

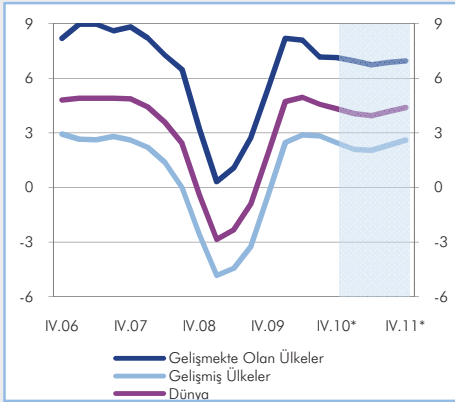
## I. ULUSLARARASI GELİŞMELER

Küresel ekonomide kriz sonrası yaşanan toparlanma ülke grupları bazında farklılaşarak devam etmektedir. İleriye dönük küresel büyüme görünümünde aşağı yönlü risklerin mevcudiyetini koruduğu görülmektedir. Özellikle, bütçe dengesinde ciddi bozulmaların yaşandığı ve kamu borcunun aşırı arttığı gelişmiş ülkelerde kırılganlıklar devam etmektedir. Söz konusu ülkelerde, finansal sektördeki sorunların tam anlamıyla aşılamaması ve istihdamda arzulan artışın sağlanamamış olması iktisadi toparlanmanın hızını olumsuz yönde etkilemektedir. Olumsuz beklentiler, bu ülkelerde tasarruf oranlarının artmasına neden olarak küresel dengesizlikleri kısmen azaltsa da, süregelen atıl kapasite ve tüketim harcamalarının sınırlı artışı deflasyon riskini canlı tutmaktadır. Bu gelişmelerin yanı sıra, gelişmiş ülkelerin finansal sektörlerinin olası şoklara karşı zayıflığı hâlâ devam etmektedir. Gelişmiş ülkelerdeki kırılganlıklar sürerken, kamu maliyesi ve finansal yapıları görece olarak güçlü gelişmekte olan ekonomiler krizin etkilerini hızla atlatarak ciddi bir toparlanma sürecine girmiş ve küresel büyümenin motoru konumuna gelmişlerdir. Ancak, küresel ekonominin bütünleşik yapısı dikkate alındığında, gelişmiş ülkelerdeki sorunlar tam anlamıyla çözülmediği sürece, gelişmekte olan ülkelerin söz konusu büyümeyi ne kadar sürdürebilecekleri belirsizliğini korumaktadır.

Uygulanan gevşek maliye ve genişletici para politikalarının özellikle gelişmiş ülkelerde işsizlik ve büyüme üzerinde istenilen sonuçları vermediği görülmüştür. Politika faiz oranlarını hızlı bir şekilde düşüren gelişmiş ülke merkez bankalarının bilançoları aşırı büyürken, küresel likidite artmış ve varlık fiyatları yükselmiştir. Gelişmiş ülkelerde kısa vadeli faiz oranlarının uzun süre düşük kalacağına yönelik beklentiler ve artan risk iştahına bağlı olarak, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları artmıştır. Bu ülkelerin yerel para birimlerinde hızlı değerlenmeler yaşanırken, buna bağlı olarak cari dengenin bozulması, dış kredilerde hızlı artış ve varlık fiyatlarında balon oluşumu gibi riskler gündeme gelmiş, bazı ülkeler finansal istikrarı korumak adına rezervlerini artırırken, sermaye girişlerine yönelik önlemler almaya başlamışlardır.

