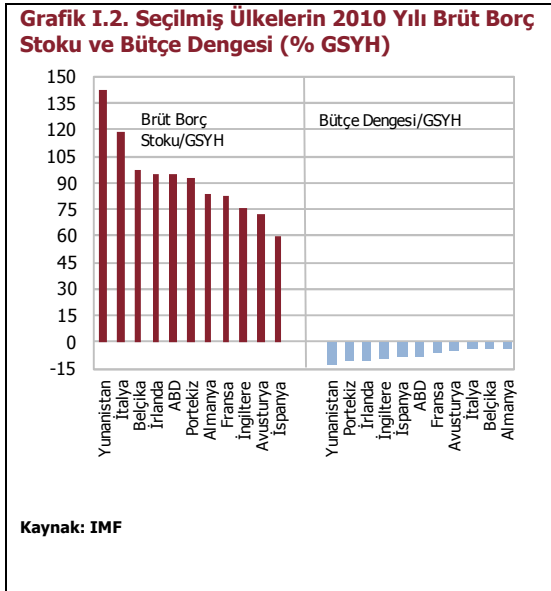
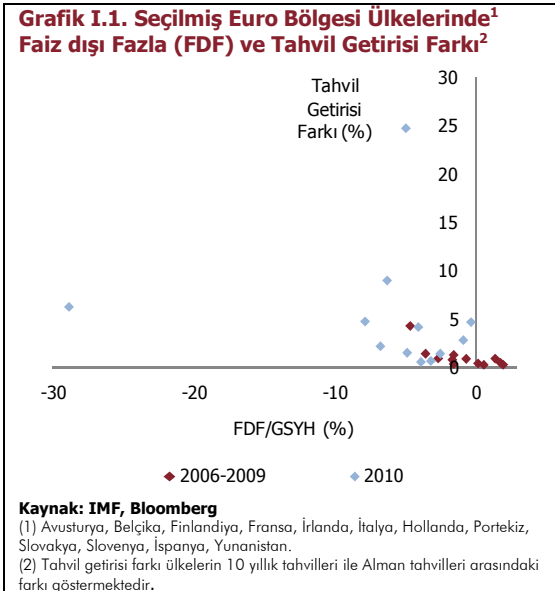


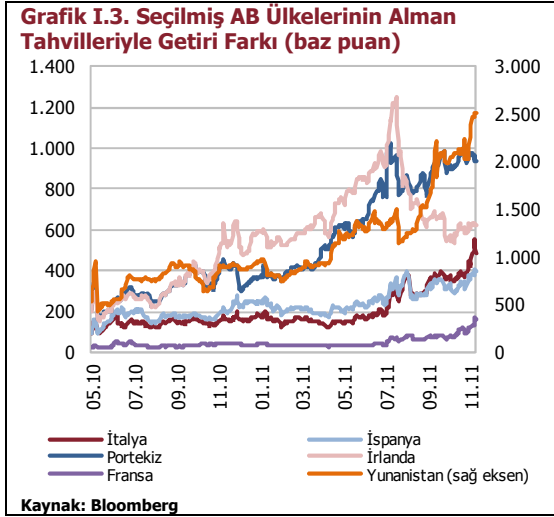
I. ULUSLARARASI GELİŞMELER

Küresel kriz sonrası büyümeyi destekleyici önlemlere ve finansal sektöre sağlanan kamu desteklerine bağlı olarak Avrupa Birliği'ne (AB) üye bazı ülkelerin mali yapılarındaki sorunlar derinleşmiştir. Ülke risklerindeki artış, özellikle bilançolarında bulundukları kamu kâğıtları nedeniyle bankacılık sektörlerine de sirayet etmiş, bankacılık sektörü fonlama kanalında sıkıntı yaşamaya başlamıştır. Uluslararası piyasaların iç içe geçmiş yapısı dolayısıyla diğer ülkelere de yansıyan sorunlarla birlikte küresel risk iştahı önemli ölçüde azalmış, küresel iktisadi faaliyet olumsuz etkilenmiştir. Bu gelişmeler paralelinde, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde aşırı ısınma endişeleri azalmakla birlikte fiyat istikrarı ve finansal istikrarın koordineli bir biçimde ele alınması önemini halen korumaktadır. AB ve ülke otoritelerince krizin etkilerinin azaltılması ve yayılma hızının düşürülmesine yönelik bir takım tedbirler alınmış olsa da, bu tedbirler endişelerin giderilmesini sağlamakta yetersiz kalmıştır. Bu çerçevede, politika yapıcılarca hızla alınacak ve kararlılıkla uygulanacak politika kararları büyümenin desteklenmesi ve borçların sürdürülebilirliğine ilişkin endişelerin giderilmesi açısından önemlidir.

