



Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

Küresel Mali Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri:

Nasıl Başladı, Hangi Aşamadayız?

**Durmuş Yılmaz
Başkan**

**27 Aralık 2008
Ankara**

Saygı Değer Akademisyenler, Değerli Konuklar,

Bugün burada küresel ekonomide yaşanan gelişmelerin nedenlerini ve bu gelişmelerin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerini çeşitli açılardan ele alarak tartışmak üzere toplanmış bulunmaktayız. Bu çalıştayın hazırlanmasında, başta Türkiye Ekonomi Kurumu Başkanı Sayın Prof. Dr. Ercan Uygur ve bu saygıdeğer kurumun değerli çalışanları olmak üzere emeği geçen herkesi kutluyorum.

Konuşmama yaşanan küresel mali krizin nasıl başladığı konusunda kısa bir özet yaparak başlamak istiyorum.

2000 yılının sonlarında dünya ekonomilerinde yavaşlama belirtilerinin ortaya çıkması ile birlikte, başta ABD olmak üzere Avrupa ve Japonya merkez bankaları, uyguladıkları para politikalarında önemli bir gevşemeye giderek faiz oranlarını düşürdüler. Bu dönemde izlenen gevşek para politikaları, bir yandan varlık fiyatlarında şişme yaratırken, diğer yandan bankaların kısa vadeli ve düşük faizle borçlanarak, başta konut kredisi olmak üzere uzun vadeli kredi plasmanı yapmalarını teşvik etti. Örneğin, ABD ve Avrupa Birlięi'nde kredi artış oranı hızla artarak uzun süre reel bazda çift haneli seviyelerde seyretti. Gelişmekte olan ülkelerde kredi hacmindeki genişleme ise daha belirgindi. Orta ve Doęu Avrupa ülkeleri ile Baltık ülkelerinde özel sektöre verilen kredi hacmi artış oranı reel olarak ortalama yüzde 40'lara ulaştı. Bankaların, konut kredilerine olan talebi artırmak amacıyla kredi çeşitlendirmesine gitmesi ve kredi koşullarını esnekleştirmesi de özellikle geri ödeme olasılığı düşük olan tüketicilerin kredi kullanım oranının hızla artmasına neden oldu.

Bu dönemde genişleyen global likidite arzı ile birlikte uzun dönemli faizlerin düşük seviyelerde seyretmesi, yüksek getiri sunan riskli varlıklara olan talebi artırdı. Bu tip varlıklardan biri de yüksek riskli ipoteğe dayalı konut kredileriydi. Bu varlıklar, menkul kıymet haline getirilip tekrar pazarlanarak global finans sistemi içinde yaygın olarak işlem görmeye başladı. Türev ürünlerin işlem hacmi hızla artarak astronomik seviyelere ulaştı. Ancak, bu tür menkul kıymetlerin likit bir ikincil piyasaya sahip olmaması ve yeterince denetlenememesi, risklerin doğru olarak fiyatlanmasını engelledi. Finans sektöründe denetim, düzenleme ve bilgilendirme faaliyetleri ile özel sektörün risk yönetiminin, iş dünyasındaki hızlı değişimin gerisinde kalması da, aşırı

risk alma, vade uyumsuzlukları ve varlık fiyatları enflasyonu gibi sorunlara zemin hazırladı.

