

## Avrupa borç krizinde son durum

- İrlanda'da bankaların stres testi sonuçları açıklandı: Bankacılık sektörünün toplam faturası 70 milyar €
- ECB, İrlanda bankaları için likidite şartlarını gevşetti: Böylece başta İrlanda bankalarının kendi merkez bankalarına olan bağımlılıklarının azaltılması hedefleniyor.
- Portekiz'de siyasi belirsizlik sürerken, tahvil getirileri yükselmeye devam ediyor. Ülkenin AB'den yardım başvurusunda bulunması bekleniyor
- Avrupa'da olası krizlere karşı yeni çözüm mekanizmasının çatısı belirlendi
- Sorunlu Avrupa ülkelerinin tahvil getirilerinin uzun bir süre daha yüksek seyretmesi bekleniyor

## İrlanda banka stres testi sonuçlandı: Stres bitti mi?

Test sonuçlarına göre İrlanda bankalarının ilave 24 milyar € sermayeye ihtiyacı var. İrlanda, 2009 yılından bu yana bankalarına 46 milyar € tutarında sermaye enjekte etmiş ve ülkenin 6 büyük bankasının 4'ünde %50'den fazla hisseye sahip olmuştur.

## Bankacılık sektöründeki krizin İrlanda'ya maliyeti:

Yeni açıklanan 24 milyar € ile birlikte bankacılık sektörünün iyileştirilmesinin toplam maliyetinin 70 milyar €'ya yükselmesi bekleniyor. Bu rakam, ülkenin GSYİH'sinin %45'ine denk gelirken, İrlanda'da kişi başı yaklaşık 15.000 € maliyet anlamına geliyor.

Kasım ayında İrlanda için açıklanan 85 milyar €'luk kurtarma paketinin 35 milyar €'su bankalar için, bunun da 10 milyar €'su sermaye enjeksiyonu için ayrılmıştı.

Tüm Euro bölgesi bankalarının test sonuçları ise Haziran sonunda açıklanacak. Euro Bölgesi stres testinin 2011 için olumsuz senaryo varsayımları: EU büyümesi -%0,4, konut fiyatlarında %3,8 düşüş ve hisse senetlerinde %15 gerilemeyi içeriyor.

## ECB test sonuçlarını olumlu karşıladı ve likidite şartlarını gevşetti:

ECB stres testi ile ilgili gelişmeleri olumlu karşılayarak, bankalara kredi vermek için kabul ettiği teminatlarda minimum kredi notu uygulamasını İrlanda bankaları için kaldırdığını açıkladı. Böylece İrlanda bankaları ECB'den daha fazla likidite kullanabilecekler. Son aylarda İrlanda'nın kredi notunun düşürülmesi ile İrlanda bankalarının ECB likiditesine erişimi azalmış, bankalar doğrudan İrlanda Merkez Bankası'ndan (İMB) likidite sağlamaya başlamışlar ve İMB'den sağladıkları fonlama tutarı son 1 yılda 5 kat artmıştı.

## Portekiz:

Ülkede önceki hafta önümüzdeki 3 yılda GSYİH'nin %4,5'ine denk gelen tasarruf paketinin Meclis'ten geçmemesi üzerine Başbakan istifasını açıkladı: Siyasi belirsizlik sürerken, mali problemler de devam ediyor.

Son bir haftada kredi derecelendirme kuruluşu S&P Portekiz'in kredi notunu 2 kez (toplam 3 kademe) indirerek BBB-'ye (yatırım yapılabilir seviyenin en altı) düşürdü. Fitch de 2 kademe indirerek A-'ye çekti.

Portekiz'in 15 Nisan'da 4,5 milyar € ve 15 Haziran'da 4,9 milyar € tutarında iki önemli itfası var. Ülke 2011'de 20 milyar € tutarında tahvil ihraç etmeyi planlıyor.

**Portekiz'de Kamu borcu/GSYİH oranı 2009'da %76 idi, Avrupa Komisyonu bu oranın 2010'da %83'e, 2011'de %89'a ve 2012'de %92'ye ulaşmasını öngörüyor.** Son olarak 2010 yılında bütçe açığı/GSYİH oranının 2010'da %8,6 ile beklentilerin (%7,3) çok üzerinde açıklanması da bir diğer olumsuz gelişme.

