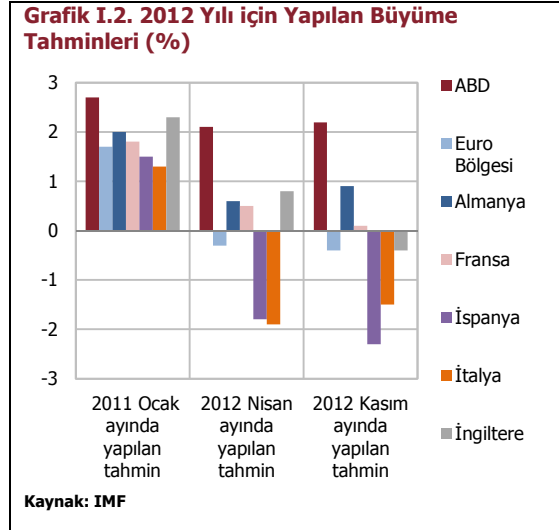
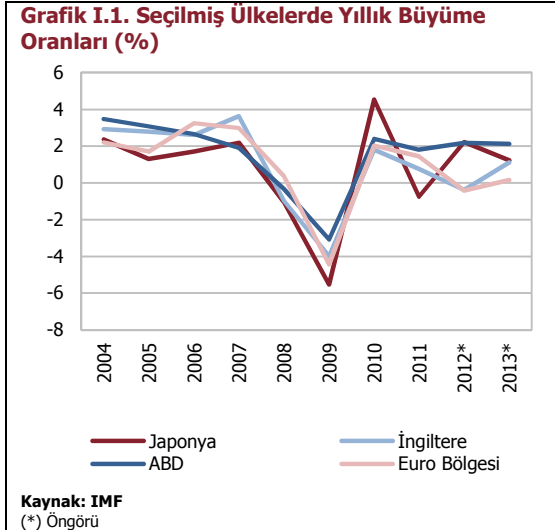


## I. ULUSLARARASI GELİŞMELER

Gelişmiş ülkelerde büyümeye ilişkin olumsuz göstergeler küresel iktisadi faaliyete dair belirsizliklerin sürmesine neden olmaktadır. AB ekonomisinde süregelen endişeler, ABD ve Japonya'daki büyüme sorunları ile mali kısıtlar piyasalardaki oynaklığı beslemektedir. Bu sorunlarla baş etmek amacıyla, gelişmiş ülke otoriteleri piyasalarca olumlu algılanan bir takım adımlar atarken, ülke merkez bankaları da genişletici para politikaları uygulamakta, bu da küresel likidite bolluğuna yol açmaktadır. Alınan tedbirler ve artan likiditeye rağmen gelişmiş ülkelerde kredi kanalı istenen ölçüde çalışmamaktadır. Belirsizlik sürecinin devam etmesi ve fazla likidite hem emtia fiyatlarındaki yukarı yönlü hareketlere bağlı olarak hammadde ithalatçısı ülkelerde büyüme ve fiyat istikrarına olumsuz etki yapmakta hem de gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını daha oynak hale getirerek anılan ülkelerde finansal istikrarı önemli ölçüde tehdit etmektedir. Bu gelişmeler, gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme momentumunu etkilediğinden, yakın dönemde büyüme tahminleri aşağı yönlü revize edilmiştir.

**Kriz sonrası dönemde gelişmiş ülkelerde iktisadi faaliyetteki toparlanmanın beklenen seviyelerde olmadığı ve büyümeye ilişkin tahminlerin genelde aşağı yönlü güncellendiği görülmektedir.** Gelişmiş ülkelerde kredi arzında yaşanan sorunların yanı sıra, kamu maliyelerinin de büyümeyi destekleme kapasitesinde olmaması iktisadi faaliyetteki toparlanmayı sınırlamaktadır. Merkez bankaları enflasyonist baskıların düşük olması nedeniyle genişletici para politikaları yoluyla büyüme ve istihdamı desteklemeye çalışmakta ise de, yapısal sorunların devam etmesi ve finans piyasasındaki bilanço küçültme operasyonları, söz konusu politikaların etkisini sınırlamaktadır. Nitekim, gelişmiş ülkelerde son dönemde büyüme oranlarında düşüş devam etmekte ve uluslararası kuruluşlar 2012 ve 2013 yılları için büyüme tahminlerini aşağı yönlü güncellemektedir (Grafik I.1, Grafik I.2).



