



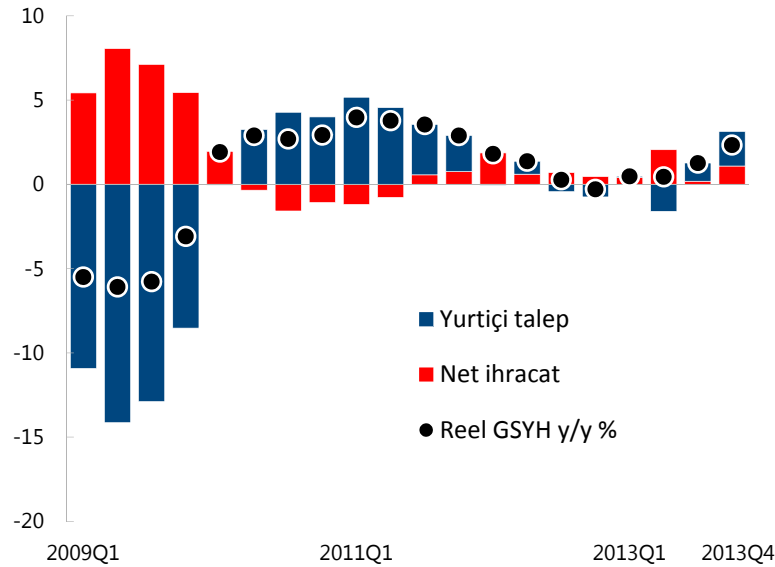
Orta, Doğu ve Güneydoğu Avrupa: Küresel Likidite Dalgası Çekilirken Toparlanmayı Korumak

Yazan By [Reza Moghadam](#), Aasim M. Husain ve Anna Ilyina

29 Nisan 2014

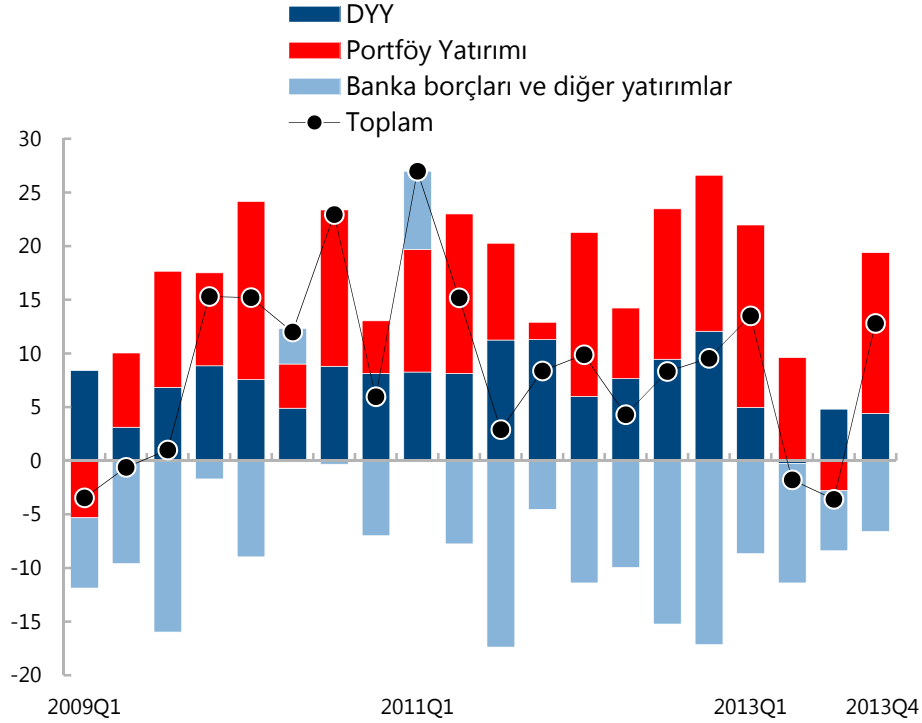
Avro bölgesindeki toparlanmanın akabinde Orta, Doğu ve Güneydoğu Avrupa'nın (ODGA) çoğu ülkesinde büyüme ivme kazanmaya başladı. İMF'nin en son Bölgesel Ekonomik Görünüm Raporu'nda [REI bağlantısı], en büyük ekonomiler olan Rusya ve Türkiye hariç tutulduğunda, bölgenin 2014 büyüme oranının geçen yılın neredeyse iki katına ulaşarak yüzde 2,3 olacağını öngörüyor. Bu kesinlikle iyi bir haber.

