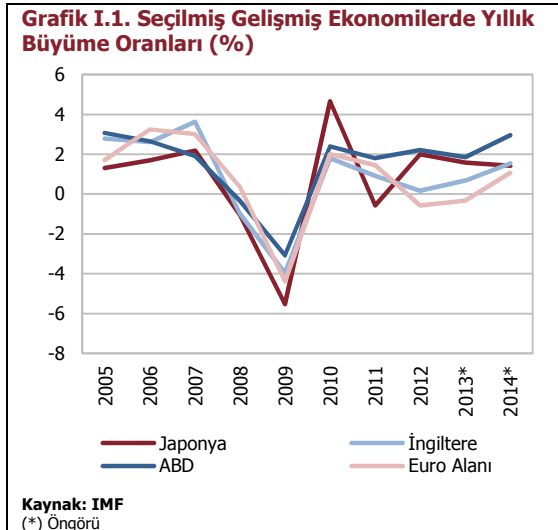


I. ULUSLARARASI GELİŞMELER

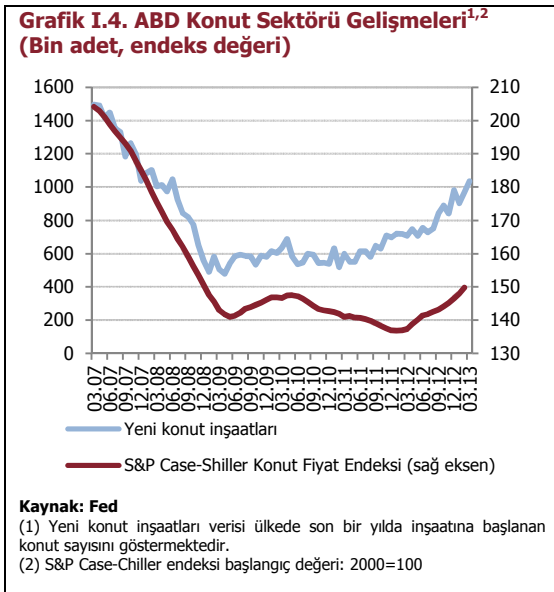
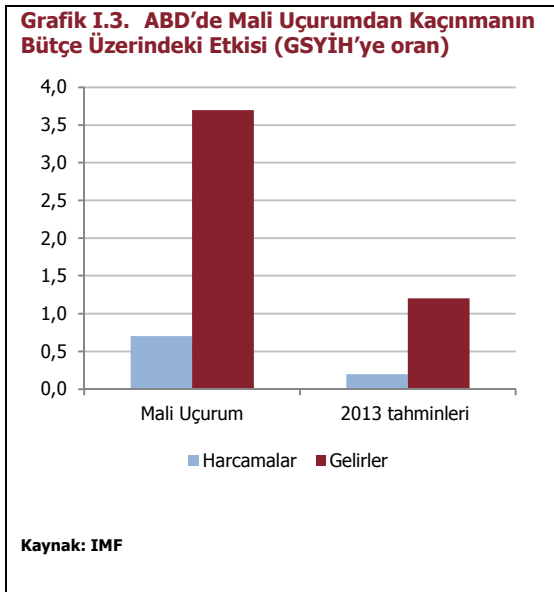
Küresel büyümede sınırlı bir iyileşme görülürken, büyüme performansları bakımından gelişmiş ülkelerin homojen bir yapıda olmadıkları izlenmektedir. Nitekim, ABD ve Japonya Euro Bölgesi'ne göre daha olumlu bir iktisadi görünüme sahiptir. Avrupa Merkez Bankası'nın almış olduğu para politikası tedbirlerine ve politika yapıcılar tarafından alınan yapısal reform kararlarına karşın Euro Bölgesi'ndeki parçalı finansal yapı devam etmektedir. Gelişmiş ülkelerde alınan genişletici para politikası tedbirleri getiri arayışını teşvik ederek, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını önemli ölçüde artırmaktadır. Küresel finansal istikrarın temini ve sürdürülmesi için sermaye akımlarının ve döviz kurlarının oynaklığı ile hanehalkı ve firmaların borçluluk düzeylerinin yakından takip edilmesi ve gelişmekte olan ülkelerin yurt içi ve yurt dışı kaynaklı sistemik risk unsurlarına karşı gerekli politika tedbirlerini almaları önem arz etmektedir.

Küresel ekonomik görünümü tehdit eden kısa vadeli önemli bazı riskler kontrol altına alınmış gibi görünmekle birlikte, gelişmiş ülkelerde gözlenen zayıf büyüme performansı özellikle Euro Bölgesi kaynaklı sorunlar nedeniyle devam etmektedir. Gelişmiş ülke otoritelerince 2012 yılının ikinci yarısından itibaren atılan adımlar sayesinde küresel finansal piyasalarda görece bir rahatlama sağlanmış olmakla birlikte, kamu borçluluğunu azaltmaya yönelik çabalar, firma ve hanehalkı bilançolarındaki zayıflıklar, kredi mekanizmasındaki sorunlar ve güven ortamının halen tam olarak tesis edilememiş olması, güçlü ve sürdürülebilir büyümenin yakalanmasını engellemektedir. Önümüzdeki dönemde finansal veya siyasi yeni risklerle karşılaşmayacağı ve otoritelerin büyümeyi destekleyici politikalarını sürdürecekleri varsayımı altında, gelişmiş ülkelerdeki büyüme performansının ancak kademeli olarak iyileşmesi beklenmektedir (Grafik I.1).

