



TÜSİAD
YÖNETİM KURULU BAŞKAN YARDIMCISI
TAYFUN BAYAZIT'IN
“KÜRESEL KRİZ VE PARA POLİTİKASI”
KONFERANSI
AÇILIŞ KONUŞMASI

10 Ekim 2011

Ceylan Intercontinental Oteli, İstanbul

TÜSİAD AVRUPA İŞ DÜNYASI KONFEDERASYONU (BUSINESSEUROPE) ÜYESİDİR

İstanbul: Meşrutiyet Cad. No: 46 Tepebaşı 34420 İstanbul -Türkiye
Ankara: İnan Cad. No:39/4 Gaziosmanpaşa 06700 Ankara - Türkiye
Brüksel: 13. Avenue des Gaulois, 1040 Brussels-Belgium
Washington D.C.: 1250 24th Street, N.W., Suite Nr. 300, Washington D.C.20037-USA
Berlin: Märkisches Ufer, 28 Berlin 10179 Germany
Paris: 33, Rue de Galilée 75116 Paris France

Tel: +90 (212) 249 19 29
Tel: +90 (312) 468 10 11
Tel: +32 (2) 736 40 47
Tel: +1(202) 776 77 70
Tel: +49 (30) 288 786 300
Tel: +33 (1) 44 43 55 35

Faks: +90 212.249 13 50
Faks: +90 (312) 428 86 76
Faks: +32 (2) 736 3993
Faks: +1 (202) 776 77 71
Faks: +49(30) 288 786 399
Faks: +33 (1) 44 43 55 46

e-mail: tusiad@tusiad.org
e-mail: ankoffice@tusiad.org
e-mail: bxloffice@tusiad.org
e-mail: usoffice@tusiad.us
e-mail: berlinoffice@tusiad.org
e-mail: parisoffice@tusiad.org

www.tusiad.org

TÜSİAD Yönetim Kurulu adına hepinizi saygı ile selamlıyorum. TÜSİAD-Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırmalar Forumu tarafından düzenlenen “Küresel Kriz ve Para Politikası” konferansına hoş geldiniz.

Başlıktan da anlaşılacağı üzere, bugün burada konularında uzman değerli konuşmacılarımız, küresel kriz ve para politikası konusunda bizlere aydınlatıcı ve derinlikli sunumlar yapacaklar. Sözü konunun uzmanlarına bırakmadan, müsaadenizle ben de, geçmiş tecrübelere dayalı genel bir değerlendirme yapmaya çalışacağım. Bu geçmiş tecrübeye dayalı değerlendirmenin temel odak noktası ise, dünya tarihinde ve bugün, gerek para politikalarının gelişimi gerekse de küresel kriz denildiğinde akla ilk olarak Amerika Birleşik Devletleri geldiğinden, ABD ekonomisi olacak.

Konuyla ilgilenmiş olanlarınız hatırlayacaktır: Amerika Birleşik Devletleri'nin 32nci Başkanı Franklin Delano Roosevelt'in, 4 Mart 1933 tarihindeki ilk başkanlık konuşmasında “Korkmamız gereken tek şey korkunun kendisidir” ifadesiyle vatandaşlarını rahatlatmaya çalıştığı günlerde, Amerikan ekonomisi büyük buhranın en ağır aşamasını yaşamaktaydı. İş gücünün dörtte biri işsizdi, sanayi üretimi buhranın başlangıcına göre neredeyse yarı yarıya azalmıştı ve deflasyon tüm kesimleri zorlamaktaydı. Buhranın bu ağır aşamasında, 2 milyona yakın insan evsiz, bankacılık sistemi tamamen çökmüş haldeyken toplumda büyük bir panik hüküm sürmekteydi. Hisse senedi fiyatları, o tarihlerde, 1929 Eylül tepe noktası fiyatlarının %10'una kadar gerilemişti. Ekonominin işleyişi açısından daha da önemlisi, başkanın açılış konuşmasını yaptığı gün itibarıyla 12 Federal Rezerv Bankası ve 37 eyaletteki bankaların çoğu kapılarını kapatmış durumdaydı.