2004 yılının ikinci çeyreğinden itibaren Amerikan Merkez Bankası, enflasyonist baskıları kontrol altına almak amacıyla faiz artırımlarına başladı. Konut talebi 2005 yılı ortalarından başlayarak yavaşladı ve konut fiyatlarındaki artış yerini durgunluğa bıraktı. Bu dönemde başta değişken faizli konut kredileri olmak üzere tüm konut kredilerinde ödeme zorlukları ortaya çıktı. Konut fiyatlarındaki yükseliş eğiliminin tersine dönmesi de müşterilerin konutlarını satarak kredi borçlarını kapatma imkanını sınırladı. 2006 yılından itibaren konut kredilerinde ortaya çıkan ödeme zorlukları, kredi dönüşlerine bağlı olarak ihraç edilen menkul kıymetlerde fiyatlandırma gücüne yol açtı. Yatırımcılar, güven kaybı nedeniyle varlığa dayalı menkul kıymetlere ve ticari kâğıtlara olan taleplerini azalttılar ve daha az riskli olan hazine kâğıtlarına yöneldiler. Finansal kuruluşlar, kısa vadeli likidite ihtiyaçlarını karşılamak için sahip oldukları varlığa dayalı menkul kıymetleri teminat göstermek konusunda problemler yaşamaya başladılar. Piyasalarda önceleri likidite sıkışıklığı olarak ortaya çıkan problemler, bir süre sonra finansal kuruluşların bilançolarında yüksek miktarda zarar yazmaları ile birlikte bu kuruluşları iflas tehlikesi ile karşı karşıya getirdi.

Mevcut duruma baktığımızda eşikaltı konut kredileri piyasasında başlayan sorunun, zamanla konut kredisi piyasasının diğer bölümlerine ve diğer finans piyasalarına da yayıldığını ve finansal istikrarı tehdit eden bir boyuta ulaştığını görüyoruz. Piyasalarda yaşanan güven kaybının etkisiyle, finans kuruluşlarının pozisyonlarını kapatarak nakde dönmeye çalışmaları kredi koşullarında sert bir sıkılaştırma yaşanmasına neden olmaktadır. Eylül ayı içerisinde ABD'nin önde gelen yatırım bankalarından Lehman Brothers'ın iflas başvurusunda bulunması, büyüklüğü ne olursa olsun her finans kuruluşunun iflasın eşiğine gelebileceğini ve hatta iflas edebileceğini göstermiştir. Bunun neticesinde piyasalardaki gerginlik tırmanmış, risk algılamalarındaki bozulmanın etkisiyle finans kuruluşları birbirlerine borç vermede isteksiz davranma eğilimine girmiş ve daha yüksek risk primi talep etmeye başlamışlardır. Karmaşık menkul kıymetlerin ihracı durma noktasına gelmiş ve özel sektör tahvil piyasasında risk primi önemli ölçüde yükselmiştir.

Gelişmiş ülkelerde merkez bankaları ve hükümetler geçen zaman zarfında finansal çalkantının ekonomileri üzerindeki etkilerinin sınırlı kalmasını ve güven

ortamının yeniden tesisini sağlamak amacıyla çeşitli önlemler almışlardır. Ancak finans kuruluşlarının mali durumlarına ilişkin olumsuz haberler, zararların artarak devam etmesi ve ekonomik verilerin beklentilerin altında gerçekleşmesi, söz konusu önlemlerin etkinliğini sınırlamış, finansal istikrara ve ekonomik gidişata ilişkin endişelerin artmasına neden olmuştur.

Likidite koşullarının olumlu olduğu 2003-2007 döneminde özellikle borç dinamiklerinde bozulma gözlenen, dış kaynak ihtiyacı yüksek olan, bütçe yapısı sağlam olmayan ülkeler bugün finansal çalkantıdan en çok etkilenen ülkeler olmuşlardır. Söz konusu gelişmeler ışığında Uluslararası Para Fonu (IMF) 2008 ve 2009 yılı küresel büyüme tahminini her üç ayda bir yayınladığı raporlarda kademeli olarak aşağı çekmiştir.

Değerli Konuklar,

Finans sektöründe sorunların ortaya çıkması ile birlikte gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkelerin büyüme dinamiklerinde bir ayrışma yaşanabileceği konusu gerek kamuoyunda gerekse politika yapıcılar arasında uzun süre tartışılmıştı. Küreselleşmenin hız kazandığı, ülkeler arasında artan dış ticaret ile birlikte ülkelerin büyüme devrelerinin birbirlerine yakınsadığı bir dönemde, ülkeler arasında bir ayrışma olmasını beklemenin gerçekçi bir yaklaşım olmadığı artık ortaya çıkmıştır.