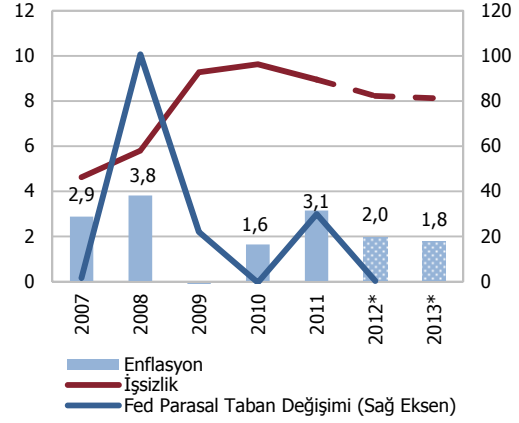
**ABD'deki istihdam performansının halen istenen seviyede olmaması Fed'in ucu açık yeni bir niceliksel genişlemeye gitmesine neden olmuştur.** Daha önceki mali ve parasal destekleme programlarına karşın halen yüksek seyreden işsizlik rakamları nedeniyle Fed 2012 yılı Eylül ayında her ay 40 milyar ABD doları tutarında ipotekli konut finansmanına dayalı kağıtları satın alacağını belirtmiştir. Söz konusu uygulamanın istihdamda istenen toparlanma sağlanana kadar sürdürüleceği açıklanmıştır (Tablo I.1). Ayrıca, Fed'in Ekim ayında yapılan toplantısında genişletici para politikalarının

belirli sayısal kriterlere bağlanması konusunda görüşler ortaya çıkmaya başlamıştır. Buna göre, işsizlik oranı belli bir seviyeye inene kadar herhangi bir enflasyonist baskının da olmaması koşuluyla genişletici para politikasının sürdürülmesi planlanmaktadır. Dolayısıyla, piyasaya toplamda sağlanacak ilave likiditenin boyutu belirsizdir. Bu yeni politikanın istihdam üzerindeki etkisi ve küresel yansımalarının nasıl olacağı da halen belirsizliğini korumaktadır (Grafik I.3).

Tablo I.1 Fed'in Politika Kararları

	Başlangıç Tarihi	Bitiş Tarihi	Açıklama	Toplam Etki (Milyar ABD doları)
QE1	Ara.08	Mar.10	600 + 750 Milyar ABD doları İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet (MBS) ve 300 Milyar Devlet Tahvil Alımı	1650
QE2	Kas.10	Haz.11	Aylık 75 Milyar ABD doları Devlet Tahvil Alımı	600
Operation Twist	Eyl.11	Ara.12	400 + 267 Milyar ABD doları Değerindeki 3 yıldan kısa vadeli Devlet Tahvillerinin 6-30 yıl vadeliyle değiştirilmesi	0
QE3	Eyl.12	Belirsiz	Aylık 40 Milyar ABD doları MBS Alınması	Belirsiz

Kaynak: Fed

Grafik I.3. ABD Enflasyon, İşsizlik ve Fed Bilanço Büyüklüğü Değişiminin Gelişimi<sup>1</sup> (%)

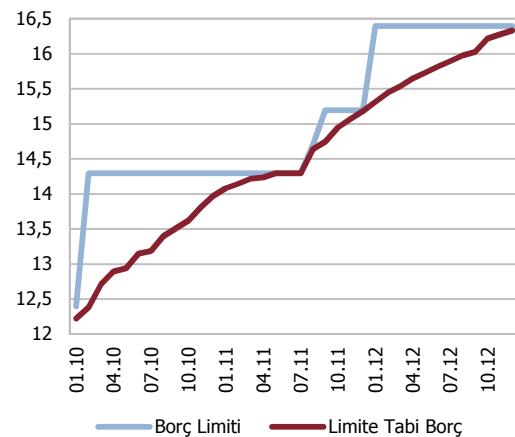
Kaynak: IMF ve Fed

(1) Fed parasal tabanın yıllık değişimini göstermektedir.

(\*) Enflasyon ve İşsizlik için IMF öngörüsünü, Fed parasal taban değişimi için Ekim 2012 – Aralık 2011 arasındaki değişimi göstermektedir.