Bazı Avrupa ülkelerindeki yüksek borç stoku ve bütçe açığı ile düşük büyüme performansları söz konusu ülkelerdeki borçların çevrilebilirliğine ilişkin endişeleri daha da artırmıştır. Yunanistan'ın kamu borcunun ve bütçe performansının sanılandan olumsuz olduğunun anlaşılmasıyla başlayan ve artan sosyal güvenlik harcamalarının daha da azalttığı düşük tasarruf oranları dolayısıyla giderek derinleşen kriz, sağlıklı bankacılık sektörleri yoluyla diğer AB ülkelerine de yayılmıştır. Özellikle son yıllarda yüksek bütçe açığı veren ve yapısal bütçe açıkları bulunan ülkeler piyasalar tarafından daha riskli görülerek tahvil getirileri çok daha fazla yükselmiş, diğer bir ifadeyle tahvil getirilerinin faiz dışı fazla ve bütçe gelişmelerine olan duyarlılığı artmıştır. Bunun sonucunda AB ülkeleri bünyesinde riskli ve güvenli ülke ayrımı belirginleşmiştir (Grafik I.1, Grafik I.2).



Borçların çevrilebilirliğine ilişkin piyasalarda oluşan olumsuz algıyı düzeltmek amacıyla, AB bünyesinde ve AB ülkelerinde çeşitli önlemler devreye sokulmuştur. 26 Ekim 2011 tarihinde Euro bölgesi liderlerince finansal piyasalarda oluşan gerilimin azaltılması ve güvenin tekrar sağlanması için beş maddelik bir plan ortaya konulmuştur (Kutu I.1). Piyasalarda artan temerrüt endişelerini giderebilmek ve AB genelinde borç çevirmekte zorlanan ülkelere kaynak sağlamak üzere oluşturulan Avrupa Finansal İstikrar Fonu'nun (EFSF) kapasitesinin artırılmasını da içeren tedbirlerin yeterli olmadığı yönünde kaygılar bulunmaktadır. Ayrıca, ülkeler de tasarruf paketleri açıklayarak bütçe açıklarını azaltma yönünde adım atmak suretiyle borçların sürdürülebilirliği yönündeki endişeleri azaltmaya çalışmaktadırlar. Ancak, riskli AB ülkelerinin Alman tahvilleriyle arasındaki yüksek getiri farkından da görüleceği üzere, CDS'lerdeki ve borçlanma maliyetlerindeki hızlı bozulmalar ile ileriye dönük beklentilere ilişkin olumsuz tablo dolayısıyla, alınan tedbirler piyasaları rahatlatmada etkili olamamaktadır. Bu gelişmeler, tasarruf paketlerinin öne çekilmesi ve genişletilmesi gereğini doğurmaktadır (Grafik I.3 ve Tablo I.1).



Tablo I.1. Seçilmiş AB Ülkeleri Borç ve Bütçe Beklentileri (2011-2016)

	Ortalama Reel Faiz - Büyüme (fark)	Ortalama FDF (% GSYH)	2011 Yılı Beklenen Borç Stoku (% GSYH)	2016 Yılı Beklenen Borç Stoku (% GSYH)
Yunanistan	2.5	3.0	165.6	162.8
Portekiz	2.0	1.5	106	110.5
İrlanda	0.8	-1.2	109.3	114.3
İspanya	1.0	-2.2	67.4	77.4
İtalya	2.2	3.5	121.1	114.1
Belçika	0.0	0.1	94.6	93
Fransa	-0.3	-0.8	86.8	87.7
Almanya	0.5	1.4	82.6	75

Kaynak: IMF

Kutu I.1. Avrupa Birliğince Piyasalarda Güvenin Tesis Edilmesine Yönelik Olarak Ortaya Konulan Plan

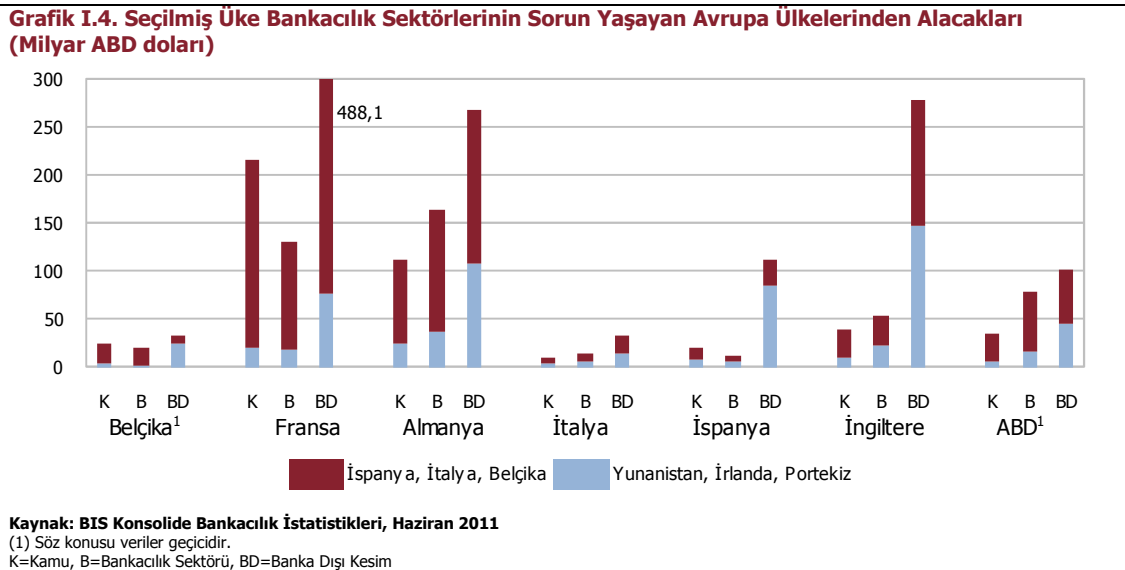
26 Ekim 2011 tarihinde bir araya gelen Euro bölgesi liderleri finansal piyasalarda oluşan gerilimin azaltılması ve güvenin tekrar sağlanması için beş maddelik bir plan üzerinde anlaşmışlardır. Söz konusu plan aşağıdaki hususları içermektedir:

- Yunanistan'ın borcunun 2020 yılına kadar GSYH'nin yüzde 120'si düzeyine çekilmesi. (Özel yatırımcılarca gönüllü olarak Yunanistan borçlarına uygulanacak yüzde 50'lik indirim bu yönde atılan bir adımdır).
- Yıl sonuna kadar 100 milyar Euro'ya kadar yeni bir AB-IMF finansman programı uygulamaya konulması.
- EFSF'nin kapasitesi artırılarak kredi verme, bankalara yeniden finansman sağlama ve birincil ve ikincil piyasalarda bono satın alabilme imkânının artırılması. (Bu anlaşma ile henüz detayları tam olarak belirlenmemiş olmakla birlikte EFSF'nin borçlanma kapasitesi 4-5 katına çıkarılmak suretiyle, kaynak sağlama imkânının artırılması planlanmaktadır).
- 2012 Haziran ayına kadar bankaların ana sermaye rasyolarının yüzde 9'a yükseltilmesi taahhüdü ve AB düzeyinde banka yükümlülüklerine garantilere ilişkin koordineli bir yaklaşımla dönemsel fonlama imkânının kolaylaştırılması.

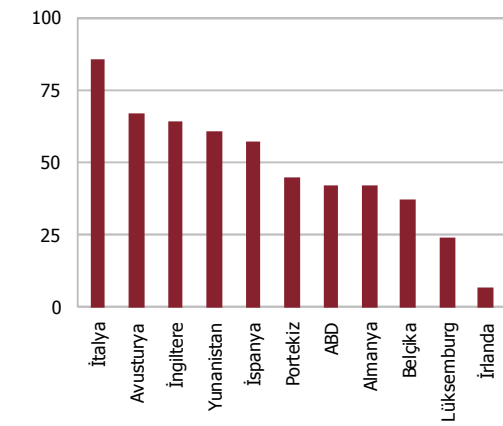
• *Ekonomik ve mali koordinasyonun ve gözetimin güçlendirilmesi, ekonomik yönetime ilişkin mevcut paketin ötesinde yeni önlemler ortaya konulması taahhüdü.*

Detayları tam olarak netleşmemiş olan söz konusu plan, piyasalarda amaçlanan etkiyi bırakmamış, öngörülen tedbirlerin sorunları aşmada yeterli olmayacağı kanaati oluşmuştur.

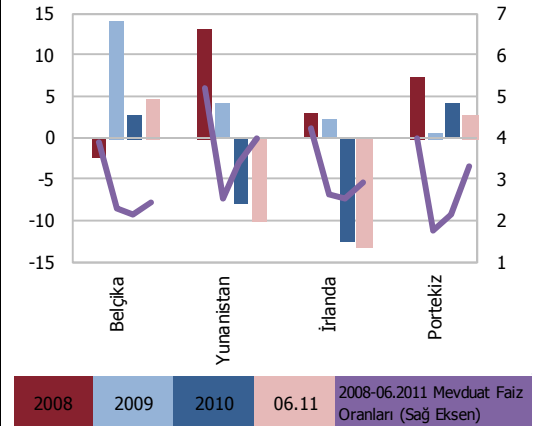
Avrupa’da yaşanan sorunlar sonucu bazı ülke tahvillerindeki aşırı değer kayıpları ve artan kredi riski söz konusu ülke bankacılık sektörlerine yönelik risklerin de artmasına yol açmıştır. Bankacılık sektörünün elinde bulundurduğu riskli ülkelere ait tahviller nedeniyle oluşan zararlar, finansal sektörün iç içe geçmiş yapısı dolayısıyla Avrupa genelinde bankaların mali yapılarında bozulmalara sebep olmuştur. Ayrıca, riskli ülkelerin iktisadi faaliyetlerindeki yavaşlamaya paralel olarak bankaların bu ülkelerden kaynaklı kredi riskindeki artış söz konusu bozulmayı daha da derinleştirme potansiyeli taşımaktadır (Grafik I.4).