Öte yandan, uygulanan döviz kuru rejimine bağlı olarak ülkelerin hem likidite bolluğundan hem de likidite daralmasından farklı bir şekilde etkilendiği görülmektedir. Diğer bir deyişle ayrışma, sabit kur rejimi uygulayan ülkeler ile dalgalı kur rejimi uygulayan ülkeler arasında yaşanmaktadır. Konuşmamın bu kısmında farklılığın nereden kaynaklandığı konusuna değinmek istiyorum.

Likidite imkanlarının yüksek olduğu 2007 yılı öncesi dönemde, sabit kur rejimi uygulayan ülkelerin merkez bankaları, uygulanan kur rejiminin gereği olarak yurt içine gelen dövizini satın almış ve karşılığında piyasaya yerel para birimi vermiştir. Bunun sonucunda bu ülkelerin merkez bankalarının döviz rezervlerinde yüksek oranlı artışlar meydana gelirken, piyasaya aktarılan likidite nedeniyle para arzı da hızla büyümüştür. Her ne kadar merkez bankaları açık piyasa işlemleri gibi düzenlemelerle fazla likiditeyi sterilize etmeye çalışmışlarsa da çoğunlukla başarılı olamamışlardır.

Piyasalardaki likiditenin artması faiz oranlarını düşürmüş, yurt içi yatırım ve tüketim harcamalarının yüksek oranda artmasına, ekonominin aşırı ısınmasına ve sonuç olarak ücretlerde, mal ve hizmet fiyatlarında yüksek artışlar meydana gelmesine yol açmıştır. Özetlemem gerekirse sabit kur rejimi uygulayan bir ülke, likidite bolluğunun olduğu dönemde yüksek büyüme oranları yakalamış ancak aynı zamanda yüksek enflasyona maruz kalmıştır.

Uluslararası piyasalarda likidite bolluğunun yaşandığı bu dönemde dalgalı döviz kuru rejimi uygulayan bir ülke ekonomisi için gelişmeler, sabit kur rejimi uygulayan ekonomilere göre bazı farklılıklar göstermiştir. Bu ülkelerde sabit kur rejimi uygulanmadığından, merkez bankaları, kurun seviyesini etkilemek için döviz piyasasına müdahalede bulunmamış, para arzındaki artışı sınırlamış, uyguladıkları faiz politikaları ile iç talep genişlemesinin kontrolden çıkmasına mani olmuşlardır. Sonuçta dalgalı kur rejimi uygulayan bir ekonomide, sabit kur rejimi uygulayan bir ekonomide olduğu gibi ekonomik büyüme ile beraber enflasyon oranlarında da artış meydana gelmiş; ancak görece olarak hem büyüme hem de enflasyon oranındaki artış daha sınırlı olmuştur. Rakam vermek gerekirse, para birimleri Euro'ya sabitlenmiş olan ülkelerde enflasyon oranları 2007 yılının başında yüzde 5 seviyesinde iken 2008 yılının ortasında yüzde 14 seviyesine yükselmiştir. Benzer bir gelişme para birimlerini ABD Dolarına karşı sabit tutan Ortadoğu ülkelerinde de görülmüş ve enflasyon oranları ortalama 4 kat artmıştır. Aynı dönemde dalgalı kur rejimi uygulanan ülkelerde enflasyon oranındaki artış ise sabit kur rejimi uygulanan ülkelerdeki artışa göre daha sınırlı kalmış ve ortalama yüzde 3 seviyesinden yüzde 7 seviyesine yükselmiştir.

