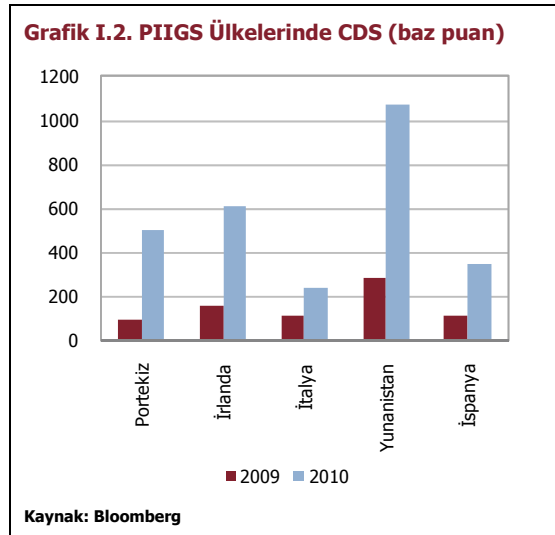
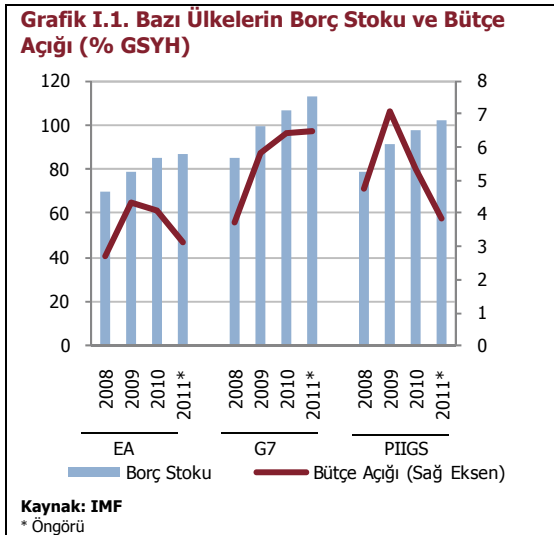


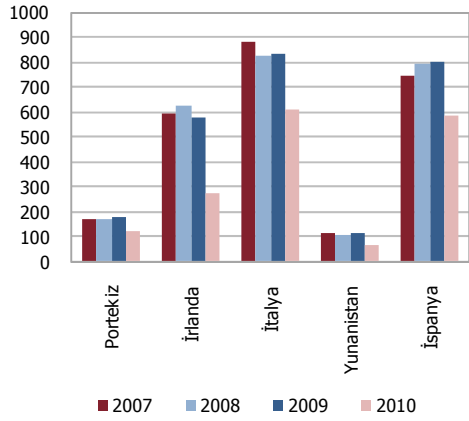
I. ULUSLARARASI GELİŞMELER

Genişletici para ve maliye politikalarının etkisiyle küresel büyüme performansının iyileştiği ve ikinci dip ortaya çıkma ihtimalinin oldukça düşük olduğu konusunda uluslararası alanda genel bir kanaat oluşmuştur. Küresel ekonominin genelindeki bu olumlu görünüme karşın, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme performanslarındaki belirgin ayrışma iktisat politikalarında farklılaşmayı da beraberinde getirmektedir. Bu kapsamda, gelişmekte olan ülkeler daha çok geleneksel olmayan politika bileşimlerini kullanarak ivmelenen sermaye akımlarının yarattığı makro finansal riskleri sınırlamaya yönelmektedir. Gelişmiş ülkeler ise, kriz sonrasında aldıkları tedbirler sonucunda kamu maliyesinde ortaya çıkan bozulmayı gidermek üzere maliye politikalarını sıkılaştırmaktadır. 2011 yılının ilk çeyreğinde Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkelerinde meydana gelen siyasi gerilim ile Japonya'daki doğal afetin küresel boyuttaki makroekonomik etkilerinin sınırlı kalacağı öngörülmektedir.

Gelişmiş ülkelerin yüksek bütçe açığı ve kamu borcu büyük miktarda fonlama ihtiyacı yaratarak kırılganlığı artırmaktadır. Başta bazı Euro Alanı (EA) ülkeleri olmak üzere pek çok gelişmiş ülkede artan bütçe açıkları kamu borçlanma ihtiyacını artırmış ve borç stoku rekor düzeylere ulaşmıştır (Grafik I.1 ve I.2).