Ülke risklerinden kaynaklı olarak piyasalarda yaşanan sorunlar, bankacılık sektörlerinin fon kaynaklarının daralmasına ve fonlama maliyetlerinin artmasına neden olmuştur. Oluşan güvensizlik ortamında bankaların para piyasaları yoluyla fon sağlama imkanları azalmış, kısa vadeli kaynaklara yönelen bankacılık sektörlerinin bilançolarında vade uyumsuzluğu riski ortaya çıkmaya başlamıştır. Avrupa bankaları özellikle toptan fonlama kanalında sıkıntı yaşamaktadırlar. Nitekim, Avrupa bankalarının önemli bir fon sağlayıcısı konumunda olan ABD para piyasası fonları (MMF) söz konusu bankalara sağladıkları fonları önemli ölçüde azaltmışlardır. Ayrıca, vadesi gelen tahvillerin yenilenmesi konusunda da sıkıntılar yaşanmaktadır (Grafik I.5). Toptan fonlama piyasasında yaşanan bu sıkıntılara ek olarak, mevduat kanalı da söz konusu fonlama ihtiyacını karşılayacak düzeyde artmamaktadır (Grafik I.6).

Grafik I.5. Bankacılık Sektörü Tahvil Yenileme Oranları (Ağustos 2011 İtibarıyla) (%)

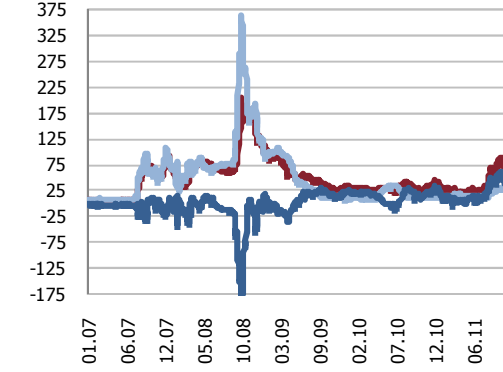
Kaynak: IMF

Grafik I.6. Seçilmiş Ülkelerde Yıllık Mevduat Artışı ve Mevduat Faiz Oranları¹ (%)

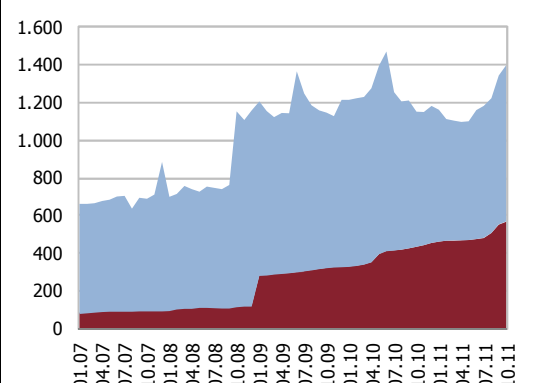
Kaynak: AMB

(1) Hanehalkı ve finansal olmayan mevduatları içermektedir.

Merkez bankaları fonlama sıkıntısı yaşayan bankalara çeşitli araçlar yoluyla kaynak sağlayarak, piyasaların işleyişindeki bozulmayı önlemeye çalışmışlardır. Avrupa Merkez Bankası (AMB) gerek sorunlu ülkelerin borçlanma maliyetlerini düşürebilmek gerekse bankaların likidite sıkıntısını giderebilmek amacıyla bono alımlarını hızlandırmış ve bankalara sağladığı likidite imkânlarını genişletmiştir. Amerika Merkez Bankası (Fed) ise uzun vadeli faiz oranlarını aşağı çekerek bankaların fonlama maliyetini azaltmak ve likiditeyi artırmak amacıyla bilançosunda yer alan kısa vadeli kâğıtlar yerine uzun vadeli kağıt alımına başlamıştır. Diğer ülke merkez bankaları da benzer şekilde bankalarına fon sağlamaya yönelik tedbirler almıştır (Grafik I.7 ve Grafik I.8). Uluslararası Para Fonu (IMF) da 21 Kasım 2011 tarihinde sorun yaşayan ülkelere daha etkin likidite ve acil kaynak sağlayabilmek üzere, kullandığı araçların esnekliğini ve kapsamını artıracak bir takım önlemler açıklamıştır.