Değerli Konuklar;

Uluslararası piyasalarda likidite bolluğunun yaşandığı bir dönemde, uygulanan kur rejiminin, ekonomilerde nasıl bir farklılık yarattığını özetlemeye çalıştım. Benzer bir farklılık kredi daralmasının yaşandığı mevcut dönemde de kendini göstermektedir.

Sabit veya yönetilen kur rejimi uygulayan ülkelerde merkez bankaları, sermaye çıkışı karşısında döviz satarak kurun seviyesini korumaya veya kuru belirli bir bandın içerisinde tutmaya çalışmaktadır. Ancak bu durum rezervlerin önemli miktarda azalmasına ve risk priminin artmasına yol açmıştır. Örneğin Rusya Merkez Bankası'nın uluslararası rezervlerinde Ağustos ayından bu yana 110 milyar ABD

Doları düzeyinde bir gerileme yaşanmıştır. Bunun yanı sıra Merkez bankalarının döviz satışları, yurt içinde para arzının sert bir şekilde daralmasına, piyasa faizlerinin yükselmesine ve likidite koşullarının öngörülenin de ötesinde sıkılaşmasına yol açmaktadır. Bunun sonucunda hem iktisadi faaliyette hem de enflasyon hızında sert bir yavaşlama yaşanmaktadır.

Sabit kur rejimi ile kıyaslandığında, dalgalı kur rejiminin para otoritelerine önemli bir esneklik kazandırdığını görüyoruz. Likiditenin bol olduğu dönemlerde faiz oranlarının merkez bankasının etkisinde olması ve yerel para biriminin değer kazanması iktisadi faaliyette aşırı ısınmayı önlerken, likiditenin daraldığı dönemde faiz oranlarının kontrollü olarak gevşetilmesi ve para biriminin değer kaybetmesi iktisadi faaliyette daralmanın boyutunu sınırlamaktadır. Diğer bir deyişle dalgalı kur, sermaye akışının serbest olduğu bir ortamda ekonominin uluslararası likidite koşullarına karşı her iki yönde de aşırı sert tepkiler vermesini engelleyen bir emniyet subabı görevi görmektedir. Nitekim dünya ekonomilerine baktığımızda, dalgalı kur rejimi uygulayan ülkelerin hem büyüme hem de enflasyon oranlarında daha ılımlı bir azalış yaşandığı gözlenmektedir.

Değerli Konuklar;

Merkez Bankası'nın Türkiye ekonomisinin karşılaştığı şoklar karşısında almış olduğu para politikası kararlarının anlaşılabilmesi için ekonominin maruz kaldığı şokların niteliğinin doğru analiz edilmesi gerekmektedir. Konuşmamın bu bölümünde Merkez Bankasının 2006 yılında yaşanan dalgalanmaya ve devam etmekte olan küresel çalkantılara karşı uygulamış olduğu para politikasındaki farklılığa değinmek istiyorum.

2006 yılının ilk aylarında yurt içi ve yurt dışı talep göstergeleri her iki talebin de güçlü olduğuna işaret etmekteydi. 2006 yılı ikinci çeyrek GSYİH büyümesi yüzde 9,7 olarak gerçekleşirken, hanehalkının yurt içi tüketim büyüme oranı yüzde 8,8 seviyesine yükselmişti. Bu dönemde reel olarak tüketici kredilerinin yıllık artış oranı yüzde 100'ün üzerine çıkarken konut kredilerindeki artış oranı yüzde 400 seviyelerine yükselmiş, yurt içi toplam kredilerdeki yıllık artış oranı ise yıllık bazda yüzde 50 düzeyine ulaşmıştı. Söz konusu dönemde ihracat artış hızının gerek ABD Doları

bazında gerekse reel olarak yüksek seviyelerde seyretmesi dış talep koşullarının da güçlü olduğuna işaret etmekteydi.