Peki bugün bütün birçokları tarafından finansal krizleri anası olarak görülen “Büyük Buhran” oluşurken ve derinleşirken Fed neler yapıyordu? Kimilerine göre boş boş oturuyordu. Hatta, bazıları 1929 buhranının oluşumunda, başka deyişle diğer türlü sıradan bir resesyon olarak atlatılabilecekken buhrana dönüşümünde, ortabatı Amerika'daki ciddi kuraklıklar kadar Fed'in politikalarının da rolü olduğunu iddia ediyorlar. Bu iddiaların bazıları ise, 1928 ve 1929'de ABD hisse senedi piyasasında fiyatların ikiye katlanmasına karşılık olarak, Fed'in fiyat istikrarına odaklı sıkılaştırıcı para politikaları yoluyla krizi tetiklediği derecesine kadar sertleşmektedir. Hisse senedi piyasasında oluşan balona müdahale etmenin ve sadece fiyat istikrarı odaklı sıkılaştırıcı politikalar sonucu artan faizler ve daralan toplam talebin krizi başlattığını düşünenler, sonraki aşamalarda sisteme gerekli likiditeyi sağlamamanın ve faiz spreadlerini düşürecek gerekli çabayı göstermemenin 1929 buhranının derinliğinde büyük rol oynadığını savunuyorlar.

Bugün yaşadığımız, temelde ABD kaynaklı krizde Fed'le ilgili değerlendirmeler ne yönde diye sorarsanız, değişen pek fazla bir şey yok. Yine bazı kesimler, Fed'i krizin oluşumunda rolü olduğu iddiasıyla suçlamakta. Ancak, bu kez durum biraz farklı, çünkü bu sefer balona müdahale değil balonu yaratmakla suçlanıyor Fed. Özellikle, 2003-2006 yıllarında, Taylor kuralının öngördüğünden daha düşük politika faizi belirlemeye neden olan gevşek para politikasının, konut fiyatları balonunun oluşmasında büyük rol oynadığı iddia ediliyor. Elbette, başta bugünkü Fed Başkanı Bernanke olmak üzere bu iddiaya karşı çıkanlar var ve konut balonunun oluşumunda, Fed'in rolü olmadığını savunuyorlar. Bunu söylerken, konut balonu ile ilgili olarak üç neden ortaya koyuyorlar: İpotekli konut kredisi taksitlerini azaltan yeni kredi ürünleri; kredi standartlarındaki gevşemenin konut piyasasına getirdiği yeni alıcı kitlesi; ve son olarak Hindistan ve Çin gibi gelişmekte olan ülkelerden Amerikan ekonomisi yönelen sermaye akımları. Diğer taraftan, bu suçlamalardan bağımsız olarak, krizi yönetmede Fed'in 1929 buhranından ders aldığını ve şu ana kadar krizi başarıyla yönettiğini savunanlar

da mevcut. Bu fikrin taraftarlarının temel tespiti 2007-2009 finansal krizinin henüz bir depresyona dönüşmediği, ve dönüşmeyeceği, bu olumlu durumun ise Fed'in krizi yönetmedeki başarısının sonucu olduğu yönünde. Belki de yönündeydi demek daha doğru olacak. Sadece ABD için konuşursak, ikinci dip tehlikesinin ortadan kalkmadığı, Rogoff gibi iktisatçıların "büyük buhran"dan sonra, ikinci büyük daralmadan bahsettiği bir ortamda elbette, bu tespitlerin geçerliliği kısıtlanmakta.

Yine de, Fed'in kriz yönetimini başarılı bulanların gözlüğünden bakıldığında başarı hikayesi nedir diye sorarsak, geleneksel ve geleneksel olmayan politikaların etkili kullanımını cevabını alırız.

Hatırlarsanız, Ağustos 2007'de Fed, ABD ekonomisinin görece güçlü olduğu bir döneme denk gelen krize, politika faizini 50 baz puan indirerek cevap vermişti. Bu ise, canlı bir ekonomi ve artan enflasyon karşısında pek olağan bir durum değildi. Fed, politika faizi indirimlerine, Nisan 2008'deki 200 baz puan indirimin ardından, Aralık 2008'de son verdi. Çünkü artık hedef aralığı %0-%0,25 aralığına gelmişti. Bu durumda bir "sıfır-alt-sınır" problemi olduğu için artık geleneksel para politikasının sınırlarına ulaşılmış oldu. Fed'in buna çözümü, geleneksel olmayan para politikasına yönelim şeklinde gelişti. Bu çerçevede, kredi kanalına yönelik olarak miktarsal genişleme sürecini başlattı, beklentiler kanalına yönelik olarak düşük politika faizi uygulamasının uzunca bir süre devam edeceğini her fırsatta kamuoyuna iletmeye başladı ve ayrıca kredi spreadlerini daraltmak amacıyla büyük miktarlarda uzun dönemli tahvil ve özel sektör kağıdı alımına yöneldi. Para politikasında bu uygulamaları yeterli görmediği için de, bunlara ilaveten piyasalara yönelik bir çok likidite kolaylığı yarattı.