Portekiz, İrlanda, İtalya, Yunanistan ve İspanya'da (PIIGS) borçların çevrilebilirliğine ilişkin endişeler özellikle EA'da borçlanma maliyetlerini artırmıştır. Çevre EA ülkelerinde borç stoku sürdürülemez hale gelirken, PIIGS ülkeleri borçlanma kağıtlarını bilançolarında bulunduran EA'nın merkez ülkeleri bankacılık sektörlerinin sermaye ve likidite yeterliliğine ilişkin kaygılar sürmektedir (Grafik I.3). Bunlardan İtalya dışındakilerinin kredi notları düşürülürken, CDS'leri yükselmiş ve bu ülkeler uluslararası piyasalardan borçlanma konusunda sıkıntıya düşmüştür. Bu gelişmeler karşısında, Yunanistan, İrlanda ve Portekiz AB ile IMF'den mali yardım almıştır (Tablo I.1). Faiz giderlerinin yüksekliği ve kamulaştırılan bankaların getirdiği büyük yük, söz konusu ülkelerin borçlarını yeniden yapılandıracağı endişelerinin artmasına neden olmaktadır.

Grafik I.3. Uluslararası Bankaların Bazı Ülkelerden Net Alacakları (Milyar ABD doları)^{1,2}**Kaynak: BIS**

(1) 2010 verileri geçicidir.

(2) Net alacaklar, BIS raporlamasına dahil olan bankaların bilançolarındaki PIIGS ülkelerinden olan tüm alacaklar (krediler, menkul kıymetler vs.) ile bu ülkelere olan tüm yükümlülüklerinin (mevduat vs) farkının alınması ile hesaplanmıştır.

Tablo I.1. Mali Yardım Alan PIIGS Ülkeleri (Milyar Euro)

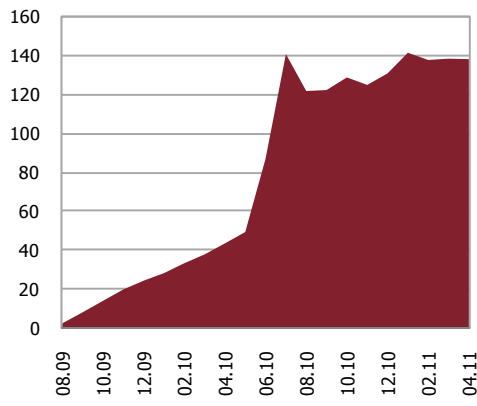
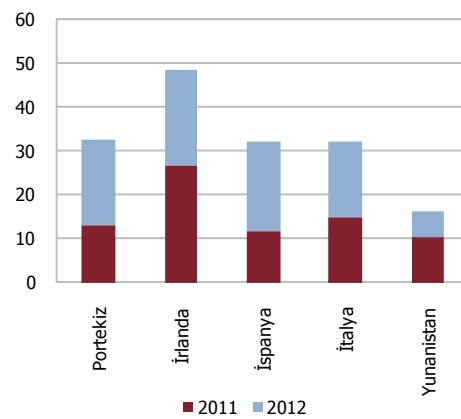
	EFSF	IMF	Hazine	Program
	-EFSM*		Katkısı	Süresi
Yunanistan	80	30	-	3 yıl
İrlanda	45	22,5	17,5	3 yıl
Portekiz	52	26	-	3 yıl

	Kredi dereceleri (S&P)		
	2009	2010	2011
Yunanistan	BBB+	BB+	B
İrlanda	AA	A	BBB+
Portekiz	A+	A-	BBB-