2006 yılının Mayıs ayında uluslararası sermaye koşulları gelişmekte olan ülkeler aleyhine değişti. Bunun sonucunda Türkiye'nin de dahil olduğu birçok gelişmekte olan ülkeden sermaye çıkışları yaşandı. Yeni Türk Lirası yaklaşık olarak yüzde 30 değer kaybetti. Bu durum gıda fiyatlarındaki kuraklıktan kaynaklanan sert artışlarla birleşerek enflasyonun yükselmesine ve enflasyon beklentilerinin hedeflerin üzerine çıkmasına neden oldu. Enflasyon oranları tekrar çift haneli seviyelere yükseldi ve 2006 yılının Haziran ayında yıl sonu TÜFE beklentileri yıl başına göre 4,2 puan arttı.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2006 Mayıs çalkantısı sırasında yaşanan sermaye çıkışının fiyatlama davranışları üzerinde kalıcı etkiler oluşmasını engellemek amacıyla beklenmeyen ve güçlü bir parasal sıkılaştırma tepkisi verdi. Bu çerçevede kısa vadeli faiz oranları Haziran ayında 400 baz puan artırıldı. Alınan önlemler sonucunda enflasyon beklentileri büyük ölçüde kontrol altına alındı. Enflasyonun, tekrar hedefle uyumlu patikaya yakınsaması sağlandı. Eğer bu dönemde Merkez Bankası parasal sıkılaştırma uygulamamış olsaydı, enflasyon oranı ve enflasyon beklentileri daha yüksek seviyelere ulaşabilecekti.

Değerli Konuklar;

2007 yılının ortalarında başlayan ve zamanla Türkiye ekonomisini de kuvvetli bir şekilde etkileyen mevcut krizde ise farklı bir iktisadi konjonktür ile karşı karşıyayız. Dolayısıyla bu dönemde Merkez Bankasının politika tepkisi de 2006 yılına göre farklı olmuştur.

İki dönem arasında gözlenen en önemli farklılıklardan bir tanesi, Türkiye ekonomisinin yaşanan uluslararası mali krize, görece olarak ılımlı bir yurt içi talep yapısı ile girmesidir. Birkaç örnek vermek gerekirse, 2007 yılının ortasında kredi genişlemesi yıllık bazda reel olarak yüzde 15 civarındaydı – diğer bir deyişle 2006 yılı Nisan ayındaki artışın üçte birinden azdı. Konut kredilerindeki artış oranı yüzde 400'lerden, yüzde 20'ler seviyesine gerilemişti. Büyüme hızı, yurt içi dayanıklı eşya satışları gibi göstergeler de 2006 yılına kıyasla daha dengeli bir yapı arz etmekteydi.

2007 yılının ortasında gelişmiş ülkelerin finans piyasalarında likidite sıkışıklığı olarak ortaya çıkan kriz, 2008 yılında gelişmekte olan ülkelerde de kendini belirgin olarak hissettirmeye başladı. Gelişmekte olan ülkelere hızlı bir sermaye çıkışı yaşanması birçok ülkede olduğu gibi Türkiye’de de yerel para birimlerinin önemli ölçüde değer kaybetmesine neden oldu.

Bu dönemde Merkez Bankası, Mayıs 2006 çalkantısının aksine parasal sıkılaştırma yapma gereği hissetmemiş; tam aksine finansal koşullardaki ek sıkılaşmayı bertaraf etmek amacıyla kısa vadeli faiz oranlarında Kasım ve Aralık aylarında toplam 175 baz puanlık bir indirimde gitmiştir. Aynı zamanda piyasayı fonlamaya başlayarak gerekli likiditeyi sağlamış, gecelik faiz oranlarının Merkez Bankası borçlanma faizine yakın seviyelerde oluşmasına özen göstermiş, para piyasasında ortaya çıkabilecek aşırı faiz oynaklıklarına müsaade edilmemiştir.