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin zayıf dış talep şartları ve küresel risklere karşı uygulanan ihtiyatlı politikalar nedeniyle 2012 yılında belirgin bir yavaşlama gösteren büyüme performanslarında önümüzdeki dönemde iyileşme beklenmektedir. Söz konusu iyileşmenin temel olarak düşük kamu borçları ve güçlü seyreden iç taleplerinden kaynaklanması beklenmektedir (Grafik I.2). Diğer taraftan, küresel likiditenin bol ve faiz oranlarının düşük olduğu mevcut konjonktürde gelişmiş ülke ekonomilerinde ortaya çıkabilecek yeni sorunlara bağlı olarak risk iştahında oluşabilecek ani değişimler sermaye akımlarına duyarlı gelişmekte olan ülke ekonomilerinin büyüme dinamiklerine zarar verebilecektir.

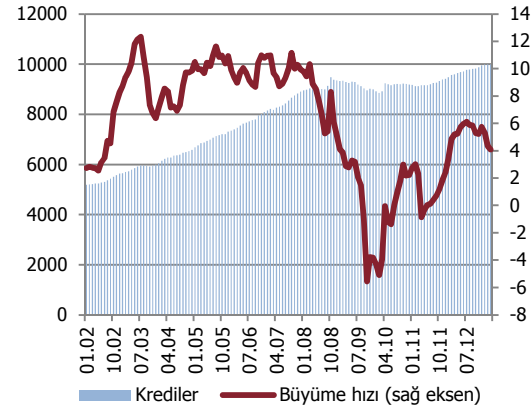


ABD’de bu yılın ilk çeyreğinde devreye giren otomatik harcama kesintileri ve vergi artışları büyümenin hızlanmasını engelleyen önemli unsurlar olarak dikkat çekmektedir. ABD Kongresi’nde geçici vergi indirimlerinin önemli bir bölümü korunarak “mali uçurum” endişeleri giderilmiş olsa da, harcama kesintilerinin ABD Kongresi Bütçe Ofisi tahminlerine göre¹ 2013 yılı büyümesini yaklaşık 0,6 puan aşağı çekmesi beklenmektedir. Euro Bölgesi’ndeki sorunların neden olduğu belirsizlikler ve zayıf dış talep koşullarının yanında kamu borç tavanının yükseltilmesi konusundaki siyasi anlaşmazlık ve orta vadeli bir mali planın henüz ortaya konulamamış olmasından kaynaklanan endişeler, büyümeyi olumsuz etkileyen diğer unsurlardır. Öte yandan, konut sektöründeki toparlanmanın yanı sıra, krediye erişim imkanlarının artması ve son dönemde finansal piyasalarda gözlenen iyimser hava ile özel tüketim harcamalarının güçlü seyretmesi ABD’de uygulanan mali sıkılaştırmaya rağmen büyümeyi desteklemektedir (Grafik I.3, Grafik I.4, Grafik I.5).

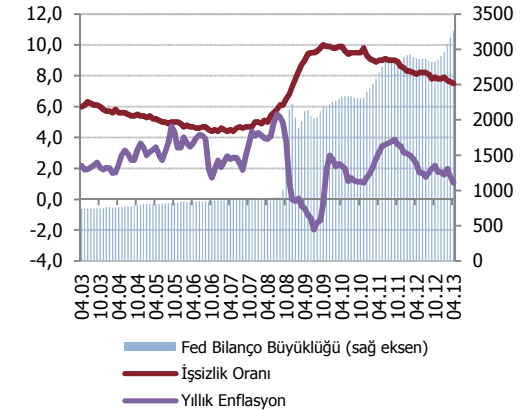


İşsizlik oranlarının halen yüksek seviyede olması ve enflasyon tehdidinin zayıflığı nedeniyle Fed miktarsal genişleme ile desteklenen gevşek para politikasına devam etmektedir. 2012 yılı Eylül ayında üçüncü miktarsal genişlemeye giden ve düşük faiz politikasının en azından 2015 yılı ortalarına kadar devam edeceğini açıklayan Fed, Aralık ayında mevcut faiz politikasının, işsizlik oranları yüzde 6,5’in altına düşmediği, orta vadeli enflasyon beklentileri ise yüzde 2,5’in üstüne çıkmadığı sürece terk edilmeyeceği taahhüdünde bulunmuştur (Grafik I.6). Diğer taraftan Fed, iktisadi faaliyetteki toparlanmaya bağlı olarak bu yıl sonuna kadar miktarsal genişlemeyi yavaşlatabileceğine dair sinyaller vermektedir. Ancak, para politikasının iyi tasarlanmış ve etkin bir maliye politikası ile desteklenmedikçe uzun vadede sürdürülebilir büyümeye katkısının sınırlı olacağı değerlendirilmektedir.

