



Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Başkanı
Süreyya Serdengeçti'nin Açılış Konuşması

“Şubat 2001 Krizi Üzerine Düşünceler: Merkez Bankası Bakış Açısından Çıkarılacak Dersler”

erc/ODTÜ VI. Uluslararası Ekonomi Konferansı

Ankara, 11 Eylül 2002

9.³⁰-10.³⁰

Bugün burada tüm dünya merkez bankalarının karşılaştığı bazı temel sorunların tartışılacağı ODTÜ Ekonomi Konferansı'nda sizlerle birlikte olmaktan çok mutluyum.

Bugünkü konuşmamda sizlere enflasyon tahminlerinden ya da piyasa gelişmelerinden bahsetmek yerine, işin içinde olan biri olarak Merkez Bankası'nın Şubat 2001 Krizi'nin atlatılmasına yönelik çabalarının temel unsurlarını sizlerle paylaşmak istiyorum. Kriz yönetimine ilişkin deneyimlerimizi tartışmanın, sayısız literatürden takip ettiğimiz mali krizlerin uygulamadaki temel unsurları konusunda anlayışımızı geliştirmek açısından katılımcıların çoğunluğu için aydınlatıcı olacağına inanıyorum.

Bankaların yeniden yapılandırılması operasyonu sonucunda ortaya çıkan önemli miktarda likiditenin rekor sürede geri çekilmesiyle hiperenflasyonun önlenmesine katkıda bulunan kriz yönetimi stratejilerimizin temel unsurlarına geçmeden önce bir ön bilgi olarak Şubat krizinin kısa bir değerlendirmesini yapmak istiyorum. Olaylara geriye dönüp bakarak yorum yapmanın avantajını kullanarak, konuşmamı deneyimlerimizden çıkarabileceğimiz derslere değinerek bitireceğim.

ŞUBAT KRİZİNİN KISA BİR DEĞERLENDİRMESİ

Kronik enflasyon, yüksek reel faiz oranları ve gittikçe bozulan borç dinamikleri nedeniyle sorunlar yaşayan ekonomisini istikrara kavuşturmayı amaçlayan Türkiye, 1999 Aralık ayında uluslararası finans kuruluşlarınca desteklenen döviz kuruna dayalı bir istikrar programı başlatmıştır.

Diğer istikrar programı dönemleri bu kararın doğru olduğunu düşündürmektedir. İstikrar paketlerinde sabit döviz kuruna bir şekilde yer veren ve tabii ki Merkez Bankası kredilerini donduran- ki bu döviz kuruna dayalı istikrar programlarının ayrılmaz bir özelliğidir- ülkelerin enflasyonla mücadele ve mali disiplin sağlama konularında daha başarılı oldukları görülmüştür. Buna ek olarak, döviz kuruna dayalı istikrar programları (DKDİP) benimseyen ülkeler parasal büyüklüklere dayalı istikrar programları benimseyen ülkelere nazaran verimde daha hızlı bir düzelmeye sağlamışlardır (Tablo 1).

Enflasyonu düşürmede nominal çapa olarak etkinliğine rağmen, DKDİP'nin benimsenmesi ülkenin temel özelliklerine bağlı olarak sabit kur rejiminin çöküşüyle biten bir takım tehlikeleri de beraberinde getirmektedir. Bugüne kadar elde edilen verilere bakarak, programın çökmesine neden olabilecek en az dört ana etken belirlenmiştir: (i) tutarsız mali politika; (ii) zayıf bankacılık sistemi; (iii) önceden ilan edilmiş bir çıkış tarihi ya da stratejisinin olmaması; (iv) olumsuz ticaret hadleri şokları gibi döviz kurunun yükseltilmesinin refahı yükseltici hale geldiği olumsuz şoklar.

Tablo 1. İstikrar Programlarının Gözleme Dayanan Temel Özellikleri

Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programı

Enflasyonun devalüasyon oranına aşamalı olarak yaklaşması
Ülke parasının reel olarak değer kazanması
Ticaret dengesinde ve cari işlemlerde bozulma
Reel faaliyetlerde (reel özel tüketim ve reel GSYİH) önce bir artış sonra da azalma gözlemlenmesi
Yurtiçi reel faiz oranlarının tepkisinin belirsiz olması

Parasal Büyüklüklere Dayalı İstikrar Programı

Enflasyonun para arzının artış hızına aşamalı olarak yaklaşması
Ülke parasının reel olarak değer kazanması
Ticaret dengesi ve cari işlemlerde belirgin bir değişiklik olmaması
Başlangıçta ekonomik faaliyetlerde bir daralma olması
Yurtiçi reel faiz oranlarında başlangıçta bir artış olması

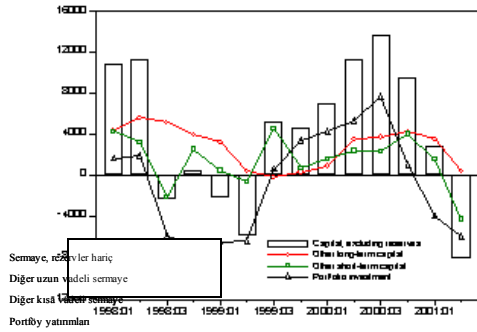
Kaynak: Calvo, Guillermo A., ve Carlos A. Végh, 1994, "Inflation Stabilization and Nominal Anchors," *Contemporary Economic Policy*, Cilt: 12, sayfa. 35-45.

İlk bakışta, Türkiye’de uygulanmaya başlayan DKDİP, programın uygulamaya konmasından 18 ay sonra genişleyecek bir döviz kuru bandına geçişi öngördüğü için bir çıkış stratejisinden yoksun değilmiş gibi görünmektedir. Ancak, şimdi görülüyor ki döviz kuru çıpasından yumuşak bir çıkış, olumlu küresel ekonomik koşulların olmasına ve yerel ekonomik programın yolunda gitmesine bağlıdır. Ne yazık ki, daha sonra ayrıntılarıyla değineceğim üzere, bu koşullar Türkiye’de mevcut değildi. Değindiği diğer faktörler ise programın çöküşü üzerinde farklı derecelerde daha belirgin olarak etkili olmuşlardır.