Bu dönemde gıda fiyatları artış oranının gerilemesi ve petrol fiyatlarında gözlenen keskin düşüş enflasyon görünümünü olumlu etkilemiştir. İç talebin yavaşlaması sonucunda döviz kurlarında gözlenen hareketlerin enflasyon üzerindeki etkisinin sınırlı olduğu gözlenmektedir. Son dönemde yurt içi satış, üretim ve güven endekslerine dair açıklanan veriler yurt içi talebin enflasyondaki düşüş sürecine destek verdiği işaret etmektedir. Örneğin yurt içi kredi hacmindeki yıllık reel artış oranı yüzde 15 düzeyine gerilemiştir. 2008 yılının üçüncü çeyreğinde büyüme oranı yüzde 0,5 olurken, Ekim ayında sanayi üretim endeksi yıllık bazda yüzde 8,5 küçülmüştür. Krizin tüm ekonomilere yayılması ve derinden hissedilmesi sonucu özellikle son aylarda ihracat ve ithalat artış oranlarında da keskin yavaşlama gözlenmektedir. Uluslararası kuruluşların yaptığı tahminler, gelişmiş ülkelerin 2009 yılında resesyona gireceğini ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranlarında ciddi oranlarda düşüş yaşanacağını göstermektedir. OECD’nin yayımladığı son raporda da önümüzdeki yıl OECD’ye üye 30 ülkeden 21’inde resesyona yaşanacağı öngörmesi dış talepteki olumsuz görünümün bir süre daha devam edeceğine işaret etmektedir.

Politika faiz oranlarının kurun seviyesine göre değil, enflasyonu, hedefle uyumlu patikanın içinde kalıcı bir şekilde tutmaya yönelik olarak belirlendiğini bir kez daha vurgulamakta fayda görüyorum. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının, “**yüksek faiz, düşük kur**” olarak özetlenen, döviz kurunu düşürmek için faiz oranlarının yüksek tutulması gibi bir uygulaması yoktur, olmamıştır. Döviz kurlarında

hem 2006 Mayıs çalkantısında, hem de son dönemde yaşanan mali krizde sert yükselişler yaşanmasına rağmen, bu iki dönemde farklı para politikaları tepkisi verilmesi bunun en açık göstergesidir. Merkez Bankası, para politikası kararlarında sadece enflasyonun orta vadeli görünümünü esas almaktadır.

Değerli Konuklar;

Geçmişte birçok ülkede yaşanan krizlerin büyük bölümü kamu maliyesinin sürekli açık vermesi ve kamu borçlarının sürdürülemez düzeye çıkmasından kaynaklanmaktaydı. Nitekim bu dönemde uluslararası kuruluşların tavsiyeleri genellikle mali disipline önem verilmesi, kamu harcamalarının kısılması ve kamu gelirlerinin artırılmasına odaklanırdı.

İçinde bulunduğumuz dönemde ise finans kuruluşlarının krizin merkezinde olduğunu görmekteyiz. Finans kuruluşlarının karşı karşıya kaldığı yüksek zararlar, hatta iflaslar, kredi kullandırmakta isteksiz davranılması, risk priminin yükselmesi, varlık fiyatlarının düşmesi gibi sorunlar, tüketici güvenini etkileyerek talep daralmasına neden olmaktadır. Gelişmiş ülkelerde bu dönemde açıklanan harcama artırıcı bütçe paketlerini iki grupta toplayabiliriz.