Kaynak: Avrupa Birliği Komisyonu

(*) European Financial Stability Fund and European Financial Stability Mechanism

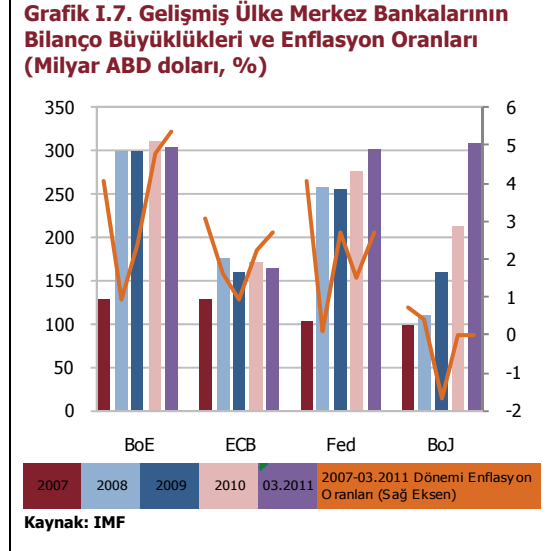
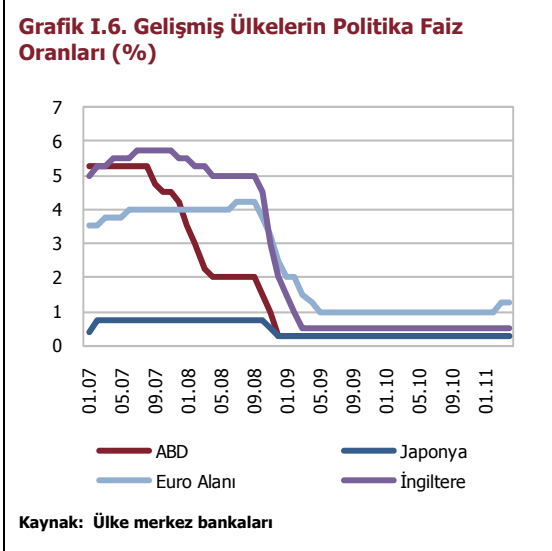
Avrupa bankacılık sektöründeki PIIGS tahvillerinden kaynaklı risklerin yanı sıra, mevduat dışı fonlara erişimdeki güçlükler nedeniyle artan fonlama maliyeti bankaları merkez bankası kaynaklarına daha bağımlı hale getirmektedir. Kamu maliyesindeki sıkıntılar nedeniyle artan ülke riskine paralel olarak fonlama maliyeti artan bankalar, fonlama ihtiyacı için merkez bankası kaynaklarına yönelmektedir (Grafik I.4). Ayrıca, faiz marjlarındaki daralma ile düşen kârlılık performansı, sermaye kalitesi ve miktarı yetersiz bankaların mali yapılarını olumsuz yönde etkilemektedir. Bankaların kısa vadede finanse etmek zorunda oldukları borç miktarının yüksekliği de dikkate alındığında, gelişmiş ülkelerin finans piyasaları için kırılma noktalarının devam ettiği görülmektedir (Grafik I.5).

Grafik I.4. ECB'nin Bankalara Sağladığı Likidite (Milyar Euro)**Kaynak: ECB****Grafik I.5. PIIGS Ülkelerindeki Bankaların 2011-12'de Vadesi Dolacak Borçları (% Toplam Borç)****Kaynak: IMF**

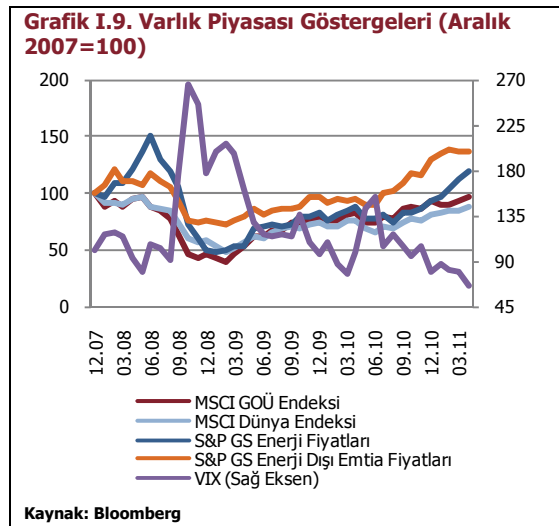
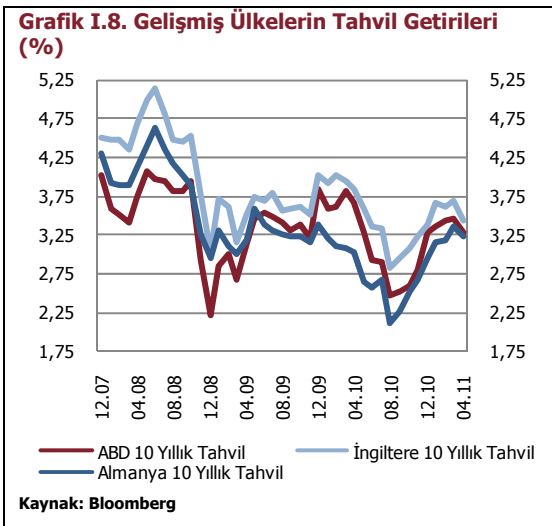
Bu çerçevede, ECB bir taraftan miktarsal genişlemeye devam ederken, diğer taraftan para politikası duruşunu faiz oranı yoluyla sıkılaştırmıştır. ECB, sorunlu EA ülkelerinin kağıtlarını satın alarak bilançosunu büyümüş, artan enflasyon kaygıları ile birlikte 2011 yılının Nisan ayında politika faiz oranını uzun bir aranın ardından ilk defa 25 baz puan artırmıştır. Diğer taraftan, Fed ile ECB arasındaki faiz makasının euro lehine açılması, euronun değerlendirilmesine yol açmakta ve

dolayısıyla EA ülkelerinin büyüme oranları üzerinde risk oluşturmaktadır. Bu durum ECB'nin politika faiz oranını daha fazla artırarak çıkış stratejisini uygulamaya koymasını güçleştirmektedir.