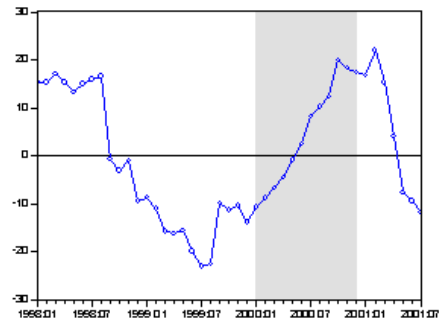
Şimdi izninizle Türkiye’de uygulanan DKDİP’nin çöküşünün ardında yatan temel nedenler konusuna geri dönmek istiyorum.

Öncelikle pek çok DKDİP’de olduğu gibi Türkiye de programın yürürlüğe konmasından sonra büyük miktarda sermaye girişine sahne oldu (Şekil 1). Bu girişlerin büyük bölümü bankaların ve özel sektörün dışarıdan aldığı borçlardan oluşmakta iken, doğrudan yabancı yatırımların katkısı sınırlı olmuştur. Bu gelişmeler, üzerinde çok tartışılan ve çıpalı döviz kurunun dövizle borçlanmak isteyenlere üstü kapalı bir şekilde garanti vereceğini öne süren moral zarar sorununu da belli ölçüde destekliyordu. Yetkililer çıpayı sürdürmek için genellikle bunun değişmesi ihtimali olmadığı konusunda ısrar etmektedirler. Bu şekilde, hükümet özel sektöre döviz kuru değişiklikleriyle ilgili bir garanti vermektedir. Bu durumda sermaye girişi olmakta, ancak ekonomi dıştan gelen şoklara karşı daha savunmasız hale gelmektedir. [1]

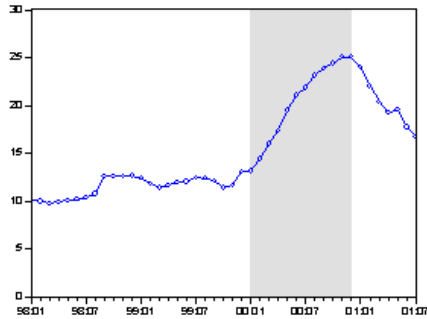
Şekil 1. Sermaye Hareketlerinin Değerlendirmesi
(milyon ABD doları, 12-aylık kümülatif)



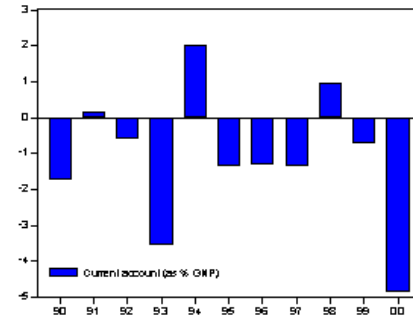
Şekil 2. Kredilerin Artış Oranı (Yıllık)



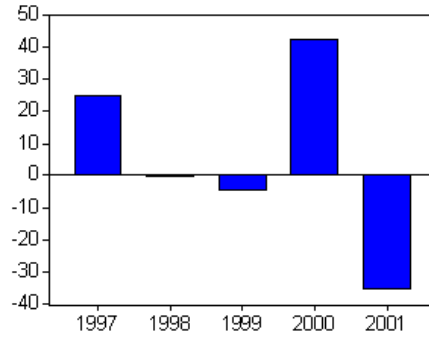
Şekil 3. Tüketici Kredilerinin Toplam İçindeki Payı



Şekil 4. Cari Hesap Gelişmeleri



Şekil 5. Tüketim Malları İthalatında Artış
(ABD doları, yıllık)



Sermaye girişinde meydana gelen artış, bankaların elindeki borç verilebilir fon miktarını artırarak bankaların bir borç verme dalgası yaratmasına neden oldu (Şekil 2). Bilindiği gibi, kredi artışları en az üç nedenden ötürü bankaların varlıklarının kalitesindeki düşüşe katkıda bulunarak mali açıdan zayıflığa neden olmaktadır.

Birincisi, bankaların projeleri değerlendirme kapasiteleri sınırlıdır. İkincisi, düzenleme kuruluşlarının denetleme kapasiteleri ve kaynakları sınırlıdır. Üçüncüsü, beklenen getirileri varyanslarına oranla yüksek olan “iyi” projelerin sayısı azdır.

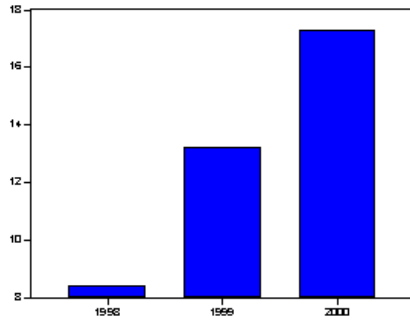
Türkiye’nin yaşadığı tüketime dayalı kredi artışı -tüketici kredilerindeki dikkat çekici artıştan da anlaşılacağı üzere (Şekil 3)- büyük cari hesaplar açığına etki eden önemli bir faktör olmuştur (Şekil 4 ve 5).

İkinci olarak, bankaların istikrara kavuşturulması ve döviz çıkışının korunması birbiriyle çatışan amaçlar oldukları için zayıf ve yeterince denetlenemeyen bankacılık sektörü, sabit döviz kuru rejimlerinin çökmesine neden olan temel etkenler olmaktadır. Türkiye’de de durum farklı değildi; şekilde de açıkça görüldüğü gibi bankacılık sektörü çeşitli nedenlerden dolayı yeterince denetlenememekte olup bankalar olumsuz şoklara açık hale gelmişti. Tüm bunlar, bu zayıflıkların Türkiye’de DKDİP’ye geçilmeden önce giderilmiş olması gerektiğine işaret etmektedir.