Diğer taraftan Portekiz için 2011 büyüme beklentisi %0,3; 2012 için %1,8; düşük büyüme beklentileri borç sürdürülebilirliği konusunda da endişeleri de getiriyor.

**Portekiz borçlanma maliyetlerini de son aylarda gittikçe yükseliyor: 5 yıllık bonolar %9,7'ye yükselerek 10 yıllık tahvillerin getirilerinin de üzerine çıktı (%8,7).** Bu oran İrlanda'nın kurtarma fonundan aldığı 7 yıl vadeli kredinin %6 olan maliyetinin de üzerinde.

Tablo 1: ESM Katılım Oranı (ECB Sermayesine Katılım Oranına Göre)

Ülke	%	Ülke	%
Almanya	27,2	Yunanistan	2,8
Fransa	20,4	Avusturya	2,8
İtalya	17,9	Portekiz	2,5
İspanya	11,9	Finlandiya	1,8
Hollanda	5,7	İrlanda	1,6
Belçika	3,5	Slovakya	0,8

Tablo 2: Bazı Avrupa Ülkelerinin Kamu Borcu/GSYİH Oranları (%)

	2009	2010T	2011T	2012T
Portekiz	76,1	82,8	88,8	92,4
İspanya	53,2	64,4	69,7	73,0
Yunanistan	126,8	140,2	150,2	156
İrlanda	65,5	97,4	107	114,3
İtalya	116,0	118,9	120,2	119,9
Belçika	96,2	98,6	100,5	102,1
Almanya	73,4	75,7	75,9	75,2
Fransa	78,1	83	86,8	89,8
Euro Bölgesi	79,1	84,1	86,5	87,8

Tablo 3: Bazı Avrupa Ülkelerinin Bütçe Açığı/GSYİH Oranları (%)

	2009	2010T	2011T	2012T
Portekiz	-10,0	-7,3	-4,9	-5,1
İspanya	-11,1	-9,3	-6,4	-5,5
Yunanistan	-15,4	-9,6	-7,4	-7,6
İrlanda	-14,4	-32,3	-10,3	-9,1
İtalya	-5,3	-5,0	-4,3	-3,5
Belçika	-6,0	-4,8	-4,6	-4,7
Almanya	-3,0	-3,7	-2,7	-1,8
Fransa	-7,5	-7,7	-6,3	-5,8
Euro Bölgesi	-6,3	-6,3	-4,6	-3,9

Şahin Zuluğ

Ekonomik Araştırmalar Birimi

Sahin.Zulug@akbank.com

Son günlerde Portekiz'in EFSF'e başvurmasına ilişkin beklentiler artarken, ülkenin 70-80 milyar € destek alabileceği belirtiliyor.

## Yeni kurtarma mekanizması ESM:

Avrupa'da 2013'ten itibaren devreye girecek kalıcı kriz çözme mekanizmasının çerçevesi belli oldu: European Stability Mechanism (ESM, Avrupa İstikrar Mekanizması).

Ayrıca halihazırda yürürlükte olan geçici Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması'nın (EFSF) borç verme kapasitesinin 250 milyar €'dan 440 milyar €'ya çıkarılması kararı alındı. Böylece 2013 yılına kadar yeni kurtarma operasyonları bu fon çerçevesinde yürütülebilecek. Bu artırımın nasıl yapılacağına ilişkin detayların Haziran ayında netleşmesi bekleniyor.

## ESM'nin büyüklüğü ne kadar?

Bu fon, 500 milyar € borç verebilecek. Bu tutar için de 700 milyar € sermayesi olacak. Bu sermayenin de 80 milyar €'su ödenmiş olacak. Geri kalan 620 milyar €, garantilerden oluşacak. 80 milyar €, 5 taksit halinde ödenecek.

## Kim ödeyecek?

AB ülkelerinin sermayeye katılımı, ECB sermayesindeki paylarıyla aynı oranda olacak. Bu durumda Almanya, nakit sermayede yaklaşık 22 milyar € (%27) ile en yüksek tutarı ödeyecek.