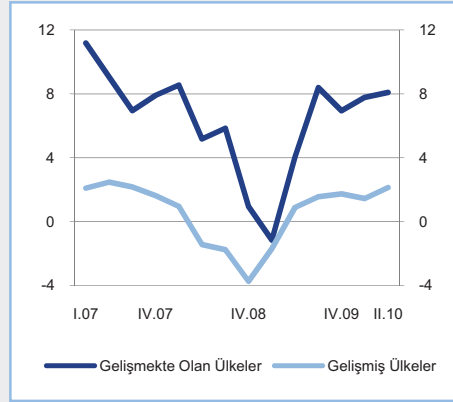
Küresel ekonomi gelişmekte olan ülkelerin önderliğinde yavaş bir şekilde toparlanırken yeni bir küresel daralma sürecine girilme olasılığı azalmaktadır. Gelişmiş ülkelerde toparlanmanın zayıf olmasına ve kırılğanlıkların devam etmesine karşın gelişmekte olan ülkelerin yüksek büyüme performanslarını sürdürdüğü, büyüme dinamikleri açısından gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ayrışmaya devam ettiği görülmektedir. Nitekim, 2010 yılında dünya geneli için beklenen büyüme tahmini yüzde 4,3 iken, gelişmiş ekonomilerde bu oran yüzde 2,4, gelişmekte olan ekonomilerde ise yüzde 7,1'dir (Grafik I.1). Gelişmiş ekonomilerde görülen düşük büyüme hızının önemli nedenlerinden biri, emek piyasasında yaşanan sorunlar nedeniyle tüketim harcamalarının yavaş toparlanmasıdır. İşsizlik oranlarında istikrarlı bir toparlanmanın sağlanamaması, hanehalkı servetinin azalması ve tüketici güveninin düşük olmasına bağlı olarak tasarruf oranlarının kriz öncesi dönem ortalamalarının üzerinde seyretmesi, özel tüketim harcamalarının söz konusu ülkelerdeki ekonomik toparlanmaya katkısını sınırlamaktadır (Grafik I.2).

**Grafik I.1.**  
Küresel Büyüme (Yıllık % Değişim)\*



Kaynak: IMF-WEO Veritabanı  
(\* 2010 ve sonrası büyüme rakamları IMF tahminidir.)

**Grafik I.2.**  
Özel Kesim Tüketim Harcamalarının Gelişimi  
(Yıllık % Reel Değişim)



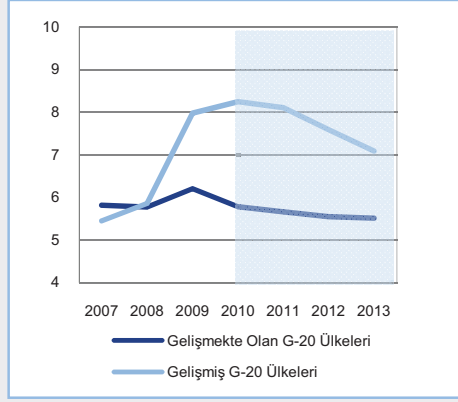
Kaynak: IMF-WEO Veritabanı

Gelişmiş ekonomilerdeki yüksek işsizlik oranları, bu ülkelerde emek piyasasındaki sorunların hâlâ devam ettiğine işaret etmektedir. Gelişmiş ülkelerde son dönemde yaşanan büyüme işsizlik oranlarında bir iyileşmeye yol açmamıştır. 2010 yılı itibarıyla kriz öncesi döneme göre işsiz nüfusa, yüzde 75'e yakınının gelişmiş ülkelerden olmak üzere, 30 milyon insanın eklendiği ve toplamda dünya genelinde işsizlerin sayısının 210 milyonu aştığı tahmin edilmektedir<sup>1</sup>. Gelişmekte olan ekonomilerde yaşanan güçlü toparlanma ise işsizlik oranlarına olumlu bir şekilde yansımış ve bu gelişme söz konusu ülkelerde tüketim harcamalarındaki artışı desteklemiştir. Gelişmekte olan G-20 ülkelerinin 2009 yılında yüzde 6,2 olan işsizlik oranının 2010 yılında yüzde 5,8'e düşmesi, gelişmiş G-20 ülkelerinde ise yüzde 8 olan işsizlik oranının yüzde 8,3'e yükselmesi beklenmektedir (Grafik I.3).

Gelişmiş ekonomilerde deflasyon riski halen mevcutken, bazı gelişmekte olan ülkelerde enflasyon riskinin gündeme geldiği görülmektedir. Kriz döneminde zayıflayan toplam talep enflasyon oranlarında hızlı bir düşüş yaşanmasına neden olmuştur. Ancak, son dönemde gelişmiş ülkelerde düşük enflasyon devam ederken, artan tüketici talebi ve yükselen emtia fiyatlarına bağlı olarak gelişmekte olan ülkelerin enflasyon oranları 2007 yılındaki seviyelerine yaklaşmıştır (Grafik I.4).