¹ <http://www.cbo.gov/publication/43961>

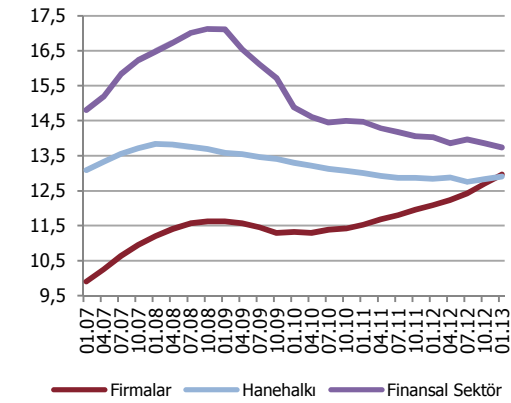
Grafik I.5. ABD Bankacılık Sektörü Kredileri (Milyar ABD doları, %)

Kaynak: Fed

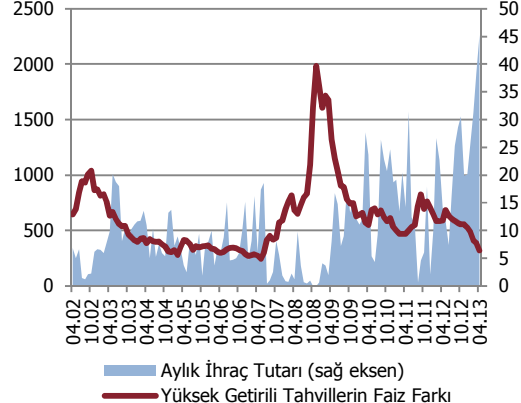
Grafik I.6. ABD'de Enflasyon, İşsizlik ve Fed Bilanço Büyüklüğünün Gelişimi (% , Milyar ABD doları)

Kaynak: Fed

ABD'de uygulanan geleneksel olmayan para politikaları neticesinde ortaya çıkan bol ve ucuz likidite, bir yandan firmaların tahvil ihraçları vasıtasıyla borçluluklarını artırmalarını özendirirken, diğer yandan yatırımcıların riskli varlıklara olan talebini artırmaktadır. Krizden sonra daha sıkı denetim altında olan bankaların bilançolarını küçültmeye ve varlık kalitelerini artırmaya çalıştıkları bir ortamda kredi riskinin bankacılık sistemi dışına kaymasına ve doğru fiyatlanamamasına yol açabilecek bu durum, halen baskı altında tutulan uzun vadeli faiz oranlarında ani bir yükseliş olasılığının yarattığı piyasa riski ile birleştiğinde finansal istikrarı tehdit edebilecek bir unsur olarak görülmektedir (Grafik I.7, Grafik I.8).

Grafik I.7. ABD'de Hanehalkı, Firmalar ve Finansal Sektör Borçlarının Gelişimi (Trilyon ABD doları)

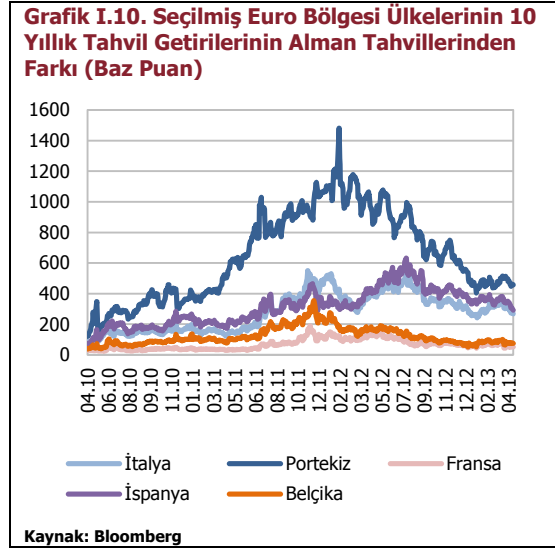
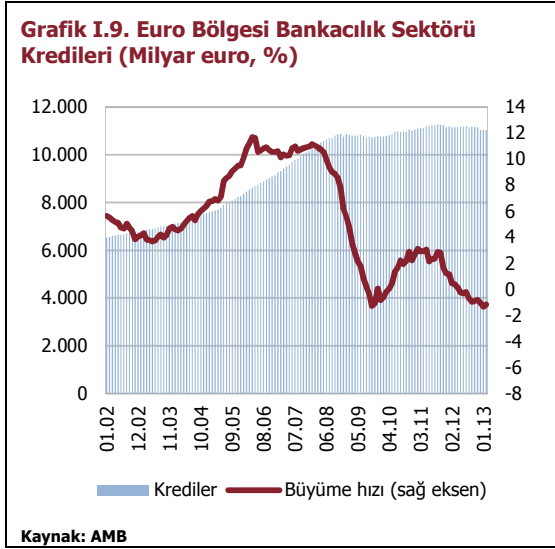
Kaynak: Fed

Grafik I.8. ABD'de Firmaların Yüksek Riskli Tahvil İhraçlarının Gelişimi (Baz puan, Milyar ABD doları)