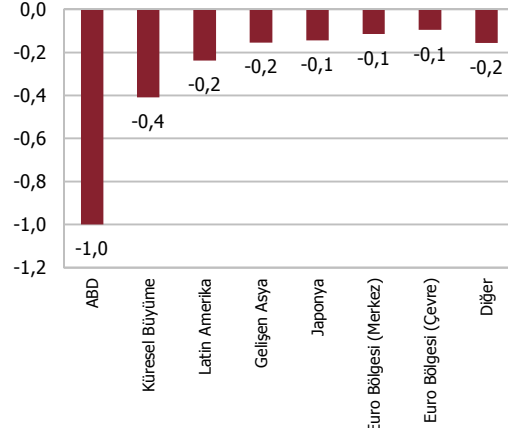
**ABD'de kamu maliyesine ilişkin sorunlar küresel çapta büyüme üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir.** ABD'de önümüzdeki dönemde otomatik vergi artışı ve harcama kısıntısını öngören düzenlemenin, "mali uçurum" oluşturarak büyüme üzerinde olumsuz bir etki yaratma riski bulunmaktadır. Ayrıca, borç tavanında limite ulaşılması ve limitin tekrar artırılması zorunluluğu kamu maliyesi üzerindeki politik riskleri daha da artırmaktadır (Grafik I.4). En kötü senaryo durumunda hızlı vergi artışı ve harcama kısıntısı ABD'nin yeni toparlanmaya başlayan büyüme ve istihdam performansını olumsuz yönde etkileyecektir (Grafik I.5). AB ülkelerinin son dönemde yaşadığı tecrübeler, ABD'nin bütçe disiplini piyasalarda güvensizlik ortamı oluşmadan önce sağlaması, ancak bunu yaparken hızlı bir kemer sıkma politikası yerine kademeli bir geçiş süreciyle gerçekleştirmesinin önemini ortaya koymaktadır.

Grafik I.4. Borç Limiti ve Limite Tabi Borç (Trilyon ABD doları)



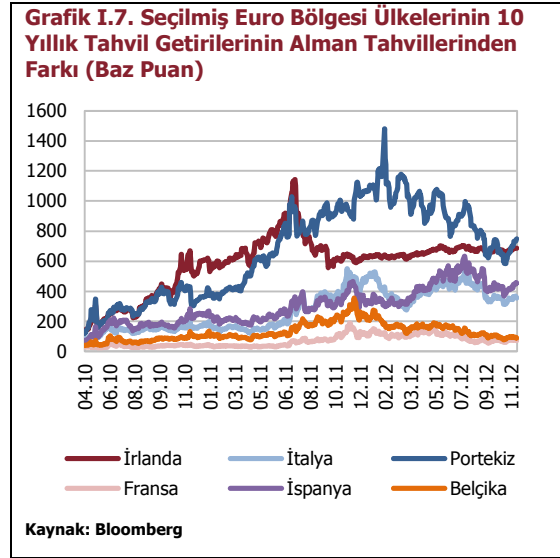
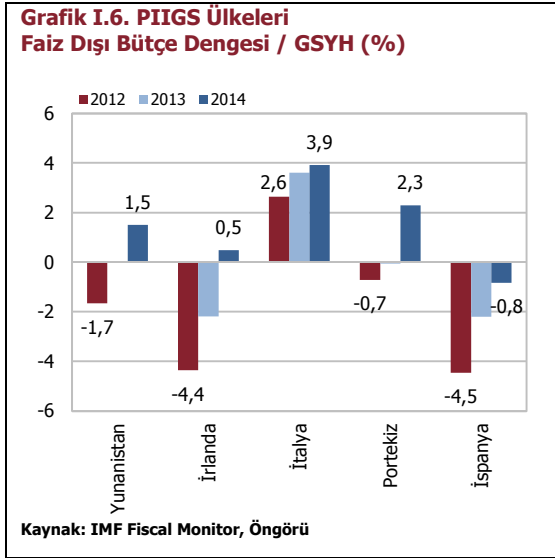
Kaynak: ABD Hazine Bakanlığı ve Beyaz Saray Bütçe Ofisi

Grafik I.5. Mali Uçurumun 2013 Yılı Küresel Büyümesine Olası Etkisi (Baz Senaryodan Büyüme Sapması, %)