Tabii, başarılı olduğuna inanılan bu uygulamaları burada sıralarken, bu uygulamaları destekleyen, Amerikan Hükümetinin sorunlu finansal kuruluşlar ve reel sektör şirketlerine yönelik kurtarma operasyonları ve uyarıcı maliye politikalarını da aklımızın bir kenarında tutmak gerek.

Tüm bunların sonunda bugün gelinen noktaya baktığımızda, mevcut göstergelerin, para politikalarının krizi yönetmede, elbette agresif maliye politikalarının yardımıyla, başarı sağladığı fikrini desteklediğini görmekteyiz. ABD ekonomisinde büyüme %2'lerin altında seyretmekle ve potansiyel çıktı eğiliminin altında kalmakla beraber, belirgin bir daralma eğilimi henüz gözlenmiyor. Tüketici güveni düşüyor, işsizlik azalmıyor, ancak tüketici harcamaları ve şirket harcama ve yatırımları resesyonu engelleyecek kadar da artmaya devam ediyor. Kredi spreadleri oldukça düşük ve kredi standartlarında gevşeme devam ediyor. Kısaca, Dünya Bankası Başkanı Sayın Zoellick'in birkaç gün önce söylediği gibi para politikası, gerçek bir çözüm için zaman kazandırmaya devam ediyor, ki 1929 buhranı ile karşılaştırılınca bu önemli bir başarı.

Buraya kadar sorun yok, rahatlıkla diyebiliriz ki, kriz yönetiminde para politikası büyük öneme sahip. Peki küresel krizin bugünkü aşamasında, sorunlar burada bitiyor mu? Maalesef, buna cevabım hayır şeklinde olmak zorunda. Kriz yönetimi açısından bir başarı varsa bile, bugün, sadece ABD ekonomisi perspektifinden bile, birçok problemin önemini koruduğu ve yeni problemlerin oluşmaya başladığı açıkça görülmekte. Bir dolar likidite bin ayıp örter olsa da, alta yatan sorunlar henüz çözülememiş durumda. Hanehalkları, şirketler ve finansal kuruluşların bilançoları tam olarak düzeltilmediği gibi, sorunlar devlet bilançolarına aktarılmış halde. ABD ülke notu 70 yıllık dönemde ilk kez indirilmiş bulunmakta ve üstelik, küresel ekonominin geldiği aşama itibarıyla, AB kaynaklı bir bulaşmanın etkileri öngörülmesi

zor tehlikeler taşıyor. Diğer bir deyişle, krizden çıkış, krizin çözümü için, maliye politikasının yanısıra, para politikasının optimal karışımının işe yaraması umudu pek anlamlı gözüküyor. Kenneth Rogoff'un ifade ettiği gibi, alacaklılardan borçlulara iflas; finansal sistem üzerinde devlet müdahaleciliği; ya da enflasyon yoluyla, servet transferi olmadan küresel ekonomide bu kriz aşamasından kolay bir kaçış görünmemekte.

Yine tarihe ve para politikalarının en önemli ilklerine sahip ABD ekonomisine dönersek, 1929 buhranından çıkışı, alınan tüm para ve maliye politikası tedbirlerinin durduramadığı serbest düşüşün çözümünü, Rogoff'un sözünü ettiği gibi, yeniden yapılandırma ve finansal yeniden düzenleme yönündeki kararlı ve hızlı tedbirlerin sağladığını açık olarak gözlemleyebiliriz.

Büyük buhranın son günlerinde, döneminin ilk 100 gün icraatlarının önemli bir bölümünü bankacılık sistemindeki sorunlara odaklanmış bulunan Roosevelt, 6 Mart 1933'te ulusal düzeyde tüm bankalarının faaliyetlerini durduran bir karar yayınladı. Ardından, 9 Mart 1933'te, 24 saatten az bir sürede yasalaşan, "acil durum bankacılık yasası" 13 Mart 1933'te yürürlüğe girer. Yasa uyarınca, A, B ve C sınıfları olarak tasnif edilen bankalardan sadece A sınıfı olanların yasanın yürürlüğe girdiği tarihte açılmasına izin verilir. B sınıfı bankaların hizmete girmeleri için uzun bir yeniden yapılandırmadan geçmeleri şart koşulur. C sınıfı bankalar ise kapılarını tamamen kapatmak zorunda kalırlar.