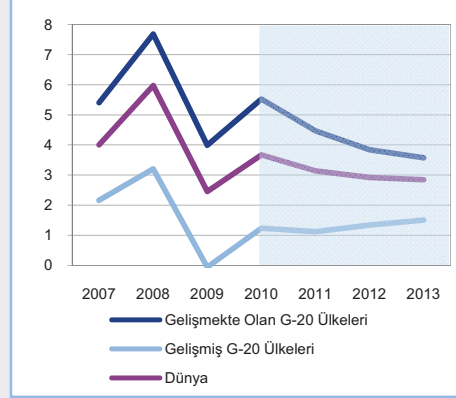
<sup>1</sup> IMF World Economic Outlook, Ekim 2010.

**Grafik 1.3.**  
G-20 Ülkeleri İşsizlik Oranları<sup>1,2</sup> (%)



Kaynak: IMF-WEO Veritabanı, TCMB Hesaplamaları  
(1) Ülkelerin toplam nüfusuyla ağırlıklandırılarak hesaplanmıştır. Gelişmekte olan G-20 ülkelerinde Hindistan dahil edilmemiştir.  
(2) 2010 ve sonrası yıllar için veriler IMF tahminidir.

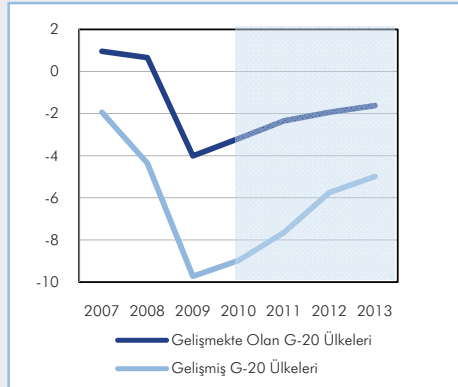
**Grafik 1.4.**  
G-20 Ülkeleri Enflasyon Oranları<sup>1,2</sup> (%)



Kaynak: IMF-WEO Veritabanı, TCMB Hesaplamaları  
(1) Ülkelerin GSYH'siyle ağırlıklandırılarak hesaplanmıştır.  
(2) 2010 ve sonrası yıllar için veriler IMF tahminidir.

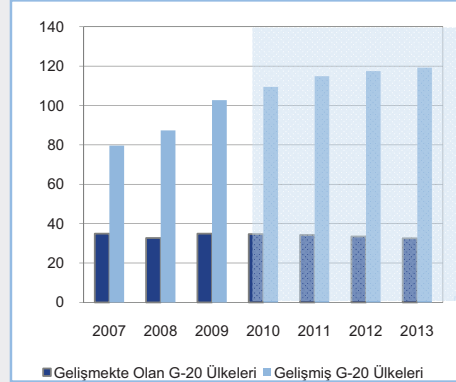
Gelişmiş ülkelerin kamu borçluluk oranlarındaki artış devam ederken, gelişmekte olan ülkelerin kamu borç stoğu ve bütçe performansı göstergeleri görece olarak olumlu seyrini sürdürmektedir. Küresel ekonomik kriz sonrasında uygulanan geniş kapsamlı mali teşvik paketleri, başta finansal sektör olmak üzere sağlanan kamu destekleri ve iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlamaya paralel olarak azalan kamu gelirleri neticesinde gelişmiş ekonomilerin kamu maliyeleri bozulma eğilimine girmiş, söz konusu ülkelerin borçlarının çevrilebilirliği konusundaki endişeler artmıştır. Bu kapsamda, AB ülkelerinin önderliğinde birçok gelişmiş ekonomide sıkı maliye politikalarına geçiş sürecine başlanmıştır. Diğer taraftan, gelişmekte olan ülkelerin kriz öncesi dönemdeki güçlü mali yapılarını korudukları görülmektedir (Grafik 1.5 ve 1.6).