ECB'nin bu politikalarına karşın, İngiltere, ABD ve Japonya merkez bankaları genişletici para politikası uygulamalarına devam etmektedir. Bu üç merkez bankası da politika faiz oranını tarihsel olarak en düşük seviyelerde tutmaya devam ederken, yeni bir miktarsal genişleme sürecine gitmemektedir. Bununla birlikte, söz konusu merkez bankalarının çıkış stratejilerini yakın gelecekte uygulamaya koymaları beklenmemektedir (Grafik I.6 ve I.7).

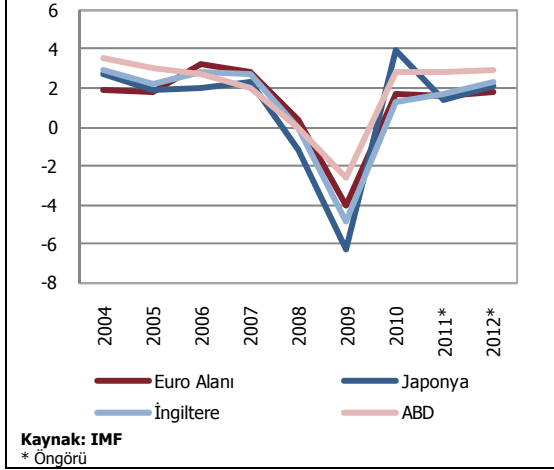


Gelişmiş ülkelerin genişletici para politikaları sonucunda bollaşan küresel likiditeye bağlı olarak varlık fiyatları yükselmiş, piyasa faiz oranları düşmüş ve piyasalarda oynaklık azalmıştır. Borçlanma kâğıtlarındaki düşük getiriler nedeniyle yeni finansal ürünlere yönelik talepte artış gözlenmiş ve bu durum emtiaların yatırım aracı niteliğinin artmasına neden olmuştur (Grafik I.8). Artan risk iştahı hisse senedi piyasalarının kriz öncesi yüksek seviyelerine ulaşmasını sağlarken, varlık fiyatları önemli ölçüde artış göstermiştir. EA'da finansal sektöre dair endişelerin devam etmesi, Japonya'da ise yaşanan deprem ve ihracata yönelik endişeler hisse senedi piyasalarının ABD'ye göre daha düşük performans göstermesine neden olmuştur. Metal ve altın fiyatları tarihi olarak en yüksek seviyelerine ulaşırken, petrol fiyatlarında da hızlı bir artış görülmüştür (Grafik I.9).

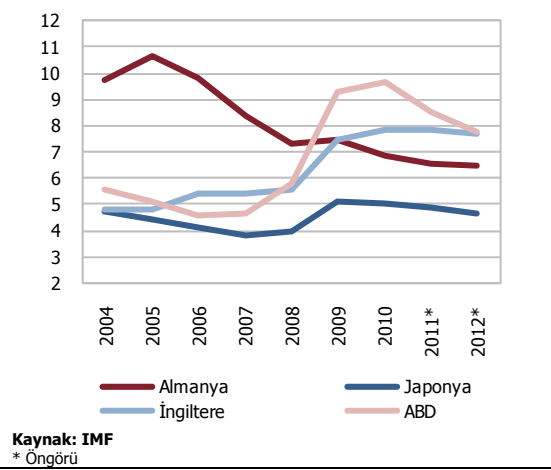


Gelişmiş ülkelerde son dönemde, talepte görülen kademeli toparlanmanın kredi kanalından ziyade gelir ve servet etkisinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Büyük ölçüde varlık fiyatlarındaki artış ile vergi indirimlerine bağlı olarak, başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerde, istihdamda ve hanehalkı gelirlerinde belirgin bir düzelme olmaksızın, iç talepte canlanma ve kademeli bir büyüme gerçekleşmiştir (Grafik I.10 ve I.11).