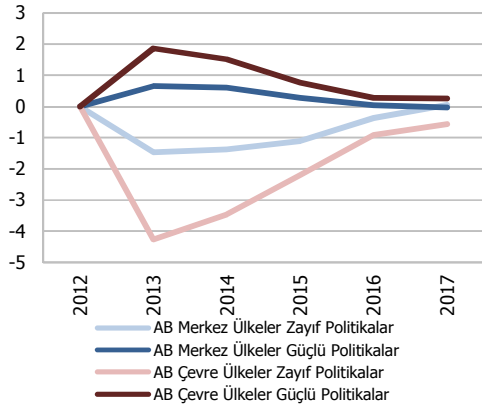


Kaynak: IMF

**AB ülkelerindeki kamu maliyesi sorunları halen çözülememiş ve bunun yanı sıra bütçe açıklarının kapatılması amacıyla uygulamaya koyulan politikalar AB genelinde resesyonu derinleştirmiştir.** Yunanistan'ın iflas riskinin henüz ortadan kalkmamış olması ve başta İspanya olmak üzere Euro Bölgesi çevre ülkelerinde devam eden bankacılık ve kamu maliyesi sorunları euronun varlığını tehdit eder bir boyuta ulaşmıştır (Grafik I.6). Uygulanan sıkı maliye politikaları AB genelinde iç talebi baskımlarken, dış talebin de zayıf olduğu bir ortamda büyüme ve istihdam üzerinde olumsuz etkiler yaratmaktadır. Nitekim, büyüme tahminleri AB geneli için sürekli olarak aşağı yönlü revize edilmektedir. Bununla birlikte, alınan tedbirler tahvil getirilerindeki yükseliş baskısını kısmen azaltmaktadır (Grafik I.7).

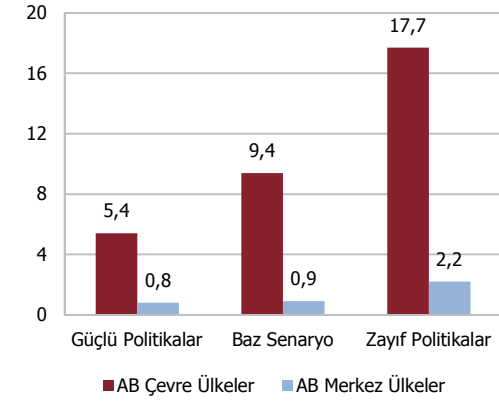


**AB bünyesinde kamu maliyesi sorunları ile bankacılık sektörü arasındaki olumsuz döngü AB genelinde ortak bir banka gözetim ve denetim mekanizması kurulması çalışmalarını hızlandırmıştır.** Yeni yapı ile birlikte bankaların denetiminin ve yeniden yapılandırılmasının hükümetlerin kontrolünden çıkartılarak merkezileştirilmesi planlanmaktadır. Bu kapsamda AMB'ye öncelikle sistemik öneme sahip kuruluşları, daha sonra ise tüm bankaları denetleme yetkisinin verilmesi öngörülmektedir. Ancak bu planın, AB genelinde bir merkezi çözümlenme otoritesi kurulmadan yürürlüğe girdiği takdirde etkisinin sınırlı kalacağı değerlendirilmektedir. Ayrıca, AB Komisyonu bu konuda planını sunmuş olmakla beraber, ülke otoriteleri ile AMB arasındaki denetim ve gözetim ilişkisinin sınırları halen belirsizliğini korumaktadır. Bankacılık sistemi ile yerel otoritelerin ilişkisinin ve ülke riski bağının koparılmasının hem büyümeyi hem de kredi kanalının etkin çalışmasını olumlu etkileyeceği beklentisi göz önüne alındığında bu konudaki çalışmaların hızlı bir şekilde sonuçlandırılması önem arz etmektedir (Grafik I.8, Grafik I.9).

**Grafik I.8. Çeşitli Politika Senaryolarının GSYH'ye Olası Etkileri (%)<sup>1</sup>**

**Kaynak: IMF Global Financial Stability Report, Ekim 2012.**

(1) Merkez Ülkeler: Avusturya, Belçika, Finlandiya, Almanya ve Hollanda  
Çevre Ülkeler: Yunanistan, İtalya, İspanya, İrlanda, Portekiz

**Grafik I.9 Çeşitli Politika Senaryolarının Kredi Arzına Olası Azaltıcı Etkileri (Toplam Kredilere Oranı, %)**

**Kaynak: IMF Global Financial Stability Report, Ekim 2012.**

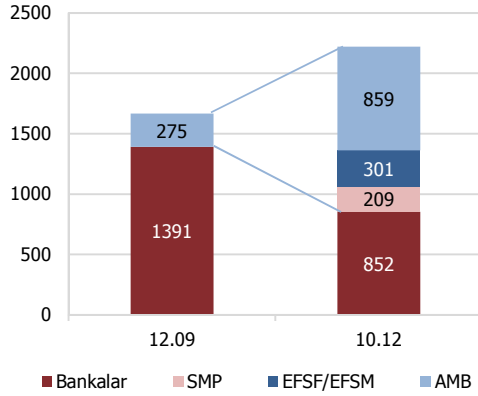
**Baz Senaryo:** Bankacılık birliğinin açıklanan takvimde ilerlemesi, spreadler üzerindeki baskının AMB'nin ikincil piyasadan tahvil alma programı (OMT) kapsamında azalması ve çevre ülkelerin yapısal uyum programlarına devam etmesini öngörmektedir.