**Grafik 1.5.**  
Kamu Bütçe Açığı / GSYH<sup>1,2</sup>



Kaynak: IMF-WEO Veritabanı, TCMB Hesaplamaları  
(1) Ülkelerin GSYH'siyle ağırlıklandırılarak hesaplanmıştır.  
(2) 2010 ve sonrası yıllar için veriler IMF tahminidir.

**Grafik 1.6.**  
Kamu Borç Stoku / GSYH<sup>1,2</sup>

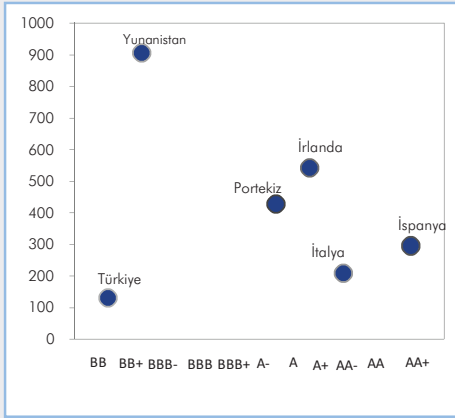


Kaynak: IMF-WEO Veritabanı, TCMB Hesaplamaları  
(1) Ülkelerin GSYH'siyle ağırlıklandırılarak hesaplanmıştır.  
(2) 2010 ve sonrası yıllar için veriler IMF tahminidir.

Bazı Avrupa ülkelerinde mali disiplinde görülen bozulma kredi notlarında indirimleri ve CDS oranlarında rekor seviyelerde artışı beraberinde getirmiştir. Özellikle PIIGS<sup>2</sup> olarak tabir edilen euro bölgesindeki en riskli 5 ülkenin büyük kısmının 2010 yılı içerisinde yaşadığı mali sorunlar nedeniyle kredi notları düşürülürken, CDS oranları tarihinin en yüksek seviyelerine ulaşmıştır (Grafik 1.7). PIIGS ülkelerinin sahip oldukları yüksek bütçe açıkları ve borçluluk oranları, temerrüt riskini artırarak bu ülkelere alacaklı konumdaki tarafları ve

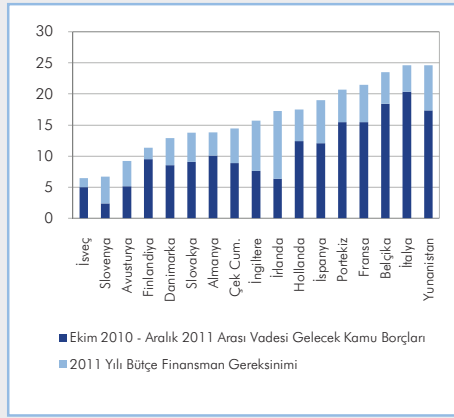
dolayısıyla küresel finansal istikrarı tehdit etmeye başlamıştır. Bu gelişmeler karşısında bazı ülkelerde kararlı ve güvenilir orta vadeli maliye politikalarının oluşturulamamış olması da tahvil piyasası kaynaklı risklerin devam etmesinde etkilidir. 2010 yılının son çeyreğinde ve 2011 yılı içerisinde pek çok gelişmiş ülkenin hazine tahvillerinin vadesinin doluyor olması, yüklü finansman ihtiyacının ortaya çıkmasına ve rekabetten dolayı borçlanma maliyetlerinin artmasına yol açabilecektir (Grafik I.8)<sup>3</sup>. Söz konusu iffalarda yaşanabilecek sıkıntıların ise tahvil piyasası yoluyla finansal piyasaları, dolayısıyla küresel ekonomik toparlanmayı sekteye uğratabileceği değerlendirilmektedir.