ODGA (Rusya ve Türkiye dışında): GSYH büyümesi (yıldan yıla, yüzde)



Ancak olağandışı risk bileşimi görünümü gölge düşürüyor. Rusya ve Ukrayna'nın içinde bulunduğu jeopolitik gerilimler, gelişmiş ekonomilerdeki para politikası normalleştikçe giderek zorlaşan küresel finans koşulları ve avro bölgesinde zayıf büyüme sürecinin uzama olasılığı bölgenin büyüme görünümü üzerinde etkili olabilir. FED'in varlık alımlarını azaltmasına bağlı piyasa gerilimlerinin yoğunlaşmasıyla birlikte, bölgede (Rusya ve Türkiye hariç) portföy çıkışları 2009'dan beri ilk kez 2013'ün üçüncü çeyreğinde portföy girişlerinden daha fazla olmuştur. Bu durum gelişmiş ekonomilerdeki para politikası normalleşme sürecinin ODGA bölgesi için engebelerle dolu olabileceğine ilişkin bir uyarı sinyali olabilir.

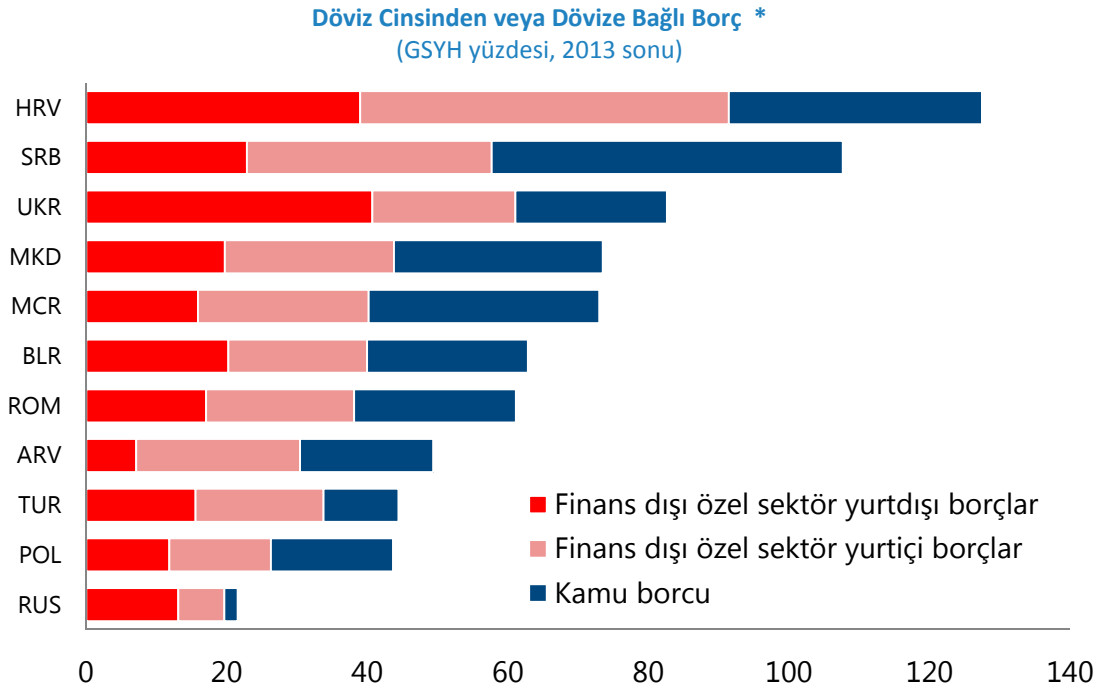
ODGA (Rusya ve Türkiye hariç) : Sermaye akımları (Milyar ABD doları)



Bölge daha sıkı dış koşullar karşısında ne kadar kırılgan?