**Zayıf politikalar:** Baz senaryoda öngörülen tedbirlerin devreye sokulamamasını öngörmektedir.

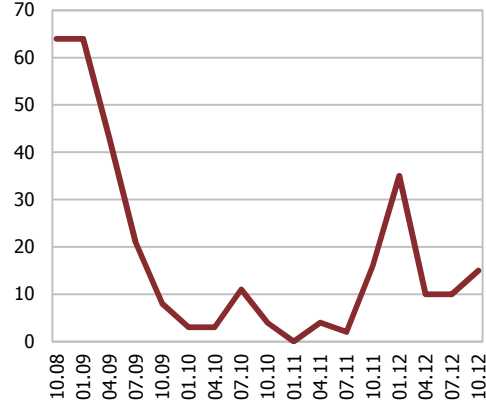
**Güçlü Politikalar:** Baz senaryoda öngörülen politika tedbirlerinin daha hızlı devreye sokulmasını ve ayrıca, bankacılık birliği ve mali birliğe doğru kararlı adımlar atılmasını öngörmektedir.

**AB bankacılık sisteminde yeni düzenlemelerin de etkisiyle ortaya çıkan ek sermaye ihtiyacı, AB bankaları üzerinde bilanço küçültme operasyonlarını hızlandırma ve riskli ülkelerdeki yatırımlarını azaltma yönünde baskı oluşturmaktadır.** Bankalar ilave sermaye gereksinimlerine ve artan fonlama maliyetine bağlı olarak varlıklarını azaltmakta, kredi arzını ise kısımtaktadır. Bankaların bilanço düzeltilmesi ve fonlama sıkıntıları Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri başta olmak üzere bazı Euro Bölgesi ülkelerine olan kredi arzını sınırlamaktadır.

**Ayrıca, Avrupa finansal sisteminin "parçalı bir yapı" sunduğu yönünde işaretler bulunmaktadır.** Buna göre çevre ülkelere yönelik güven unsurunun azalması ile birlikte, Euro Bölgesi'nin merkezinde yer alan ülkelerle çevre ülkeler arasındaki ayırım giderek belirginleşmektedir. Bu ülkelere yönelik uluslararası sermaye akımları giderek zayıflamakta, buna ikame geçici olarak kullanılmış olan AMB araçlarından uzun vadeli yeniden finansman operasyonları (LTRO) ile menkul kıymet piyasaları programı (SMP) ve AB fonları devreye girmektedir (Grafik I.10). Özellikle Euro Bölgesi'nde zayıf halkayı oluşturan ülkelerin eurodan çıkma ihtimalinin bulunması, bankaların bu ülkeler itibarıyla alacaklarını yükümlülüklerine eşitleme çabası içerisine girmelerine neden olmaktadır. Ayrıca, bu ülkelere yönelik olarak yatırımcıların plasmanlarını azaltmasının diğer bir önemli sonucu çevre ülkelerde kredi koşullarının sıkılaşmasıdır (Grafik I.11).

**Grafik I.10. Euro Bölgesi Bankalarının PIIGS Ülkelerinden Toplam Alacakları (Milyar euro)**

Kaynak: IMF Global Financial Stability Report, Ekim 2012.

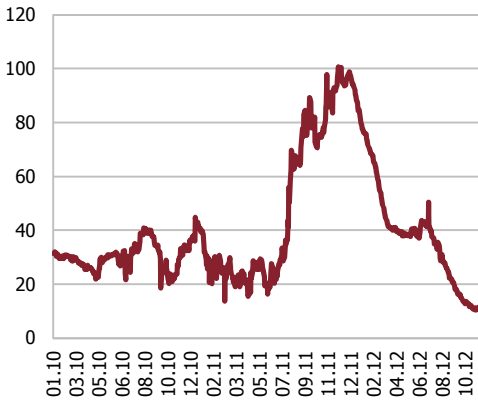
**Grafik I.11. Euro Bölgesi Kredi Eğilim Anketi Sonuçları (Endeks)<sup>1</sup>**

