

# Bölgesel Ekonomik Bakış: AVRUPA Risklerin Yeniden Değerlendirilmesi Nisan 2008

## İdari Özet

### Bakış: Dalgalı Denizlerde Seyir

Krizin mali pazarlara yayılması, Avrupa ekonomisinin geleceğe bakışını önemli ölçüde söndürdü. Avrupa mali kargaşayı güçlü temelleri olan bir konumdan karşılarsa da, Amerika Birleşik Devletlerindeki beklenen hafif durgunluğun yansımaları, global risklerin yeniden değerlendirilmesi ve mali sistemdeki zorlanmalar, ekonomik gücünü baltalıyor. Euro'nun değer kazanması ve enflasyondaki gıda ve enerji fiyatlarına bağlı keskin artış bu sorunlara ekleniyor. Avrupa'daki büyümenin 2008 yılında yüzde 1¼ ile keskin bir düşüş göstermesi beklenirken, gelişmiş ekonomilerdeki büyüme hızlarının bir süre için potansiyelin çok altına düşeceği tahmin ediliyor.

Büyüme beklentileriyle ilgili riskler oldukça büyük. Eksi açıdan bakıldığında, zayıflayan global büyümenin etkileri beklenenden daha fazla olabilir; aniden global dengesizlikler baş gösterebilir ve Euro daha fazla değer kazanabilir; kredi darlığı da tam bir kredi çıkmazına dönüşebilir. Konut fiyatlarında düzeltme uygulayan ülkelerde riskler daha da büyüktür; ancak hane halklarının ipotek teminatına karşı borçlanması daha sınırlı olduğundan, Avrupa'da bu faktör daha zayıftır. Cari hesap açıkları veya dış borçları fazla olan gelişen ekonomiler, yatırımcı güveni konusundaki değişikliklere karşı özellikle zayıf olacaklardır. Artı yönden bakıldığında, iç talep beklenenden daha yüksek olabilir; özellikle de işgücü pazarları halen güçlü olduğundan kısa vadede bu geçerli olabilir.

Gelişmiş ekonomilerdeki politika üreticilerinin karşılaştığı zorluklar mali sistemde güveni yeniden oluşturmak ve mali sektör krizinin reel ekonomiye olan etkisini en aza indirmek; bu arada güçlükle elde edilen enflasyon güvenilirliğini ve uzun vadeli mali tutarlılığı sürdürmek olacaktır. İlk sıradaki öncelikler karşı tarafın güvenini yeniden oluşturmak ve mali kurumların sağlamlığını pekiştirmektir. Gerektiğinde likidite sağlanmaya devam edilmelidir. Merkez bankaları, reel ekonomiyi destekleme ile enflasyonda yakın zamanda oluşan artışın ikinci tur etkilerini önleme arasındaki doğru dengeyi bulmak zorunda kalacaktır. Euro bölgesinde şu anki enflasyon rahatsızlık verecek ölçüde yüksek olsa da, tahminler faaliyet açısından giderek artan negatif beklentilere bakarak 2009 yılında enflasyonun yüzde 2'nin altına düşeceğine işaret etmektedir. Buna göre, Avrupa Merkez Bankası (ECB) politik duruşunu biraz daha hafifletmeyi düşünebilir. Hazine odası bulunan ülkeler için, ekonomik darboğazı hafifletmek için otomatik dengeleyicilerin tam olarak işlemesine izin verilmelidir. Büyümede daha şiddetli bir daralma olursa, birkaç ülkede ekonomiyi desteklemek için uygun zamanda, geçici ve hedefe yönelik mali uyarıcılar etkili olabilir.

Gelişmekte olan Avrupa ülkelerinin ekonomileri hızla büyümeye devam etmektedir, ancak bunların dinamizmi gelişen ekonomilerdeki yavaşlama, risklerin yeniden değerlendirilmesi ve eşya fiyatlarındaki artışlar nedeniyle zorlanmaktadır. Mali kargaşa finans giderlerini ve kullanılabilirliğini etkilemeye başlamıştır: Bağımsız ve özel tahvil dağılımları artmış, kısa vadeli sınır ötesi mali akımlar hafifletilmiş ve kredi büyümesi bazı ülkelerde yavaşlamaya başlamıştır. Çoğu ülkede, potansiyel oranlara yönelik ayarlamalar yapılarak ve aşırı ısınmanın riskleri sınırlandırılarak, büyümenin yalnızca hafif düzeyde zayıflaması beklenmektedir. Ancak büyük dış dengesizlikleri olan ülkelerdeki sert iniş risklerinin artması, sürekli olarak zayıflıkların azaltılmasına ve talep baskılarının yönetilmesine odaklanılmasını gerektirmektedir.