Grafik I.7. Euro Bölgesi ve ABD Para Piyasaları Stres Göstergeleri (baz puan)

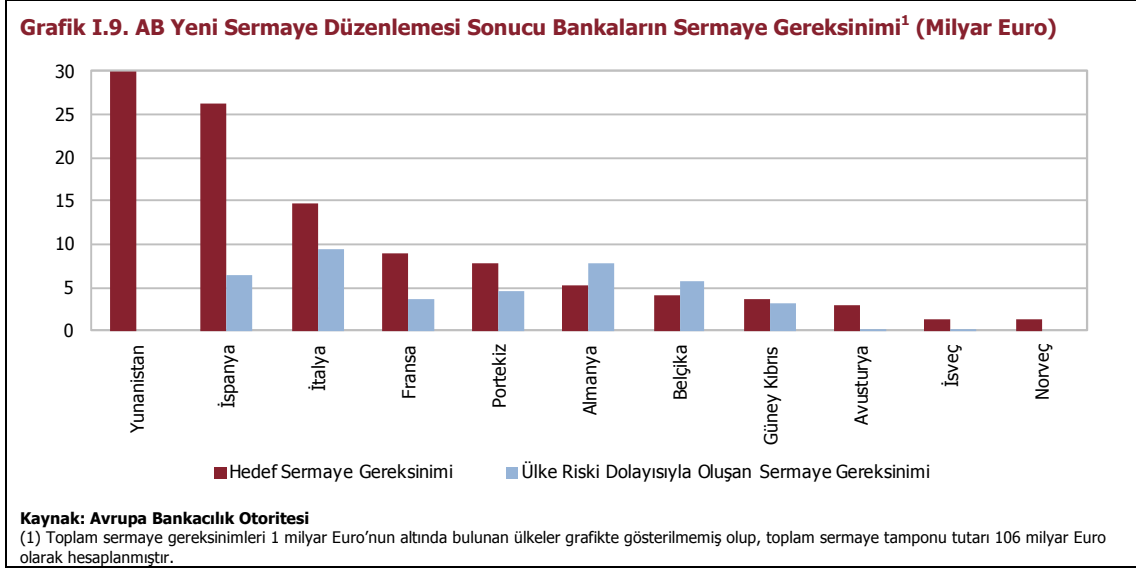
Kaynak: Bloomberg

Grafik I.8. AMB'ce Sağlanan Fonlar (Milyar Euro)

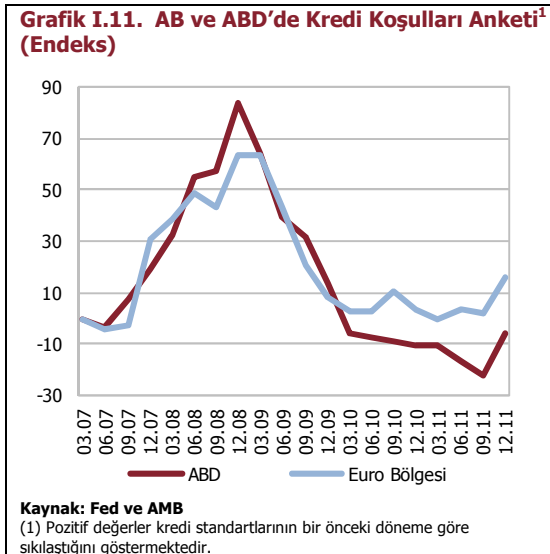
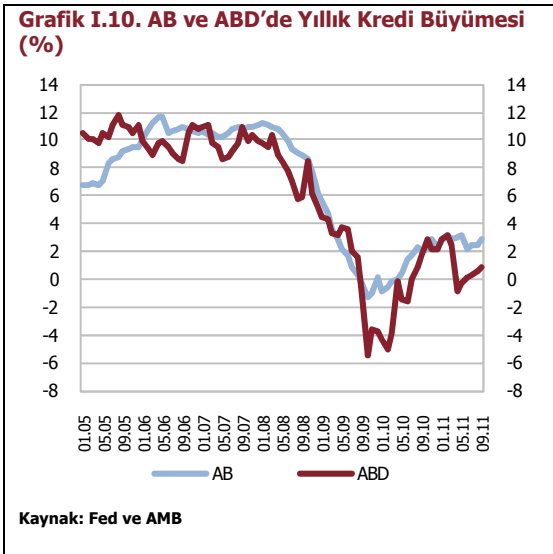
Kaynak: Bloomberg

Merkez bankalarınca alınan tedbirlerin yanı sıra, yapısal bir takım önlemlerle bankacılık sektörünün güçlendirilmesi amaçlanmıştır. Basel III ile birlikte bankaların bulundurmaları zorunda oldukları ana sermaye oranının 2019 yılında tam olarak uygulanacak şekilde kademeli olarak yükseltilmesi öngörülmüş, asgari likidite ve net istikrarlı fonlama rasyosu (NSFR) belirlenmiştir. Ayrıca, küresel sistemik öneme sahip kuruluşlara ek sermaye yükümlülüğü getirilmiştir (Bkz. IV.5). AB ise 26 Ekim 2011 tarihinde ortaya koyduğu piyasalarda güvenin tesis edilmesine yönelik plan kapsamında bankacılık sektörünün sermaye düzeyini güçlendirmek üzere asgari ana