Bölge çeşitlik arz eden bir yapıya sahip olup, aralarında Arnavutluk, Beyaz Rusya, Bosna Hersek, Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Estonya, Hırvatistan, Karadağ, Kosova, Letonya, Litvanya, Macaristan, Makendonya, Moldova, Polonya, Romanya, Rusya, Sırbistan, Slovak Cumhuriyeti, Slovenya, Türkiye ve Ukrayna'nın bulunduğu 22 ülkeyi kapsamaktadır.

Büyük bir çoğunluğunun cari işlemler pozisyonu 2007'den beri önemli ölçüde iyileşmiş olsa da, bu ülkelerin pek çoğunun hala yüksek dış borç stoku ve yeniden finansman ihtiyaçları vardır. Ayrıca, bu ülkelerin bazıları artan şekilde döviz cinsinden ve yabancılardan borçlanmış olmaları sebebiyle kendilerini kur hareketlerine ve yabancı yatırımcıların iştahındaki değişimlere açık bir hale getirmiş olup, bu durum geçen yılın Mayıs ve Haziran aylarında olduğu gibi bu yılın Ocak ayında da gözlemlenmiştir. Nisan 2014 raporumuzdaki [[rapora bağlantı](#)] ampirik analizin de teyit ettiği üzere, gelişmiş ekonomilerde yükselen faiz oranları, küresel yatırımcıların riskten kaçınma eğilimindeki artış ve sıkılaştan küresel likidite koşulları, ODGA ülkelerinde finansman maliyetlerinde artış ve sermaye akımlarında azalmaları da beraberinde getirmektedir.

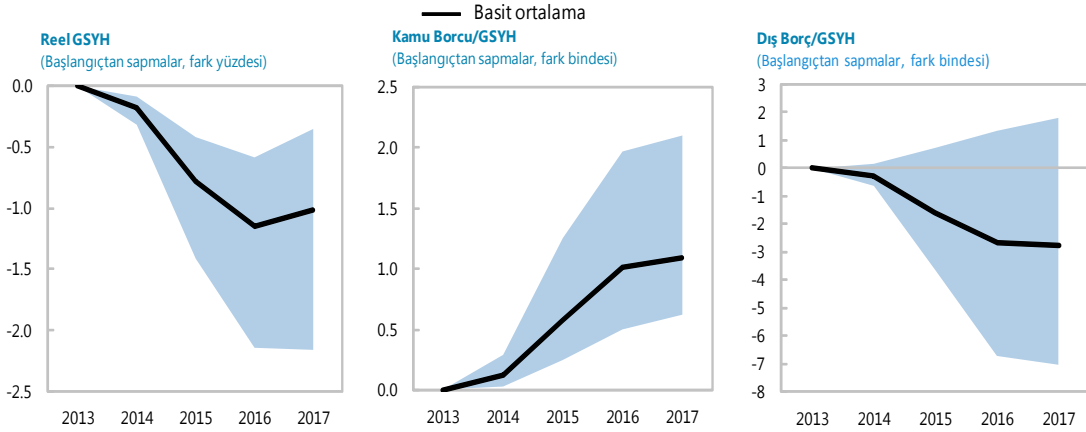


* Avroya geçmiş ülkeler ile para kurulu düzenlemesi olanlar dahil edilmemiştir.

Bölgedeki ülkelerin çoğunluğu birkaç kreditöre bağımlı olup (büyük yabancı bankalar veya küresel aktif yönetim şirketleri), bu durum ülkeleri borç verenler kaynaklı olumsuzluklar karşısında kırılgan hale getirmektedir. Örneğin, Avusturya bankaları, Avusturya GSYH'nın yüzde 60'ını aşan kredi hacimleriyle, bölgenin en büyük yabancı kredi vereni durumundadır. Avusturya bankalarının yüksek düzeyde borç verdiği bir ülkede ya da Avusturya'da yaşanacak bir şok, Avusturya bankalarının bölgedeki portföylerinin tümünün hızla yeniden ayarlanmasını gerektirecektir.