## Yenilikler neler?

- 2013'ten sonra ihraç edilen devlet tahvillerinin bir ülkenin fona başvurması ile yeniden yapılandırılması durumunda özel sektör de maliyete katlanacak. Ancak bunun nasıl olacağı hala net değil. Bu belirsizlik, bu ülkelerin tahvillerin satın alacak yatırımcıların ilave risk primi talep etmelerine sebep oluyor.
- ESM, birincil piyasadan tahvil satın alabilecek, yani ülkelerin tahvil ihraçlarına doğrudan katılabilecek. Ancak ikincil piyasadan alamayacak.
- Yeni fonun ödenmiş bir sermayesi olacak.
- Yeni mekanizma kalıcı olacak

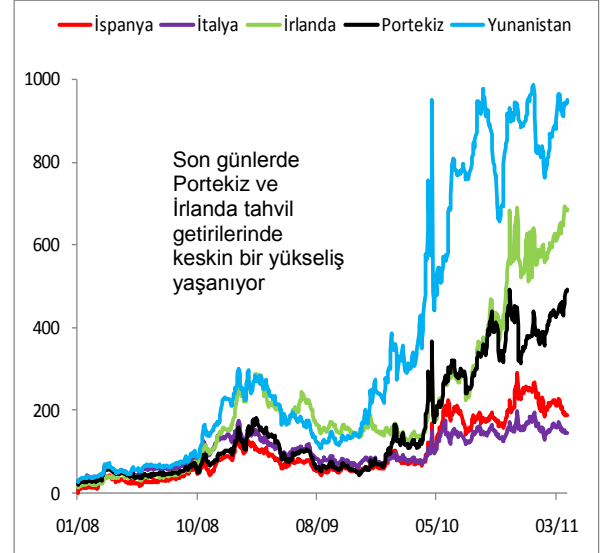
## Getirilen Eleştiriler:

- Bazı yüksek borçlu ülkelerin kaynak ayırmasında problem olabilir: Örneğin İtalya'nın Kamu Borcu/GSYİH oranı %120 iken, ESM'e 125 milyar € sağlaması öngörülüyor. Benzer şekilde İspanya'nın 83 milyar €, İrlanda ve Yunanistan'ın toplam 31 milyar € katkıda bulunması öngörüldü. Bu ülkelerin, bu mali durumları ile bu kaynakları aktarmaları zor olabilir.
- Ödenmiş sermaye taksitle ödeneceğinden, ancak 5 yıl sonra 80 milyar €'ya ulaşabilecek, aradaki süreçte düşük kalması güven problemi yaratabilir.
- Büyük Avrupa ülkelerinde kurtarmaya ilişkin siyasi engeller ortaya çıkabilir. Almanya, ödenmiş sermayenin tek seferde ödenmesinde isteksiz davranarak 5 taksit istedi, daha büyük bir kurtarma ve yüz milyarlarca €'luk bir teminat vermesi gerekmesi durumunda vergi mükelleflerinin tutumunun negatif olabileceği ve bunun da Alman politikacıların aksiyonunu zor hale getirebileceği belirtiliyor. AAA kredi notuna sahip Finlandiya da seçim öncesinde ESM hakkında isteksiz davranıyor.
- Güney Avrupa ülkelerine ilişkin asıl problemin verimlilikten kaynaklandığı, bu ülkelerin bu yönde adım atmadan finansman desteğinin ancak geçici çözüm sağlayacağı yönünde görüşler mevcut. Portekiz nüfusunda yetişkinler arasında lise mezunu olanların oranı %28 iken Almanya'da bu oran %85.

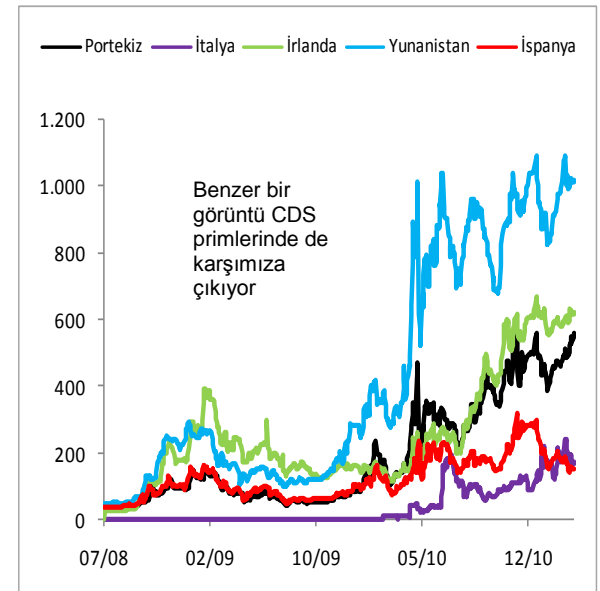
## Sonuç:

İrlanda'da bankalara sermaye desteği sağlansa bile stres testindeki varsayımlardan daha kötü bir senaryo ile karşılaşılması durumunda daha fazla sermaye gerekecek. ESM'de özel sektörün borç yeniden yapılandırmadaki rolüne ilişkin belirsizliğin sürmesi de bir diğer olumsuz faktör. Bu veriler ışığında Avrupa'da yüksek borçlu ülkelerde problemlerin sürmesi ve tahvil getirilerinin uzun bir zaman daha yüksek kalması beklenebilir.

**Grafik 1: Bazı Avrupa Ülkelerinin 10 Yıllık Devlet Tahvili Getirileri (%)**



**Grafik 2: Bazı Avrupa Ülkelerinin 5 Yıllık CDS Primleri (baz puan)**



**Şahin Zuluğ**

**Ekonomik Araştırmalar Birimi**

**[Şahin.Zuluğ@akbank.com](mailto:Şahin.Zuluğ@akbank.com)**

**Strateji - Ekonomik Araştırmalar**

Ekonomikarastirmalar@akbank.com

<b>Dr. Fatma Melek</b> Baş Ekonomist	0 212 350 62 10	<a href="mailto:Fatma.Melek@akbank.com">Fatma.Melek@akbank.com</a>
<b>Sibel Yapıcı</b>	0 212 350 62 12	<a href="mailto:Melek.Yapici@akbank.com">Melek.Yapici@akbank.com</a>
<b>şahin Zuluğ</b>	0 212 350 62 14	<a href="mailto:Sahin.Zulug@akbank.com">Sahin.Zulug@akbank.com</a>
<b>Ayça Karaca</b>	0 212 350 62 19	<a href="mailto:Ayca.Karaca@akbank.com">Ayca.Karaca@akbank.com</a>
<b>Eral Yılmaz</b>	0212 350 62 39	<a href="mailto:Eral.Yilmaz@akbank.com">Eral.Yilmaz@akbank.com</a>
<b>Alp Nasır</b>	0212 350 62 11	<a href="mailto:Alp.Nasir@akbank.com">Alp.Nasir@akbank.com</a>

UYARI: Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne Őekil , suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. İř bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan Akbank TAş, Ak Yatırım Ař ve çalışanları sorumlu değildir. Akbank TAş ve Ak Yatırım Ař her an, hiçbir Őekil ve surette n ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olan iř bu rapor ve yorumlar, kapsamı bilgiler, tavsiyeler hiçbir Őekil ve surette Akbank TAş ve Ak Yatırım Ař'nin herhangi bir taahhüdünü tazammum etmediğinden, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler bizatihi bu kişilere ait ve raci olacaktır. Hiçbir Őekil ve surette ve her ne nam altında olursa olsun, her türlü gerçek ve/veya tüzel kişinin, gerek doğrudan gerek dolayısı ile ve bu sebeplerle uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolayısıyla oluşacak maddi ve manevi zarar, kar mahrumiyeti, velhasıl her ne nam altında olursa olsun uğrayabileceği zararlardan hiçbir Őekil ve surette Akbank TAş, Ak Yatırım Ař ve çalışanları sorumlu tutulamayacak ve hiçbir Őekil ve surette her ne nam altında olursa olsun Akbank TAş, Ak Yatırım Ař ve çalışanlarından talepte bulunulmayacaktır. Bu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgiler "yatırım danışmanlığı" hizmeti ve/veya faaliyeti olmayıp; yatırım danışmanlığı hizmeti almak isteyen kişi ve kurumların, iř bu hizmeti vermeye yetkili kurum ve kuruluşlarla temasa geçmesi ve bu hizmeti bir sözleşme karşılığında alması SPK mevzuatınca zorunludur.