Grafik I.10. Gelişmiş Ülkelerin Büyüme Oranları (% , Yıllık)

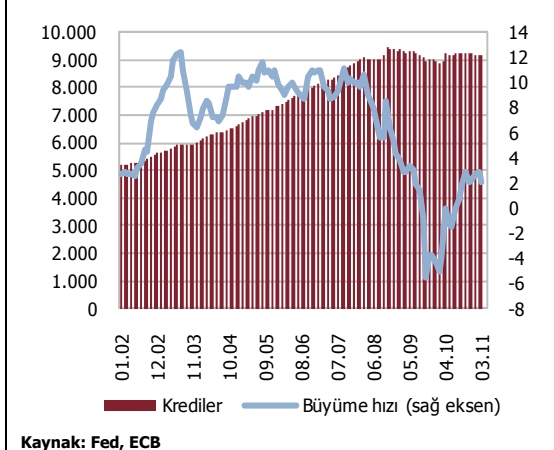


Grafik I.11. Gelişmiş Ülkelerin İşsizlik Oranları (% , Yıllık)

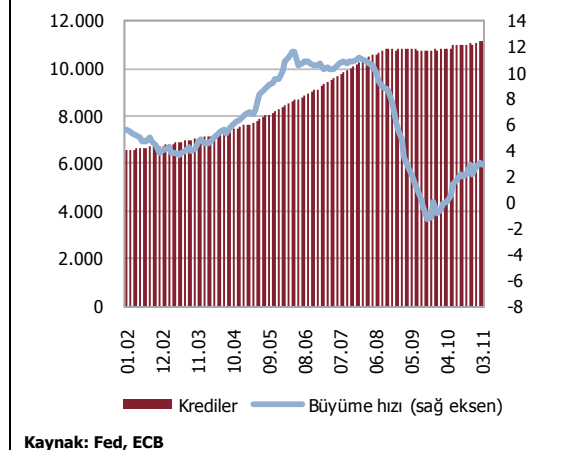


Dolayısıyla, gelişmiş ülkelerde sürdürülebilir büyümenin sağlanabilmesi açısından kredi piyasalarının kriz öncesi etkinliğine ulaşmasının büyük önem taşıdığı düşünülmektedir. Ancak, gelişmiş ülkelerde kredi arzı ile ilgili kırılganlıklar devam etmekte olup, kredi talebi halen kriz öncesi seviyeye ulaşmamıştır (Grafik I.12 ve I.13). Avrupa ve ABD'deki bazı bankalar, fonlama maliyetlerinin düşük olmasının etkisiyle bilançolarında yer alan düşük kaliteli varlıkları bu varlıkların kalitesinin ileride yükseleceği beklentisiyle bilançolarında taşımaya devam etmektedir. Bankaların sermaye yeterliliğindeki problemler ve ülke riski nedeniyle artan fonlama maliyeti Avrupa'da kredi arzı koşullarının kriz öncesi seviyesine dönüşünü yavaşlatmaktadır. ABD'de de kredi arzı koşullarında iyileşme tedrici ve sınırlı olmakla birlikte, düşük talep, kredi artışını sınırlandırmaktadır.

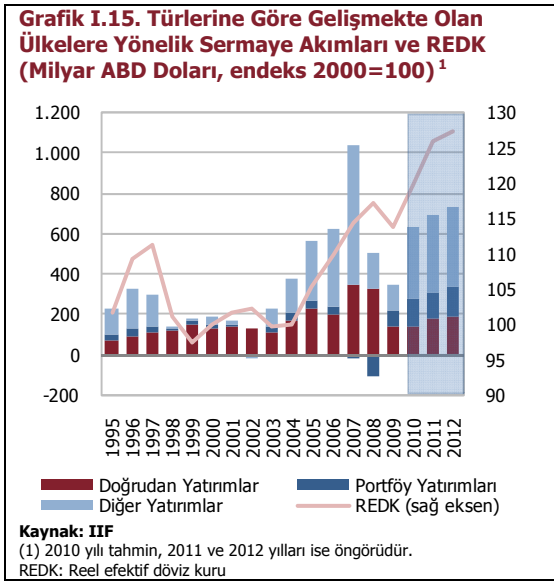
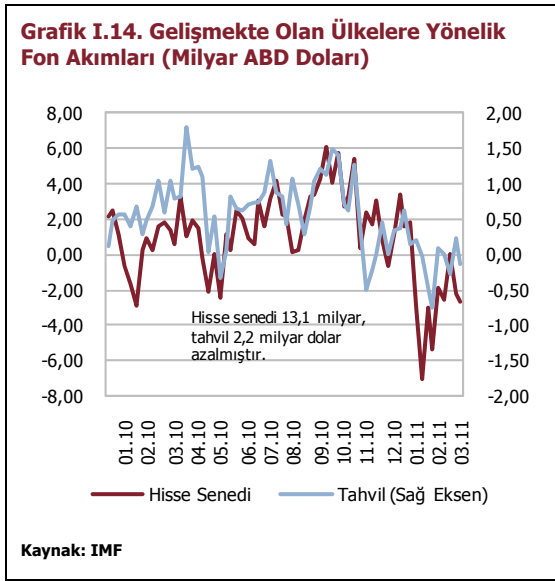
Grafik I.12. ABD Bankacılık Sektörü Kredi Gelişimi (Milyar ABD doları, %)