ABD para politikasında beklenenden hızlı normalleşmeyle birlikte finans piyasalarındaki artan dalgalanmalar bölge ülkelerinin çoğunda, yönetilebilir olmakla birlikte, net negatif bir etki doğuracaktır. Nisan 2014 raporumuzun simülasyon analizi ABD'de daha hızlı bir ekonomik toparlanma olması ve buna muhtemelen daha hızlı bir normalleşmenin eşlik etmesi durumunda bölgede büyümenin artacağını göstermektedir. Ancak, ülkelerin çoğunda bu olumlu etkiye kıyasla, küresel para koşullarındaki sıkılaşma ve finans piyasalarındaki dalgalanmanın daraltıcı etkisi daha baskın olacaktır.

ABD'de Daha Hızlı Toparlanma artı ODGA risk prim şokları karşısında Reel GSYH, Kamu ve Dış Borç

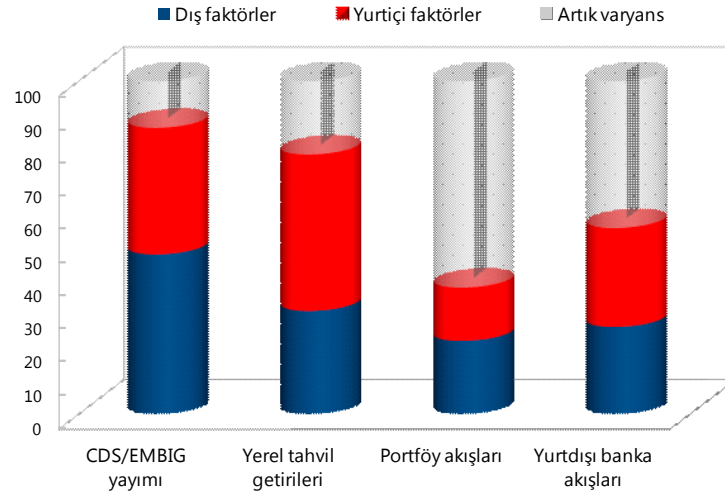


Kaynak: İMF personelinin hesaplamaları

Ekonomik toparlanmayı güvence altına alacak adımların atılması

Dış şokların etkilerinin azaltılması ve daha yüksek bir büyüme potansiyelinin açığa çıkarılmasında daha büyük tamponların önemi yadsınamaz. Ülke içi ekonomik temellerin daha iyi olması- daha yüksek ekonomik büyüme potansiyeli ve daha düşük mali ve cari açıklar gibi- devlet tahvillerinin getirilerinin düşük olmasıyla yakından bağlantılı olup, bu durum ülkelerin daha düşük maliyetle borçlanmalarını sağlayacağından, borç yükünü daha iyi yönetebilmelerine yardımcı olur. Diğer yandan, ülke içi faktörlerin daha olumsuz olması- yüksek kamu sektörü borcu veya piyasada likiditenin düşük olması gibi- getirileri yükseltme etkisine sahiptir. Ampirik analizimizde de ev sahibi ülkede makroekonominin ve bankacılık sektörünün temellerinde (aktif kalitesi, kârlılık, mevduat dışı finansmana ağır bağımlılık) zayıflıklar olması durumunda dış kredi verenlerin yurtdışı finansmanı kesmesi riskinin arttığına değerlendirilmektedir.

ODGA tahvil yayımı/getirisi ve sermaye akışlarının yurtdışı ve içi lokomotifleri (Fark yüzdesi farklı faktörlere göre açıklanmıştır)



Sonuçta, güçlü ve ölçülü politikalar esas olacaktır:

- Kur ve para politikası esnek olan ülkeler, piyasa dalgalanması anlarında bunları ana savunma aracı olarak kullanmaya devam etmelidir.
- Finansman kaynaklarının çeşitlendirilmesi ve yerli yatırımcı tabanının derinleştirilmesi ülkelerin şoklara karşı kırılganlığını ve ortak kreditorler kaynaklı bulaşma riskini de azaltacaktır.
- Mali alanın yeniden yaratılması ve krizin açığa çıkardığı sorunların ele alınması (bunlar arasında büyümenin önünde engel teşkil eden ve işsizlik seviyelerinin kabul edilemez derecede yüksek seyretmesine yol açan yapısal zayıflıklara ek olarak kredileri işlevsizleştiren yüksek düzeydeki batık krediler yer almaktadır) büyüme potansiyelini yükseltecek ve dış şoklara karşı koruma sağlamaya yardımcı olacaktır.