Kaynak: IMF

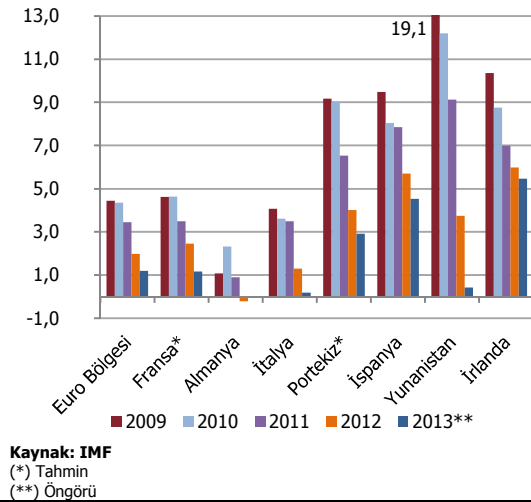
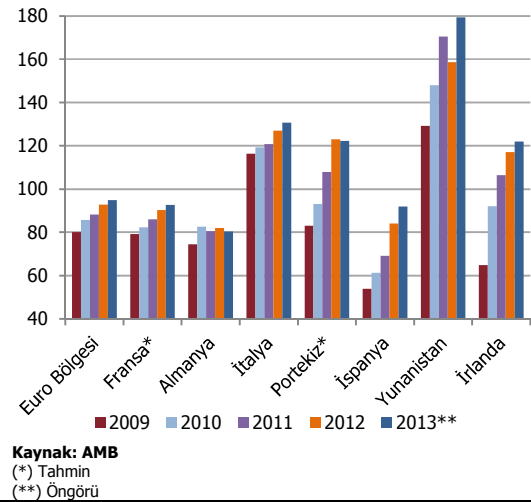
Yaşanan bankacılık ve kamu borç krizleri nedeniyle kredi mekanizması bozulan ve güçlü bir mali konsolidasyon uygulamak zorunda kalan Euro Bölgesi'nde 2012 yılının ikinci yarısında alınan politika kararları sayesinde ekonomik faaliyetteki daralma yavaşlamıştır. Buna karşın, başta İspanya ve İtalya olmak üzere çevre ülkelerdeki zayıf talep koşulları, devam eden mali sıkılaştırma ve krediye erişim imkanlarının sınırlı olması Euro Bölgesi ekonomisinin büyümesi önündeki en önemli engellerdir (Grafik I.9). Bölgesel ve küresel ekonomi için ciddi bir risk unsuru olan parasal birliğin parçalanmasına dair endişeler 2012 yılı Ağustos ayında AMB'nin açıkladığı şarta bağlı doğrudan tahvil alım programı neticesinde ortadan kalkmış ve özellikle

çevre ülkelerin kamu borçlanma maliyetleri düşmeye başlamıştır (Grafik I.10). Ancak söz konusu ülkelerdeki firma ve hanehalkı borçluluğunun halen yüksek seviyelerde olması, bankacılık sisteminin bilanço küçültme operasyonlarına devam etmesi ve merkez ülkelerle aralarında oluşan finansal ayrışma, kredilerin artmasına ve dolayısıyla yatırım ve tüketim harcamalarının finansmanına imkan vermemektedir. Bu sebeplerle çevre ülkelerin düşük büyüme, yüksek faiz ve yüksek bütçe açığı sarmalından yakın dönemde kurtulmaları zor görünmektedir.

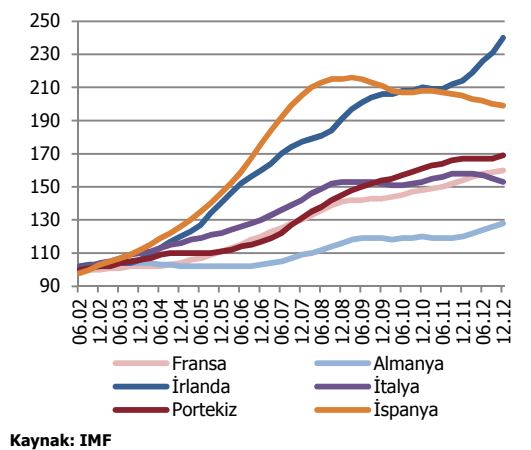
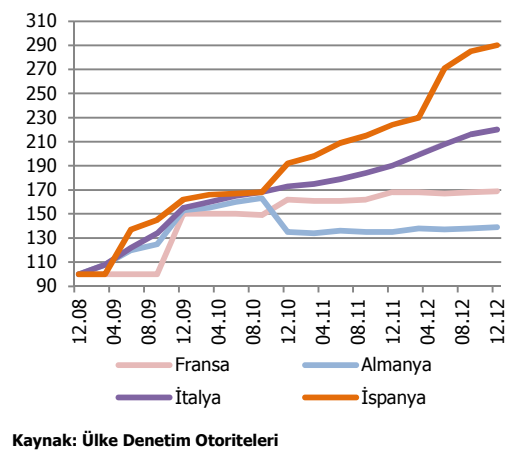


Euro Bölgesi ülkelerinde devam eden mali sıkılaştırma sayesinde son dönemde bütçe açıkları azalmış olmasına rağmen, birçok ülkede kamu borcunun GSYİH'ye oranı halen artmaya devam etmektedir (Grafik I.11, Grafik I.12). Özellikle bir yandan iktisadi faaliyette daralma yaşanırken diğer yandan yüksek faiz ödemek zorunda kalan çevre ülkelerde borçluluk oranlarındaki artış daha belirgindir. Bununla birlikte, AMB'nin açıkladığı tahvil alım programı sayesinde kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair endişeler şimdilik giderilmiştir. Öte yandan, gelecekte kamu borçluluğu kaynaklı sorunların tekrar yaşanmaması için Avrupa Komisyonu tarafından önerilen ve AB üyesi 27 ülkeden 25'i tarafından² imzalanan Mali Akit, 2013 yılı başında yürürlüğe girmiştir. Üye ülkelerin bütçe açıklarına sınırlama getiren ve bu sınırın aşılması durumunda otomatik düzeltme mekanizmaları ve mali yapıtırlar öngören bu anlaşmanın ulusal mevzuatlarda gerekli değişiklikler yapıldıktan sonra uygulanmaya başlanması, orta vadede AB ülkeleri arasında mali birliğin sağlanması açısından önem arz etmektedir.

² Birleşik Krallık ve Çek Cumhuriyeti anlaşmayı imzalamamıştır.