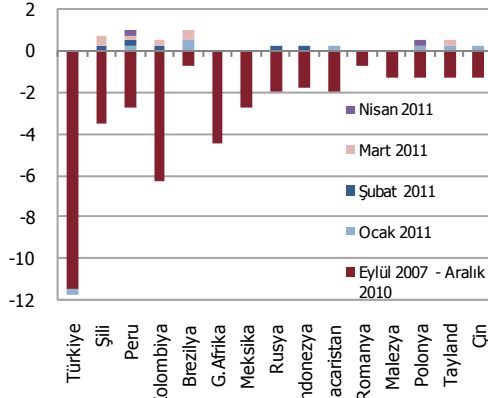
Grafik I.13. Euro Alanı Bankacılık Sektörü Kredi Gelişimi (Milyar Euro, %)



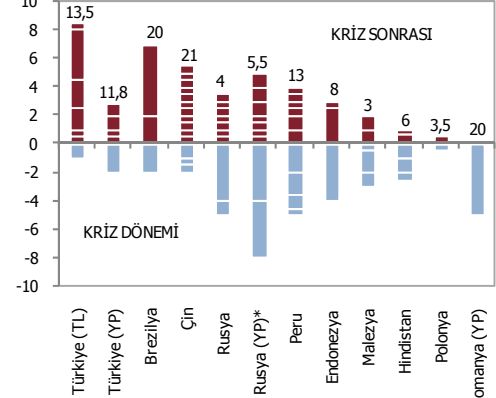
Gelişmiş ülkelerin genişletici para politikaları sonucunda bollaşan küresel likiditenin bir diğer sonucu ise yüksek getiri arayışı nedeniyle gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının hız kazanmasıdır. Gelişmiş ekonomilerdeki yavaş toparlanma ve düşük getiriler, görece olarak daha sağlam ekonomik ve finansal yapıya sahip gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinin artmasına neden olmuştur. Ancak, 2011 yılının başında jeopolitik risklerin artışına ve alınan makro finansal riskleri azaltıcı politika tedbirlerine bağlı olarak sermaye girişinde yavaşlama görülmüştür (Grafik I.14). Diğer taraftan, gelişmekte olan ekonomilerin hızlı büyüme performanslarını koruyacaklarına yönelik tahminler ile gelişmekte olan ülke varlıklarının kurumsal yatırımcıların portföylerindeki ağırlıklarının halen görece olarak düşük olması nedeniyle sermaye akımlarının ileride de sürmesi beklenmektedir (Grafik I.15).



Sermaye girişlerinin ivmelenmesi, gelişmekte olan ülkelerin risklerini artırmakta, buna karşılık anılan ülkeler makro riskleri azaltıcı tedbirleri yoğunlaştırmaktadır. Sermaye akımları ulusal paranın değerlenmesine, varlık fiyatlarının şişmesine, hızlı kredi büyümesine, kaldıraç oranlarının yükselmesine ve cari dengenin bozulmasına neden olmuştur. Alınan tedbirler kapsamında birçok ülke rezerv biriktirme (Endonezya, Peru gibi), zorunlu karşılık oranlarını artırma (Brezilya, Çin, Hindistan, Türkiye gibi), politika faiz oranlarını değiştirme ve doğrudan sermaye kontrollerini (Brezilya, Peru gibi) de kapsayan politika bileşenlerini devreye sokmuştur. Krizin hemen ardından gelişmekte olan ülkelerin, genel bir eğilim olarak, ekonomik iyileşmeyi desteklemek üzere politika faiz oranlarını düşürdükleri görülmüştür. Ekonomik iyileşme ve bu ülkelere yönelen uluslararası sermaye akımlarının tekrar canlanması ile birlikte ise bu ülkelerin politika duruşlarında farklılıklar ortaya çıkmıştır. Buna göre, gelişmekte olan ülkelere bir bölümü ekonomideki aşırı ısınmayı önlemek üzere faiz oranlarını yükseltirken, diğer bir bölümü hızlı sermaye girişini dikkate alarak düşük faiz oranlarını korumuşlardır. Bunun yanı sıra, hızlı kredi genişlemesinin yaşandığı ülkelerde zorunlu karşılıkların daha aktif bir politika aracı olarak kullanılmaya başlandığı görülmektedir (Grafik I.16 ve I.17).