Kaynak: AMB

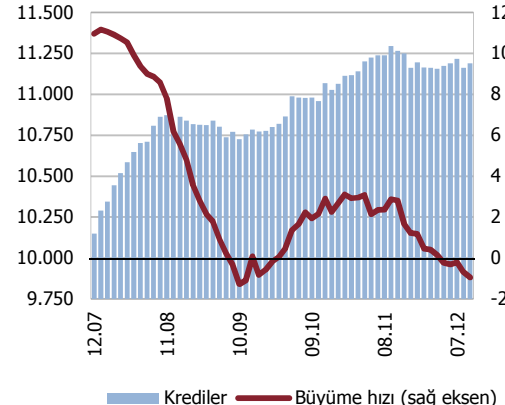
(1) Pozitif değerler kredi standartlarının bir önceki döneme göre sıkılaştığını göstermektedir.

**AMB, kredi kanalında yaşanan tıkanıklıkların aşılması amacıyla ve finansal istikrarsızlığın daha da derinleşmesine karşı yeni politika tedbirlerini devreye sokmuştur.**

Bu çerçevede, AMB'nin üye ülkelerin IMF ve AB destekli makroekonomik programları kabul etmesi durumunda ikincil piyasadan tahvil alma programını (OMT) devreye sokacağını açıklaması ve uzun vadeli yeniden finansman operasyonları gerçekleştirmesi kısa vadede etkili olmuştur. Ancak, alınan tedbirlerin özellikle finans sektörünün yapısal sorunları nedeniyle kredi arzında yaşanan olumsuzlukları gidermede uzun vadeli etkileri tartışılmaya devam etmektedir. Büyüme ve kamu maliyesi sorunu yaşayan ülkeler AMB'nin daha gevşek bir para politikası yürütmesi yönünde baskı yaparken Almanya'nın başını çektiği ülkeler ise AMB'nin fiyat istikrarı odaklı politikalar uygulamasını istemektedirler (Grafik I.12, Grafik I.13).

**Grafik I.12. EURIBOR-OIS Spread (Baz Puan)**

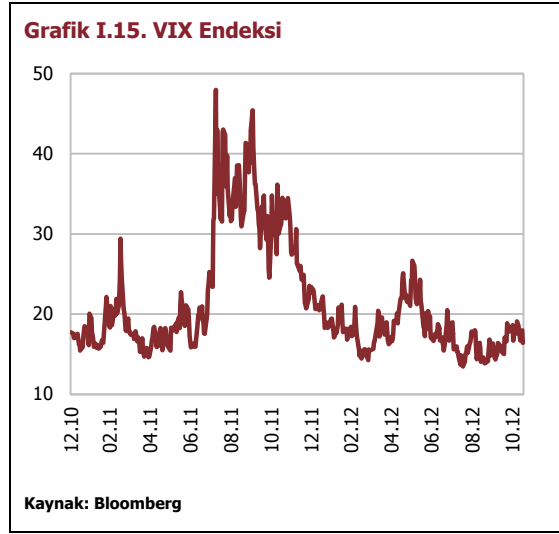
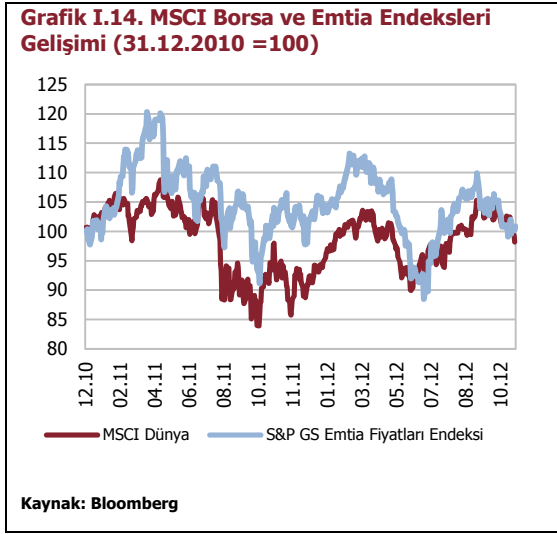
Kaynak: Bloomberg