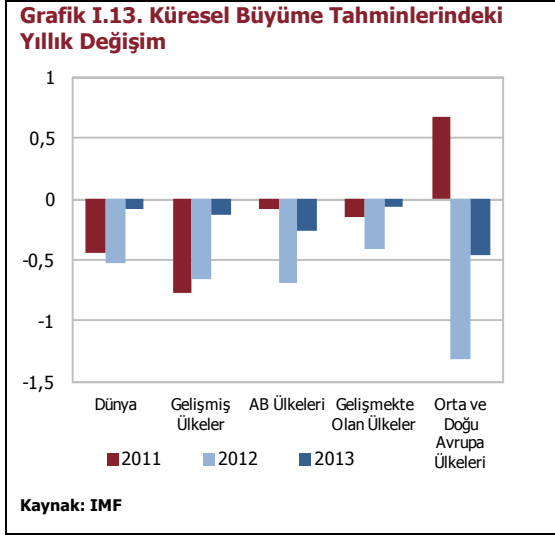
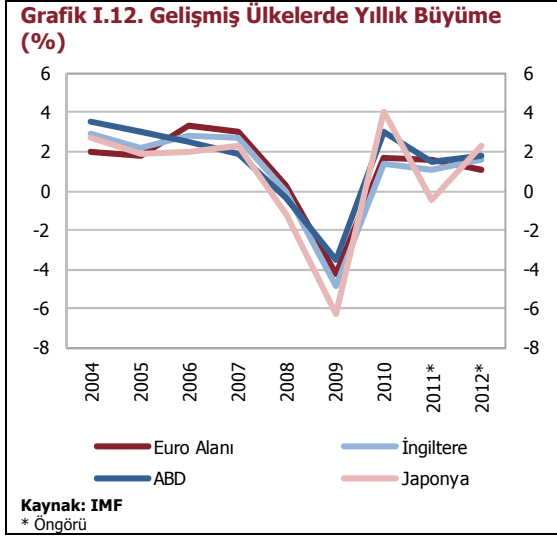
sermaye oranı uygulamasının 2012 yılı Haziran ayı sonunda yürürlüğe girmek üzere öne çekilmesine karar vermiş ve söz konusu oranı yüzde 9 olarak belirlemiştir. Bu kapsamda, bankaların ellerinde bulundurdukları ülke kâğıtlarını piyasa fiyatlarından değerlemek suretiyle sermaye tamponu oluşturmaları beklenmektedir. Buna göre, yeni düzenleme sonucu oluşacak sermaye gereksinimi 106 milyar Euro olarak hesaplanmıştır (Grafik I.9).



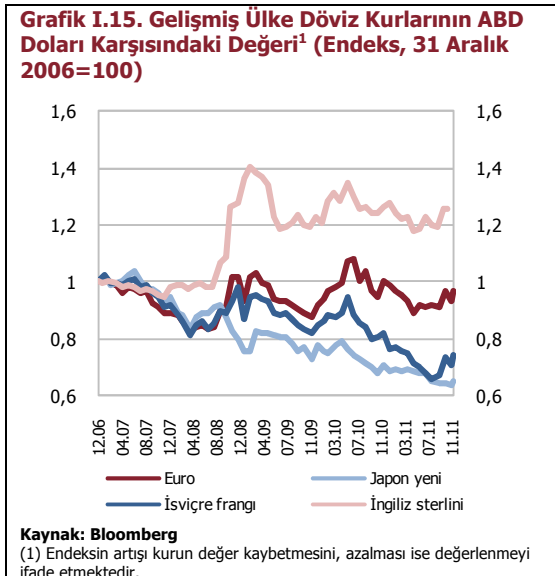
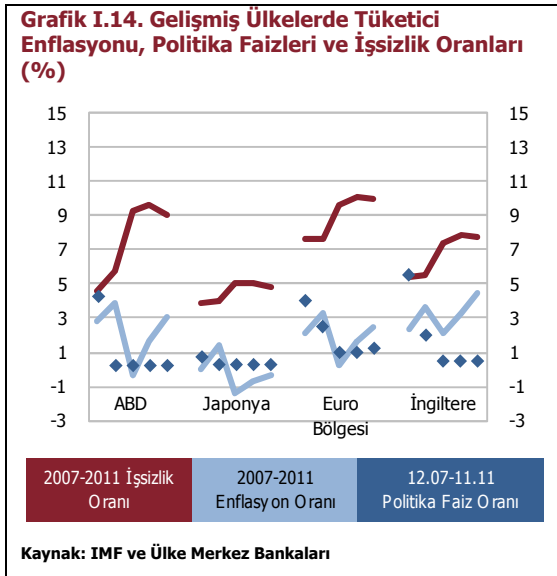
Sermaye yapısını güçlendirmeye yönelik alınan tedbirler dolayısıyla ortaya çıkan sermaye gereksinimi, aktiflerin riskliliğindeki artışlar ve yazılan zararlar, bankaların kredi verme kapasitesini olumsuz etkilemektedir. Özellikle AB tarafından sermaye yeterliliği düzenlemesinin öne çekilmesi, bankaların kısa süre içerisinde sermaye artırımına gitmelerini ya da riskli varlıklarını azaltmalarını gerektirmektedir. Buna ek olarak, Yunanistan başta olmak üzere diğer AB ülkelerinden alacakların zarar kaydedilmesinin yaratacağı sermaye azalışı ve yeni sermaye artırımına gitmenin maliyetli oluşu, bankalar üzerinde bilançolarını küçültme yönünde baskı yaratmaktadır. Bu durumun, zaten zayıf olan kredi piyasalarındaki toparlanmaya sekte vurması beklenmektedir (Grafik I.10 ve Grafik I.11).