İlk grup paketler, finansal dalgalanmaları önlemeye yönelik olarak krizin ilk aşamasında ortaya çıkmıştır. Bu paketlerin temel hedefi likidite problemi yaşayan veya iflasın eşiğinde olan finans kuruluşlarına yardım edilmesi idi. Örnek olarak Amerikan Merkez Bankası *Piyasa Yapıcısı Kredi Kolaylığı*, *Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı* ve son olarak da, vadeli finansman piyasasındaki likidite sıkışıklığını önlemeye yönelik olarak *Özel Sektör Tahvil Finansman Kolaylığı* gibi programları uygulamaya koymuştur. ABD Hazine Bakanlığı'na *Acil Ekonomik İstikrar Yasası* kapsamında geliştirilen *Sorunlu Varlıkları Kurtarma Planı* çerçevesinde likiditesi düşük ipotekli kredileri devralma yetkisi verilmesi, birçok Avrupa ülkesinin, gerektiğinde kamu kaynaklarının kullanılması yoluyla finansal kuruluşlara sermaye aktarılabilmesini kapsayan eylem planları, ilk gruptaki paketlere örnek olarak sıralanabilir.

İkinci grup paketler ise krizin finans sektöründen reel kesime yayılmaya başlaması ile ortaya çıkmaya başlamıştır. Bunlar, ekonomik küçülmeyi azaltmaya yönelik olarak kamu harcamalarının artırılması veya reel sektöre kredi desteği

sağlanması gibi önlemleri içermektedir. Finans sektörünün şiddetli bir kredi daraltmasına gitmesi ve varlık fiyatlarının düşmesi yurt içi talep üzerinde kuvvetli bir baskı yaratmaktadır. Bu tür paketler ile özel sektörün tüketim ve yatırım harcamalarını kısması sonucunda ortaya çıkan talep açığının, kamu harcamaları ve vergi indirimleri ile kapanması planlanmaktadır. İçinde bulunduğumuz ortamda, mali paketlerin zamanında, büyük ölçekli, çeşitlendirilmiş, orta vadeye yayılmış, diğer ülkeler ile koordineli ve en önemlisi kamu borç stoku açısından sürdürülebilir olması tartışılmaktadır.

Türkiye özeline baktığımızda şöyle bir resim görüyoruz. Türkiye’de bugüne kadar bankacılık sistemine yönelik bir nakit önlem paketine ihtiyaç duyulmamıştır. Bunun en önemli nedeni Türkiye’nin benzer bir paketi, 2001 yılında yaşanan krizin ardından ve kamu bütçesine ağır bir yük getirme pahasına uygulamış olmasıdır. Diğer bir deyişle birçok ülkenin finans piyasalarına yönelik getirdiği kurtarma paketlerinin ve düzenlemelerin birçoğu, Türkiye’de Şubat 2001 krizi sonrasında zaten uygulanmıştır. Bugün tartışılan Türkiye’nin ikinci grupta yer alan, reel sektörü canlandırmak amacıyla kamu kaynaklarını kullanmayı veya reel sektöre kredi desteğinde bulunmayı içeren bir paket hazırlamasına gerek olup olmadığıdır.

Değerli Konuklar;

İçinde bulunduğumuz ortamda her ülkenin, resesyondan kaçınmak için önlem paketleri hazırlarken, paketin toplumsal getiri ve maliyet analizini çok iyi yapması gerekmektedir. Ne var ki küresel mali krizin etkilerini hafifletmeye yönelik politikaların yoğun olarak tartışıldığı mevcut ortamda, uygulanması düşünülen politikaların getirilerinin ön plana çıktığı, bu paketlerin toplumsal maliyetinin ise göz ardı edildiği görülmektedir.

Genişleyici maliye politikalarının maliyeti önemli ölçüde reel faiz düzeyi tarafından belirlenmektedir. Yerel paraları rezerv para niteliğinde olan, derin finans piyasalarına sahip birçok gelişmiş ülkede, genişleyici maliye politikaları, en azından şimdilik, ucuz bir şekilde finanse edilebilmekte, bütçe açıklarının artması reel faizler üzerinde yukarı yönlü bir baskı yaratmamaktadır. Böylece, genişleyici maliye politikalarının toplumsal maliyeti, kısa vadede düşük seviyede kalmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin benzer politikalar uygulama kapasitesi ise daha sınırlıdır. Kendi para biriminden yurt dışında borçlanma imkanı kısıtlı olan, finans sektörünün yeterince gelişmediği, sermaye birikiminin yetersiz olduğu ülkelerde bütçe açığını artırıcı politikalar uygulanması, bir yandan kamu borç yükünü ağırlaştırarak risk priminin artış göstermesine, diğer yandan özel sektörün kullanabileceği kredi olanaklarının daralmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla bu ülkelerde genişleyici maliye politikaları, esasında iktisadi faaliyet üzerinde daraltıcı bir etki yaratabilmektedir.