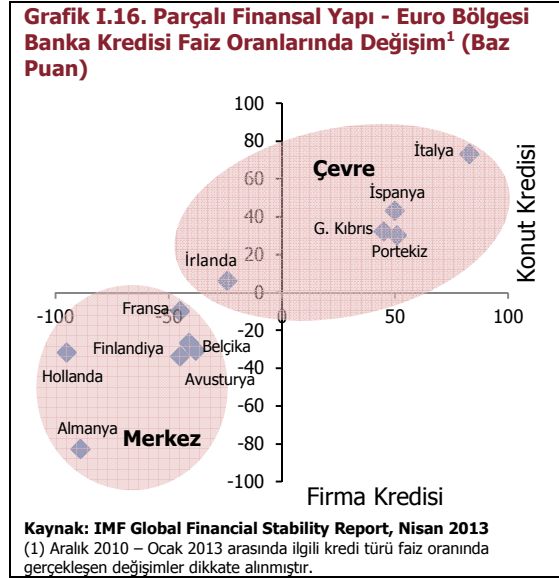
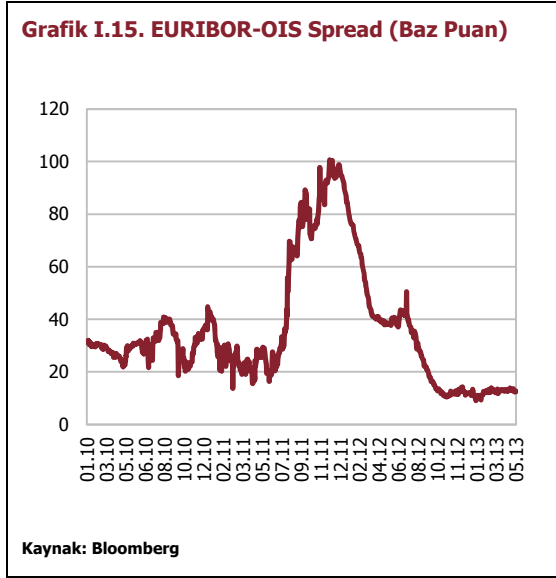
Grafik I.11. Euro Bölgesi Ülkelerinde Yapısal Bütçe Açığı'nın GSYİH'ye Oranı (%)**Grafik I.12. Euro Bölgesi Ülkelerinde Brüt Kamu Borcunun GSYİH'ye Oranı (%)**

Kriz öncesi dönemin elverişli koşullarında zamanla ağır borç yükü altına giren Euro Bölgesi çevre ülkelerindeki firmalar, krizin ardından oluşan düşük büyüme ve yüksek faiz ortamında borçlarının sürdürülebilirliği konusunda sıkıntı yaşamaya başlamıştır (Grafik I.13). Parçalı finansal yapının da etkili olduğu bu durum özellikle İspanya, İtalya ve Portekiz'deki firma kredilerinde hızlı TGA artışları olarak kendini göstermekte ve finansal istikrarı tehdit etmektedir (Grafik I.14). Önümüzdeki dönemde firma iflaslarının önüne geçebilmek için kötü durumda olan firmaların sağlıklı hale getirilmesi, iyi durumda olanların ise krediye erişimlerinin desteklenerek borçlarının kontrollü şekilde azaltılmasının önemi uluslararası kuruluşlarca sıklıkla vurgulanmaktadır.

Grafik I.13. Euro Bölgesi Firmalarının Borçluluk Oranları (2002 Ç1=100)**Grafik I.14. Euro Bölgesi Firma Kredileri TGA Oranları (2008 Ç4=100)**

Enflasyonist risklerin düşük olması nedeniyle AMB para politikasını gevşetmeyi sürdürse de, Euro Bölgesi'ndeki parçalı finansal yapı parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini azaltmaktadır. Nitekim son iki yıllık dönemde kredi faiz oranlarında çevre ve merkez ülkeler arasındaki farklılık artmıştır (Grafik I.16). AMB'nin aldığı tedbirler finansal sistemdeki risk algısını düşürmüş olmakla birlikte, aktarım mekanizmasındaki sorunlar nedeniyle alınan tedbirlerin reel ekonomiye olan etkisi yapısal reformlar olmaksızın sınırlı kalabilecektir (Grafik I.15). Bu sorunun çözümüne yönelik olarak parasal birliği güçlendirmek amacıyla bir bankacılık birliği kurulması yönünde 2012 yılı içinde bazı reform kararları alınmıştır. Bunların başlıcaları, Euro Bölgesi'ndeki bankaların gözetim ve denetim faaliyetlerinin AMB bünyesinde tek bir çatı altında toplanması, ortak bir mevduat

sigortası sistemi geliştirilmesi ve bankalara doğrudan Avrupa İstikrar Mekanizması kaynaklarından sermaye enjeksiyonu yapılmasına imkan tanıyacak bir banka çözümlene çerçevesinin oluşturulmasıdır. Bu reformların uygulanması halinde finansal piyasalarda risk algısının düşmesi, bankaların toptan fonlamaya olan bağımlılıklarının azalması ve zamanla hem varlık kalitelerini hem de kârlılıklarını artırarak sermaye yapılarını güçlendirmeleri beklenmektedir. Ancak uzun zamandır gündemde olan bu reformların henüz hayata geçirilememiş olması, Euro Bölgesi'nde finansal istikrarın sağlanmasını güçleştirmektedir. 2013 yılı Mart ayında Güney Kıbrıs'ta yaşanan bankacılık krizi ve yarattığı dalgalanma buna bir örnek olarak değerlendirilmektedir.