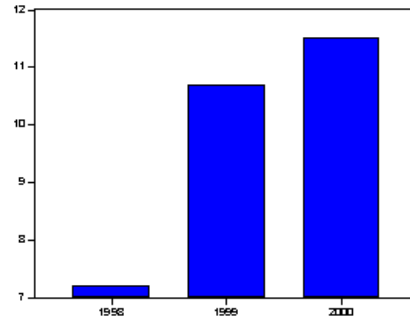
Bu bağlamda, bankacılık sektörünün zayıflıkları, rejimin sürdürülebilirliğini aslında bugüne kadar gözden kaçan bir yönden de etkilemiştir. İlk bakışta, 2000 yılında mali politikalar oldukça sıkı bir görüntü çizerlerken [2], gitgide kötüleyen bankacılık sektörüne verilen üstü kapalı yardım garantileri ve muhtemel açıklar çıpanın sürdürülebilirliği konusunda ciddi endişelere yol açmıştır. Gelecekte meydana gelecek bu açıkların en azından bir kısmının senyorej gelirleri ya da nominal borç stoku üzerine enflasyon vergisiyle finanse edilebileceği beklentisi Türkiye’de çıpanın çöküşüne katkıda bulunmuştur.

Şekil 6. Bankacılık Sisteminin Kırılganlığına İlişkin Temel Göstergeler

**Bankaların Açık Pozisyonları
(milyar ABD doları)^a**

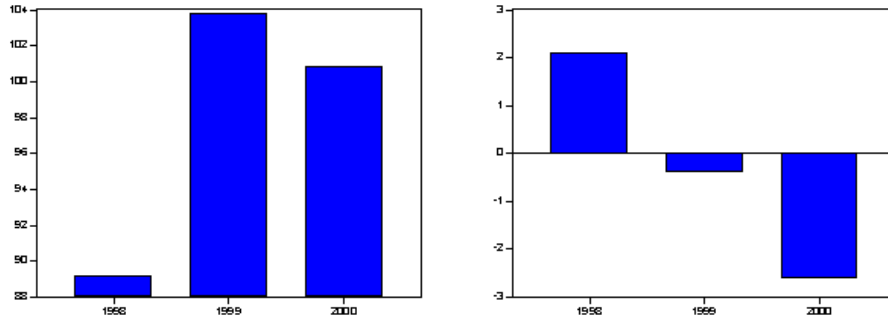


**Geriyeye Dönmeyen Krediler
(Toplam kredilerin yüzdesi olarak)**

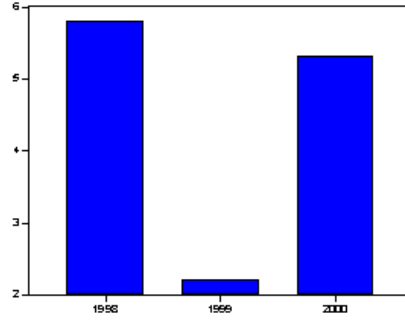


**Bankaların Bilanço Dışı Kalemlerinin
Büyükleri ^b**

Bankaların Net Kârları^b



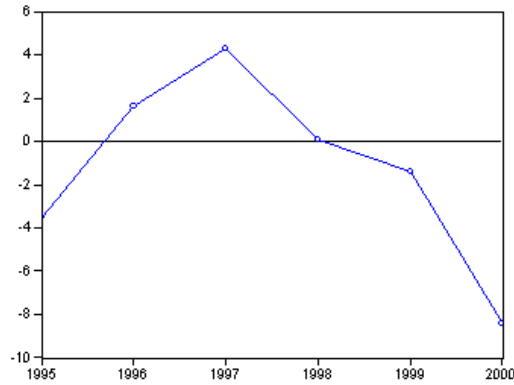
Bankaların Sermayeleri^b



a: Bu hesaplamada bankaların bilanço dışı kalemlerine vadeli işlemlerinin sorumlu yapısı nedeniyle yer verilmemiştir.
b: Toplam varlıklara olan % oranı.

Üçüncü olarak, Şubat krizini etkileyen faktörlerden üzerinde en az tartışılanı ise ülkenin maruz kaldığı belirgin ticaret hadleri şokudur. Petrol fiyatlarındaki büyük artışın bir sonucu olarak, diğer faktörlerle birlikte, ticaret hadleri 1999 ile karşılaştırıldığında yüzde 8.4 oranında düşmüş, böylece zaten büyük olan cari hesaplar açığının daha da kötüleşmesine neden olmuştur (Şekil 7). Cari hesaplar dengesinin yeniden sağlanabilmesi için reel döviz kurunun yükselmesi gerekmekte idi ki, bu, nominal döviz kurunda bir ayarlama yapılmadığı takdirde, yurtdışı fiyatlar seviyesinin düşmesini gerektirecekti. Döviz kurunda her iki türden bir ayarlama olmadığından, ticaret hadleri şoku çıpanın sürdürülebilirliğine ilişkin endişeleri artırdı.

Şekil 7. Ticaret Hadlerinde Yaşanan Değişim (Yüzde değişim)



Dördüncü olarak, istikrar programının başında ek bir finansman kaynağının olmaması, böyle bir finansman olanağının bulunmasının muhtemel bir likidite krizinin oluşmasını önleme ihtimali göz önüne alındığında, programın sürdürülebilirliği açısından zararlı olmuştur.

Bunlardan başka, olumsuz dış kaynaklı gelişmeler-özellikle de Arjantin ekonomisinde yaşananlar- yatırımcıların farklı özellikte olmalarına rağmen bu iki gelişmekte olan ekonomiyi aynı kefeye koymaları nedeniyle bizim lehimize olmamıştır. Bunun sonucunda meydana gelen sermaye kaçıışı da çıpanın sürdürülebilirliğini tehlikeye düşürmüştür.