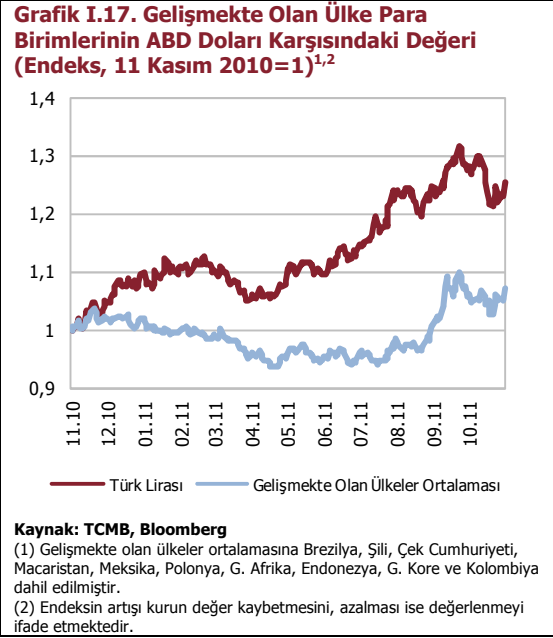
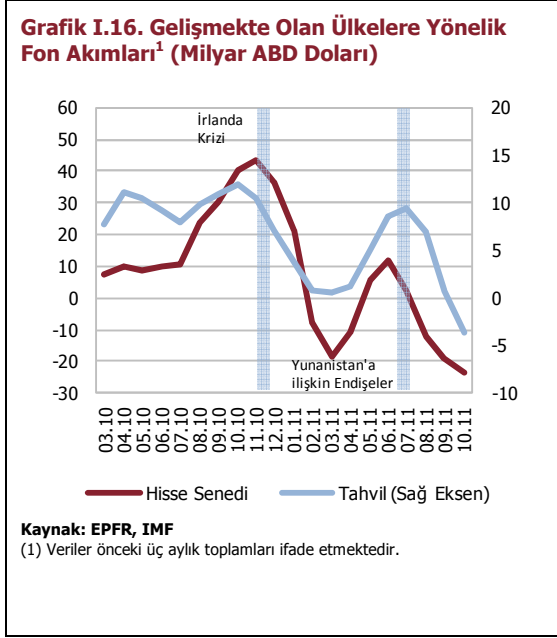
Kredi piyasalarındaki sıkıntılar gelişmiş ülkelerin büyüme performansını olumsuz etkilemektedir. Alınan tedbirlerle toparlanmaya başlayan kredi piyasalarının işleyişinin, bankaların mali yapılarındaki ve ülke finansal sektörlerinin sağlamlığına dair artan riskler nedeniyle yeniden aksamaya başlaması, özellikle gelişmiş ülkelerin büyüme performanslarında düşüslere yol açmıştır. Gelişmiş ülkelerin büyüme performansındaki kötüleşme finansman, beklenti ve ticaret kanalları ile küresel büyümeyi sınırlandırmaktadır (Grafik I.12 ve Grafik I.13).



Yavaşlayan iktisadi faaliyet, bozulan kamu maliyesi ve finansal istikrar, işsizlik oranlarının yüksek düzeylerde seyretmesine neden olmakta ve merkez bankalarını yeni politika arayışları içerisine sokmaktadır. Gelişmiş ülke merkez bankaları para politikalarını oluştururken finansal istikrar kaygısını daha ön plana çıkarmaya başlamışlardır. Nitekim enflasyondaki sınırlı artışa karşın söz konusu merkez bankaları faiz oranlarını halen düşük düzeyde tutmaktadırlar (Grafik I.14). Ayrıca, bozulan küresel iktisadi görünüme paralel olarak küresel risk iştahındaki azalış, güvenli liman olarak görülen para birimlerine olan yatırımları artırmıştır. Bu durum, söz konusu ülkelerin merkez bankalarını ulusal para birimlerindeki aşırı değerlenmeyi önlemek üzere döviz piyasalarına müdahale etmeye yöneltmiştir (Grafik I.15).