**Grafik I.13. Euro Bölgesi Bankacılık Sektörü Kredileri (Milyar euro, %)**

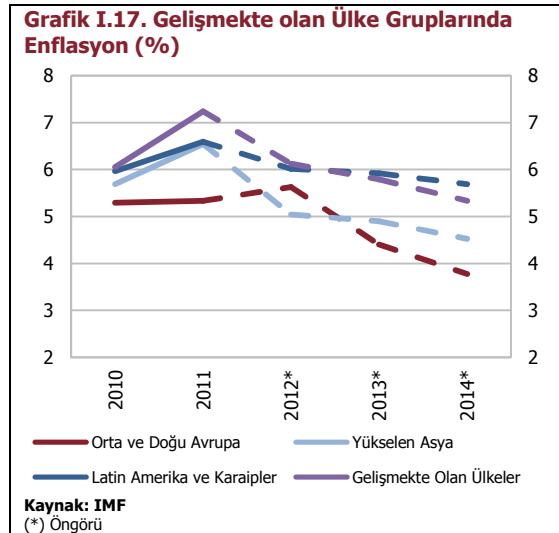
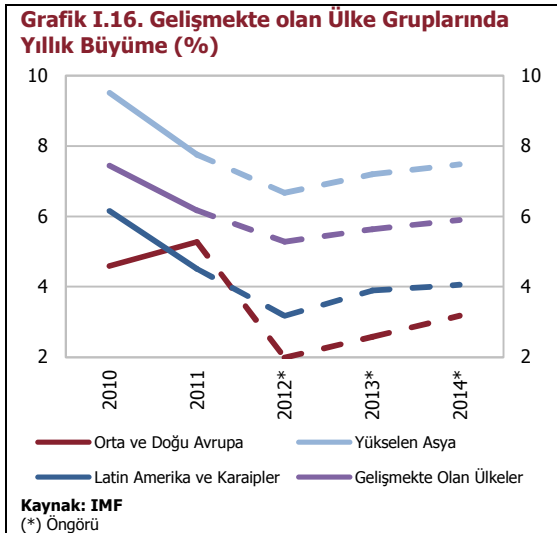
Kaynak: AMB

**Gelişmiş ülkelerdeki parasal genişleme küresel likiditenin bollaşmasına neden olarak varlık fiyatlarında toparlanmaya yol açarken sermaye hareketlerinde de oynaklık artmıştır.** Kriz sonrası dönemde yaratılan fazla likidite borsalar ve emtia fiyatlarındaki değer kayıplarını ortadan kaldırmıştır (Grafik I.14). Bununla birlikte, zayıf küresel talep emtia fiyatlarındaki artışın genel enflasyonist baskısını sınırlandırmaktadır. Ayrıca, likidite ve düşük getiriler uluslararası sermaye hareketlerinin hızlanmasına yol açarken, küresel belirsizlikler ile düşük büyüme

performanslarının devam ettiği bir ortamda, yatırımcıların gelişmelere verdikleri aşırı tepkiler sonucu piyasalarda ciddi dalgalanmalar gözlenebilmektedir (Grafik I.15). Bunun yanı sıra, gelişmiş ülke bankacılık sektörlerinde devam eden sorunlar uluslararası sermaye hareketlerini sınırlandırmaktadır.

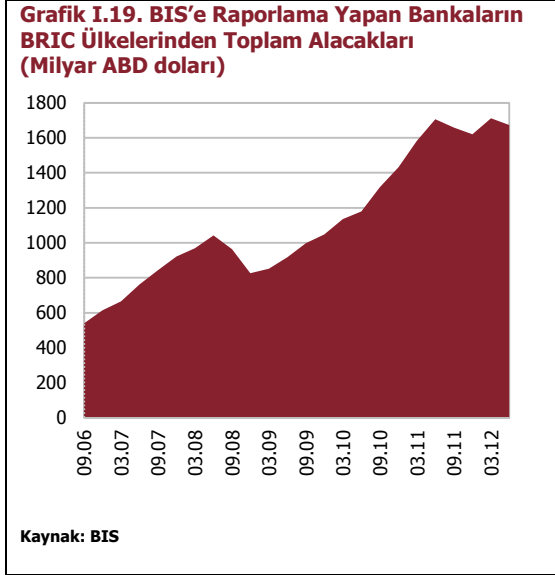
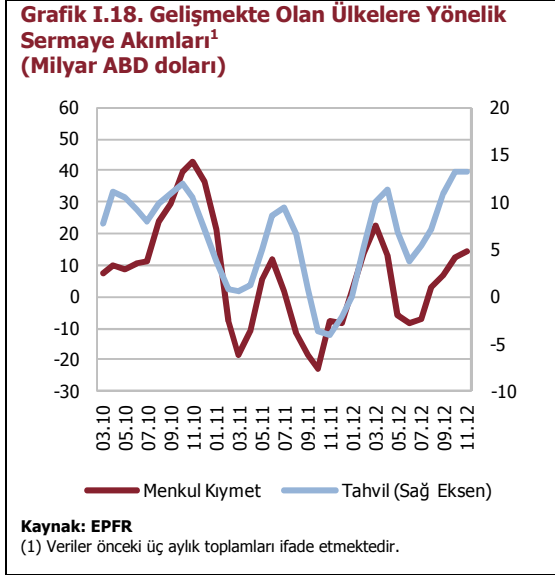