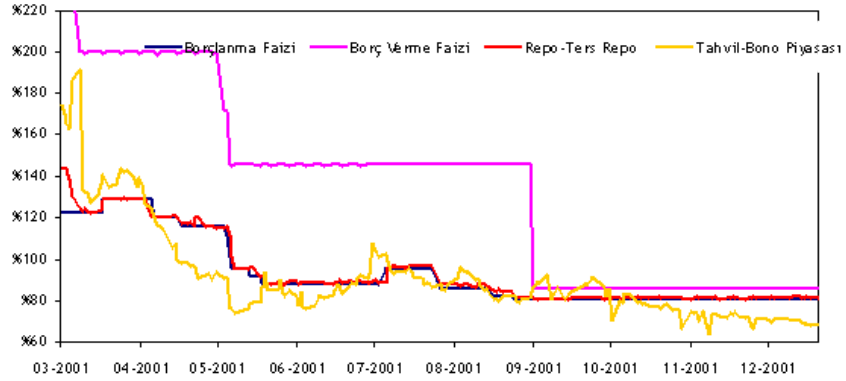
Şimdi kriz yönetimi stratejimizin temel unsurlarına geri dönmek istiyorum.

ŞUBAT KRİZİ SIRASINDA MERKEZ BANKASI'NCA YAPILAN TEMEL OPERASYONLAR

Şubat Krizi sonrasında Merkez Bankası'nın ana hedefi mali istikrarı yeniden sağlamak ve hiperenflasyonu önlemektir. Çıpanın çökmesini takip eden ilk günlerde kamu bankaları ve fon bankalarının likidite ihtiyaçlarının artması ve dövize olan talebin tırmanması nedeniyle aşırı yükselen faiz oranları karşısında

Merkez Bankası ödeme sisteminin bütünlüğünü sağlamak ve mali piyasalara yeniden istikrar kazandırmak için alış ve satış oranlarını ilan ederek para piyasalarına girdi. Çıpanın çökmesi ve dalgalı kur rejimine geçiş, Merkez Bankası'nın yurtiçi krediler üzerindeki sınırlamayı kaldırmasına olanak tanıdı. Sonuç olarak faiz oranları daha makul seviyelere düştü (Şekil 8).

Şekil 8. TCMB'nin Para Piyasalarındaki Faiz Oranı Kotasyonları, İMKB Repo-Ters Repo Piyasaları ve Bono ve Tahvil Piyasaları Ortalama Oranları (Bileşik)



Sadece yabancıların döviz talebinin arttığı Kasım 2000 likidite krizinin tersine, Şubat 2001 krizi sırasında yerleşiklerin döviz talebinin de arttığı görülmektedir. Müşterilerden gelen yüksek miktarda döviz taleplerinin yanı sıra uluslararası yatırımcıların Türkiye'deki risklerini azaltmaları nedeniyle uluslararası pazarlara erişimleri de kısıtlandığı için bankalar döviz likidite sorunuyla karşı karşıya kalmışlardır. Yerel bankaların döviz cinsinden sorumluluklarını yerine getirebilmeleri için Merkez Bankası bankalara bir hafta vadeli döviz mevduatı imkanı getirmiştir. Bundan başka Merkez Bankası, döviz piyasalarındaki aşırı oynaklığı gidermek için para piyasasına müdahale etmiştir. Bu amaçla Merkez Bankası Mart 2001 itibarıyla 2 milyar ABD doları satış yapmıştır.

İç borç stokundaki artış ve bunun para politikası üzerinde yarattığı olumsuz etkiler göz önüne alındığında bankacılık sektörü likidite operasyonu en önemli politika önlemini oluşturmuştur. Kamuya ait bankalar açısından bakıldığında, bankacılık sektörü yeniden yapılandırma süreci iki önemli yönetim kurulunun kurulmasını içermiştir: bunlardan biri kamu bankaları için diğeri de fon bankaları için olup, ilkinin amacı sıfır yeni görev zararı prensibine dayalı olarak kamu bankalarının fon yönetimi fonksiyonlarının geliştirilmesi ve fon bankalarının birleştirilmesi ya da satışı için bir eylem planının hazırlanması olmuştur. Özel bankalar için bankacılık sistemini daha sağlıklı bir yapıya kavuşturmak için ise ana prensip, tüm problemlili ya da iflas halindeki özel bankaların Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilmesi şeklinde belirlenmiştir.

Bu noktada, bu konuyla ilgili olarak üç hususa değinmek istiyorum. Bunlardan birincisi bankacılık yeniden yapılandırma operasyonu; ikincisi bankacılık yeniden yapılandırma operasyonu sonucunda ortaya çıkan likidite fazlasının geri çekilmesi ve hiperenflasyonun önlenmesi; üçüncüsü ise iç borç takası ve bunun sonuçlarıdır.

Kamu Bankaları ve Fon Bankalarında Likidite Operasyonları

Kamu bankaları ve fon bankaları likidite ihtiyaçlarını Kasım krizi öncesinde bile para piyasalarında diğer bankalardan ve Merkez Bankası'ndan borç alarak karşıyorlardı. Türk lirası likiditesinin bankalar arasında eşit olmayan şekilde dağılımı faiz oranlarının hem düzeyini hem de oynaklığını artırarak Kasım krizi sonrasında döviz kuru çıpasının ve Türk lirası likidite yönetiminin etkinliğini azalttı. Bu da piyasalardaki güvenin sarsılmasına neden olarak yabancı paraya doğru bir yönelim başlattı.