**Grafik I.7.**  
Seçilmiş Ülkelerde 5 Yıllık CDS Oranları ve S&P Kredi Notları (Kasım 2010)



Kaynak: Bloomberg

**Grafik I.8.**  
Seçilmiş Ülkelerde Kamu Finansman İhtiyacı (% GSYH)



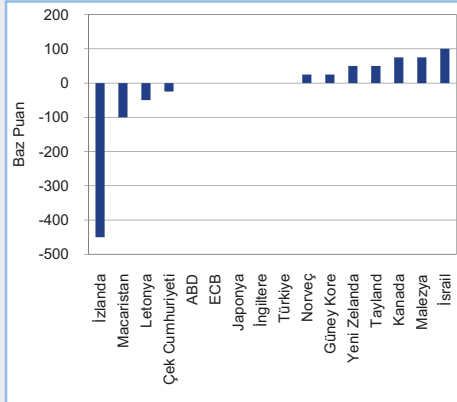
Kaynak: IMF-WEO Veritabanı

**Maliye politikasında hareket alanının sınırlı hale gelmesi ve ekonomik toparlanmanın gelişmiş ekonomiler açısından zayıf görünümü, gevşek para politikasının devam edeceği beklentisini yaratmaktadır.** ABD Merkez Bankası (Fed), İngiltere Merkez Bankası (BoE), Japonya Merkez Bankası (BoJ) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) politika faiz oranlarını sıfır seviyesine yakın tutarlarken, bu politikalarını önümüzdeki dönemde de sürdürecekleri sinyali vermektedirler (Grafik I.9). Öte yandan, kamu mali yapıları görece daha sağlam olan bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ise çıkış stratejilerini uygulayarak, para politikalarında normalleşme sürecine girdikleri görülmektedir (Grafik I.10). Nitekim, yakın dönemde Kanada, İsrail, Yeni Zelanda, Norveç, Güney Kore ve Malezya gibi ülkeler politika faiz oranlarını artırmışlardır (Grafik I.9).

<sup>2</sup> PIIGS ülkeleri; Portekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan ve İspanya'dır.

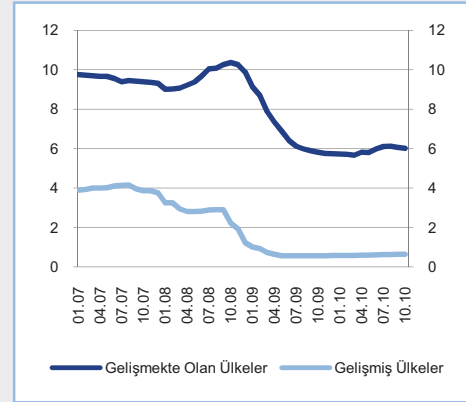
<sup>3</sup> IMF-WEO Ekim 2010 Raporu'na göre 2010 yılının geri kalan kısmı ve 2011 yılı içerisinde, Japonya'nın GSYH'sinin yüzde 40'ı kadar hazine tahvil ve bonusu ihraç etmesi gerekirken, Fransa, İtalya ve ABD'de söz konusu oran yüzde 20'yi aşmaktadır.

**Grafik I.9.**  
Seçilmiş Ülkelerde 2010 Yılı Başından İtibaren  
Politika Faiz Oranlarındaki Değişim



Kaynak: Bloomberg

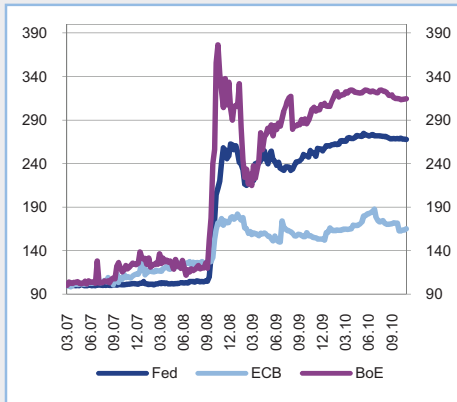
**Grafik I.10.**  
Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Politika Faiz  
Oranları (%)