## **Mali Kargaşa: Esnekliği ve Direnci Sınıyor ve Büyümeyi Yavaşlatıyor**

Mali kargaşa Avrupa'nın mali sistemleri boyunca hızla yayıldı (bkz. Bölüm 2). Subprime (Eşik altı) alakalı tahvillerdeki doğrudan değerlendirme ve gelir kayıpları Avrupa mali kurumlarının sermaye ve karlılığını baltaladı. Açık olma ve karşı taraf riski konusundaki belirsizlikler yaygınlaşırken, kredi riski yeniden değerlendirildi; fakat çeşitli değer sınıfları arasında asimetrik olarak. Risk iştahındaki sarsıntı ticari kağıtlarda ve bankalararası para piyasalarında benzeri görülmemiş baskılara neden oldu.

Kargaşanın derinliğine ve genişliğine rağmen, Avrupa'nın mali sistemleri bugüne kadar nispeten ayakta kaldı. Önemli sistemik oyuncuların sağlamlığı devam etti ve hissedarlarla dış yatırımcılar gerektiğinde taze sermaye getirdi. Kısmen buna bağlı olarak ve kısmen "yalın" borç enstrümanları daha az etkilendiğinden, Avrupa'daki gelişmiş ekonomilerde banka kredileri ayakta kaldı ve gelişmekte olan Avrupa'ya taşmalar sınırlı tutuldu.

Ancak Avrupa'nın mali sistemlerinin sınavı bitmedi. Çeşitli tahminler, çoğu mali kurumdaki zarar saptama işlemlerinin halen gerçeklikle örtüşmesi gerektiğine işaret ediyor. Bu arada, ABD mesken piyasasının durumu sabitlenene kadar, subprime (eşik altı, yüksek faizli) mortgage ürünleri de muhtemelen daha fazla düşecek. Devam eden mali rahatsızlık diğer borç ve borç ihmal sigortası biçimlerine yayılıyor ve gelişmiş ülkelerdeki ana bankalara olan etkisiyle, gelişmekte olan Avrupa ülkelerine taşabilir. Ayrıca, büyük merkez bankalarının agresif tepkilerine rağmen likidite önemli ölçüde zarar görmüş durumda.

Tüm bunların üzerindeki kaygı, reel ekonomide açığa çıkan krizin çan sesleri. Analitik çalışmalar büyüme üzerindeki etkilerin – artan mali giderlerden ve kredi sağlama kısıtlamalarından, aynı zamanda öz kaynak ve konut fiyatlarındaki düzeltmelerin kümülatif etkilerinden – önemli olacağına işaret ediyor. Daha ciddi bir kredi çıkmazı belirgin bir ihtimal olmayı sürdürüyor ve yavaşlamayı artırabilir.

## Gelişen Avrupa: Yakınsamayı Destekleme ve Zayıflıkları Ele Alma

Gelişmekte olan Avrupa ülkelerinin olasılıkları ve zayıflıkları ile ilgili analizler (bkz. Bölüm 3), bölgedeki yakınsama eğiliminin güçlü temellere dayandığına ve bu yüzden, daha düşük bir hızla olsa dahi devam edeceğine işaret ediyor. Büyümenin temel olarak üretimdeki gelişmelere dayalı olduğu ülkeler sayesinde, yapısal reformlar çoğu ülkede gelişme gösterdi. Ancak son yıllardaki büyüme hızları çoğu ülke için potansiyel tahminlerin üzerinde oldu ve bir ayarlama zaten yapılmakta.

Hızlı büyüme çeşitli ekonomilerde artan dış dengesizliklerle ilişkilendirildi; buna büyük cari hesap açıkları ve yüksek dış borçlar, artan sert iniş riskleri dahildi. Temeller bölgedeki nispeten yüksek cari hesap açıklarını doğrulasa da, bazı ülkelerdeki açıklar aşırı olabilir ve bu da orta vadede ayarlama yapılması gerekliliğini göstermektedir. Bazı ülkelerdeki yüksek dış borç seviyeleri ve bilanço açıkları ek bir zayıflık kaynağıdır.

Makroekonomik politikaların ve yapısal reformların, gelişmekte olan Avrupa'nın dengesizliklerini ele almak için daha fazla yardımcı olması gerekecektir. Bölgenin büyük bölümünde mali koşullar serbest olma eğilimindedir ve mümkün olduğu durumlarda daraltılmalıdır. Mali konsolidasyon her zaman güçlü döngünün tüm avantajlarından yararlanmamıştır ve özellikle de mali politikanın döviz kuru stabilitesine odaklandığı ülkelerde iç talebi idare etme konusunda daha baskın bir rol oynaması gerekir. Analizimiz yapısal reformlar ve potansiyel büyüme arasında güçlü bir bağlantı olduğunu ortaya koymaktadır ve bu da, gelişmekte olan Avrupa'da yumuşak bir yakınsamayı sağlamak için bu reformlarda daha fazla gelişmenin gerekli olabileceğine işaret eder. Ayrıca, yapısal reformlar kaynakların ticari sektöre yönelmesini kolaylaştıracak ve böylece dış dengesizlikleri azaltmaya yardımcı olacaktır.