Kasım krizinden sonra mudilerin mevduatları da dahil olmak üzere Türk finans sistemi içindeki tüm işlemlerin vadeleri önemli ölçüde kısaldı. Sonuç olarak kamu bankaları ve fon bankaları Şubat krizine çoğunluğu gecelik olmak üzere, birikmiş kısa vadeli yükümlülüklerle girdiler ve bu da faiz oranları ile ilgili olarak bankaları risklere karşı aşırı derecede açık bir hale getirdi. Bu bankalar gereksinim duydukları likidite imkanı kriz sırasında ulaşamadıklarından ödemeler sistemi çöktü.

Kamu bankalarıyla fon bankaları arasındaki rekabet nedeniyle bu bankalar diğer özel bankalara göre daha yüksek mevduat faizi vermeye başladılar. Ayrıca, söz konusu bankaların bankalararası piyasadaki borçlanma oranları da büyük farklılıklar gösteriyordu. Örneğin, kriz sırasında bir kamu bankasının borçlanma oranı yüzde 850 iken aynı faiz oranı başka bir kamu bankası için yüzde 2,200 idi.

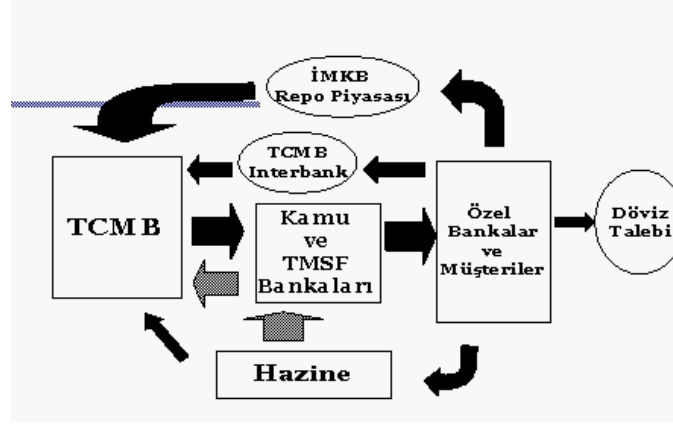
Bu gelişmelerin sonucunda, bu bankaların çok yüksek seviyelerdeki likidite ihtiyaçları para politikasının uygulanmasına engel teşkil eden en önemli nedenlerden biri haline geldi. Piyasadaki faiz oranları Merkez Bankası'nın likidite yönetim stratejisi yerine bankaların likidite ihtiyaçları doğrultusunda belirleniyordu.

Kamu bankaları ve fon bankalarının 26 Şubat 2001'de 15 katrilyon TL olan gecelik borçlanma gereksinimleri 16 Mart 2001 itibarıyla 21.8 katrilyon TL'ye ulaştı. Kamu bankaları ve fon bankalarının büyük miktarlara ulaşan gecelik yükümlülüklerini finanse edemeyecekleri ve yükümlülüklerinin vadelerini para

piyasalarına zarar vermeden uzatamayacakları çok açıktı. Bu nedenle biz, Şubat krizinin hemen sonrasında bu bankaların likidite problemlerini acilen çözmek durumunda kaldık.

Bu sorunun çözümü için Merkez Bankası'nın uygulamaya koyduğu eylemlerin amacı hiperenflasyonu önlemek amacıyla piyasadaki likidite fazlasını kontrol altında tutmak, mali istikrarı desteklemek ve operasyonun mali yükünü en aza indirmek olmuştur. Bu amaçla Merkez Bankası ve Hazine sıkı bir işbirliği içinde çalışarak birzadan sizlere kısaca anlatacağım stratejiyi izlemiştir (Şekil 9).

Şekil 9. Kamu Bankaları ve TMSF'ye Devredilen Bankalar için Yapılan Likidite Destek Operasyonu



Operasyonun başında Hazine, kamu bankalarının görev zararlarını kapatmak için devlet iç borçlanma senetleri ihraç etti ve bankaların negatif sermaye dengelerine müdahale etti. Bu senetlerin kupon oranları Merkez Bankası'nın repo oranlarına endekslenmişti. Bu işlemle, dolaylı kamu borçları doğrudan kamu borçlarına dönüşmüş ve net kamu borcunda değişiklik olmamıştır.

Bir sonraki adımda Merkez Bankası, Hazine tarafından ihraç edilen 14 katrilyon tutarındaki senetleri doğrudan satın almıştır. Merkez Bankası aynı zamanda bu bankalara 7 gün ve 14 gün vadeli olmak üzere 7 katrilyon TL tutarında repo kolaylığı sağlamıştır. Merkez Bankası tarafından söz konusu bankalara sağlanan toplam likidite miktarı 21 katrilyona ulaşmıştır.

Bunlara ek olarak, sözü edilen bankalar arasında rekabeti engellemek için Merkez Bankası bankalar arasında günlük olarak vade ve faiz oranlarında koordinasyonu sağlamıştır. Merkez Bankası söz konusu bankaların hemen hemen tüm gecelik borçlanma ve mevduat işlemlerini 2001 yılının Mayıs ayı itibarıyla kapatmalarını sağlamıştır. Haziran 2001'den itibaren bu bankaların gecelik borçlanma ve gecelik mevduat kabul etme yetkileri kaldırılmıştır.

Likidite operasyonunda bir sonraki adım, kamu bankaları ve fon bankalarının müşterilerine ve özel bankalara olan yükümlülüklerinin bertaraf edilmesini amaçlamıştı ve bu da piyasaya önemli miktarda likidite sürülmesine neden olmuştu. Piyasadaki likidite fazlasını kontrol altında tutmak amacıyla Merkez Bankası, açık piyasa işlemleri yoluyla özel bankaların ve halkın elindeki likiditeyi çekmeye çalışmıştır.

Bu amaçla, Merkez Bankası, Türkiye'deki iki organize piyasada borçlanma kotasyonları ilan etmeye başladı. Piyasalardaki likidite fazlası İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ters repo işlemleri ve Merkez Bankası Bankalararası Para Piyasası'nda gecelik, bir haftalık, iki haftalık ve bir aylık mevduat işlemleri yoluyla çekildi.