Kaynak: Bloomberg, TCMB Hesaplamaları

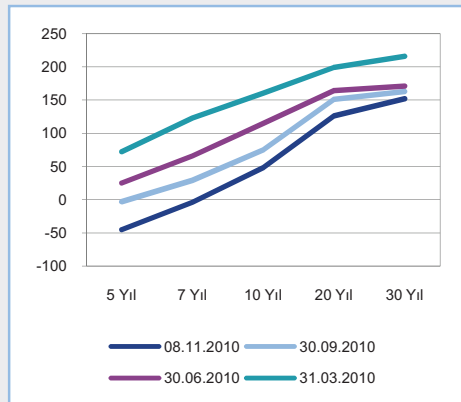
Küresel krize bağlı olarak sürdürdükleri genişletici para politikası neticesinde ECB, BoE ve özellikle Fed'in bilançoları hızlı bir şekilde büyümüştür. Makro ekonomik anlamda amaçlanan sonuçların istenilen süre içerisinde elde edilememesinden dolayı, 2010 yılının Kasım ayında yapılan Fed toplantısında ikinci parasal genişleme programıyla 2011 yılının ikinci yarısına kadar 600 milyar ABD dolarlık uzun vadeli hazine tahvil alımının gerçekleştirileceği duyurulmuştur. ABD'de paranın düşük dolaşım hızı nedeniyle söz konusu genişlemenin büyümeye olan etkisi sorgulanmaktadır. Gelişmiş ülkelerce uygulanan genişletici para politikası, küresel likiditeyi artırmış ve özellikle bono faizlerinde hızlı düşüşler yaşanmasına neden olmuştur. Söz konusu uygulama sonuçlarının uzun vadede tahvil piyasasında hissedilmesi muhtemeldir. ABD hazinesi tahvil getirilerinin 7 yıl vade ve altında reel olarak negatif seviyelere gelmesi önümüzdeki dönemde finansal sistemde bir risk unsuru olarak görülmektedir. Tahvil piyasasında yüksek fiyatlamaların olduğu konusunda endişeler artmakta ve önümüzdeki dönemde ekonomik toparlanmanın hızlanmasına paralel olarak faiz oranlarındaki yükselişlerin tahvil piyasasında önemli fiyat hareketlerine neden olabileceği düşünülmektedir (Grafik I.11 ve Grafik I.12).

**Grafik I.11.**  
Fed, ECB ve BoE Bilanço Büyüklükleri  
(Endeks, Mart 2007=100)



Kaynak: Merkez Bankaları

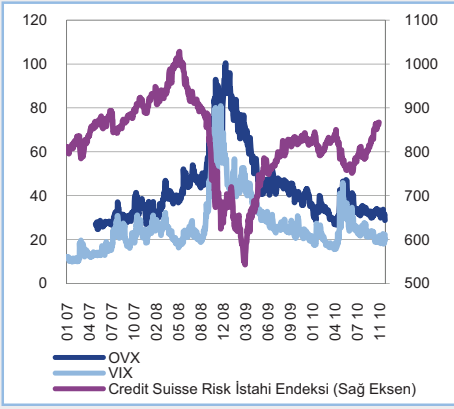
**Grafik I.12.**  
ABD Hazine Tahvilleri Reel Getiri Eğrisi



Kaynak: ABD Hazinesi

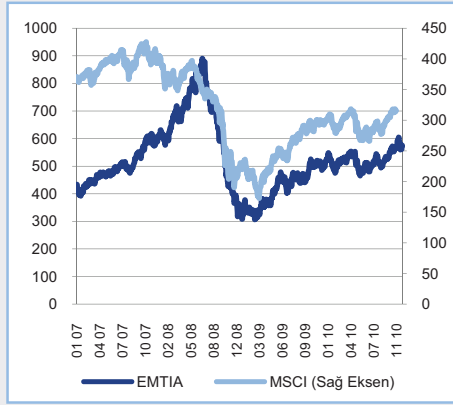
Merkez bankalarının bilançolarının genişlemesi sonucunda ortaya çıkan küresel likidite bolluğu ve artan risk iştahı varlık fiyatlarında yükselişlere yol açmıştır. Diğer etkenlerin yanı sıra, yüksek büyüme performansına sahip gelişmekte olan ülkelere gelen talep ve Fed'in ikinci parasal genişleme programının da etkisi ile varlık fiyatlarındaki yükselişin önümüzdeki dönemde de devam etmesi beklenmektedir (Grafik I.13 ve Grafik I.14). Piyasalardaki risk iştahı ve varlık fiyatlarının seviyesi, küresel kırılganlıkların aşılamadığı algısına bağlı olarak kriz öncesi dönemden düşük olmakla birlikte varlık fiyatlarındaki gelişmelerin yakından takip edilmesi önem arz etmektedir.