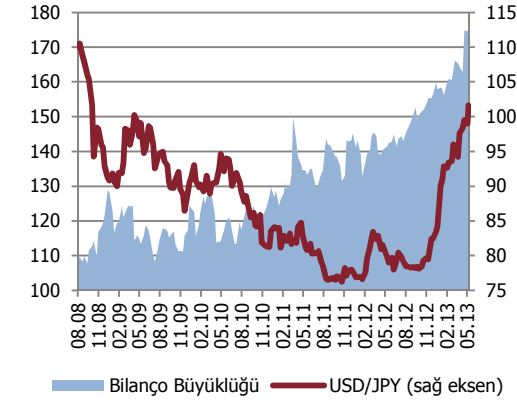


Euro Bölgesi'nde gündemde olan bir diğer konu ise bankacılık sisteminin yapısal reformudur. Avrupa Komisyonu 2012 yılının Ekim ayında AB bankacılık sisteminin reformu konusunda Liikanen Raporu'nu yayımlamıştır. Gelecekte AB'de benzer bir bankacılık krizi yaşanmaması için çeşitli politika önerileri sunan Rapor'da temel olarak bankaların kendi nam ve hasaplarına yaptıkları riskli hazine işlemlerinin ayrı bir tüzel kişilik altında toplanarak mevduat bankacılığı faaliyetlerinden ayrılması önerilmektedir. Böylece Avrupa'da egemen olan yatırım ve mevduat bankacılığı faaliyetlerini aynı tüzel kişilik altında toplayan "evrensel bankacılık" modelinin terk edilmesi hedeflenmektedir (Bkz. Özel Konu V.3). ABD'de Dodd-Frank yasası ile mevzuata giren Volcker Kuralı ve İngiltere'de yasalaşmayı bekleyen bankacılık reformu yasasına temel teşkil eden Vickers Komisyonu Raporu ile benzer nitelikte tavsiyeler içeren Rapor'a sektörden yoğun tepkiler gelmiştir. AB Komisyonunun Rapor'a gelen eleştiriler ışığında önümüzdeki dönemde bu konuyla ilgili planını kamuoyuna açıklaması beklenmektedir.

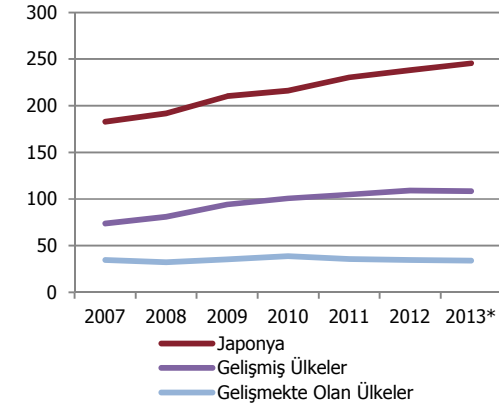
Uzun yıllar boyunca deflasyon ve durgunluk ile mücadele eden Japonya'da kurulan yeni hükümet, sürdürülebilir büyümeyi yakalamak amacıyla para ve maliye politikalarında radikal değişikliklere gitmiştir. Çeşitli yapısal reformların yanı sıra yüzde 2'lik enflasyon hedefi, güçlü miktarsal genişleme ve kamu harcamalarında önemli artışlar öngören yeni politika setinin özellikle kısa vadede iç ve dış talebi artırarak ülke ekonomisini canlandırması beklenmektedir. Bununla birlikte kamu borç yükü zaten çok yüksek seviyede olan ülkede orta vadeli bir bütçe planı ortaya konulmadan girilen bu mali canlandırma paketinin ülkenin borçlanma maliyetlerini artırarak borç sürdürülebilirliğine yönelik endişelere yol açabileceği düşünülmektedir (Grafik I.18). Diğer tüm gelişmiş ülkelerdeki bankalara göre çok daha yüksek miktarda ulusal kamu tahvili pozisyonu taşıyan Japon

bankaları için bu durum önemli bir risk unsurudur. Öte yandan, başlatılan büyük çaplı miktarsal genişleme nedeniyle Japon yeninde gözlenen değer kaybının küresel ölçekte rekabetçi devalüasyonlara yol açma ihtimali tartışılan bir diğer risk unsurudur (Grafik I.17).

Grafik I.17. BoJ Bilanço Büyüklüğü ve USD/Yen Paritesi (Trilyon yen)

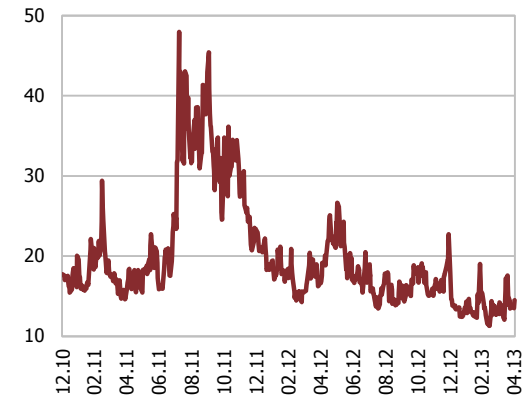


Grafik I.18. Japonya ile Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Brüt Kamu Borcunun GSYİH'ye Oranı (%)