Piyasalardaki likidite fazlası büyük miktarlarda olduğundan para piyasasındaki faiz oranları Merkez Bankası'nın açıkladığı faiz oranlarına eşitlendi ve Merkez Bankası tarafından duyurulan oranlar referans değerler oldu. Bu arada Hazine, piyasa koşullarının elverdiği ölçüde piyasadan borçlanarak likidite fazlasının bir bölümünü çekti. Hazine daha sonra Merkez Bankası'nın bilançosunu kontrol altında tutabilmek için Merkez Bankası'nın portföyündeki senetler için erken itfa yaptı.

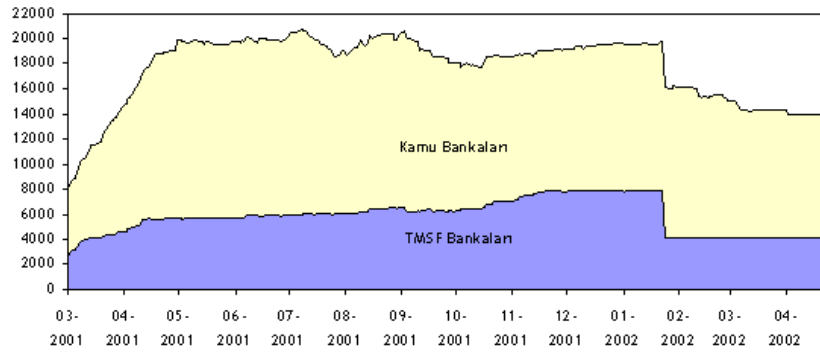
Tablo 2. Kamu ve TMSF Bankalarına Likidite Desteği Operasyonu Gecelik Borçlanma Kaynakları (Katrilyon TL)

| | 16.03.01 | Pay | 31.05.01 | Pay |
|---|-------------|-----|-------------|-----|
| Toplam | 21.8 | | 20.3 | |
| TCMB Repo + Alım | 8.1 | 37% | 19.6 | 97% |
| Özel Bankalar | 5.9 | 27% | 0 | 0% |
| Gecelik Müşteri Mevduatları ve Repoları | 7.7 | 36% | 0.6 | 3% |

Kısacası, kamu bankaları ve fon bankalarına yönelik olarak yapılan likidite operasyonu Mayıs 2001 sonu itibarıyla büyük ölçüde başarı ile tamamlanmış oldu (Tablo 2). Merkez Bankası da 7 katrilyon sınırları dahilinde kaldığı sürece bu bankalara sunduğu repo olanağını sağlamaya devam etti. Söz konusu bankalarca kullanılan repo miktarı bu bankaların likit pozisyonları iyileştikçe azalmıştır. Fon bankalarının 3.6 katrilyon Türk lirası tutarındaki repo yükümlülükleri Şubat 2001'de IMF kredisi kullanılarak ödenmiştir. Diğer taraftan kamu bankalarının Nisan 2002'de repo borçlarını ödemeleriyle likidite operasyonu tamamlanmıştır (Şekil 10). Likidite operasyonunun sona ermesiyle birlikte, Merkez Bankası'nın TL likidite olanağından yararlanma konusunda kamu bankaları

ve fon bankalarına, diğer bankalarla eşit şekilde davranılmaya başlanmıştır.

Şekil 10. Kamu ve TMSF Bankalarına Sağlanan Toplam TCMB Likidite Desteği (Repo Stoku+Doğrudan Alımlar, Trilyon TL)



IMF Kredisinin Kullanımı

Likidite operasyonuna ek olarak, 2001'de piyasadaki likiditeyi artıran diğer bir faktör de bütçeyi finanse etmek amacıyla Hazine'nin Merkez Bankası kanalıyla kullandığı IMF kredisi olmuştur. Merkez Bankası'nın IMF'den aldığı 9.9 milyar dolar kredinin 9.6 milyar doları Hazine tarafından bütçe finansmanı için kullanılmıştır. Hazine IMF kredisinin büyük bölümünü iç piyasada Türk lirası cinsinden ödemelerini yapmak için kullanmıştır. Böylece piyasalara önemli miktarda likidite sağlanmıştır.

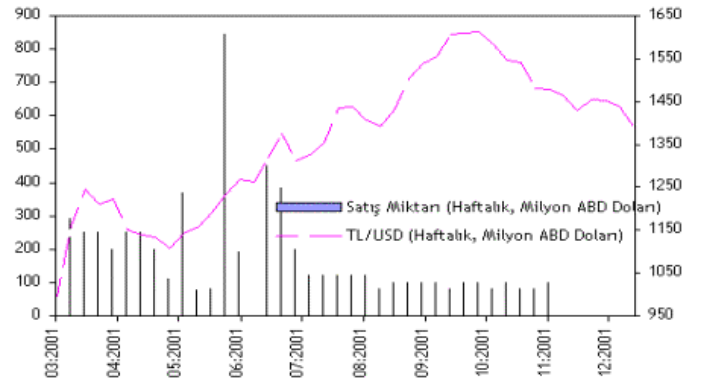
Aşıkardır ki bu kadar yüksek miktarda likiditeyi döviz kuru üzerinde fazladan baskı yaratmadan geri çekmek kolay değildi. Döviz kuruna etki eden başka faktörler de vardı. Bunlar: artan para ikamesi, sermaye kaçışları ve bankalar ve şirketlerin açık pozisyonlarıydı. Bu nedenle 2001 yılı para politikası, döviz kuru üzerindeki baskıyı mümkün olduğunca azaltmak amacıyla büyük miktarda döviz satışı yapılarak likidite fazlasının sterilize edilmesini öngörüordu.