**Küresel büyümedeki gelişmelere paralel olarak, son dönemde gelişmekte olan ülkelerin de büyüme oranlarında yavaşlama gerçekleşmiştir.** Diğer taraftan başta BRIC ülkeleri olmak üzere son dönemde artan ekonomik yavaşlama sonucu birçok ülke büyümeyi destekleyici politikalara yönelmektedir (Grafik I.16). Gelişmiş ülkelerde daha önceki yıllarda hızlı büyümeye bağlı olarak ortaya çıkan enflasyonist baskılar son dönemde küresel durgunluk riski ile birlikte azalmıştır (Grafik I.17). Bu kapsamda daha önce uygulamaya konulan makro-ihtiyati sıkılaştırıcı tedbirler yerini daha destekleyici maliye ve para politikalarına bırakmaya başlamıştır.



**Gelişmekte olan ülkelerde büyüme oranlarında yavaşlama görülmesine rağmen güçlü kamu mali yapıları ve büyüme potansiyelleri nedeniyle bu ülkelere yönelik sermaye akımları devam etmektedir.** Euro krizinin etkisiyle AB bankalarının bilanço küçültme operasyonlarına karşılık, gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal genişleme politikalarını sürdürmeleri nedeniyle sermaye akımlarında ani düşüş yaşanmamıştır (Grafik I.18). Ancak, gelişmekte olan ülkeler arasındaki ayrım Euro krizi ile birlikte daha belirgin hale gelmektedir. AB ile yakın ticari ve

finansal ilişki içerisinde bulunan Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri Euro krizinden en fazla etkilenen ülkeler olarak ön plana çıkarken, Latin Amerika ve Asya ülkeleri bu durumdan daha az etkilenmektedir. Sermaye akımları daha çok borçlanma araçlarına yatırım şeklinde olurken, bunda yatırımcıların bu ülkeleri riskli gelişmiş ülkelere kıyasla güvenli liman olarak görmelerinin de etkisi bulunmaktadır (Grafik I.19).



Sonuç olarak, kriz öncesi dönemde görülen küresel bütünleşme, büyüme ve gelişme süreci, krizle birlikte yerini bölgesel ayrışma, kırılganlıklar ve bulaşma etkilerine bırakmıştır. Finansal sistemde ulusal ve uluslararası boyutta yeniden yapılanma, yeni düzenlemeler, dış ticarete korumacılık gündeme gelirken, bir yandan da uluslararası koordinasyon ve işbirliği güçlendirilmeye çalışılmaktadır. Ancak, temel olarak iyileşme süreci ülkelerin uyguladıkları politikalar ve siyasi irade ile yakından ilişkili görünmektedir.

Gelişmiş ülke ekonomilerinin bilanço düzeltme sürecinde oldukları, güçlü kredi büyümesinin ise büyüme potansiyelleri ve nispeten güçlü kamu mali yapıları nedeniyle gelişmekte olan ülkelerdeki kırılganlıkların fazla göz önüne çıkmasını engellediği görülmektedir. Öte yandan, Avrupa finansal sisteminde "parçalı bir yapı"nın işaretleri ön plana çıkmaktadır. AB'deki sorunlar, ABD ve Japonya'nın "risksiz bölgeler" olarak ortaya çıkmasına ve buralarda finansman maliyetlerinin azalmasına yol açmaktadır. Öte yandan mali uçurum ve borç tavanı ABD ve uluslararası gündemin önemli maddelerinden biri olmaya devam etmektedir.

Bir bütün olarak bakıldığında, uluslararası finansal sistemde, temel olarak, birtakım iyileşme göstergelerine rağmen, güven unsuru halen tam olarak sağlanamamıştır. Bu süreçte finansal sisteme yönelik reformların doğru zamanda ve sırada yapılması, ayrıca etkin ve yenilikçi politikalarla desteklenmesi önemlidir.