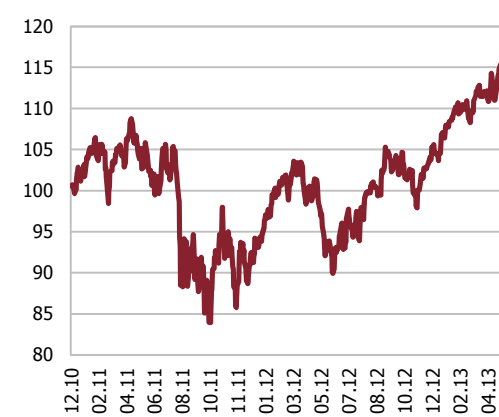


Gelişmekte olan ülkelerin büyüme performansları düşen küresel risk algısı paralelinde güçlenen iç talep, elverişli finansman koşulları ve dış talepteki toparlanma sayesinde 2012 yılına göre iyileşme göstermektedir (Grafik I.19). Keza gelişmekte olan ülkelerin genelinde küresel koşullardaki iyileşmeye bağlı olarak varlık fiyatları yükselişe geçmiştir (Grafik I.20). Çin, Hindistan ve Brezilya gibi bazı gelişmekte olan ülkelerin büyüme performanslarında ani ve büyük düşüşler öngören "sert iniş" endişeleri de oldukça azalmıştır. Ancak, bu ekonomilerin son zamanlarda beklentilerin altında kalan büyüme performanslarının geçici faktörlere değil, potansiyel büyüme oranlarındaki düşüşlere bağlı olma ihtimali, orta ve uzun vadede küresel iktisadi faaliyet açısından önemli bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir.

Grafik I.19. VIX Endeksi

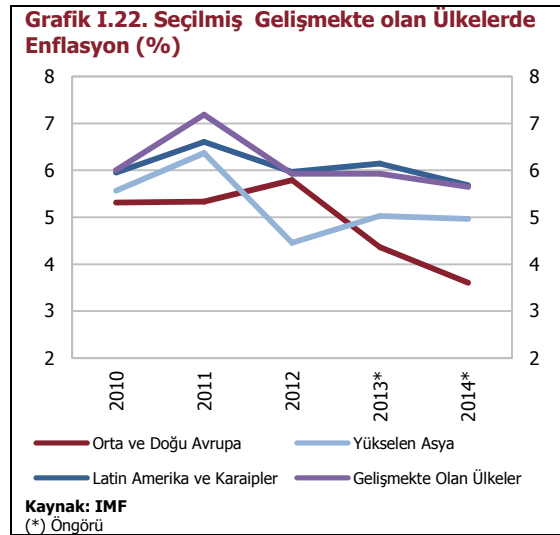
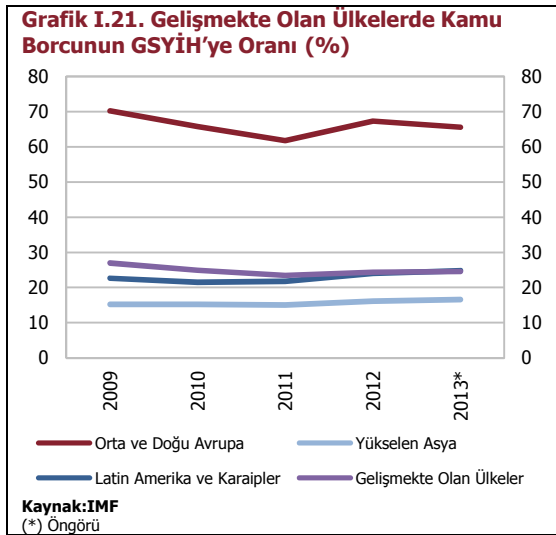


Grafik I.20. MSCI Borsa Endeksi Gelişimi (31.12.2010 =100)

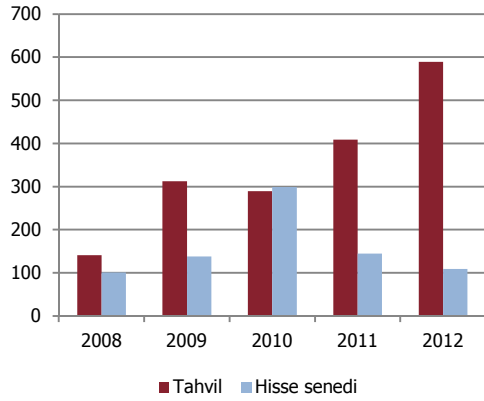


Gelişmekte olan ülkelerin bütçe performanslarında 2012 yılında iktisadi faaliyetteki yavaşlama nedeniyle hafif bir bozulma gözlenirse de, kamu borçluluğundaki düşüş eğilimi genel olarak devam etmektedir (Grafik I.21). Bu durum halihazırda gelişmekte olan ülkelerin maliye politikasında gelişmiş ülkelere kıyasla daha geniş manevra alanına sahip olmasını sağlamaktadır. Buna karşın, küresel konjunktürdeki değişikliklere bağlı olarak orta vadede büyümenin yavaşlaması ve borçlanma maliyetlerinin artması bu durumu tersine çevirip borçluluk oranlarını hızla artırabileceğinden maliye politikasında ihtiyatlı duruş önemini korumaktadır.