**Grafik I.13.**  
Risk İştahı ve Oynaklık Göstergeleri



Kaynak: Bloomberg

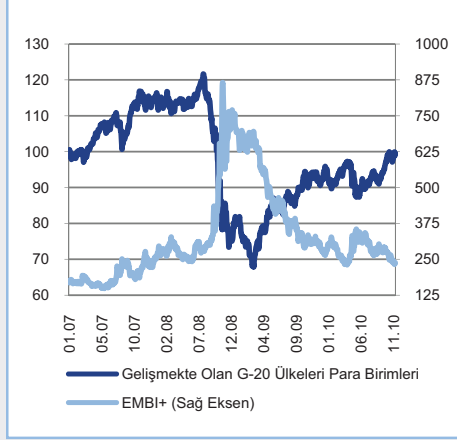
**Grafik I.14.**  
Varlık Fiyatları Göstergeleri



Kaynak: Bloomberg

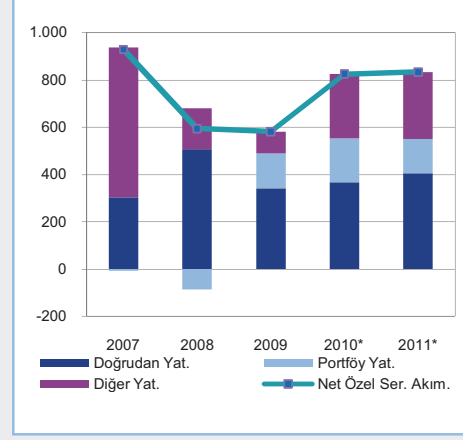
Gelişmekte olan ülkelere ilişkin risk algılamalarının son dönemlerde iyileşmesi ve artan getiri arayışı ile hızlanan sermaye akımları, yerel para birimlerinin güçlenmesine neden olmaktadır. Gelişmiş ülkelerde uzun bir süre daha devam etmesi beklenen düşük kısa vadeli faiz oranlarına ve artan risk iştahına bağlı olarak, gelişmekte olan ülkelere doğru artan sermaye akımı, kriz döneminde sert düşüşler yaşayan söz konusu ülkelerin para birimlerinin değer kazanmasına da neden olmuştur (Grafik I.15). IIF hesaplamalarına göre 2007 yılında 928,6 milyar ABD doları olarak gerçekleşen gelişmekte olan ülkelere net sermaye akımı, 2009 yılında 581,4 milyar ABD dolarına gerilemiştir. Kriz sonrası süreçte gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinin kriz öncesi seviyelere inmesi ve kredi derecelendirme kuruluşlarının bu ülkelere dair not artırımının da etkisiyle 2010 yılında net sermaye akımının 825 milyar ABD dolarına çıkması beklenmektedir (Grafik I.16).

**Grafik I.15.**  
Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri<sup>1,2</sup>  
(03.01.2007=100) ve EMBI+ Endeksinin  
Gelişimi



Kaynak: Bloomberg, TCMB Hesaplamaları  
(1) Ülkelerin para birimleri standardize edilerek aritmetik ortalamaları alınmıştır.  
(2) Suudi Arabistan sabit kur rejimi uyguladığı için hesaplama dahil edilmemiştir.

**Grafik I.16.**  
Gelişmekte Olan Ülkelere Net Sermaye Akımı

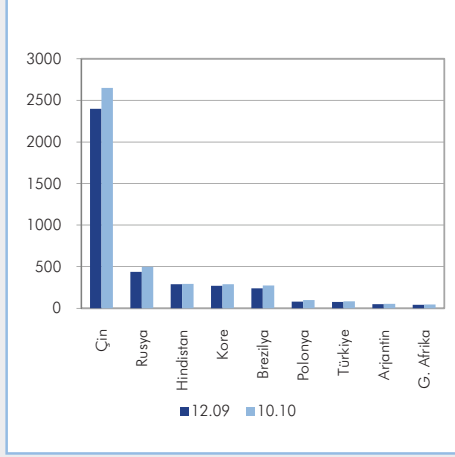


Kaynak: IIF  
\* 2010 ve 2011 yılları için veriler IIF tahminidir.