Merkez Bankası Şubat krizinden sonra Mart ayı sonundan itibaren doğrudan döviz satış yöntemini kullanmıştır. Ancak, Mart 2001'den sonra Merkez Bankası döviz satışında dalgalı kur politikasıyla çelişmeyecek şekilde ihale yöntemini kullanmaya başlamıştır. (Şekil 11). Böylece Merkez Bankası döviz satışları bir yandan daha etkili bir sterilizasyon sağlarken diğer yandan da dalgalı kur rejiminin işleyişini bozmadan bankacılık sektöründeki döviz ihtiyacını karşılamış oluyordu (Şekil 12).

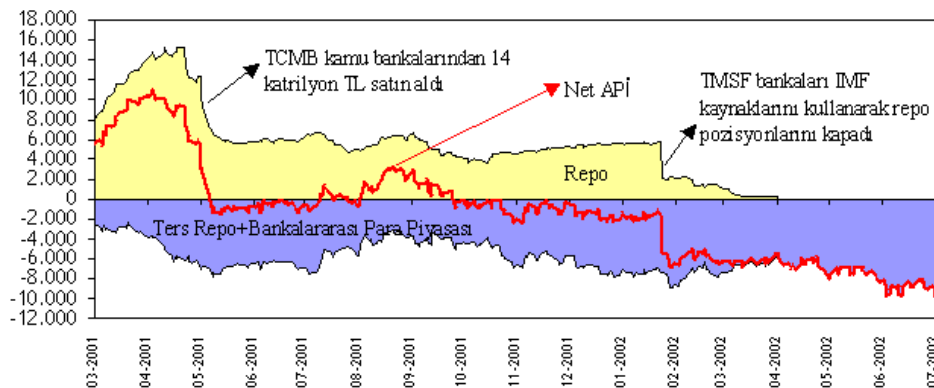
Şekil 11. Merkez Bankası'nın Müdahalesi ve TL/ABD Oranları

Milyon ABD doları

TL/Dolar Bin



Şekil 12. Repo Stoku-Ters Repo-Interbank Çekişleri (Trilyon TL)



İç Borç Takası

Şubat krizinden sonra yapılan bir başka önemli operasyon da iç borç takas işlemiydi. Haziran 2001 ortalarında gerçekleştirilen iç borç takası işlemlerinin amacı devlet borçlarının çevrilmeme riskini azaltmak, faiz oranlarının düşmesini kolaylaştırmak ve bankaların açık döviz pozisyonlarını kapatmalarına yardım etmekte.

Takas, hazine bonoları, daha uzun vadeli sabit ve değişken faizli tahvillerin ABD dolarına endeksli tahviller ve Türk lirası cinsinden tahvillerden oluşan bir paketle takas edilmesini içeriyordu. Borç servisi yapısının eskiden takas edilmiş tahviller için ortalama 6 aya ve yeni tahviller için de 37.5 aya çıkarılmasıyla takas önemli miktarda nakit akışı tasarrufu sağladı (Tablo 3).

Tablo 3: Borç Takas İşlemi

| | Katilyon TL | Ortalama Vade |
|----------------|-------------|---------------|
| İtfa | 9.3 | 6 Ay |
| Yeni İhraç | 9.3 | 37.5 Ay |
| Döviz Endeksli | 6.2 | |
| TL'ye endeksli | 3.1 | |

Buna ek olarak takas, bankaların açık döviz pozisyonlarını önemli ölçüde azaltmıştır. Takas öncesinde özel bankaların bilançolarındaki açık döviz pozisyonları 7.6 milyar ABD doları idi. Söz konusu bankalar bu dolara endeksli yeni tahvillerin büyük bölümünü alınca takas, bilanço içindeki açık pozisyonlarında önemli ölçüde azalmayı beraberinde getirdi. Takas sonucu döviz cinsinden (ya da döviz endeksli) kamu borç stoku yalnızca yüzde 13 artmış, böylece Hazine'nin döviz kuru riskine karşı açıklığındaki artış sınırlı kalmıştır.

POLİTİKA ÇIKARIMLARI

Çince'deki kriz kelimesinin aynı zamanda fırsat anlamına da geldiğini duymuştum, bence bu kamu politikası için de geçerlidir. Kriz bazı şeyleri daha iyi yapabilmek için bir fırsat olabilir. Bu bağlamda, bizim yaşadığımız tecrübenin de buna güzel bir örnek teşkil ettiğini düşünüyorum. Şubat krizinden sonra en çok ihtiyaç duyulan köklü yapısal reformlarla birlikte uygulamaya konan akılcı maliye ve para politikaları, yalnız Türk ekonomisini olumsuz şoklara karşı daha dayanıklı ve krizlere karşı daha az kırılğan yapmamış, aynı zamanda sürdürülebilir kalkınmaya ulaşma imkanlarını da artırmıştır.

Bunları akılda tutarak Türkiye'de yaşanan mali krizden çıkartılabilecek dersleri özetlemek istiyorum. Ayrıca konuşmamı kısa ve öz tutmak amacıyla konuşmam sırasında değinmediğim bazı hususların da altını çizeceğim. Yine de bu hususların ve politika açısından getirdiklerinin yeterince açık olduğuna inanıyorum.

Öncelikle, deneyimlerimize dayanarak, politika tepkisinin ivediliğinin ve merkez bankası ile diğer kurumlar arasındaki yakın işbirliğinin ne kadar önemli olduğunu vurgulamak isterim. Diğer ülkelerde gördüğümüz gibi bankacılık sektöründe yapılan yeniden yapılandırma operasyonlarının yarattığı enflasyonist etkiler çok önemli politika problemleri olabilmektedir. Bizim durumumuzda ise Merkez Bankası piyasadaki likidite fazlasını önlemek için Hazine ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumuyla (BDDK) yakın işbirliği içinde çalışmıştır. Hazine ve BDDK'nın aldığı ek önlemler olmasaydı Merkez Bankası'nın tek başına fazla likiditeyi kontrol etmek için aldığı önlemler çok daha az etkili olurdu.