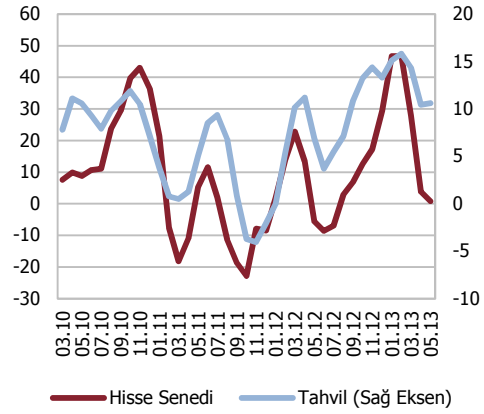
Son dönemde enerji ve gıda fiyatlarında gözlenen olumlu seyir gelişmekte olan ülkelere fiyat istikrarını desteklemektedir (Grafik I.22). Diğer taraftan, iç talebin gücünü koruması ve gelişmiş ülkelerdeki toparlanmaya bağlı olarak dış talepte görülen canlanma, önümüzdeki dönemde enflasyonist baskıları artırabilecektir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının yol açtığı döviz kuru oynaklıkları enflasyonun kontrol altında tutulmasını güçleştirebilecek bir diğer etkidir.



Gelişmekte olan ülkelere reel politika faizleri halen kriz öncesi seviyelerin oldukça altında seyretmesine rağmen, özellikle 2012 yılının ikinci yarısından itibaren küresel finansal koşulların iyileşmesi, söz konusu ülkelere yönelik sermaye akımlarının tekrar artış eğilimine girmesine neden olmuştur (Grafik I.24). Otoritelerin son birkaç yıldır genel olarak başarıyla uyguladıkları makro ihtiyatı politikalar sayesinde birçok gelişmekte olan ülkede kredi genişlemesi kontrol altına alınarak cari dengede bozulma, varlık fiyatlarında aşırı yükseliş ve ekonominin fazla ısınması gibi riskler azaltılmıştır. Ancak, artan sermaye akımları ve düşük borçlanma maliyetleri gelişmekte olan ülkelere borçluluk oranlarının ve yabancı para pozisyonlarının artmasına neden olmaktadır (Grafik I.23). Faiz oranları ve döviz kurlarında meydana gelebilecek ani hareketlere karşı duyarlılığı artıran bu durum, söz konusu ülkelere finansal istikrar açısından bir risk unsuru olarak öne çıkmakta ve makro ihtiyatı tedbirlere olan ihtiyacı artırmaktadır.

Grafik I.23. Gelişmekte Olan Ülkelerde Firmaların Menkul Kıymet İhraçları (Milyar ABD doları)

Kaynak: IMF Global Financial Stability Report, Nisan 2013

Grafik I.24. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Akımları¹ (Milyar ABD doları)

Kaynak: IMF

(1) Veriler önceki üç aylık toplamları ifade etmektedir.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının uygulanan gevşek para politikaları, küresel iktisadi faaliyette henüz tam iyileşme sağlanamamış olsa da, yatırımcıların risk iştahının artmasına ve küresel düzeyde bir getiri arayışına neden olmaktadır. Bu getiri arayışı, merkez bankalarının varlık alım programlarının getiri oranlarını baskı altında tuttuğu ve piyasadaki kaliteli varlık miktarını azalttığı bir ortamda risklerin doğru fiyatlanamadığına dair endişeler yaratmaktadır. Nitekim, gelişmiş ülkelerde yüksek getirili tahvil ihraçlarının giderek artması ve düşük kredi dereceli ihraçların toplam ihraçlar içindeki payının yükseliş eğiliminde olması endişelerin yersiz olmadığını göstermektedir.

Getiri arayışının risk fiyatlaması üzerindeki bozucu etkisi gelişmekte olan ülkeler için de geçerlidir. Son dönemde bu ülkelere yönelik sermaye akımlarında portföy yatırımlarının, portföy yatırımları içinde ise tahvil alımlarının ağırlığının arttığı gözlenmektedir. Buna bağlı olarak tahvil ihraçları yabancı para ağırlıklı olmak üzere hızlı şekilde artmaktadır. Orta vadede gelişmiş ülkelerdeki para politikasının normale dönmesi ve faiz oranlarının yükselmesi ile tahvil fiyatlarında yaşanacak düşüşlerin hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde firmaların borçlarının sürdürülebilirliği üzerinde bozucu etki yapabileceği değerlendirilmektedir.

Sonuç olarak, gelişmiş ülkelerdeki para ve kredi kanalındaki aksaklıklar gibi yapısal sorunlar nedeniyle genişletici para politikaları bu ülkelerde iktisadi görünümde bozulmayı sınırlamış olmakla birlikte, iktisadi faaliyette arzu edilen iyileşmeyi sağlayamamıştır. Söz konusu politikaların uluslararası yatırımcıları getiri arayışına yönlendirmesi nedeniyle gelişmekte olan ülkelere sermaye girişleri hızlanırken, gelişmiş ülkelerde riskli varlık sınıflarının getirileri ilk kez küresel kriz öncesi seviyelere gerilemiştir. Ayrıca, bu dönemde, küresel düzeyde firmaların yurt dışı borçlanmalarının hızlı artış gösterdiği görülmektedir. Artan borçluluk düzeyi ve sermaye hareketlerindeki oynaklık, gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrarı koruyucu tedbirlere olan ihtiyacı artırmaktadır. Bu kapsamda gelişmekte olan ülkelerin gerek yurt içi gerek yurt dışı kaynaklı sistemik risk unsurlarını göz önünde bulundurarak firma ve hanehalkı borçluluklarını yakından takip etmeleri, bankaların sermaye yeterlilikleri ve likidite pozisyonları başta olmak üzere güçlü finansal yapılarını korumaya özen göstermeleri ve olası şoklar karşısında ekonominin dayanıklılığını artıracak mekanizmalarla bu tedbirleri desteklemeleri gerekmektedir.