Kısa vadeli sermaye akımlarının oluşturması muhtemel riskleri kontrol etmek için ülkelerin makro riskleri azaltıcı politikalara başvurdukları görülmekte ve bu süreçte bazı ülkelerin uluslararası rezerv miktarlarını artırdıkları izlenmektedir. Sermaye girişlerinin yaratacağı kırılganlıkları azaltmak amacıyla bazı ülkeler rezervlerini artırma yoluna gitmişlerdir (Grafik I.17). Gelişmekte olan Asya ülkelerinde olduğu gibi kimi ülkeler hem yerleşik hem yurtdışı yatırımcıya yönelik makro riskleri azaltıcı önlemler alarak sermaye girişini engellemeyi amaçlarken, bazı ülkeler özellikle yabancı yatırımcıya yönelik önlemler almıştır (Bkz. Özel Konu IV.2). Ancak, küresel piyasalarda bolluğa ve gelişmiş ülkelerdeki düşük getiriler nedeniyle alınan önlemlerin ne derece etkili olacağı belirsizliğini korumaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin büyüme yönünden gelişmiş ülkelere ayrışması ve Fed'in ikinci parasal genişleme programı ile küresel likiditeyi daha da artıracak olması, söz konusu ülkelere olan sermaye akımlarının önümüzdeki dönemde de artarak süreceğine yönelik beklentileri kuvvetlendirmektedir.

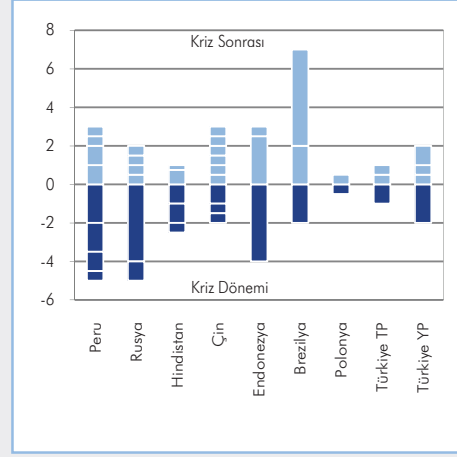
Makro-finansal riskleri azaltıcı bir politika aracı olarak da kullanılan zorunlu karşılıklar kriz süreci ve sonrasında yoğun olarak kullanılmıştır. Bu çerçevede, ülkemizin de aralarında bulunduğu bazı gelişmekte olan ülkeler çıkış stratejisi kapsamında zorunlu karşılık oranlarını kriz öncesi seviyesiyle aynı düzeye getirmişlerdir. Çin ve Brezilya ise zorunlu karşılık oranlarını kriz öncesi seviyesinin de üstüne çıkarmıştır (Grafik I.18).

**Grafik I.17.**  
Uluslararası Rezervler (Milyar ABD Doları)



Kaynak: IMF, TCMB

**Grafik I.18.**  
Seçilmiş Ülkelerde Zorunlu Karşılık Oranlarındaki Değişim (Puan)



Kaynak: Ülke Merkez Bankaları

Önümüzdeki dönemde; gelişmekte olan ülkelere doğru hızlanan sermaye hareketleri ve bu eğilimin olası değişimi ile başta AB ülkeleri olmak üzere gelişmiş ülkelerdeki kamu maliyesi sorunları finansal istikrarı olumsuz etkileyebilecek en önemli konular olarak değerlendirilmektedir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının hızlanması bu ekonomilerin hızlı büyümesine katkı sağlarken, söz konusu ülkelerin para birimlerinin değer kazanmasına yol açmakta ve özellikle cari işlemler açığı veren ülkelerde açığın artmasına neden olmaktadır. Hâlihazırda özellikle bazı AB ülkelerinde yaşanan kamu maliyesi sorunlarının diğer gelişmiş ülkelere de yayılması durumunda piyasalarda yaşanabilecek olumsuz gelişmelerin risk iştahını azaltması beklenmektedir. Ayrıca, önümüzdeki dönemde gelişmiş ülkelerin genişletici para politikalarını terk etmesi gibi sebeplerle sermaye girişlerindeki eğilimin olası değişimi neticesinde söz konusu ülkelerin finansal sistemlerinde kırılmalıklar ortaya çıkabilecektir.