İkinci olarak, gözlemlediğimiz gibi kriz yönetimi sırasında yapılan işlemlerin şeffaflığı; piyasanın, özellikle bankaların yeniden sermayelendirilmesiyle ilgili olası mali riskleri algılayabilmesi açısından son derece önemlidir. Bu sağlandığı takdirde, piyasa yapıcılarının ve kamuoyunun gözünde yapılan işlemlerin güvenilirliği artmaktadır.

Üçüncü olarak, Şubat krizi, kriz dönemlerinde bankaların ne kadar hassas bir rol oynadığını bir kez daha göstermiştir. İlan edilen katı bankacılık kuralları, iflastan kurtarma işlemleri yapılmasının yasaklanması gibi, nadiren uygulanmaktadır. Bu nedenle, bankacılık borçları büyük ölçüde kesinleşmemiş kamu borçlarıdır. Sonuç olarak, bir bankacılık krizi, iflas eden bankalara verilen üstü kapalı kurtarma garantileri nedeniyle oluşabilecek büyük kamu açıkları dolayısıyla bir para krizine neden olabilir. Piyasa katılımcıları gelecekteki açıklarının en azından bir bölümünün daha yüksek senyora geliri yoluyla finanse edileceğini beklemedikleri sürece, gelecekteki para politikası, sabit döviz kuruyla tutarsızmış gibi algılanacaktır. Bu da, açıklar daha parasallaştırılmaya başlanmadan bir para krizi doğuracaktır. Bu açıdan, devlet garantileri reel şokların bir bankacılık krizini parasal çöküşe dönüştürmesine neden olan başlıca faktörlerdir.

Dördüncü olarak, Türkiye'de DKDİP'nin uygulanması sırasında sermaye piyasalarının olumlu yapısal reformları çabucak unutmaya eğiliminde oldukları, yapısal reformlardaki en küçük eksiklikleri bile hemen fark ettikleri ve kısa vadeli mali sarsıntılara karşı aşırı tepki gösterdikleri görülmüştür. Sermaye girişinin oldukça kalıcı olduğu durumlarda bile, sermaye girişinden elde edilen kazanç sermaye kaçışının getirdiği maliyetin önemli ölçüde altında kalmaktadır. Sonuç olarak, sermaye akışının kalıcılığını olduğundan fazla tahmin etmektense, olduğundan az tahmin ederek yanılmak daha iyidir ve her koşulda politika yapıcılarında

serinkanlı olmaları ve sermaye giriş dönemlerindeki yatırımcı moralini dizginlemeleri tavsiye edilmektedir.

Yukarıda sayılan hususlar, sermaye girişinin olduğu dönemlerde neden pozitif bir mali denge tutturulması gerektiğini açıklamaktadır. Bu hem ekonomiyi soğutmak hem de sermaye çıkış dönemlerinde toplam hükümet harcamalarını artırmak için kullanılabilecek kamu kesimi tasarrufları meydana getirmek açısından avantajlı olacaktır. Bu fazladan tasarruflar, bu dönemlerde ülkenin sermaye piyasasından kopması halinde özellikle önemli olacaktır.

Beşinci olarak, son krizlerde yaşadığımız üzere, hükümetler likidite pozisyonlarını düzeltebilmek için geçici önlemler almaya eğilimlidirler. Türkiye örneğinde de gördüğümüz gibi, hükümetler kısa vadede toplanması kolay olan fakat üretimi olumsuz etkileyebilen yeni vergiler koyarak tepki vermeye eğilimlidirler. Ancak bu tür önlemlerin gerekli yararı gösterdiğini düşünmemekteyim. Bu nedenle, geçici önlemlerin kendileri de ödeme krizlerine neden olabilmektedir.

Maliye politikası konusunda kendi deneyimimizden yola çıkarak borç vadesi ve para cinsinin kamu borç araçlarının özellikleri olarak önemine dikkat çekmek istiyorum. Vade yapısının zaman zaman aşırı derecede uzaması, genellikle ülkelerin kısa vadeli kamu borçlarını seçmelerine neden olmaktadır. Buna ek olarak, ülkeler bazen iddialı fiyat istikrar hedeflerini tutturmaya çalışırken kısa vadede doğru kaymaktadırlar. Örneğin, yetkililer düşük faiz oranlarına bağlı kısa vadeli borçlarla sürdürülebilecek maliye politikaları ilan edebilirler. Borç vadesinin uzatılmasının çok kolay bir işlem olmayabileceği ve yüksek maliyetler getirebileceği bir gerçektir. Söz konusu maliyetler politika yapıcılarına kredibilitenin zayıf olduğunu gösteren bir işarettir. Sonuç olarak, öncelikli olarak yapılması gereken, daha sıkı (ama etkin) bir maliye politikası yoluyla tekrar güveni sağlamak olmalıdır.

Görüldüğü gibi, Türkiye'nin döviz kuruna dayalı istikrar programı tecrübesi, makroekonomik istikrar, finansal istikrar ve önerilen yapısal reformlarla sağlanan tatminkar ilerleme arasındaki tamamlayıcı ilişkiyi vurgulamaktadır. Bunlardan hiçbirisi tek başına yeterli değildir. Diğer gelişmekte olan ekonomilerin deneyimlerine dayanarak, bunlardan birinde kararsızlık göstermenin diğerlerine de yeterince önem vermeme riskini artırdığı açıktır.

Teşekkür ederim.

[1] Çıpalı rejimlerde borçluların döviz risklerine karşı korunma güdeleri düşüktür.

[2] Bu tahminde özellikle karşı çıkılması olası bir nokta, 2000 yılındaki artan cari hesaplar açığı göz önüne alındığında mali durumun sıkışmış olması gerekliliğidir.