Grafik I.16. Gelişmekte Olan Ülkelerde Politika Faiz Oranlarındaki Değişim (Baz Puan)

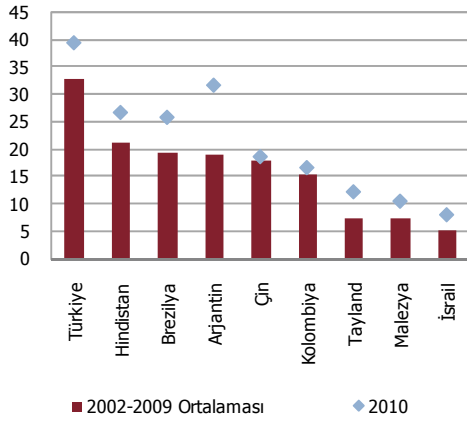
Kaynak: Ülke Merkez Bankaları

Grafik I.17. Gelişmekte Olan Ülkelerde Zorunlu Karşılık Oranlarındaki Değişim ve Seviye (Puan)¹

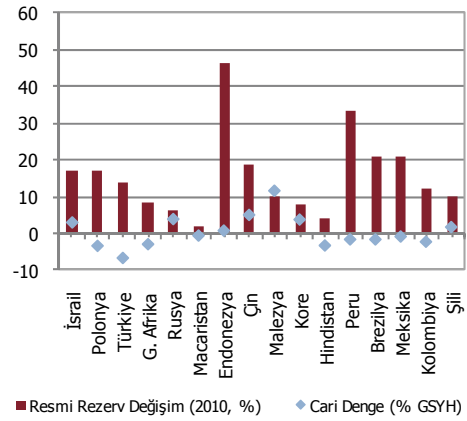
Kaynak: Ülke Merkez Bankaları

(1) Her kademe oran değişikliğini, sütun üzerindeki değerler mevcut seviyeyi göstermektedir.

Bollaşan küresel likidite ve yüksek büyüme oranları gelişmekte olan ülkelerde hızlı kredi genişlemesine yol açmıştır. Hızlı kredi genişlemesi ise bu ülkelerin bankacılık sektörlerinde kırılabilirlikleri artırmaktadır (Grafik I.18). Yüksek büyüme ve iç talebe paralel olarak kredi artışını fonlayabilmek için bankalar daha fazla toptan fonlamaya başvurmuştur. Nitekim, yurt dışı piyasalardan borçlanma imkanının artmasıyla, gelişmekte olan ülke bankaları 2010 yılında toplam 110 milyar ABD doları tutarında rekor seviyede dolara endekli tahvil ihracı gerçekleştirmiştir¹. Ancak, ani sermaye çıkışının yaşanması durumunda, söz konusu ülkelerdeki bankaların borç çevirme riski ile karşılaşabilecekleri düşünülmektedir. Öte yandan, makro riskleri azaltıcı tedbirler kapsamında bazı gelişmekte olan ülkelerin rezerv biriktirme yoluna gittikleri görülmektedir (Grafik I.19).

Grafik I.18. Gelişmekte Olan Ülkelerde Kredi Artışı (%)

Kaynak: IMF

Grafik I.19. Gelişmekte Olan Ülkelerin Cari Denge ve Resmi Rezerv Değişimleri (%)¹

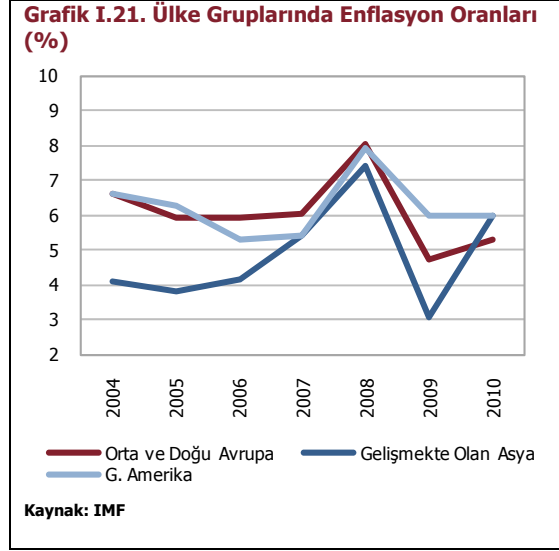
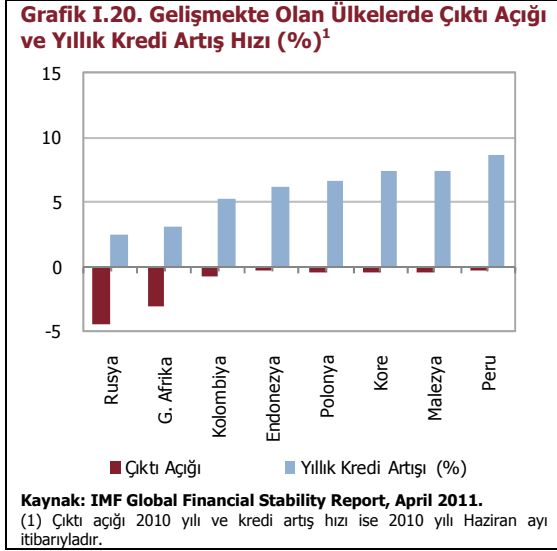
Kaynak: IMF