Elbette iktisadi faaliyette ciddi bir yavaşlama yaşandığı mevcut dönemde gelişmekte olan ülkelerin bir takım mali önlemler almaları gerekmektedir. Bütçede, ekonominin genel dengesini bozmayacak, para politikalarını zorlaştırmayacak ölçüde gevşemeye gidilmesi mümkündür. Ancak birçok ülkenin hareket alanının, ABD, Fransa veya Almanya gibi gelişmiş ülkelere oranla oldukça kısıtlı olduğunun unutulmaması gerekmektedir.

Uygulanan maliye politikalarının başarısı, orta ve uzun vadede sürdürülebilir bir kamu borç yapısının varlığına bağlıdır. Aksi takdirde, bu tür politikalar ekonomide hedeflenen genişletici etkisini kaybedecek, tam aksine risk primini ve faiz oranlarını artırarak iç talepte daha sert bir düşüş yaşanmasına neden olacaktır. Gelişmekte olan ülkeler için bu tehlike daha belirgindir. Borç stoku yüksek olan birçok gelişmiş ülkede de benzer bir durum mevcuttur. Örnek olarak kamu borcunun milli gelire oranı yüzde 100 seviyesinin üzerinde olan İtalya ve Yunanistan gibi ülkelerin borçlanma faizlerinin Almanya'ya kıyasla Aralık ayında 150 baz puan yukarıda gerçekleşmesi, Euro bölgesinde olan ülkeler için bile genişleyici maliye politikalarının bir sınırı olduğunu göstermektedir.

Türkiye'de uzun bir dönem boyunca fiyat istikrarından ve mali disiplinden ödün verilmesi nedeniyle reel faizler görece olarak yüksek, borçlanma vadesi ise görece olarak kısa olmuştur. Bu durum özel sektörün finansmana erişimini olumsuz yönde etkilemektedir. 2001 yılı sonrası dönemde piyasa faizlerinin kademeli olarak gerilemesi ve borçlanma vadelerinin uzaması, bu dönemde fiyat istikrarının ve mali disiplinin tesisine yönelik politikaların başarıyla uygulanmasının bir sonucudur. Bankaların özel sektöre açtıkları kredilerin toplam mevduata oranınının 2002-2008 arası dönemde 60 puan artarak yüzde 80 seviyesine çıkması, aynı dönemde kamu

borçlanma senetlerinin payının kademeli olarak 35 puan azalarak yüzde 30'lar seviyesine gerilemesi genişlemeci-sıkı maliye politikası uygulamalarına en çarpıcı örnektir. Bu nedenle alınacak önlemlerin, mali gevşemeye yol açacak harcama artışı ayağının görelî olarak sınırlı olması, kredi mekanizmasının etkin işleyişinin desteklenmesi ve güveni artıracak önlemlere ağırlık verilmesi Türkiye'de iktisadi faaliyete en büyük desteği sağlayacaktır.

Merkez Bankası, fiyat istikrarını sağlama temel amacı ile çelişmemek kaydıyla, uluslararası piyasalardaki sorunların ekonomimiz üzerindeki etkilerini sınırlamak için üzerine düşen tedbirleri bundan önce olduğu gibi bundan sonra da kararlı, ölçülü ve zamanında almaya devam edecektir.

Konuşmama burada son verirken tüm katılımcılara saygılar sunuyorum.