Böylelikle, makro çerçevedeki ve mikro temellerdeki bozukluk, doğrudan bir müdahale ile düzeltilir ve özellikle para politikasının uzmanlık alanına dönmesi sağlanır.

Buradan bugüne taşınabilecek önemli çıkarımlar mevcuttur. Birincisi, para politikası kriz yönetiminde önemli ve etkilidir. Ancak kriz uzun dönemli ve derin nitelikte ise ve makro çerçeve ve mikro temellerden kaynaklanıyorsa, çözüm, vakit kazanmayı vakit harcamaya çevirmeden sadece bu konulara doğrudan müdahale yoluyla sağlanabilmektedir. Elbette, bu tür müdahaleler için gerekli siyasi güce sahip olmak ve gerektiğinde siyasi intihara razı olmak koşuluyla. İkincisi, para politikalarının etkinliği ve kredibilitesi açısından merkez bankası bağımsızlığı önemli ve gereklidir. Özellikle, geçmiş tecrübe, yüksek belirsizlik ortamında fiyat istikrarının sağladığı otomatik dengeleme potansiyeline işaret ettiğinden, bağımsızlık ön koşul niteliğini korumaya devam etmektedir. Üçüncüsü, benzer krizlerin oluşumunu engellemede para politikasının sadece fiyat istikrarını değil, finansal istikrarı da hedeflemesi büyük önem taşımaktadır. Bu anlamda, para ve kredi alanlarındaki gelişmelerin merkez bankalarının radarında izleniyor olması gerekmektedir ve varlık fiyatı balonlarına, patlamadan, oluşumunu kontrol edici yönde müdahale edilmesinde büyük yarar vardır. Bu tür balonların, patlaması sonucu oluşan krizlerin maliyetleri maalesef halen gözlemlemeye devam ettiğimiz şekilde çok ağır olmaktadır.

Bu üç çıkarım açısından baktığımızda, ülkemizde politika yapımcıların, dünyada oluşan tecrübenin ortaya koyduğu bu derslere büyük önem atfettiklerini görmekteyiz. Merkez Bankamızın bağımsızlığı tüm kesimlerce önemsenmekte ve bu konuda herhangi bir geri adım arzu edilmemektedir. Ayrıca, Merkez Bankamız, başarıyla sürdürdüğü fiyat istikrarı odaklı para politikasına, finansal istikrara yönelik unsurları da eklemiş durumdadır. Para politikasının yapısal nedenlere dayalı krizleri çözme yeteneğine ilişkin anlayış açısından mesele baktığımızda ise, 2000-2001 tecrübesinin yansımalarını görmekteyiz. Şu anda, mevcut verilerle, tüm dünyaya başarı öyküsü olarak sunduğumuz ekonomik koşullarda kriz sinyalleri gözükmemekte ve umuyoruz ki gözükmeyecek de. Ancak, kendi kriz tecrübemiz, diğer araçların desteği altında bile, para politikalarına dayalı kısa dönem toplam talep yönetimi yaklaşımlarının, 2000-2001 yıllarındaki türden krizlerden çıkışı sağlayamayacağı dersini

hafızalarımıza kazınmış durumda. Bir başka ifadeyle,artık biliyoruz ki, siyasi kredibilitenin, kamu kredibilitesinin sağlanmadığı durumlarda, merkez bankası kredibilitesi krizden çıkışı sağlamıyor. Sonuçta, bağımsız da olsalar, merkez bankaları, kamu politika yapıcılığının bir parçası ve itibarları, gücünü özgür ve demokratik toplumsal süreçlerden alan siyasi otoritenin itibarının bir uzantısı.

Bu konulara, bugünkü konferansta, değerli konuşmacılar tarafından daha detaylı ve teknik bir yaklaşımla geniş bir şekilde yer verileceği inancıyla konuşmama son verirken, TÜSİAD-Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırmalar Forumu tarafından düzenlenen bu konferansın, geniş kesimlerin merkez bankacılığı ve para politikası algılamalarına katkıda bulunacağını ümit ediyor, bizlere bu önemli konuda bilgi paylaşım ve etkileşim ortamı yarattığı için EAF yöneticileri ve çalışanlarına, tüm konuşmacılara ve katılımlarınız için sizlere teşekkür ediyorum.