(1) Resmi rezervler altın harici brüt uluslararası rezervlerin yıllık değişimidir. Cari denge verileri bazı ülkeler için 2009 bazılan için ise 2010'dur.

Hızlı kredi genişlemesi bazı ekonomilerde ısınma belirtilerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde iktisadi faaliyetteki ve istihdamdaki artış dolayısıyla çıktı açığının azalmasına paralel olarak bazı ülkelerde aşırı ısınma riski ortaya çıkmıştır (Grafik I.20). İvmelenen sermaye akımlarına maruz kalan ülkelerde, zayıf bir görünüm sergileyen dış talebe karşın iç

¹ IMF Global Financial Stability Report, Nisan 2011.

tüketimdeki artış nedeniyle enflasyonun artış eğilimine girdiği görülmektedir (Grafik I.21). Enerji maliyetinin dış açığa katkısı dikkate alındığında, küresel piyasalarda emtia fiyatlarında görülen artış enflasyonist baskıyı artırmaktadır. Orta Doğu ve Kuzey Afrika'da yaşanan siyasi olaylar sonucunda artan petrol ve enerji fiyatları, bu ülkelerde büyüme ve enflasyon görünümünü belirsizleştirmektedir.



Genel olarak değerlendirildiğinde, gelişmiş ülkelerde iktisadi faaliyeti iyileştirmeye yönelik alınan tedbirler sonucunda, küresel iktisadi koşulların henüz zayıf olmakla birlikte olumlu yönde seyrettiği görülmektedir. Ancak, kriz karşısında alınan politika tedbirlerinin kamu maliyesinde önemli ölçüde bozulmaya yol açması, gelişmiş ülkeleri mali disipline yöneltmiştir. Mali alanın daralması ve düşük kredi artış hızı gelişmiş ülkelerde büyüme performansını sınırlandırmaktadır. Uluslararası otoriteler, gelişmekte olan ülkelerin katkısıyla kriz öncesi seviyelere dönen küresel büyümeye ilişkin olarak ikinci dip ihtimalinin düşük olduğunu öngörmektedir. Diğer taraftan, ülkeler arasındaki faiz oranı ve uzun dönemli büyüme potansiyeli farklarına bağlı olarak son dönemde ivmelenen sermaye akımları, gelişmekte olan ülkelerde aşırı ısınma riskini artırmaktadır. Sermaye girişinin aniden durması halinde ortaya çıkabilecek olumsuzlukları da dikkate alarak, politika yapıcılarının ekonomiyi soğutmaya yönelik makro finansal riskleri azaltıcı politika bileşenlerini uygulamaya devam ettikleri görülmektedir. Kriz sonrasında alınan operasyonel tedbirlerin yanı sıra, gerek gelişmiş gerek gelişmekte olan ülkelerin kurumsal yapılanmalarında da değişiklikler yaptıkları gözlenmektedir².

Gelişmiş ülkelerin büyüme ve enflasyon göstergelerindeki gelişmelere bağlı olarak çıkış stratejilerini orta ve uzun vadede kademeli olarak uygulamaya koymaları beklenmektedir. Bu durumun, küresel büyüme oranlarını sınırlı, uluslararası sermaye hareketlerini ise yatırım kararları açısından yaratacağı belirsizlik ölçüsünde etkilemesi beklenmektedir. Ayrıca, PIIGS ülkelerinde artan temerrüt riski, özellikle bu ülke borçlanma kağıtlarını portföylerinde bulduran ülkelere bulaşma riskini artırmaktadır. Öte yandan, Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkelerindeki gelişmelerin enerji fiyatları kanalıyla küresel ekonomi üzerindeki etkileri dikkatle takip edilmelidir.

² Bkz: Özel Konu V.8. Makro Riskleri Azaltıcı Politikalara İlişkin Kurumsal Çerçeve.