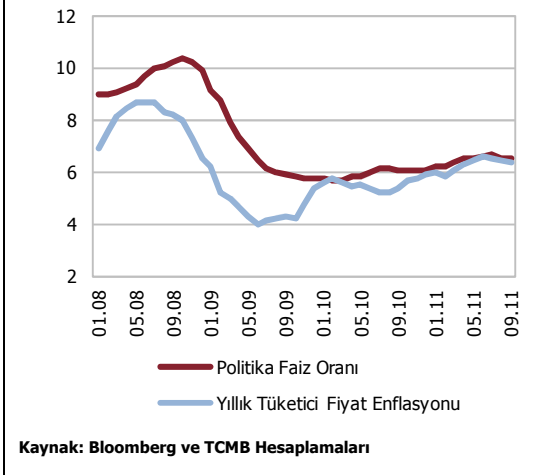
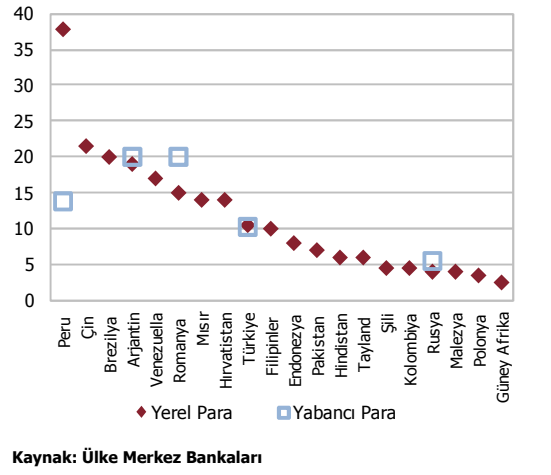


Gelişmiş ülke piyasalarında yaşanan sorunlar ve alınan politika tedbirleri gelişmekte olan ülkeleri de etkilemektedir. Gelişmiş ülkelerin kamu borçlarındaki ve para miktarlarındaki aşırı artış, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarındaki oynaklığı artırmaktadır. Son dönemde sermaye çıkışları ile birlikte gelişmekte olan ülkelerin para birimlerinde değer kayıpları gerçekleşmiştir (Grafik I.16 ve Grafik I.17).



Yabancı payı yüksek olan ve/veya yurt dışı fon kaynaklarına gereksinim duyan gelişmekte olan ülke bankacılık sektörleri, AB bankalarının finansal yapılarındaki bozulmadan büyük ölçüde etkilenebilecektir. Yabancı banka sahipliği yüksek olan ülke bankaları önümüzdeki dönemde merkez ülkedeki kaynaktan fon sağlamakta güçlük çekebilecek, yurt dışından toptan fonlama yoluyla yabancı kaynak sağlayanlar ise söz konusu kanalın daralması dolayısıyla kredi arzını kısmak durumunda kalabilecektir.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde aşırı ısınma endişeleri azalmakla birlikte fiyat istikrarı ve finansal istikrarın koordineli bir biçimde ele alınması önemini halen korumaktadır. Küresel iktisadi faaliyetteki yavaşlamaya ilişkin endişelerin yeniden ortaya çıkması ve emtia fiyatlarındaki azalışa bağlı olarak enflasyona ilişkin kaygıların azalması dolayısıyla gelişmekte olan ülke faiz oranları yatay seyretmiştir. Bu çerçevede, bazı gelişmekte olan ülkelere zorunlu karşılık oranları genişletici yönde uygulanmakta, diğer makro riskleri azaltıcı tedbirler de aktif olarak kullanılmaya devam edilmektedir (Grafik I.18 ve Grafik I.19).

Grafik I.18. Gelişmekte Olan Ülkelerde Politika Faiz Oranları ve Yıllık Tüketici Fiyat Enflasyonu**Grafik I.19. Gelişmekte Olan Ülkelerde Zorunlu Karşılık Oranları (%)**

Sonuç olarak, riskli AB ülkelerinden kaynaklanmak suretiyle tüm AB'yi etkileyen sorunlar alınan tedbirlere rağmen halen ciddiyetini korumaktadır. Büyüme desteklemek suretiyle borçların sürdürülebilirliğine ilişkin endişelerin azaltılması, birbirini besleyen ülke riski ve bankacılık risklerinin kontrol altına alınabilmesi açısından önem arz etmektedir. Bu durum piyasaların ihtiyaç duyduğu güven ortamının sağlanması için özellikle Avrupa Birliği'nce gerekli politik kararların bir an önce alınması ve bu çerçevede atılması gereken adımların otoritelerce kararlılıkla uygulanmasını gerektirmektedir.

Krizin, riskli ülkelere diğer ülkelere doğru yayılmak suretiyle küresel finansal sistem üzerindeki etkilerinin artması önemli bir risk unsurudur. Bu çerçevede, temel bulaşma kanallarının tespit edilerek yakından takip edilmesi önem arz etmektedir. Küresel iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlamadan tüm ülke finansal sektörlerinin etkilenmeleri kaçınılmaz olmakla birlikte, söz konusu etkilerin sınırlandırılması amacıyla ülke otoritelerinin para politikası, maliye ve finansal istikrar politikalarını etkin bir şekilde kullanmaya devam etmeleri gerekecektir.